

## アメリカの銀行貸付における収益力概念の定着について

川波, 洋一  
九州大学 : 名誉教授

<https://doi.org/10.15017/4843150>

---

出版情報 : 経済學研究. 89 (2/3), pp.61-76, 2022-09-30. Society of Political Economy, Kyushu University  
バージョン :  
権利関係 :



# アメリカの銀行貸付における収益力概念の定着について

川 波 洋 一

- I. はじめに—問題の背景と目的・分析視角—
  - 1. 問題の背景
  - 2. 目的と分析視角
- II. 銀行流動性論に関する理論的整理
  - 1. 銀行貸付の安全性と債権回収の確実性
  - 2. 銀行業における正統派学説としての真正手形理論 (real-bills doctrine)
  - 3. 転嫁流動性理論 (shiftability theory) の新展開
- III. 期待所得理論とアメリカ金融システムの特異性
  - 1. 将来の収益力と期待所得理論
  - 2. 期待所得理論を支えた信用機構—情報収集・分析・評価—
- IV. キャッシュフローにおける擬制資本性
  - 1. 金融不安定性とキャッシュフロー
  - 2. 信用の自律的拡張と収益力
- V. むすびに代えて

## I. はじめに—問題の背景と目的・分析視角—

### 1. 問題の背景

本稿を、戦後アメリカ資本主義の大まかな流れをスケッチすることから始めたい。1929-33年の世界大恐慌後の不況過程と1937年のリセッション、第二次世界大戦とその後の朝鮮戦争を経て、アメリカ資本主義は高度経済成長という躍動の時代に入っていった。成長のきっかけとなったのは、ニューディール政策のもとでの莫大な財政スペンディングによるインフラ投資と

先に述べた二つの戦争による需要増大であった。道路、港湾、水道、ガス、電気といった、人びとのライフラインに関わるインフラ整備は生活様式に大きな変化をもたらした。すなわち、郊外における住宅の所有とそこにおけるさまざまな家電製品の確保、都心部から郊外への移動と郊外から都心部への通勤、通勤のための自動車の所有である。このような過程の持続は、人びとの間に莫大な耐久消費財需要を生み出すことになった。公共投資の拡大が、波及効果を通じて耐久消費財需要を創出していくというケイン

ズ理論で提示された乗数効果の具体的発現であった。そうした、耐久消費財の取得には、将来所得による返済に期待する信用供与が大きな支えになった。住宅については住宅モーゲージ貸付、その他の耐久消費財については割賦販売信用が、それらの取得において重要な役割をはたした<sup>1)</sup>。

耐久消費財需要の拡大によって、アメリカ資本主義は、家計にまで成長の裾野を広げることが可能になった。耐久消費財需要の伸びは、家計の消費需要の伸びに応じてそれら消費財生産企業における固定資本投資を促すことになった。消費需要の伸びが企業の設備投資の伸びに繋がっていくという加速度原理の発現である<sup>2)</sup>。

乗数効果と加速度原理の循環的累積の効果は、表面的には1973・74年の石油危機まで継続した<sup>3)</sup>。表面的には、高度経済成長は継続しているように見えても、企業経営の内実においては、1960年代半ばに投資の伸びは限界に達しつつあった。それと踵を接するように、アメリカにおいては金融システムの不安定性が顕現するようになった。すなわち、1966年のクレジット・

クラッチ、1969・70年のCP市場混乱、1974・75年の金融危機（フランクリン・ナショナル銀行の破綻）、1984・85年のコンチネンタル・イリノイ銀行の経営悪化、1989～91年のS&L危機、2007～09年の世界金融危機と続いていった。頻発する金融危機において特徴的なことは、危機そのもののマグニチュードが大きくなっていったということである。それは、GDP伸び率の低下、経営破綻した企業、金融機関の規模とその数、危機の発生に際してとられた救済策の規模（これに関わった連銀、預金保険機構、市中銀行等の関与の度合い、公的資金の額）といった指標からも読み取ることができる<sup>4)</sup>。

金融システムの不安定性の顕在化とともに目立ってきた特異な現象は、貸出債権の証券化（セキュライゼーション）であった。セキュライゼーションの背景には、負債面における市場性資金のウェイト上昇に対して資産面における長期化が進んだことによるミスマッチを緩和しようとする動きがあった。すなわち、インフレ・高金利局面における資金コストの上昇と資産面におけるリターンの粘着性から生じる収益への圧迫を貸出債権の流動化によって和らげることに意味があった<sup>5)</sup>。住宅モーゲージ債権を対象とする証券化は、1980年代にMBS（モーゲージ担保証券）やCMO（担保付モーゲージ債券）、ABS（資産担保証券）といった多種多様な証券化商品を生み出したが、90年代に入ると既に証券化された商品を再パッケージ化した商品（CDO＝債務担保証券）が発行された。2000年代に入ると、デリバティブと結びついたクレジッ

1) 割賦販売信用の仕組みと耐久消費財需要の拡大については、拙稿「消費金融業の生成と展開—生産金融から消費金融への転回—」（川波洋一・前田真一郎編著『消費金融論研究』クレス出版、2011年所収）を参照のこと。

2) Cf., Samuelson, P. A., "Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration", *The Review of Economics and Statistics*, May, 1939, Vol.21, No.2, pp.75-78; "A Synthesis of the Principle of Acceleration and Multiplier", *The Journal of Political Economy*, Vol.47, No.6, Dec.1939, pp.786-797（高橋長太郎監訳『乗数理論と加速度原理』勁草書房、1963年所収）。

3) 国内民間粗投資が大きな減少を見せたことはミンスキーも指摘している。以下の文献を参照。Minsky, Hyman, P., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986, pp.90-91（吉野・浅田・内田訳『金融不安定性の経済学：歴史・理論・政策』多賀出版、1989年、107頁）。併せて、拙著『貨幣資本と現実資本—資本主義的信用の構造と動態—』有斐閣、1995年、268頁を参照。

4) この点、川波洋一・地主敏樹「アメリカの金融危機」（櫻川昌哉・福田慎一編『なぜ金融危機は起きるのか—金融経済研究のフロンティア—』東洋経済新報社、2013年、第7章）を参照。

