

アメリカにおける資本化（capitalization） 論の系 譜について

川波, 洋一
九州大学 : 名誉教授

<https://doi.org/10.15017/6788262>

出版情報 : 経済學研究. 89 (5/6), pp.93-108, 2023-03-30. Society of Political Economy, Kyushu University
バージョン :
権利関係 :



アメリカにおける資本化 (capitalization) 論の系譜について

川 波 洋 一

- I. はじめに
 - 1. 問題の所在
 - 2. 課題と考察の視点
- II. 経済学における資本化の認識
 - 1. A. スミスにおける現在価値の認識
 - 2. J. S. ミルにおける利子率と有価証券価格変動の理解
- III. 資本と資本の価値—I. フィッシャーにおける資本化の理論—
 - 1. I. フィッシャーにおける資本と所得
 - 2. I. フィッシャーにおける資本化論の構造
- IV. I. フィッシャーの資本化論に対する T. ヴェブレンの批評
 - 1. 資本化論における I. フィッシャーと T. ヴェブレン
 - 2. T. ヴェブレンにおける有形資産と無形資産
- V. むすび

I. はじめに

1. 問題の所在

管理通貨制度下にあるアメリカ資本主義の大まかな特徴として、貨幣の弾力的供給と国債発行、公的保証・保険を内容とする公信用プログラム¹⁾の組み込み、そのもとの乗数効果と加速度原理の作動による高成長の実現、モーゲイジを中心とする貸付債権の大々的な証券化（セキュリティゼーション）の進行、それと軌を一にして頻発した金融危機²⁾などを挙げることができる。とりわけ、デリバティブと結びついた証券化の進行は、20世紀末から21世紀初頭にかけての不動産バブルとその後のリーマンショック

クの温床になったという意味でアメリカ資本主義の特異性を浮かび上がらせることになった。

筆者は、別稿において、証券化を生み出すことになった金融的仕組みのオリジナルなアイデアとして、アメリカにおいて収益力を資本化して捉える見方が存在したことを明らかにした³⁾。この論稿は、仕組み金融における証券化商品の組成がなされる際の対象となるキャッシュフローの考え方の淵源がどこにあるかとの発想に基づくものであった。結論として、20世紀の初

1) Cf., Commission on Money and Credit, *Federal Credit Programs*, Prentice-Hall Inc., 1963.

2) 1960年代半ば以降の金融危機の頻発については、川波洋一・地主敏樹「アメリカの金融危機」(福田慎一・櫻川昌哉編『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。

3) 拙稿「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」(九州大学『経済学研究』第89巻第2・3合併号、2022年9月)を参照。

め頃から借り手の収益力をもとに信用調査の慣行が広まり、キャッシュフローをベースに貸付を行う考え方が定着していった事実を指摘した。この事実は、同時期のアメリカの銀行貸付における収益力概念の定着をものがたっている。

これに対し、アメリカでは、収益力をもとに金融の手段を考えるもう一つの領域が存在した。すなわち、証券発行における収益力概念の援用に基づく長期金融の仕組みがそれである。上記拙稿は、銀行業における収益力概念の定着の議論であるのに対し、あらためて考察されるべきテーマとして、証券市場における収益力理論の展開はどのようになされたかという問題があるはずである。しかし、証券市場における収益力概念の援用という問題の考察に入るに先立ち、整理しておかなければならない論点がある。すなわち、そもそもアメリカにおいては収益力を基礎にする金融の仕組みの議論がどのような形で行われてきたのかという問題である。この問題を考察するうえで意義があると思われる格好の素材がある。それは、19世紀末から20世紀初頭にかけて経済学者の間で論じられてきた資本化 (capitalization) という問題である。そこで、本稿では、この資本化という問題が、経済学者の間でどのように認識され、また論じられてきたかを追跡し、冒頭に指摘した証券化や金融危機の考察にとって持つ意義について検討する。これが、本稿においてまず確認する問題の所在である。

そこで本稿では、資本化について、規則的に生み出される所得が利子率に基づいて資本還元されることによって、それをもたらす主体が資本として認識される事象として広く捉えておくこととしたい。資本化論とは、この事象の理論的解釈をめぐる経済学者たちの議論の全体であ

る。このように資本化ならびに資本化論を広く解釈すると、問題の考察は19世紀から20世紀にかけてのアメリカの状況に止まらず、イギリスにおける古典派経済学の展開を踏まえて、19世紀後半における資本化論の系譜をたどる必要がある。とりわけ、信用制度のもとでの架空化や擬制資本の膨張といった議論については、古典学派やマルクスからヒルファディングへと至る系譜が存在する。だが本来ならば、資本化論はマルクス、ヒルファディングの架空資本や擬制資本論の系譜にだけではなく、J. S. ミルから、限界革命、A. マーシャル、A. C. ピグーを経て、T. ヴェブレンやI. フィッシャーへ至る系譜のなかにも位置づける必要がある。なぜならば、資本化論を証券化や金融危機といった現代特有の現象とを結びつけるためには、アメリカにおける資本認識と資本化論が、イギリスの展開にどのような影響を受け、どのような独自の発展をたどったのかを明らかにする必要があると考えるからである。特に注目したいのは、I. フィッシャー、T. ヴェブレンを中心とするアメリカの学者における資本化の認識はどのようなものであったかということである。これら19世紀後半から20世紀初頭にかけて活躍したアメリカの経済学者における資本認識、資本化の捉え方を追跡することによって、同国の金融業・金融システムにおける特徴がかたちづくられていった源流の一つに触れてみることにしたい。そうすることによって、マルクスやヒルファディングの擬制資本論とアメリカにおける資本化論の展開との共通性や異質性の検討にも接近することができる。また、そうすることによって、アメリカにおいて巨大な資本市場が存在し、とりわけ管理通貨制度下において大々的な証券化という現象が発生した要因を探るための視座を得るこ

とができる。

2. 課題と考察の視点

本稿では、広くイギリスの古典学派やマルクス、ヒルファディングの議論を参照しながら、特に19世紀から20世紀にかけてのアメリカにおけるI. フィッシャーやT. ヴェブレンの資本化論の特徴を探り、その系譜の一端を明らかにする。とりわけ、資本化論におけるフィッシャーとヴェブレンの共通点ならびに相違点に焦点を当ててこの問題について考察する。これが本稿の課題である。

その際、筆者がすでに検討した20世紀前半のアメリカにおける銀行貸付と収益力理論の定着という議論⁴⁾との整合性に配慮し、フィッシャーとヴェブレンあるいは彼らを取り巻くアメリカの学者を中心とする収益力と資本化論に関する考察に主眼を置くこととする。その視野の先には、銀行業における収益力理論の定着や証券市場を舞台とするその援用、長期金融と収益力理論の発想、擬制資本の発想の芽生えといった論点が捉えられているが、本稿ではこれらの論点を直接取り上げることはしない。

II. 経済学における資本化の認識

本稿は、19世紀末から20世紀初頭にかけてのアメリカにおける資本化論の展開に焦点を当てる。その際、19世紀のイギリスにおける古典派経済学の状態を概観しておくのが有益である。産業革命を経てイギリスを中心に資本主義経済

が自律的な運動を展開していく18世紀から19世紀にかけて資本化という事象がどのように捉えられていたかについて代表的な論者を取り上げて一般的にまとめておくことは対比の視座を提供すると思われる。

A. スミス、D. リカードに代表されるイギリスの古典派経済学において、資本は一般的に蓄積された労働すなわち種々の商品からなる資本ストックとして把握される。古典派経済学は、このような資本把握に基づき、一国の発展や分配の問題を考えた。しかし、そのなかにあっても本稿で主題とする資本化や現在価値、利子率と証券価格変動との関係等の論点について直感的な認識を示す事例も見られた。そうした認識は、アメリカにおける議論の意味を探るうえで興味深い論点を提示している。ここでは、本稿の主題との関連でA. スミス、J. S. ミルの議論を取り上げ、彼らの認識の一端を整理しておきたい。

1. A. スミスにおける現在価値の認識

まず注目したいのは、何らかの貨幣的価値に対して利子が支払われる状況下において、現時点での価値と将来時点における価値に開きが生じることの認識についてである。たとえば、A. スミスは社会全体のストックとしての貨幣の維持費について考察するなかで、事実上現在価値の認識に至っている。次の引用文には、その発想が示されている。

「北アメリカの紙幣は持参人に請求払いで支払われる銀行券ではなく、発行後数年まで支払い請求できない政府紙幣であった。そして植民地政府はこの紙幣の所持人に利子を支払わなかったのに、それを発行額面どおりの支払いの法貨であると宣言し、また事実上もそのようなものとして扱った。しかし植民地の債務保証が完全

4) 銀行貸付との関連については、真正手形理論、転嫁流動性理論、期待所得理論といった系譜をたどりながら収益力概念の定着がみられたことを明らかにした。前傾拙稿II、IIIを参照されたい。

に良好であるとしても、たとえば、15年後に支払われるべき100ポンドは、利子が6%の国では、40ポンドの現金とほとんど同じ価値しかない。』⁵⁾ (傍点は引用者による)

引用文の前半においては、北アメリカにおける政府紙幣は兌換券ではなかったにもかかわらず、支払いの法貨として使われていたと述べられている。後半部分では、そうした意味の貨幣は、たとえ債務保証が完全であり、したがって貨幣価値が変わらないとしても、貨幣の運用は利子を産むのであるから、現時点の貨幣額と将来時点での貨幣額との間には差が出てくることを主張している。この見解において、一定期間後の貨幣額は、現時点において、その期間に付される利子率によって割り引かれた額になるという認識が事実上示されている。ここでスマスは、事実上、利子率による将来価値の現在価値への割り引き、あるいは逆に利子率による現在価値の還元という事象を認識しているということが出来る。18世紀の後半という時代において、貨幣額と利子率との関係から割り引現在価値の発想にたどり着いていたという、スマスの直感力と事実認識の鋭さに驚くほかはない。

2. J. S. ミルにおける利子率と有価証券価格変動の理解

さらに、利子率と貨幣的財産との関係については、J. S. ミルも興味深い認識を示している。彼は、利子率による土地や有価証券価格の決定について次のように述べる。

「公債や株式会社の株式やあらゆる種類の有価

証券は、利子率が低くなるのに比例してその価格が高くなるものである。これらのものは、それに伴う危険の差を、あるいは何らかの便宜の差をすべて斟酌したのちに、その購入代金に対し市場利子率における利子をもたらしような価格をもって販売される。例をあげれば、大蔵省証券は、いわゆるコンソル公債よりも、通例、それがもたらす利子に比例したより高い価格をもって売買される。が、それは、けだし安全性に変わりはないけれども、大蔵省証券はそれを所持する人自身が更新しない限り年々額面どおり償還されるので、それを購入した人は（一般的金融逼迫の時期に販売せざるを得なくなった場合のほかは）一購入の際にプレミアムを払ったかも知れないが、そのプレミアムを別とすれば一転売によって何ら損失をこうむる危険がないからである。

土地や鉱山やその他のあらゆる固定的な所得の源泉の価格も、同じように利子率に依存する。…」⁶⁾ (傍点は引用者による)

ここでミルは、利子率と有価証券価格との関係について重要な3つの認識を示している。一つは、「危険の差」や「プレミアム」を考慮して利子率が決まることを理解したうえで、有価証券の価格が利子率の変化と逆比例して変化するとの理解が示されていることである。二つ目は、有価証券の価格がその定期的にもたらす所得を利子率で資本還元する水準に決まるだけでなく、事実上、変動する有価証券価格に対する所得の比率すなわち利回りについても把握していることが窺える点である。引用文中の傍点箇所の記事

5) 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., p.291 (水田洋監訳杉山忠平訳『国富論(二)』岩波文庫、2007年、102頁。)

6) Mill, John Stuart, *Principles of Political Economy with some their Applications to Social Philosophy*, edited by Sir W.J. Ashley, *Collected Works of John Stuart Mill*, Vol. III, Routledge, 1996, p.658 (末永茂喜訳『経済学原理』岩波文庫、第三分冊、1960年、396頁。)

述には、ミルが証券の価格に対する利子の変動を考えているということが示されている。このことには、彼が事実上利回りという概念を捉えていることがあらわれている。三つ目として、利子率と価格との関係を公債や株式などの有価証券だけでなく、土地や鉱山などについても示していることである。この点は、固定的な所得を定期的にもたらす資産を有価証券と類似した範疇として包括的に捉える視点を示している⁷⁾。こうした把握には、発達した信用制度と金融市

場のもとでの有価証券の価格変動に対する事実観察を踏まえたミルの鋭い現実認識が示されているということが出来る⁸⁾。

7) これをミルにおける収益還元法の理解だとする見方もある。古川顕『貨幣論の革新者たち』ナカニシヤ出版、2020年、65-67頁を参照。

8) 本稿では、19世紀のイギリスの信用と信用制度や独占期の資本主義や株式会社と証券市場の現実を踏まえた架空資本や擬制資本の検討については対象としない。しかし、架空資本や擬制資本は、定期的所得の資本還元という点において、本稿で対象とする資本化論と共通の内容を有しているので、マルクスの架空資本やヒルファディングの擬制資本については、その要点のみ簡単にまとめておくこととした。