5) この点、拙著第3篇第2章を参照。

ト・デフォルト・スワップ (CDS) や CDS そのものを CDO に組み込んだシンセティック CDO が発行された。

## 2. 目的と分析視角

ここで、アメリカの商業銀行の貸付が長期化の傾向を強め、その過程で負債との関係で mismatch 構造を生み出してくると貸出債権の証券化を大々的に進めたという流れのなかで、キャッシュフローが重要な位置を占めたということに注目したい。長期貸付においては、借り手の返済能力をその収益力に基づいて認識する傾向があらわれた。借り手の収益力の実体は、その生み出すキャッシュフローである。また、証券化においては、種々の証券化商品を仕組む際に債権の生み出すキャッシュフローの組み換えが行われた。組み換えとは、元の債権のキャッシュフローにもとづいて新たなキャッシュフローを生み出す商品を組成することを意味する。本稿においては、銀行貸付の長期化や証券化の盛りのなかで一貫して見られたキャッシュフローに注目し、それがアメリカの銀行貸付においてどのように生まれまた定着してきたのかについて検討する。現実には経済主体において多様な形態をとるキャッシュフローは、銀行貸付においては借り手の収益力として認識された。そこで、第一の視角として、とくに世紀転換期から証券化が始まる前の1970年代までの状況に着目する。このことは、証券化というより銀行貸付における収益力概念の位置付けの考察ということでもある。また、第二の視角として、銀行理論における変遷に留意しながら、いかにして銀行貸付における収益力視点の定着が見られたかという点に注目する。

## II. 銀行流動性論に関する理論的整理

### 1. 銀行貸付の安全性と債権回収の確実性

銀行貸付の長期化や貸付債権の証券化は、資本主義が高度に発達した現代において顕著にあらわれてくる現象である。とりわけ、独占期や戦後の高度経済成長期においては、固定資本形成や耐久消費財需要の拡大への積極的対応を通じて、銀行の信用供与は設備金融や割賦販売信用、住宅モーゲージ貸付等へと多面的に展開していった。しかし、預金取扱い金融機関としての銀行にとってそうした行動は、本来銀行が守るべき規範に反するものであった。

銀行の負債は、本来、企業や家計に発生するさまざまな遊休貨幣を要求があれば払い出すという約束のもとに受け入れた（本源的）預金によって形成される。そうした遊休貨幣には、支払いや購買のための準備金、次の投資のための蓄積資金、減価償却基金、一時的に消費のために支出を控えたことにより発生する所得貨幣などが含まれる。これらの源泉からなる本源的預金の大部分は、要求があれば支払わなければならない債務である。銀行には、預金の受入れや払出しを通じて日々貨幣の取引が発生するが、一定部分は銀行内に滞留してくる。支払いの決済や流通速度の上昇により、経常的に流入貨幣量が流出貨幣量を上回る状態が発生すると、銀行内には常に一定額の貨幣が滞留してくる。そうになると、銀行は受け入れた預金（＝債務）に対して相対的に少ない現金（＝準備）で返済に対応することになる。すなわち準備率を  $r$  とすると、 $0 < r < 1$  という関係が成り立つこととなる。このような関係が経常的に成り立つとすると、銀行は受け入れた現金に対して準備率  $r$  の逆数倍の債務（たとえば、預金＝派生的預金）を創造

することができる。このような関係が発生するのは、銀行が創造した債務の集中的決済や貨幣の流通速度の上昇によって準備貨幣の量が圧縮されるためである。

このように銀行は、本来、短期の預金を受け入れており、そのうえで自らの債務の創造というかたちで貸付を行うのであるから、貸付は短期のうちに安全に回収される必要がある。すなわち、バランスシートの負債側に預金債務をかかえる銀行としては、貸付を短期的に回収することが銀行経営の健全性を確保するうえで重要な要件となる。

銀行経営の健全性を確保するためにもう一つ講じなければならないことがある。それは、貸付に対する返済が滞り債権の回収が困難になったときに、その確保を可能にする手段を講じておくことである。貸付債権の短期的回収を通じて債権の保全がなされれば問題ないが、貸付債権が焦げついたときに債権回収の現実性を保証するための担保を徴求することがそれに当たる。

銀行は、預金債務をかかえるという性質上、経営の健全性をはかるために貸付を短期的に回収するとともに、債権回収の現実性確保のために担保を徴求しておく必要がある<sup>6)</sup>。

## 2. 銀行業における正統派学説としての真正手形理論 (real-bills doctrine)

イギリスでは、資本主義経済の生成過程において、銀行の行動とあるべき姿について論じる試みがなされるようになった。それがまとまった考え方として示されたのは、A. スミスによる、銀行は貸付を短期の商業的貸付に限定すべきであるとの主張であった。その内容は、銀行がじっ

さいの取引にもとづいて振り出された真正の手形 (real-bills) のみを割り引くならば、銀行が創造する貨幣 (銀行券または預金) は取引の必要に応じて発行されたものであり、過剰に発行されることはないとするものである。なぜなら、銀行貨幣の発行は、いずれ短期のうちに返済を通じて環流し、結果的に取引の拡大・縮小に応じて増減するからである。この考え方では、短期の商業的貸付への限定によって銀行貨幣は取引に応じて弾力的に変動し、たとえ創造された債務が一覧払いの債務であっても銀行の流動性は維持され、経営の安定性が脅かされることはないとされる。このいわゆる真正手形理論 (real-bills doctrine) は、A. スミスによってまとまったかたちで提示された<sup>7)</sup>。スミスの頭のなかにあるのは、銀行による一覧払い債務の創造とその収益資産とのバランスの問題であった。両者のバランスが崩れるのは、銀行の一覧払い債務が膨張するのに対し収益資産の流動性が低下していく状態にあるなかで、一覧払い債務に対する予期しない請求が発生するときである。一覧払い債務の創造という負債側の構造に柔軟に対応しうするためには資産側の流動性を維持しておく必要がある。この立場に立てば、じっさいの取引にもとづきかつ短期的な回収が見込める真正手形の割引は流動性の維持という点で理想的である。具体的には、運転資本の融通を目的とする短期の商業的貸付がそれに当たる。それに

7) Cf., Smith, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, ed. by E. Cannan, 6th edition, Methuen & Co., 1950, 2 vols., pp.276-301 (大内・松川訳『諸国民の富Ⅰ・Ⅱ』岩波書店、1969年、469-504頁)。

真正手形理論をスミスの貨幣・信用論の中に位置付けた研究として、中村廣治「スミス貨幣・信用理論の研究(1)～(4)」(大分大学『経済論集』第15巻1・3号、16巻1号、16巻2・3合併号、16巻4号)が有益である。

6) 拙著〔1995〕第Ⅱ篇第1章を参照のこと。

対して、返済に長期間を要する固定資本形成への貸付は流動性の確保という点で銀行貸付としては相応しくないということになる。

真正手形の割引を通じた短期の商業的貸付を銀行行動の規範とする考え方は、19世紀のピール条例の施行をめぐるなされた通貨論争期において、銀行学派においても主張された。たとえば、T. トウック (Thomas Tooke) は、銀行の貸付は、その返済が保証される短期でかつ換金可能な担保にもとづいてなされるべきであると主張する<sup>8)</sup>。また、J. ウィルソン (James Wilson) も、定期的な返済が確実である貸付に対し、長期的な貸付は適切ではないとする<sup>9)</sup>。