19世紀の発達した信用制度や金融市場を見ながらイギリス金融を観察した代表的論者であるマルクスは、『資本論』第Ⅲ巻第5編第21～36章において信用の問題を論じている。だが、彼は、資本化論や擬制資本論についてまとまった形で論じてはいない。彼が強調する一つの論点は、信用制度のもとで膨大な貨幣的財産が蓄積され、それが物的裏付けを持たない架空的存在となっていることである。

古典派における資本、流動資本、固定資本が基本的には実物形態で把握されていたのに対し、マルクスは信用制度のもとでの資本の価値増殖運動の実態を解明するために利子生み資本という範疇を提示し、実物経済とは異なる理論的次元を設定した。利子生み資本は、抽象的な範疇として捉えられていた。しかし、その実態は信用制度のもとに集中される貸付可能な貨幣資本である。貸付可能な貨幣資本は、収益を求めてさまざまな運用先に吸着していく。その吸着先が、さまざまな貨幣的財産である。たとえば、手形のような掛け売買によって発生した信用手段でさえも、それが満期までの割引料をもたらすという意味で投資対象と見られるようになれば、割引市場では一つの商品としての姿をとるようになる。平常時である限り、容易な換金可能性によって、手形はあたかもそれが所得をもたらす貨幣資本であるかのように見えてくる。ここでは、手形という単なる貨幣債権が所得をもたらす貨幣資本に擬制されてくる。ただし、手形の場合、それが定期的貨幣所得をもたらす貨幣請求権ではないので、利子率

を通じた資本還元という現象は生じない。しかし、単なる貨幣的請求権の貨幣資本への擬制化が行われるとともに、他の有価証券にも同様の捉え方がなされる。すなわち、債券、株式、土地など定期的所得をもたらす諸種の有価証券は投資家に所得をもたらす対象として市場において売買される商品となる。土地も地代という所得をもたらすという意味において広い意味の有価証券と捉えることができる。しかも、これらの有価証券は投資家に定期的な所得をもたらすという点で手形とは異なっている。これらは、配当や地代といった貨幣所得をもたらす請求権が物的な形態をとったものとして、貸付可能な貨幣資本の投資対象となるのである。それらは、あくまでも紙製の請求権に過ぎないという点で架空の存在であるが、他方で定期的貨幣所得をもたらすという意味で貨幣資本に擬制される。このことは、表面的には、これら諸種の有価証券が市場においてあたかも一つの商品であるかのように売買される現象となってあらわれる。

まとめれば、有価証券の貨幣資本への擬制化は、3つの要件によって成り立っている。一つは、物的形態であろうが貨幣的財産の形態であろうが、有価証券が定期的貨幣所得に対する請求権となっていることである。二つ目は、それらの証券が取引される市場が形成され、そこに貸付可能な貨幣資本が投下されることである。三つ目は、投下される貨幣資本の実態が見えなくなり、擬制化＝架空化が進んでいくことである。貨幣的財産の擬制化については、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、第I篇第2章第3節を参照されたい。

ヒルファディングは、独占期の資本主義を観察しながら、産業資本と銀行資本の融合・癒着の關係に注目して金融資本の構造を解明した。彼の議論の重要な貢献の一つは、株式配当のように規則的で譲渡できる所得が支配的利子率で資本還元されることによって株式の擬制的な価格が成立し、この価格と額面価格との差額として創業者利得が発生することを解明した点にある。vgl., Hilferding, R., *Das Finanzkapital; eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus* mit einem Vorwort von Fred Oelsner, Dietz Verlag, Berlin, 1955 (林要訳『金融資本論 (1)、(2)』国民文庫、1973年)。わが国の代表的研究として、飯田裕康『信用論と擬制資本』有斐閣、1971年がある。また、併せて中田常男『擬制資本の理論的展開—ヒルファディング『金融資本論』研究①—』未来社、1993年を参照のこと。

Ⅲ. 資本と資本の価値 — I. フィッシャーにおける資本化の理論 —

資本主義経済における素材の性質ではなく、資本が生み出す所得や利子率との関係に着目する考え方は、すでに18～19世紀にもみられるようになったことはA. スミスやJ. S. ミルの見解にもあらわれていた。重化学工業の出現とともに企業が巨大な設備資本を調達し、その建設資金が証券発行を通じて調達される傾向が強くなった19世紀の後半においては、資本と所得、利子率との関係さらには資本化論への関心はさらに高くなった。ここでは、19世紀末から20世紀初頭のアメリカにおける議論に注目したい。とりわけ、資本規模が巨大化し、資本市場の拡大が見られたこの時期のアメリカにおいて多彩な論陣を張ったI. フィッシャー、T. ヴェブレンの見解は注目し値する。ヴェブレンの見解に対する論評も行なっている。そこで、ここではまずフィッシャーの資本化に関する理解についてまとめることにしたい。

1. I. フィッシャーにおける資本と所得

I. フィッシャーによる資本と所得に関するまとまった考えは、1896年に発表された論文‘What is Capital’ in *The Economic Journal*⁹⁾、1906年刊行の著書 *The Nature of Capital and Income*, The Macmillan Co. において展開されている¹⁰⁾。本書

9) Fisher, I., ‘What is Capital?’ in *The Economic Journal*, Vol. 6, No.24, Dec. 1896. 本論文は、フィッシャーの著作集にも収められている。cf., Fisher, I., *The Early Professional Works in The Works of Irving Fisher* Vol. I, edited by William J. Barber, London, Pickering & Chatto, Reprint 2016, First published: 1996. 本著作集からの引用、参照の際は、*The Works of Irving Fisher* と表記し、初出時にのみ主タイトルを記し、続けて著作集の巻、頁数を記す。

10) Cf., Fisher, I., *The Nature of Capital and Income*, in *The Works of Irving Fisher*, Vol. II, Chap. IV.

で展開された考え方については、刊行後ヴェブレンによる書評が発表されるとともに、後年、James Tobin によるコメントも寄せられている。また、I. フィッシャーは、1912年刊行の *Elementary Principles of Economics* において価格 (price)、貨幣 (money) といった基礎的概念について整理を行い、それを踏まえて資本 (capital) と所得 (income) について論じている。そのなかに、彼の資本化論の考え方も窺うことができる。*Elementary Principles of Economics* において示された理解はそれまでになされてきた資本や所得、資本化といった論点についてのもっともまとまったかたちでの見解の表明であるとみることができる¹¹⁾。

フィッシャーにおいて、富 (wealth) は、物的な意味で捉えられている。これは、イギリスの古典派経済学が、資本を蓄積された労働として捉えたのに近い見解である。ただ、フィッシャーにおいては、富が物的な形態においてのみでなく、財産 (property) として捉えられている。ここで注目すべきは、物的な形態の富に対する財産権 (property right) が認識されていることである。しかも、財産権は、物的富に対する直接的権利を指すだけではなく、現時点において所有されている物的富から生じる将来の便益 (future benefits) を指すものと捉えられていることである。さらに注目しておきたいのは、フィッシャーが、現在と将来という一定の時間軸のなかで、権利 (right) と便益 (benefits) との関係を考えていることである。財産権とその生み出す便益との関係を、時間概念を含めて考えているということである。しかも生み出される便益は、実際に実現された便益ではなく、富

11) Cf., Fisher, I., *Elementary Principles of Economics in The Works of Irving Fisher*, Vol. V, Chap. VI.

によって将来多少なりとも生み出される可能性のある便益に対する権利を意味している。たとえば、「財産は、多少なりとも富が将来生み出す便益に対する権利である」¹²⁾ という言い方には、現在と将来という時間軸のなかで考察していることが明らかである。原文を示せば、“Property is the right to the more or less probable future benefits of wealth” という言い方になっている。財産権そのものは、物的富という実物的な基礎に対する所有権、次に物的富が生み出す便益、さらには物的富が将来生み出す便益といういくつかのステップを踏んで理解されるはずである。しかし、ここでは、このような段階を踏まえた理解が、現時点での財産権と将来において発生する便益との関係として捉えられている。実物的な基礎と将来の便益との時間軸上の関係として捉えられているという意味においてフィッシャーの理解には、実物から自立していく視点をみてとることができる¹³⁾。

この実物から自立する視点は、資本とそこから発生する便益との関係の把握に時間という概念を持ち込んだことによる。そこで、富や財産権という経済学的概念を時間軸上において把握するというフィッシャーの態度は、さらに踏み込んで考察する必要がある。すなわち、フィッシャーにおける時間の理解についてさらに踏み込んで考察すると、彼は、時間 (time) と期間 (period) の区別も踏まえていることが理解できる。すなわちフィッシャーは、ある瞬間的時点 (a given instant of time) とある時点からある時点までの時間的長さを意味する期間 (a period of time) とを明確に区別する視点を確立している。このことの意味は、きわめて重要である。すな

わち、この区別に基づいて、ある一定の時点における富のストックと一定の期間における富から発生する便益のフローとの区別が可能になるのである。彼は、この点について次のように述べる。

「ストックとフローの区別のもっとも重要な目的は、資本と所得を区別することである。ある一定の時点において存在する富のストックは資本と呼ばれ、一定の期間を通じて富から発生する便益のフローは所得と呼ばれるのである。」¹⁴⁾

ここでは、一時点における富はストックとしての資本であるのに対し、一定の期間において発生する便益はフローであり、この区別を明確にすることが肝要であると強調している。時間という概念を組み込んで富や資本を規定するという考え方は、フィッシャーにおける資本化論の構造を明らかにするうえできわめて重要であることをおさえておきたい¹⁵⁾。

2. 1. フィッシャーにおける資本化論の構造

時間概念を組み込んだかたちでの資本と所得の区別を踏まえて、フィッシャーは、さらに両者の定義を深めていこうとする。それは、資本と所得の関係の把握を踏まえて、資本の価値を計算することを狙ったものである。そのさい、フィッシャーは、資本と所得を理論的に架橋する仕掛けとして利子率を持ち出してくる。フィッシャーによれば、利子率とは現時点において手元にある財貨に対する将来時点 (たとえば1年後) における財貨のプレミアムである。この利子率が資本の価格 (price of capital) だと

14) Fisher, I., *The Works of Irving Fisher*, Vol. V, p.74.

15) この点、中路敬『アーヴィング・フィッシャーの経済学—均衡、時間、貨幣—』日本経済評論社、2000年を参照。

12) Fisher, I., *The Works of Irving Fisher*, Vol. V, p.64.

13) Cf., Fisher, I., *The Works of Irving Fisher*, Vol. V, pp.63-65.

いうのである。

この場合の資本とは、物的な形態にある富としての資本ストックである。ただ、その財貨としての資本の価値は、物的な素材としての価値ではなく、またその生産に投下された労働量によって計測されるものでもない。しかも、ここでいう財貨とは、一般的に貨幣的価値に換算することができるのであって、こうしたものとして資本や資本価値さらにはストックとフローの関係把握している。

また、言い換えれば、この利率とは、人々が将来のある時点（たとえば1年後）での価値に対して交換可能だと考える現時点での条件をあらわす時間価格（time price）だということもできる¹⁶⁾。すなわち、時間評価（time valuation）を通じて、現時点での価値（現在価値 = present value）と将来時点での価値（future value）との関係の把握が可能となる。言い換えれば、将来価値の現在価値への還元すなわち将来の期待所得の価値の現在価値への引き直しが利率を媒介として可能になるのである。資本の現在価値は、それが将来生み出すと期待される所得の価値から利率を通じて計算されるのである。ここでフィッシャーが強調するのは、資本の価値

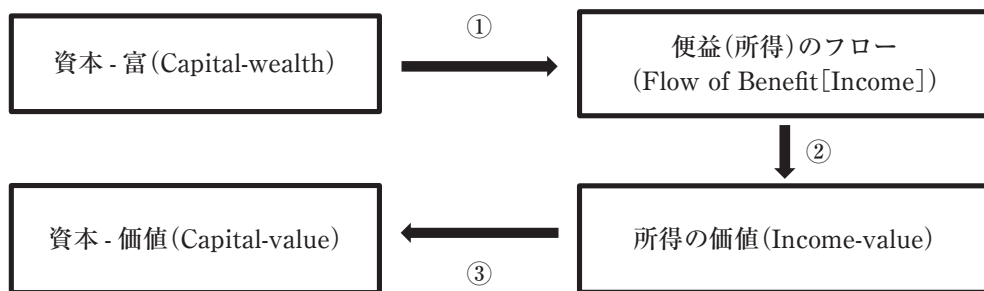
は、資本財の価値から導かれるのではなく、将来の期待所得のフローから導かれるものであるという点である。以上で述べた関係をフィッシャーは、図-1のように図解して表現している¹⁷⁾。