スミスによってまとめられた形で示された真正手形理論は、19世紀から20世紀の初めにかけて、銀行の健全経営における正統派の理論として確かな地位を獲得していた。例えば、W. F. ミッチェル (Waldo F. Mitchell) は、イギリスの銀行家である G.H. パウノール (George H. Pownall) を真正手形理論の信奉者として取り上げている。その見解は、大要、《銀行は、一般大衆から貨幣を預かり、要求払いで払い出すことを約束している。銀行家は短期的な取引に対して融資をするのであり、それが合理的である。したがって、

固定的な投資に対して融資を向けることは自らの業務ではない。》<sup>10)</sup> というものである。また、イギリス議会のファリンドン委員会 (Lord Faringdon's Committee) において取り上げられた意見として、《銀行の貸付は、その流動性を毀損するようなことのないように数ヶ月を超えないことが通常の業務となるべきである》という内容を紹介している<sup>11)</sup>。

19世紀末から20世紀の初めにかけては、銀行貸付のあり方を流動性の観点から問題にする真正手形理論は、後発の資本主義国であったアメリカにおいても問題にされた。しかも、アメリカにおいてもイギリス的伝統にもとづく真正手形理論の主唱者が存在したのである<sup>12)</sup>。ミッチェルは、アメリカ的真正手形理論の要点を、以下の4点にまとめている<sup>13)</sup>。

- (1) 銀行は信用の貸付取引の過程で創造した要求払いの負債をかかえている。
- (2) この負債は預金者や銀行券保有者の請求に応じて決済されなければならない。
- (3) 銀行の庫中には、ごくわずかな現金しか残っていないので、貸付は短期の商業的取引にもとづかなければならない。結果的に、貸付が短期間に満期となることによって、銀行は債権者の請求に応えられるようになるのである。
- (4) 銀行は、財が迅速に消費者のもとに届くような短期の商業的取引に限定して貸付を行うのであって、固定資本向けになされるのではない。というのは、固定資本向けの貸付は、

8) Cf., Tooke, T., *A History of Prices, and the States of the Circulation, from 1838 to 1839*, Vol. IV, 1840, pp.193-94 (藤塚知義訳『物価史』第4巻、東洋経済新報社、1981年、211-12頁)。

9) Cf., Wilson, J., *Capital, Currency, and Banking: Being a Collection of a Series of Article published in the Economist in 1845, on the Principles of the Bank Act of 1844, and in 1847, on the Recent Monetary and Commercial Crisis: Concluding with a Plan for Secure and Economical Currency*, D.M. Aird, 'Economist' Office, 1st ed., 1847, 2nd ed., 1859, p.82.

また、通貨論争期における通貨学派、銀行学派の論者たちの銀行理論の整理については、Mints, Lloyd Wynn, *A History of Banking Theory: in Great Britain and the United States*, University of Chicago Press, 1945 (三橋昭三・望月昭一訳『銀行理論の歴史：グレイト・ブリテンと合衆国(上)』成文堂、1975年)が有益である。

10) Cf., Mitchell, Waldo, F., *The Uses of Bank Funds*, University of Chicago, 1925, pp.4-5.

11) Cf., Mitchell, Waldo, F., *op. cit.*, p.5.

12) ミッチェルは、その代表者として、J. Laurence Laughlin, Frederick A. Cleveland, David Kinley といった論者たちを挙げている。cf., Mitchell, W. F., *op. cit.*, pp.7-11.

13) Cf., Mitchell, W. F., *op. cit.*, pp.11-12.

銀行の資産にとって望ましくかつ必要な流動性をもたらさないからである。

ここでまとめられている内容は、スミスの理論を踏まえてイギリスにおいて展開されてきた伝統的理論とほぼ重なるものである。真正手形理論は、綿工業や毛織物工業を中心に資本主義が発達してきたイギリスだけでなく、独占が成立し資本市場の発達も見られた世紀転換期のアメリカにおいてもその命脈を保ったのである。

### 3. 転嫁流動性理論 (shiftability theory) の新展開

イギリスに比較してアメリカにおいても、真正手形理論にもとづく純粋に商業的貸付に限定した貸付を行うべきだとする伝統的考え方が残っていた。真正手形理論のように、銀行業のあるべき姿として最も相応しいものだとする見解に対し、銀行はその貸付を短期の貸付にのみ限定するべきではなく、長期性でかつ大額の資金を必要とする産業の要求にも応えるべきであると主張もあった<sup>14)</sup>。すなわち、そうした正統派の銀行モデルから脱却すべきだとする考え方との闘ぎ合いがあったことも事実である。事実、真正手形理論にもとづく純粋な商業銀行モデルは、イギリスにおいてさえじっさいに存在したわけではない。とりわけ、19世紀末から20世紀初めにかけてのアメリカにおいては、銀行業が次第に正統派モデルから脱却していく現実が見られるようになった。すなわち、この時期のアメリカにおいては、銀行が短期の商業的貸付以外の長期の固定資本貸付や証券投資に傾斜していく事実があった。明らかに、真正手形

理論にもとづく純粋の商業銀行モデルは教科書のなかで語られる姿に過ぎず、銀行業の現実と合致していなかった<sup>15)</sup>。

ミッチェルは、銀行の資金運用が短期の商業手形の割引以外の目的に向けられた事実を指摘している<sup>16)</sup>。そのなかでも、H.G. モールトン (H.G. Moulton) は、1916年の時点で、国法銀行全体の貸付のうち、53.7%が投資的性格を有していたという。さらに、これに証券担保貸付も含めると、投資的性格の信用供与は収益資産の64.4%に及んでいたと結論づけている。また、固定資本向けの貸付のうち20%は無担保であり、担保付きの固定資本貸付の場合は、株式、債券、不動産、抵当権、及びその他不動産に対する先取特権等が担保として徴求されていたという。規制が国法銀行より緩やかであった州法銀行の場合は、固定資本向けの貸付は収益資産の65~70%に達していたとする。こうした事実を総合して、モールトンは、国法銀行、州法銀行及び信託会社の全貸付の少なくとも50%以上が投資的性格のものに向けられていたと結論づけている<sup>17)</sup>。

このように銀行貸付の現実が、純粋の商業銀行モデルから逸脱してくると、真正手形理論にもとづく正統派的考え方に対抗する思想が生まれてくる。それはまず、銀行の流動性の捉え方

14) Cf., Mitchell, Waldo, F., *op. cit.*, p.6. ミッチェルによって紹介されているロンドン大学教授フォックスウェル (H.S. Foxwell) の考え方は、ドイツの銀行業のあり方を睨んでなされたものである。

15) Cf., Mitchell, W. F., *op. cit.*, pp.12-13. ミッチェルは、ブジョー委員会が国法銀行を理論にもとづく原則のなかに押し込めることは難しく、資本金の25%までの証券保有の認可を推奨したという事実を指摘している。また、銀行が証券保有から収益をあげることはありうることであり、そうした行動を擁護する意見もあらわれた。

16) Cf., Mitchell, W. F., *op. cit.*, pp.14-15.