すなわち、この関係の出発点には、物的富としての資本が存在する。それは、資本は、生産的に運用されることによって何らかの便益を生み出す可能性を持っている（①の矢印）。資本が生み出す便益は、究極において、資本の運用によってもたらされる所得によって表現される。所得フローの全体が、所得の価値をあらわす（②の矢印）。そのうえで、資本が一定の期間において、どの程度の所得を生み出すかによって資本の価値が表現される（③の矢印）。全体として、資本の価値は資本財の価値から導かれるものではなく、それがもたらす将来の期待所得から導かれるというのがフィッシャーの基本的考え方である。

フィッシャーは、この図式が成り立つための要件として、次の2つを考える。

- (1) 将来の便益がどの程度もたらされるかについて認識されていること。
- (2) 将来の価値が割引を通じて現在価値に引き

図-1 フィッシャーにおける資本の価値の捉え方



16) Cf., Fisher, I., *The Works of Irving Fisher*, Vol. V, p.143.

17) Cf., Fisher, I., *The Works of Irving Fisher*, Vol. V, p.144.

直される利子率が認識されていること。

(1) は、将来もたらされる所得のフローが計算できるということである。すなわち、資本の運用によって過去どれだけの所得が生み出されたかの実績や平均的一般的な経済状況からしてどれだけの所得がもたらされるかの予測が可能であることを意味している。(2) は、将来生み出されると予測される所得のフローを現在価値に引き直す際の割引率のことを指している。この割引率自体は、じっさいには、一般的に市場で成立している利子率によって規定されているといえることができる。すなわち、(1) と (2) の条件が与えられているということは、将来の便益がどの程度かが予想可能なこと、加えて利子率は客観的に与えられていることを意味する。こうして、利子率に媒介されて将来の価値から資本の価値が導き出されることになる。こうして導き出された資本の価値のことを、フィッシャーは、資本化された所得 (capitalizing income) というのである¹⁸⁾。詰まるところ、フィッシャーのいう資本化 (capitalization) とは、将来の定期的所得が支配的市場利子率によって割り引かれることによって資本価値が決定されることを指している。

重要なことは、このような考え方が一般的にさまざまな資本の評価にも応用可能であるということである。それは、資本保有者が受け取ることを認められた将来所得の割引価値として一般的に捉えられることによって可能になることである¹⁹⁾。フィッシャーの時代においても、資本の価値を再取得価値や建設コストで捉える考え方は存在した。フィッシャーの見解は、同時

に資本が生み出す将来所得のフローを利子率で割り引くことによって導出する手法が有力になってきたことをあらわしているといえることができる。それだけではなく、物的な形態で存在している資本財以外の金融資産についても同様な評価が可能だということである。むしろ、注8) においても見たように、債券や株式のような有価証券の場合には、定期的に生み出される所得が利子率によって資本還元されるという関係はヒルファディングによっても確立したのものとしてみなされていた。そうした理解が資本財にも応用されて捉えられるようになったとみる方が正確である。

フィッシャーの理解において重要なことは、時間概念を導入することによって資本の現在価値とその将来価値との関係を問題にしたこと、しかもその両者を利子率によって関係づけたということである。これは、架空化を問題にしたマルクスや資本還元された価値の大きさを問題にしたヒルファディングとも異なる独自の視点である。

IV. 1. フィッシャーの資本化論に対する T. ヴェブレンの批評

1. 資本化論における I. フィッシャーと T. ヴェブレン

対象とする時代の資本化論の展開においてフィッシャーと同様に看過できない議論を展開したのは、T. ヴェブレンである。資本化論に関するヴェブレンの議論は、*The Theory of Business Enterprise* (1904) のほか、フィッシャーの見解との関わりで書かれたいくつかの論文において展開されている。この時代の代表的論者であるフィッシャーとヴェブレンは、前者の負債デフ

18) *Ibid.* cf., Tobin, J., 'Editorial Introduction', in *The Works of Irving Fisher*, Vol. II, p.6.

19) Cf., Fisher, I., *The Works of Irving Fisher*, Vol. V, pp.148-149.

レーション理論 (debt-deflation theory) と後者の *The Theory of Business Enterprise* における議論との間で部分的に類似する内容を持ちながら、資本化論においては異なる内容を持っていた²⁰⁾。本章では、両者の類似性を示す論点については別稿に委ね、資本化論に関わる内容にかぎって光を当てることにする。それは、ヴェブレンによる資本化論とりわけ収益力の資本化論に至るまでの理論的特質を明らかにすることにもつながると考えるからである。このような観点からフィッシャーの資本や資本化論に対するヴェブレンの論評を整理することとしたい。フィッシャーとの対比のなかで、ヴェブレンの資本化論の意味がより浮かび上がってくると思われるのは、次の3本の論文である。ヴェブレンの見解がもっとも詳細な内容として展開されるのは *The Theory of Business Enterprise* (1904) であることはとうぜんであるが、ここでの考察はフィッシャーとの対比にウェイトを置く意味でこの3本に限ることとしたい²¹⁾。

- (1) Veblen, Thorstein, “Fisher’s Capital and Income”, *Political Science Quarterly*, Vol. 23, No.1, Mar. 1908 (*The Collected Works*, Vol. X, pp.148-172.).
- (2) Veblen, Thorstein, “On the Nature of Capital: Investment, Intangible Assets, and the Pecuniary

Magnate”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 23, No. 1, Nov. 1908 (*The Collected Works*, Vol. VIII, pp.324-351.).

- (3) Veblen, Thorstein, “Fisher’s Rate of Interest”, *Political Science Quarterly*, Vol. 24, No. 2, Jun. 1909 (*The Collected Works*, Vol. X, pp.137-147.).

論文 (1) “Fisher’s Capital and Income” (以下、引用・参照のさいは、“Fisher’s Capital and Income” と表記する。) の中心論点は、フィッシャーの資本と所得概念の批判的論評である。ヴェブレンによる批判の要点は以下のようなものである。ヴェブレンは、本論文では、フィッシャーの議論が資本分類もしくは定義の問題を主題にしており、その視点から資本概念の分析・定式化を行なっていると評価する²²⁾。ヴェブレンは、フィッシャーの著書 *The Nature of Capital and Income* (1907) は資本と所得に関する定義と分類に関する仕事であり、そのことに経済学における必要な作業として一定の意義はあるものと認めている。そのなかで、まずヴェブレンが指摘するのは、フィッシャーの分析において非物質的資産すなわち無形資産の存在が否定されていることである²³⁾。無形資産が資本の定義のなかに含まれないことの問題についてヴェブレンは以下のように説明する。

20) Cf., Dimand, Robert W, ‘Fisher and Veblen: Two Paths for American Economics’ in *The Journal of Economic Thought*, Vol. 20, No.4, 1998, p.449.