17) Cf., H. G., Moulton, "Commercial Banking and Capital Formation I, II, III, IV", *The Journal of Political Economy*, Vol.26, No.4 (May), No.6 (Jun.), No.7 (Jul.), No.9 (Nov.), 1918. 彼は、商業銀行に限れば、全ての信用の3分の2が運転資本ではなく固定資本関連であったとしている。

に焦点が当たるかたちで始まった。すなわち、流動性を資産の形態ではなく制度的な発展との関連において捉える視点である。スミスは、自らの債務となる銀行貨幣の創出に対する健全性を取引にもとづいて発行された真正手形に限定して貸付を行うことによって維持すべきだと主張した。これは、自己流動性の確保であり、個別銀行の視点に立っている。それに対し、短期の商業的貸付モデルから脱却したかたちでの銀行流動性の維持は、銀行制度全体の視点に立って実現されるとする。システム全体を通じた流動性の維持は、1913年の連邦準備銀行の設立や証券市場との関係を通じて可能となる。

連邦準備制度の成立は、加盟銀行間に形成される短期貨幣市場を通じて流動性の調整が可能になることを意味する。また、銀行間の協力を通じてクリアリングシステムが発達してくれば決済の効率化と貨幣の流通速度の上昇を通じて現金節約が進むであろう。連邦準備制度の成立は、現金節約をさらに推進する効果があった。

加えて、株式市場や債券市場の発達は、銀行にとって流動性を容易に調整できる場を提供することになる。銀行が証券投資に関わるのみでなく、証券担保貸付の場合においても、短期の商業的貸付よりは第二線準備として信頼できるものと位置付けられていた<sup>18)</sup>。

こうして、銀行の流動性調整の問題は、貸付が短期的に回収され、自己流動的に運営されるかどうかではなく、保有資産を他行に売り出すことによって横の関係を通じて流動性を回復することができるか否かという問題になってくるのである。すなわち、満期を待つのではなく、必要に応じて一定量の資産を他に転嫁 (shift)

することによって流動性を確保することができるという意味において、流動性はほぼ転嫁可能性 (shiftability) と同義となる。その意味で、このような流動性調整の考え方は、転嫁流動性理論 (shiftability theory) と呼ばれるようになった<sup>19)</sup>。転嫁流動性理論は、真正手形理論に対し、以下のような点において根本的に異なっていた。

第一に、個別銀行の貸付の満期到来による自己流動性に依存するのではなく、銀行制度全体の流動性調整に依存するようになるということである。連邦準備制度や決済システムはそうした全システムを通じた調整を支える基盤を形成している。

第二に、銀行制度全体の準備を守るのは、個別銀行の資産の自己流動性ではなく銀行制度の拡充発展である。

第三に、このようなかたちで銀行制度全体の流動性調整が可能になることによって、銀行は自己流動性に規定されることなく、競争条件のなかで業務の範囲を固定資本貸付や証券投資へと広げ、収益を追求することができたのである。

このうち第三の違いについては、とりわけ20世紀初めのアメリカにおいては、銀行業務の多角化につながった点が重要である<sup>20)</sup>。とりわけ、グラス＝スティーガル法による銀行と証券の分離をはじめ1930年代の改革による規制的銀行制度の導入に至るまでは、商業銀行による業務範囲の拡大が進むなかで、真正手形理論の規範は銀行業務の実態のなかにはますます見えづらくなってしまった。このような業務範囲拡大の傾向は、アメリカだけでなく、ドイツ、フランス

19) Cf., Moulton, H.G., *op. cit.*, p.723; Mitchell, W. F., *op. cit.*, chap. II.

20) Cf., Mitchell, W. F., *op. cit.*, pp.27-32. この実態をまとめたものとして、数阪孝志『アメリカ商業銀行の多角的展開』東洋経済新報社、1991年を参照のこと。

18) Cf., Moulton, H.G., *op. cit.*, p.713.

といったヨーロッパ大陸諸国そして正統派理論の母国であるイギリスにまで広がっていった<sup>21)</sup>。

### Ⅲ. 期待所得理論とアメリカ金融システムの特異性

#### 1. 将来の収益力と期待所得理論

アメリカにおいて、商業銀行が固定資本形成や証券市場との関わりを強め、厳しい競争的環境において収益を求めていくなか、根強い支持を得ていたとはいえ、その行動を真正手形理論にもとづく商業的貸付の枠内にとどめておくことは不可能であった。現実には、転嫁流動性理論にもとづいて銀行制度全体のなかで流動性調整を行いながら、商業銀行は多面的な分野に貸付を展開していった。

確かに、短期ではあっても満期日に返済される短期貸付と異なり、資産の売却による流動化は即時に流動性の回復が可能である。ただし、証券市場を通じた流動性の回復には、証券価格の変動というリスクがあることもまた事実である。ただここで注意しなければならないのは、20世紀の初めという発展途上にある経済において、転嫁流動性の確保という方法とは別のかたちで商業的貸付の枠を突破するやり方が生まれてきたことである。すなわち、貸付の更新という方法がそれである。

成長過程にあり、多面的な借入れ需要が旺盛であるなか、企業や消費者の間には長期借入れに対するニーズが強くなるのは当然のことであった。とりわけ継続的な事業体としての企業においては、たとえ短期の運転資本であっても、借入れ需要は持続的に発生するものである。そ

のような状況にある時、借り手側には短期的な借入れを更新して欲しいとの要望が生まれる。貸し手側も、相手の信用状態が十分であれば、それに応じていこうとする。なぜならば、短期貸付をその都度返済し、新たに貸付を繰り返すことは手続き上無駄なことなので、借換えすなわち更新を行なった方が双方にとって利便性が高いという意識が生まれてくる。H.G. モールトンは、短期貸付の更新が17年にも及んだという事例を紹介している<sup>22)</sup>。これは、短期という商業的貸付の枠組みが破られた一つの事例である。

次に、短期貸付の更新は運転資本の継続的需要に対して発生したものであったが、事実上長期貸付が可能になっているのであるから、その用途を運転資本に限る必要はないのではないかという考え方が生まれてくる。先に述べたように、成長途上にあつて多面的な借入れ需要が発生しているなか、借入れ資本を設備や工場のファイナンスに充当するケースが見られたのである。H.G. モールトンは、1918年の時点で正確な数値の算出は困難であるとしながらも、銀行貸付の20%程度が固定資本貸付に向けられたと述べている<sup>23)</sup>。すなわち、このような状況においては、銀行は更新されることを前提に信用を供与し、それが運転資本以外のファイナンスに用いられることに反対しなかったのである<sup>24)</sup>。このことも、商業銀行が商業的貸付の枠組みを破る大きなきっかけになった。

さらに、商業銀行が自己流動性にもとづく商

22) Cf., Moulton, H.G., *op. cit.*, p.706.