21) 1907年と1908年に書かれたこれらの論文は、直接的にはフィッシャーによる *The Nature of Capital and Income* (1907) に対して書かれたものであり、*The Theory of Business Enterprise* (1904) はこれを批判的論評の対象とするものではなかったこともこの3本に絞る理由である。1994年にヴェブレンの著作集が刊行された。Veblen, Thorstein, *The Collected Works of Thorstein Veblen*, Vol. I~X, Routledge/Thoemmes Press, 1994. ヴェブレンの著作集に収録されている論文、著書については、*The Collected Works* と表記し、併せて主タイトル、巻数、頁数を記す。

22) Cf., Veblen T., “Fisher’s Capital and Income”, in *The Collected Works*, X, pp.149-150.

23) この点に関し、ヴェブレンは次のように述べる。「……フィッシャー氏の分析では、『非物質的財産 (immaterial wealth)』すなわち『無形資産』は『資本』から除外されている。じっさい、無形資産の存在は否定されている。この言い方は、物質的な物に対する財産権のうち、その財産権が帰属する個人によって完全に所有されていないある種の財産権に対する不都合な誤用であるとされているのである。このような不完全な財産権の重要な部分は、他人に対する準所有権、あるいはそのような人が行った役務に対する請求権である。」(“Fisher’s Capital and Income”, p.116, in *The Collected Works*, X, p.155.)

「しかし、この点における定義の欠陥は、迂遠な表現で回避できるかもしれない実用的な一般用語を単に除外したことより深刻である。『無形資産』は、単に、特定の物的富に対する多少なりとも変動する財産権に適用される便利な一般用語ではない。このように指定された資本の要素は、主に、特定の企業経営者や企業が他に対して持つ差別的優位性という性質を持っている。しかし、それら（無形資産－引用者）は、有形の富が資本化されるのと同じ方法で資本化され、大部分は、有形資産をあらゆる有価証券と区別できない、またほとんどの場合切り離せない譲渡可能証券によっておおわれている。したがって、無形資産にもとづく証券は、資本化の過程で有形資産と混合され、有形資産にもとづく証券と協調して所有権を主張し、実際には、他の富の項目と同じ立場で『資本合計』に組み込まれる。したがって、それらは信用供与の基礎となり、債務者の抵当権設定可能な物的な富が満たす以上に、債権者の債権総額を増加させる役割を果たす。したがって、一般的な清算の時期には、さまざまな企業の差別的優位性が大きく縮小し、債権者の正当な請求権は、債務者の支払い能力を大きく上回るようになり、信用システムの崩壊が起こることになる。古典派理論が信用と危機について分かりやすい説明をすることができないのは、経済学者が無形資産を認識することを常々拒否してきたことが大きな原因であり、フィッシャー氏の議論は、事実上、古典派理論のこの古くからの欠点を強調したものとなっている。」²⁴⁾

企業（ヴェブレンは企業経営者も含めているが、ここでは企業という用語で代表させる）は、

その生産的活動のなかで、他の企業に対して差別的優位性 (the nature of differential advantages) をもたらす財産を持っている。それは、有形の資産に対して無形ではあるが企業に差益をもたらす財産として資本化するものだというのである。無形資産は、資本化することもでき、他の有形資産とともに資本に組み込まれる。無形資産は、信用供与の基礎となり、結果的に企業資本の膨張をもたらすこともある。信用の膨張が過度に進むことによって、金融危機の発生のさいには信用システムの崩壊に至ることもあると主張する。こうした議論は、別に *The Theory of Business Enterprise* において展開されていた議論でもあるが、ヴェブレンがここで言いたいのは無形資産を無視してしまうと信用の拡大や企業資本の膨張といった議論が展開できないということである。

ここで注意しておかなければならないのは、ヴェブレンの批判の矛先は資本の価値を期待される所得の割引価値とみなすことに向かつてはいないということである。むしろ、フィッシャーの議論の要点である時間概念を組み込みながら特定の資本から生み出される将来の所得の総額の現在価値として資本価値を捉えることについては、経済理論における最新かつもっとも貴重な進歩であるとの見方も示している²⁵⁾。すなわち、ヴェブレンは、資本価値を資本から生じる定期的な所得の現在価値とみなすことを容認しながら、この資本がじっさいには物的な資本財（生産財）からなっており、無形資産が含まれていないことを論難しているのである。その意味で、ヴェブレンは、フィッシャーの資本価値論に対する容認と論難の二つが混在する立場にある²⁶⁾。

24) “Fisher’s Capital and Income”, pp.116-117, in *The Collected Works*, X, pp.155-156.

25) Cf., “Fisher’s Capital and Income”, p.119, in *The Collected Works*, X, p.159.

2. T. ヴェブレンにおける有形資産と無形資産

ヴェブレンが、フィッシャーの資本化論においては無形資産が含まれていないと批判するのは、背後に先に述べた信用の拡張や企業資本の膨張、金融危機時におけるシステムの崩壊に対する強い問題意識があるからである。そこで考えてみなければならないのは、ヴェブレンが有形資産に加えて無形資産も含めて資本化を説明しようとする論理構造はどのようなものかということである。この点については、論文(2)“On the Nature of Capital”における有形資産と無形資産に関する次のようなヴェブレンの説明が参考になる。

「現代の経営慣行では、資本は有形資産と無形資産の2つの範疇に分類される。『有形資産(Tangible assets)』とは、金銭的に有用な資本財であり、所有者に所得をもたらす貴重な財産とみなされる。この財は、富の物的品目であり、資本化可能な価値の分だけ『資産(assets)』であり、その価値は生産財としての工業的利用可能性と多少なりとも密接に関係している。『無形資産(Intangible assets)』は、非物質的な富の品目であり、所有し、評価し、所有から得られる利得の評価に基づいて資本化された非物質的な事実である。また、これらの資産は、資本化可能な価値の分だけ資産となるが、この価値は、

26) たとえば、ヴェブレンの次のような言い方には、このような混在した評価があらわれている。「この『資本価値』あるいは価値の資本化は、有形物(生産財)の集合体の価値とみなされることを、繰り返し、また、忠実と言いたくなるような注意を促している。—中略—無形資産は、すでに述べたように、資本概念から除外されている。資本価値とは、『単に、特定された資本からの将来の所得の現在価値』(202頁)であるが、この資本価値は、常に有形のもの(人を含む)の価値であるとされる。」(“Fisher’s Capital and Income”, p.121, in *The Collected Works*, X, p.162. ただし、引用中の頁数は、フィッシャーの著作 *The Nature of Capital and Income* の頁数を示す)

生産要素としてみなされるこれらの富の品目の産業上の有用性とは、一般に、ほとんど関係がない。」²⁷⁾

ヴェブレンにおいて有形資産とされているものは、具体的な物質的富の形態にある資産として捉えられている。その典型的な形態は資本財である。この認識において、もう一点確認されなければならないのは、この有形資産が金銭的な利益をもたらしうる資本財であるという点である。すなわち、金銭的な所得をもたらしうるという観点から有形資産を評価するという点において、ヴェブレンはフィッシャーと同様の立場に立っているということが出来る。ヴェブレンの独自性は、これに加えて非物質的な富である無形資産も資本に加えることができるとしている点である。ヴェブレンがその根拠とするの

27) “On the Nature of Capital”, p.105, in *The Collected Works*, VIII, pp.352-353. 同じような意味での有形資産と無形資産の異同については、以下の文言にもあらわされている。

「『資産』は技術的な概念ではなく、金銭的な概念であり、産業の概念ではなく、経営の概念である。資産とは資本であり、有形固定資産とは、資本計上が可能であるとみなされる物質的な設備などのことである。有形資産の有形性は、それが構成する富の品目の物質性の問題であり、その価値の分だけ資産となる。有形資産の範疇を典型的に構成する資本財は、その技術的有用性によって資本財であるが、技術的有用性の尺度ではなく、それが所有者にもたらしうる所得の尺度に応じて資本である。もちろん、無形資産についても同様である。無形資産もまた、所得をもたらす能力の尺度に応じて資本すなわち資産である。無形資産は、その構成要素である富の項目(所有の対象)の非物質性の問題であるが、資産としての性質と規模は、その所有が可能にするプロセスの所有者にとっての利得の問題である。無形資産の場合、このように関与する事実は、技術的または産業的な性格を持つものではなく、ここに、有形資産と無形資産との間の実質的な相違がある。」(“On the Nature of Capital”, pp.111-112, in *The Collected Works*, VIII, pp.359-360.)

ここでは、改めて有形資産と無形資産との違いが物質的か非物質的かという観点から区別されているが、その一方で所有者に金銭的な利得をもたらすそれが資本価値の尺度になるという意味において有形資産と無形資産との共通性が強調されている。

は、非物質的な富であっても、所有し、その所有から定期的に得られる所得がある限り、有形資産と同様に資本として評価できるすなわち資本化が可能なはずだからである。フィッシャーは、将来の所得のフローが利率によって資本化されることによって資本化された価値を認識できるとしたが、その論理は非物質的な富であっても所得をもたらすという点において無形資産にも適用できると考えるのである。むしろ現代の営利企業の運営においては、無形資産の資本化が目立ってくる局面があり、フィッシャーの理論ではそうした現実の把握が難しくなることを批判的に論評したのである。営利を求めて企業が競争する現実の世界においては、たとえば技術水準のような要素による競争相手に対する優越性が自らに利益をもたらすことがあり、そうした状態が定着するとその技術的条件が定期的に格差利益をもたらす資産として資本化される。これが、無形資産だという訳である²⁸⁾。ヴェブレンが観察していた独占期のアメリカにおいては、無形資産を所有する特定の企業他企業に対する優位性が定着してくるという現実が目立ってきていたのである。

ヴェブレンは、このように有形資産と無形資産の共通性と異質性を確認したうえで、その具体的な形態について次のような事例を挙げている。有形資産の典型例は、先に述べたように企業においてじっさいに運用されている資本財である。それに対し、無形資産の典型例として挙げられるのは、のれん (goodwill) である。

そのうえでヴェブレンは、有形資産と無形資産について5点にわたってまとめている。

「分析結果をまとめると、2つの資産分類の一

致の程度と区別を示すことができる。(a) 所与の資産の価値 (すなわち金額) は、有形か無形かを問わず、所与の富の品々の資本化された (あるいは資本化できる) 価値で、その所有者に対する所得獲得能力に基づいて格付けされたものである。(b) 有形の資産の場合、物質的に生産的な仕事に役立っていることから、関係する富の対象は、広く何らかの (少なくとも潜在的な) 利用可能性を持っているということが推定され、したがって、その価値は、決して測定できないが、広く利用可能性のある品目をあらわしているという、多少なりとも根拠のある推定が存在する。(c) 無形資産の場合、物質的な生産活動に役立っておらず、工業製品の流通において所有者に差別的な利益をもたらすだけであるため、関係する富の対象が広く何らかの利用可能性を有するという推定は存在しない。(d) 有形の資産のなかには、社会にとって役に立たないものもあるかもしれない—とは言え、特定の物的設備は、役に立たない用途のために資本としての価値を持つことがあるし、有形資産の本体は、全体として、あるいは平均して、(推定的にはあるが) 役に立つのである。(e) 無形資産は、全体として利用可能性という点からすれば一様かもしれないが、全体として、あるいは平均して、無形資産は (推定的にはあるが) 社会にとって役に立たないのである。」²⁹⁾

ここでヴェブレンが言おうとしているのは、以下のように解釈することができる。すなわち、第一は、有形資産であろうと無形資産であろうとその価値は、2つの資産がそれぞれどの程度の金銭的所得を定期的にもたらすかによって決定されるということである。この点、有形資産

28) Cf., "On the Nature of Capital", p.107, in *The Collected Works*, VIII, p.355.

29) "On the Nature of Capital", pp.115-116, in *The Collected Works*, VIII, pp.363-365.