23) Cf., Moulton, H.G., *op. cit.*, p.648.

24) Cf., Prochnow, H. V., *Term Loans and Theories of Bank Liquidity*, Prentice-Hall Inc., 1949, p.175. 1920年代に入ると、固定資本貸付のみならず、耐久消費財向けの割賦販売信用も見られるようになった。この点については、前傾拙稿〔2011〕を参照。

21) Cf., Mitchell, W. F., *op. cit.*, pp.40-57.

業的貸付の枠組みや資産売却による転嫁流動性の確保の枠組みを破る重要な契機となった点がある。それは、銀行における無担保貸付の供与に関わっている。本稿の冒頭において、負債側に要求払いの債務をかかえる銀行は資産の流動性を確保するとともに、債権回収の確保を図るために担保を徴求することについて述べた。銀行が短期の運転資本貸付から長期の固定資本貸付に乗り出していくとき、債権回収の現実性がいかにして確保されるかが問題である。基本的にそれは不動産や家畜、設備資本、有価証券といった物的担保によって保全される。しかし、注目すべきはこれら物的担保によらないケースも見られたということである。貸倒れが発生した場合の、担保の差し押さえと換金による債権の保全は、担保に取られた物的資産の価格評価に影響を受けることになる。物的資産の評価次第で、十全な債権の保全が図れないケースもある。そのような状況が想定されるとき、貸し手である銀行が目にしたのは、物的担保ではなく、借り手の返済能力である。貸倒れが発生したときに、事後的に担保を差し押さえることによって債権を保全するのではなく、事前に借り手の経営状態、資産保有の状況、事業の収益性・将来性を考慮し、それにもとづいて貸付を決定するのである。これらいくつかの要素から生じるキャッシュフローに規定される借り手の返済能力をここでは、収益力という用語において一元化して捉えることとする。アメリカの銀行家 H.V. プロクナウ (H.V. Procknow) は、このことを、「銀行家は、また、ある望ましい期間内に期待所得のなかから要求された額を返済する借り手の能力を考慮する。」<sup>25)</sup>と表現している。真正手形理論にもとづく短期の商業的貸付は期間内の回収による自己流動性の確保、証券の売却は転嫁

流動性の確保であった。これに対し、この無担保貸付では将来にわたる期間のなかで債権回収が図られるという考え方である。借り手の将来の収益に依存するという意味で、自己流動性論、転嫁流動性とは異なる視点にもとづいていると言わなければならない。先のプロクナウは、このような収益力への依存という方法による貸付の安全性の確保が具体的に展開した形態として企業向けの中長期貸付 (タームローン) を挙げている。タームローンには、担保付きのもの、無担保のものが混在しており<sup>26)</sup>、いずれにおいても借り手の返済能力が重視されたが、とりわけ無担保の場合は、借り手の期待所得の見極めが重要であった。この意味においては、プロク

25) Procknow, H. V., *op. cit.*, p.38. 貸付の基礎として収益力が重要な位置づけにあることを認識するもう一つの証左として A.S. デューイング (A.S. Dewing) の次の説明を挙げておきたい。「銀行家は、貸し付けられた貨幣が、公益企業が関与している資本の一部である固定資本に投下され、またその固定資本は売却できるものではないということを認識しなければならない。どのように意味を広く解釈しようとも、貸付が自己流動的であることはない。銀行家は、その伝統にもかかわらず、貸付の基礎は収益力であり、結局は銀行貸付を返済するためには全企業資産が担保に入れられるか売却されるかしなければならないことを認識する。」(Dewing, A. S., *The Financial Policy of Corporations*, 3rd, ed., The Ronald Pr. Co., 1934, p.488.)

26) 1940年代、商業銀行によるタームローン供与額のうち3分の2、件数については5分の2が無担保貸付であった。すなわち、比較的大額のタームローンが、無担保で相対的に数の少ない大規模優良企業に対して供与されたのである。逆に、比較的多数の中小企業に対しては、有担保で、相対的に小さな額のタームローンが供与された。cf., Jacoby, N. H. and R. J. Saulnier, *Term Lending to Business*, NBER, 1942, pp.50-51. 優良な企業に対しては物的担保を徴求するより、収益力にもとづいて信用を供与した方が安全だと判断された。とくに、大銀行では、まず無担保貸付を行うことを考慮し、リスクの観点から見て必要と思われる場合に担保を徴求するのが典型的政策であった。cf., Hayes, D. A., *Bank Lending Practices: Domestic and International*, The University of Michigan, 1st ed., 1971, pp.128-29 (山下邦男監訳・太陽神戸銀行調査部訳『銀行の貸出政策―問題点と実務―』東洋経済新報社、1969年、135頁)。

ナウは、借り手の期待所得にもとづく流動性確保の考え方を、期待所得流動性理論 (the anticipated income theory of liquidity) と呼んでいる<sup>27)</sup>。

このように、銀行流動性に関する主要な理論は、真正手形理論にもとづく短期的商業貸付理論 (プロクナウは、これを伝統的商業銀行信用理論 [the traditional commercial bank credit theory] と呼ぶ)、転嫁流動性理論 (the shiftability theory)、さらには期待所得理論 (the theory of anticipated theory) の3つの内容において把握されることになる<sup>28)</sup>。

## 2. 期待所得理論を支えた信用機構—情報収集・分析・評価—

先に述べた銀行流動性に関する3つの理論は、時間的順序としては、真正手形理論 (18世紀から19世紀)、転嫁流動性論 (19世紀末から20世紀初め)、期待所得理論 (両大戦間期から戦後) の順に影響力を強めてきた。そのなかで、期待所得理論は、とりわけアメリカでの取り上げ方が際立っていた。その理由は、アメリカの銀行制度における情報の重要性についての気づきが早く強かったことにある。イギリスでは、優良な手形さえ割り引いていれば、返済の確実性は保証されるので、借り手の返済能力は事前に周知されているという考え方が強かった。大手の割引業者が割り引いていけばプライムネームだと判断されたのである。アメリカでは、リスクの確認が難しいだけでなく、リスクの確認が難しい主体あるいは事業にリスクを取ってファイナ

ンスするという思考がイギリス以上に強かった。しかし、リスクをリスクのまま考慮なしに受け入れることは返済の確実性を保証する必要がある限りできない。そこで、借り手の事業の安全性について情報を得たのである。アメリカの銀行は、情報の重要さ、情報を得ることの効用について認識していたのである。それは、アメリカという広大な国土を持つ国にあって、原料の産地から、加工・製造地、輸出地・消費地まで含め、長い時間と距離を必要とした。アメリカでは、もともと長い流通期間を必要とし、お互いに離れた取引相手の信用状態の把握も難しい状況であった。銀行にとっては、借り手の返済能力を把握するのは困難であった。そのような状況のなかで、借り手の事業状態、信用状態を常時モニターし、返済の確実性を確認していく作業が必要であった。借り手の信用状態や返済能力を示す情報が重要であった。そのために、具体的には、財務諸表の分析を通じて、経営の中味を把握することが行われた。バランスシートや損益の状態について知悉する努力が続けられ、またそのための組織が整備されていった。