と無形資産は共通している。第二に、有形資産は物質的に生産に役立っているという意味において所得をもたらす実体的根拠が存在するということである。ただし、有形資産の場合、何らかの物的財の生産を行なっているという意味において、社会的にも役立っており、社会全体に対して何らかの利益をもたらしているという推定が成り立つという訳である。第三に、無形資産の場合、何らかの具体的な形で役に立っているという根拠は存在しないが、その所有者に対して格差的な利益をもたらすという意味において価値がある。第四に、有形資産であっても、社会的有用性は持たないということがあるかもしれないが、しかし総体的には社会全体にとって役に立つと推定することができるということである。この点は、第二の点について述べたことと同様に、社会全体が必要とする財を生産し供給しているという意味において社会全体にとって便益をもたらしているという趣旨と解釈することができる。第五に、無形資産も社会全体にとって有用性を持つというわけではないということである³⁰⁾。無形資産の場合、差別的優位性をもたらすのは、その所有者具体的には企業であるという意味で、便益は個別的なものであり、社会全体には及ばないというのである。

ヴェブレンは、以上のような有形資産と無形資産の区別を踏まえて、資本化の問題に論を進めていく。資本化は、これまでの議論の筋からすれば、資産が生み出す「金銭的な所得の流れ (pecuniary income stream)」³¹⁾を如何に評価するかという問題になる。とりわけ、ヴェブレンが

重視する無形資産とその評価については、次のように整理している。

「無形資産は、有形資産と同様に資本である。つまり、資本化された富の一種である。したがって、いずれの種類も、単位時間当たりの比率で評価できるような明確な性格を持つ、期待される『所得の流れ (income-streams)』をあらわしている。ただし、期待される所得は、一定期間にわたって均等に流入することや均等に配分されることを期待する必要はない。このように評価され資本化される所得の流れは、物質的か非物質的かを問わず、何らかの外部事実（請求者にとっては非人格的な）と関連しており、この外部事実の一部である所得をもたらす能力を追跡または帰属させ、その全体としての評価を帰属させ、この所得の流れをもたらす富の項目として資本化できるようにするものである。これらの要件を満たさない所得の流れは、資産を生み出さないの、資本化された富の量を膨らませることはない。」³²⁾

ここで確認しておく必要があるのは、ヴェブレンは、資本化は特定の資産が生み出す所得の流れにもとづくと考えているということである。ある時点における一定の実績にもとづく所得の流れではなく、あくまで期待にもとづく所得の流れである。加えて、資産に対する所得の比率であらわされるという明確な性格を持っている。しかも、この所得の流れにもとづく評価は、有形資産であろうが無形資産であろうが、共通に当てはまることである。このように、所得の流れにもとづく評価が、将来の期待にもとづき一定の指標によってあらわされることによって評価そのものが客観性を帯びることになる。そう

30) Cf., "On the Nature of Capital", p.116, in *The Collected Works*, VIII, p.365.

31) "On the Nature of Capital", p.122, in *The Collected Works*, VIII, p.371.

32) "On the Nature of Capital", p.124, in *The Collected Works*, VIII, pp.373-374.

なるとこの「所得の流れをもたらす能力 (income stream yielding capacity)」は、「富の一つの項目 (an item of wealth)」³³⁾ として資本化されうることである。

このような資本化の理解は、ヴェブレンにとって、信用が高度に発達した「信用経済 (credit economy)」³⁴⁾ における信用拡張や企業資本の膨張を説明するうえで重要な意味を持っている。とりわけ、営利企業の観点から利子や資本化、無形資本の存在について強調するのはそのような問題意識によるものである。それに対してフィッシャーは、利子率を、資本が生み出す将来の所得を資本化するさいの基準としてみている³⁵⁾。言い換えれば資本の将来価値と現在価値を結びつける結節点としてみている。ヴェブレンは、フィッシャーの見解に対し、資本化や利子率さらにはそれらの「信用経済」に及ぼす影響をみるべきだということである。

V. むすび

イギリスの古典派経済学において、資本は素材の視点から捉えられることがあった。マルクスは、資本・賃労働関係を踏まえて自己増殖する価値の運動体として資本を捉えた。また、信用制度のもとで資本は利子生み資本の形態をとり、架空化する性質をもつことを明らかにした。ヒルファディングは、利子率にもとづく資本還元による有価証券の擬制資本化を説いて創業者

利得発生構造を明らかにした。本稿で取り上げた、19世紀末から20世紀初頭にかけてのアメリカにおける代表的論者であるフィッシャーとヴェブレンは、所得をもたらす主体としての資本に注目し、その評価を論じた。19世紀の後半から重化学工業が発達し始め、巨大な固定資本設備を如何にして調達し、運用するか、また資本の価値をどのように捉え、評価するかは経営上の重要課題であった。そのような現実を踏まえ、フィッシャーは、資本の価値の評価において、その建設費用、更新費用ではなく、それが生み出す所得を基軸に据えた。彼は、物的な形態はどうであろうが、それが定期的に生み出す所得の流れによって資本を評価するという視点を打ち出した。それだけでなく、時間概念を持ち出すことによって、資本が将来生み出すと期待される所得にもとづいて現在価値を評価するという意味において資本化を捉えた。

ヴェブレンは、資本がその定期的に生み出す所得によって評価されるという点においてフィッシャーと同じ視点に立っていた。ただ、ヴェブレンの場合、資本を有形資産と無形資産に分け、とりわけ無形資産の重要性に着目した。すなわち、たとえ物的形態を持たずとも、競争的環境のもと、他の企業に対して技術力やのれんなど、格差利益をもたらす無形資産を保有していれば、それ自体資本として認識することができるという訳である。ヴェブレンは、フィッシャーにこの点の把握がないことを論難する。その真意は、彼が見ていた現実には、定期的所得の流れがもとなった信用供与や証券発行が拡大し、大規模かつ高収益を狙う「高度産業金融 (the higher industrial finance)」³⁶⁾ の展開、企

33) *Ibid.*

34) "Fisher's Rate of Interest", p.299, in *The Collected Works*, X, pp.142-143.

35) ヴェブレンは、フィッシャーが利子率や資本化の議論を価格論のレベルで論じていると評している。cf., "Fisher's Rate of Interest", pp.301-302, in *The Collected Works*, X, pp.145-146.

36) "On the Nature of Capital", p.128. in *The Collected Works*, VIII, p.378.

業資本の膨張や危機時における信用システムの崩壊といった事態が含まれていたからである。フィッシャーに対する批判的論評においては、この点の本格的展開には至っていない。しかし、この論点については、*The Theory of Business Enterprise* において詳細に展開されている。フィッシャーの資本化論では、こうした実態の分析ができない理論構造になっており、そのことを明らかにすることによって自らの所説の特徴を際立たせたのである。

定期的所得を基礎に信用をつくり出すという

慣行は、20世紀初頭からアメリカの銀行貸付においても見られた。さらに、管理通貨制の時代に入ると、キャッシュフローをベースにした証券化商品の開発が行われた。その意味で、所得の流れによって資本を評価し、負債を膨張させていく仕組みが組み込まれていたことの認識は、証券化や金融危機の頻発といった現代金融の動態に接近するための一つの視座になりうるのである。

[九州大学名誉教授]