信用評価の組織化の具体的事例として、それぞれの商業銀行にクレジット・デパートメントが設置され、そこで信用分析が行われた。これは、こんにちの審査部に相当する機能を果たしていた。J.G. キャナン (J.G. Cannon) がアメリカ各地において講演を行い、審査機能の重要性について説いて回った<sup>29)</sup>。貸付が長期にわたり、返済が将来の所得にもとづくのであれば、商業銀行にとって最も重要であったのは、クレジットリスクを如何に軽減するかであった。そのための重要な戦略は借り手に関する情報の収集であった。この点から、銀行は3つの観点から分析を行った。すなわち、第一に、経営者の履歴

27) Cf., Prochnow, H. V., *op. cit.*, Part VII.

28) Cf., Prochnow, H. V., *op. cit.*, p.411. ただし、資産が流動的であるゆえんを示していないという意味で期待所得理論を銀行流動性論の系譜に位置付けることに異を唱える考え方もある。川口真二『銀行流動性論』千倉書房、1967年、148-149頁。

や企業そのものの歴史を詳細に把握した。第二に、他の銀行による調査、取引相手になるかもしれない他の企業の評判、弁護士等からあらゆる情報を収集した。第三に、先に述べたバランスシートや損益計算書などの財務データであるが、そのなかでも重要なのは、相手の収益力であった。なぜなら、収益力こそ、貸付の健全性を示す決定的な要因であったからである。収益力こそ、経営能力を判断する現実的尺度であった。このような観点から、借り手の収益の記録が徹底的に分析された。貸付の期間が長ければ長いほど将来の収益の判断は難しかった。また、景況による収益への影響も見極めるのが難しかった<sup>30)</sup>。

アメリカの銀行業においては、そのあるべき姿として真正手形理論を尊ぶ議論もあったが、実態においては、自己流動性に依存するよりも証券市場を前提とした転嫁流動性の確保や将来の期待所得に依存する傾向が強くなった。とりわけ、期待所得については、ミクロ的なレベルでの借り手の財務情報、マクロ的には企業の事

業を取り巻く収益環境や全体的な経済情勢の分析・評価がなされたうえで割り出された。このことを実質化することは、アメリカの銀行制度において、情報収集、分析・評価の体制を構築するという必要性が生じる契機となった。事業貸付については、クレジット・デパートメントが設置されたのみでなく、消費者信用については、パーソナルファイナンス・デパートメントにおいてそのための情報収集・分析が行われた<sup>31)</sup>。情報収集・分析・評価の高い能力は、アメリカの銀行業及び金融システムに、過去のデータのみならずそれを踏まえた将来の予測を織り込んで活動を行うという特質を付与することになったのである。

#### IV. キャッシュフローにおける擬制資本性

##### 1. 金融不安定性とキャッシュフロー

アメリカにおいて銀行理論がイギリス的伝統から脱却したことによって同国の金融システムにどのような特徴が付与されたかという論点について考えてみたい。注目したいのは、1960年代半ばから金融システムの不安定性が顕在化してきたことである。この論点は、H.P. ミンスキーがケインズ『一般理論』の再評価を通じて検討を重ね、金融システムの不安定性の理論として構築した内容とも重なる。ミンスキーが注目するのは、資本主義経済の循環的変動のなかで、企業の生産活動と銀行等金融機関の活動を区別して捉え、それぞれの経済主体が生み出すキャッシュフローの動きである。とりわけ活況

29) Cf., Cannon, J.G., *Bank Credits, Address delivered at the Drexel Institute*, Philadelphia, PA, 1892. 銀行家であったキャナンは、19世紀の末という変革の時期にあって、各地の銀行協会等で講演し、審査機能の重要性だけでなく、銀行業務の実務的内容や信用、不良債権の累積等、銀行家として避けるべきこと等、銀行業務のあり方について講演している。このような状況も、アメリカの商業銀行における情報生産がとりわけ盛んに行われるようになったきっかけの一つであったと思われる。

30) Cf., Prochnow, H. V., *op. cit.*, pp.96-98. プロクナウは、借り手の返済能力に影響する要素として多様な要因を挙げている。借り手が製造・取引する製品・サービスの種類、経営者の能力、事業の成長性・将来性、置かれている競争環境、同種の企業の寿命、物価動向、政府の規制・管理の状況、労働問題の状況、税制の影響、宣伝力、特許、取引先との関係、貸付契約に影響する協約やコミットメント、技術変化の動向といった内容である。借り手のミクロ的状況からマクロ経済の動向に至るまで、返済能力にかかるあらゆる情報を収集しているということが出来る。

31) この点、拙著〔1995〕第Ⅱ篇第1章第2節並びに拙稿「信用拡張の支持装置としての担保の架空性について—アメリカン・バンキング・プラクティスにおける収益力—」（九州大学『経済学研究』90周年記念論文集、第81巻第4号、2014年）を参照のこと。

期において企業は、自らの資産保有（実物資本の獲得）のための借入れを増加させ、その生産活動のなかから生み出すキャッシュフローを債務の返済に充当する。それに対して、銀行は所定の準備金をもとに積極的に貸付に応じていく。ブーム期においては、借り手のキャッシュフローに規定される返済能力に対して過大な信用が造出されることによって金融不安定性が段階的に増幅していくのである<sup>32)</sup>。

ただここでは、ミンスキーの金融不安定性の議論に深く立ち入るのではなく、彼が、企業の行動と銀行等金融機関の活動、実体経済の動向と銀行貸付や金融市場の動態とを結びつける結節点としてキャッシュフローの動向に焦点を当てた点に留意しておきたい。すなわち、実体経済と金融経済の動態的関連を、キャッシュフローを視点に据えて考察した点にミンスキー理論の独自性がある。ここでは、ミンスキーがキャッシュフローに着目した視点の独自性はこれまでに述べてきたアメリカ金融システムの特徴と関わりがあるのではないかという問題を考えてみたい。

ミンスキーは、現代資本主義においては、現金支払いの多様性が非常に大きいとしたうえで、キャッシュフローについて次のように述べている。

「生産要素に対する支払いのすべて、つまり賃金、地代、利子そして利潤は、すべてキャッシュフローである。納税や移転支払い、最終財と中

間財に対する支払い、金融資産への支払いもまたキャッシュフローである。」<sup>33)</sup>

彼のいうキャッシュフローとは、それぞれの経済主体は何らかの契機によって金融債務と金融資産を保有しており、それぞれの債務と資産がもたらす日程の定められた現金の受取りまたは支払いのことを指す。本稿では、キャッシュフローに対して収益力というタームを使用している。これは、貸し手（銀行）と借り手（企業）との関係において、前者が後者の将来の返済能力の根拠として割り出す収益のフローを指している。うえに引用したミンスキーの定義は、経済主体にもたらされる多様な現金の受取りまたは支払いの全てを含むのに対し、本稿でいう収益力とは返済能力を根拠づけるものとして貸し手が算定する借り手の収益のフローという限定的な意味である<sup>34)</sup>。

ミンスキーのいう金融不安定性論においてその核心をなすのは、借り手（たとえば、企業）の債務の比重が増大し、いずれその生産活動から生じるキャッシュフローとの間に齟齬をきたし、ある時点でレバレッジが逆転するメカニズムである。その過程のうちで、とりわけ注目したいのは、債務の膨張を支える基盤としての収

33) Minsky, Hyman P., *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, 1975, p.68 (堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か―市場経済の金融的不安定性―』岩波書店、1999年、邦訳109頁、訳を一部修正)。

34) キャッシュフローに関するミンスキーの次の説明は、ここでいう収益力に近い内容である。「実物資本の所有者が化学工場のプラントなど操業中の資本を売却するなり、抵当に入れるなどして獲得できるキャッシュフローはきわめて変動しやすい。そのような操作によって調達される貨幣額は、いつの場合にも、化学工場の他の経営者や経営者となり得る人々、そして商業銀行などの銀行家が、予想される経済環境と様々の経営方法の下で、そのプラントからどのくらいのキャッシュフローが生み出されると判断するかに依存している。」(Minsky, H.P., *John Maynard Keynes*, p.69, 邦訳110頁、訳を一部修正)

32) ミンスキーは、この金融不安定性の進展をヘッジ金融、投機的金融、ポンツィ金融の3段階において捉えている。cf., Minsky, H. P., *Stabilizing an Unstable Economy*, pp.200-220, 邦訳246-273頁。ミンスキーは、キャッシュフローの類型化を踏まえて金融システムの不安定性の進展を捉えている。ここで彼が金融不安定性の議論においてキャッシュフローを基軸に据えていることを確認しておきたい。

益力にもとづく自律的膨張のメカニズムである。信用の自律的膨張は、現実には、銀行の貸付余力、借り手の資金需要、金利水準、金融政策等さまざまな要因によるが、ここではそれらの要因を所与とし、銀行流動性論の視点から問題を考察したい。この問題は、銀行が再生産の流動性にもとづく真正手形理論や転嫁流動性論から如何に脱却して信用を拡張していくのかという論点にもなる。

## 2. 信用の自律的拡張と収益力

真正手形理論や転嫁流動性論から脱却して、信用の自律的拡張を進めていく構造的要因を考えるために、この二つの理論からの脱却が可能になる理屈について考えてみたい。再生産の流動性からの脱却を可能にする理論として重要なのは、貸付すなわち信用供与が物的担保の制約から逃れることが可能かどうかである。この点は、すでに借り手の収益力が銀行による信用情報の収集・分析・評価を通じて科学的に判定され、それにもとづいて信用が供与されるという意味において物的担保が必要ではなく、収益力が事実上担保化していると述べたことに関わっている。債権回収の確実性を保証するという意味では、貸倒れが発生したときの債権回収の確実性を保証する担保価値の徴求権が必要だが、ある条件のもとでは物的担保を徴求せず事前的な返済能力の審査によって返済の確実性を事実上担保する方が簡便したがって低コストであり、債権回収の確実性も高いという実態が進行した。このことは、銀行貸付における物的担保のくり抜きが行われ、架空化していることを意味している<sup>35)</sup>。この状態において、銀行貸付は、担保

価値に一定の掛け目をかけた上限額や保有証券の流動化の条件に左右されることなく判断されることになる。一方に旺盛な借入れ需要があり、他方で貸し手である銀行が収益力から見て返済能力があると判断すれば、積極的に信用が供与される。信用の供与は、借り手の収益力と貸し手がそれをどのように評価するかによって決定される。経済成長期や景況のブーム期において、往々にしてそのような事態が発生し、借り手の債務を自律的に膨張させたのである。

収益力にもとづく貸付には、真正手形理論や転嫁流動性論の枠組みを超えるもう一つの意味があった。それは、真正手形理論におけるように自己流動性や転嫁流動性論における即時的な流動性の回復ではなく、将来の流動性を考慮に入れてくるという意味で革新的であった。すなわち現時点での流動性確保ではなく、将来の収益力の確保を考慮して貸付がなされるということである。そこには、将来にわたる借り手のキャッシュフローを現在価値に引き直して貸付額を決定するという割引現在価値の考え方が組み込まれている<sup>36)</sup>。

このような銀行貸付における時間的要素の考慮はなぜ行われたのであろうか。銀行貸付における割引現在価値思考の組み込みは、情報分析にもとづいて借り手の将来の収益力を算定して信用供与の額を決定するというアメリカ的金融システムの特質と関わりがある。借り手が、元本と利子を含めて一定期間後にどれだけの支払い能力があるかを算出することが可能になると、その一定期間後の総支払額を現在価値に直して、それをもとに現時点での信用供与額が算

35) この点、拙著〔1995〕第Ⅱ篇第1章第2節並びに前掲拙稿〔2014〕を参照されたい。

36) 割引現在価値の原形については、角ヶ谷典幸『割引現在価値会計論』森山書店、2009年、第2章の議論が有益である。

定されるのである。すなわち、貸し手による借り手の収益力の算出は、借り手のキャッシュフローの析出にもとづく。それによって、借り手の元本+利子の返済能力の予測が可能になる。すなわち、借り手の年々のキャッシュフローが安定的に維持されるという予測が成り立てば、 $n$ 年後におけるその総額（将来価値= $X$ とする）が算定可能となる。この総額をこの期間中適用される利子率（ $i$ ）で割引けば、現時点での価値すなわち割引現在価値（PV）を算出することができる。この関係は、

$$PV = \frac{X}{(1+i)^n}$$

と表現することができる。総貸付額を、借り手の将来の年々の返済額（元本+利子）の返済時点における返済総額の割引現在価値と見ることによって、総返済額そのものは架空に創造されたことになる。このことは、貸付額=信用供与額が将来にわたるキャッシュフローの期待にもとづいて設定されることを意味する。すなわちここにおいても、信用供与額が、現時点での担保の評価額や保有証券の流動化の状況からは独立して決定されることになる。これによって、貸付額=信用供与額は、貸付余力が十分であり、また借入れ需要が旺盛であれば、自律的に拡張していく可能性が生まれてくることになる。

現実には、戦後のアメリカ資本主義において、企業向けの中長期貸付（タームローン）、消費者信用、住宅モーゲージ貸付と多面的に展開していった銀行貸付は、担保のあるなしにかかわらず、将来の返済能力=収益力にもとづいていた。銀行貸付は、貸し手側では、莫大な貸付債権を創造したが、借り手側では膨大な債務を作り出すことになった。とりわけ、貸し手側である金融機関においては、短期金融市場の機能に支え

られた市場性資金の調達に合わせて、資産側における長期性、負債側における短期性というミスマッチを生み出すことになり、それが貸付債権の証券化（セキュライゼーション）を生み出す背景となった。セキュライゼーションは、時間的順序としては、住宅モーゲージ債権の流動化が皮切りであったが、論理的には、消費者信用とも共通点を有していた。すなわち、そうした仕組み金融において、キャッシュフローの組み換えによって組成された証券化商品は、将来の収益力にもとづく借り手の返済能力の算出という点で収益力担保による貸付と同じ因子を共有している。2008年のリーマンショックは、貸付債権の証券化にさらに証券化された商品を担保とする新たな証券化商品の創出という幾層にもわたるキャッシュフローの組み換えが積み重ねられた結果である。その意味で、現代の金融危機の原因は、ミンスキーの言うように将来のキャッシュフローに期待した信用と債務の膨張によって作り出されていったが、それと同時に貸付の拡張、その証券化、さらには証券化された商品の再証券化、デリバティブとの結びつきといった複雑な絡み合いのなかで展開していった。ミンスキーの議論は、こうしたリーマンショックに至る過程の複雑で重層的な証券化のメカニズムと金融危機との関連を詳細に分析することはなかったが、少なくとも証券化の中でキャッシュフローが重要な意味を持つことに明確に気づいていた<sup>37)</sup>。その意味で、現代の金融危機の頻発や証券化の盛行と絡んだ激烈な金融危機の分析に有効な視座を提供している。

もう一点重要な論点を提示しておく必要がある。それは、収益力にもとづく貸付の擬制資本

37) Cf., Minsky, H. P., "Securitization", *Policy Note*, the Levy Institute of Bard College, Feb. 2008.

性に関わる。ここでいう擬制資本とは、利子率によって資本還元された架空の資本を意味する。先に述べた、将来の収益力を資本還元して創出される総返済可能額こそまさにこの擬制資本の性格を持つ架空の価値にほかならない<sup>38)</sup>。ここで擬制資本としての性格を明らかにすることの重要性について考えてみたい。それは、銀行による企業への貸付という実物的な取引への信用供与であるにもかかわらず、将来の収益力にもとづく貸付には利子率による資本化とその現在価値への引き直しという観念的な操作によって事実上擬制資本の観点が組み込まれたことを明らかにすることになるからである。この理解に立つことによって、のちにリーマンショックに導いていった貸付債権の証券化や証券化商品の再証券化において明らかになる擬制資本性は、すでに銀行貸付が真正手形理論や転嫁流動性論にもとづく銀行業を脱却して期待所得理論にもとづく銀行業のモデルを組み込んだ時点からある種の因子として胚胎していたことになる。証券化や再証券化は、金融システムの不安定性が増していくなかで必然的に顕在化せざるをえなかったものと見なければならない。デリバティブと結びついた証券化や激しい金融危機は、あたかも現代資本主義のアメリカ的特質をあらわしているように見える。だが、その根底には、信用情報の収集・分析・評価というアメリカ的銀行貸付の機構的特質とそれに支えられた将来の収益力の算出とその資本化による信用の自律的拡張があったことを確認しておく必要がある。

## V. むすび

スミスが手形割引のあるべき姿として理論化した真正手形理論 (real-bills doctrine) に基づく商業銀行モデルは、イギリスにおいてのみならず、ドイツ、フランスそしてアメリカにおいても、純粋な形では存在しなかった。現実には、短期の商業貸付を踏まえながらも、20世紀の初めには証券投資や中長期の固定資本貸付に進出し、その後消費者信用や住宅モーゲージ貸付にも進出して行った。また、そのあり方に各国ごとの違いこそあれ、商業銀行が何らかのかたちで証券市場との関わりを持ち、証券取引を支える役割を果たすこともあった。独占期の銀行業務は真正手形理論の枠内に収まりきれない多様な局面に展開していた。だが、本稿で注目したのは、そうした商業銀行業務の多様化の実態ではなく、アメリカにおいて物的担保にもとづかず借り手の収益力をベースに信用を伸張させていく仕組みが定着したという事実である。そうした事態は、特に固定資本信用の供与において見られるようになったが、のちに消費者信用や住宅モーゲージ貸付にも広がっていった。それを支えたのは、貸付の安全性を物的担保ではなく、借り手の返済能力に依存する仕組みであった。すなわち、借り手の事業の収益性や将来性を、情報の収集分析を通じて割り出し、それがキャッシュフローを内実とする収益力というかたちで単純化され、事実上返済能力を確保する指標として確立されたのである。

このことは、アメリカの金融システムに二つの意味で大きな影響を与えた。一つは、両大戦間期から戦後の高度経済成長をへて商業銀行がその貸付を多面的かつ広範に供与していく素地をつくったということである。このことは、商

38) Cf., Minsky, H.P., "The Legacy of Keynes", *The Journal of Economic Education*, Winter, 1985, Vol.16, pp.5-15.

業銀行による資本形成への貢献であり、アメリカの金融システムの持つ意義として確認することができる。もう一つは、同時に、キャッシュフローにもとづく自律的な信用供与は、負債構造との間にミスマッチをひきおこし、貸付債権の流動化するわち証券化の圧力を形成する源になっていったということである。特に、後者の点は、アメリカ独自の構造をはらみながら、現代における金融システムの不安定性の根源を形成していったと見ることもできる。というのは、キャッシュフローにもとづく貸付は、架空性と同時に擬制資本性を持っていたうえに、証券化においてさらに貸付債権を担保にしたモーゲージ担保証券が発行されていったという意味で擬制資本性の基礎をかたちづかったといえるからである。国内的には高度経済成長が終焉した1960年代半ばから金融危機が表面化す

るようになり、そのマグニチュードを大きくしながら頻発し、直近においてはリーマンショックを中心とする世界金融危機に結びついていく構造を作りあげたといえることができる。H.P. ミンスキーは、金融不安定性の分析において、まさにこのキャッシュフローの、企業と銀行との間の絡み合いに焦点を当てた。本稿では、特に銀行の信用供与部に注目し、キャッシュフローにもとづく貸付がどのような理論的背景を踏まえて、いかにして生まれてきたのかということ明らかにした。これを踏まえて、戦後の高度経済成長期における資本形成やその後の証券化、金融危機の発現に見られる特質の解明にアプローチすることができる。

[九州大学名誉教授]