

坂本 正著

『金融革新の源流』

(文真堂, 1997年6月)

小林 襄 治

I

この10ないし15年の間にアメリカでは金融業界の再編が急速に進み、一段と加速しつつある。多くの機関の名称が変わり、戸惑いを感じざるを得ないし、その変化についていくのもしんどい状況である。アメリカの金融制度の一つの特徴を形成してきたのが1933年銀行法（グラス＝ステイーガル法）による銀行と証券の分離であった。同法の改正案が1980年代以来繰り返し議事に提出され、審議が展開されている。最終的にどのように決着するかはともかく、現実にはMMFなどの預金類似商品の登場が銀行と証券会社の競争に新たな要素を付け加え、銀行持株会社の証券子会社の収入制限の緩和などでなし崩し的に銀行・証券の分離は崩れつつあるようである。だが現状はともかく、1933年銀行法を基礎づけた金融理論はいかなるものであり、分離の根拠はなんであったのであろうか。坂本氏が発表された『金融革新の源流』は2部13章394ページからなる大作である。I部「金融革新と銀行法」ではグラス法の制定過程を丹念に辿りつつ、制定の経緯とその背後にある理論を検討される。II部「金融革新の理論と展開」では金

融革新の基軸的範疇として資本信用を把握する立場から、アメリカの金融機関の発展をモデルに資本信用論を具体化しつつ、信用理論の体系化を意図されている。以下に各章の展開を追いつつ、その内容をみていこう。

II

第1章「金融革新の経済学」では、1930年6月のグラス試案の背景をさぐっている。主に1920年代に進展した商業銀行の業務多様化を確認しつつ、「商業銀行が証券市場の発展の中で、銀行信用を擬制資本の領域へと拡大させ、銀行業として資本信用と証券業資本を包摂することが、アメリカにおける商業銀行の近代化であった」(16頁)とする。1927年マクファデン法が商業銀行による証券業務兼営や業務多角化を容認・促進させていたが、1920年代後半にはグラスやウィリス等による証券投機に対する批判が展開されてくる。そして、ウィリスによって投資銀行業と商業銀行業の分離に向けた規制の方向が出されてくる。この分離を支えた理論的根拠は真正手形理論であるが、それでも商業銀行の中期貸付＝資本信用の展開は批判や規制の対象でなかったことが指摘される。

第2章「規制と分離の経済学」では、まず1930年6月にグラス指針案(1930年銀行法案)が検討される。ここではブローカーズ・ローンの規制、自己勘定売買の規制、証券子会社の財務ディスクロージャーなどゆるやかな規制のみで分離論はとられていない。金融界には分離を受け入れる素地がなかったことへの配慮もあるが、グラスはまず規制を行い、弊害がなくならないなら禁止にすべきとの立場であったことが明らかにされる。しかし、フーバー大統領の分離提案などを背景に、1932年1月に新たなグラス法案が提出されてくる。これがいわゆる「分離」提案であり、1933年銀行法の原案の位置にある。しかし、従来の諸学説を検討しつつ「分離」がいかに規定されているかをみると、「分離」の内実は親銀行と証券子会社の「株式証書の分離」であった。ただし、商業銀行の証券引受禁止や個人銀行家への預金禁止、役員の兼任禁止等はこの法案に含まれている。

第3章「グラス法案と証券『分離』規定」では原案に含まれていなかった「分離」規定がその後どのように提起・展開されてきたかをみている。1932年3月の修正法案の提出と公聴会等における批判、連邦準備総裁メイヤーによる証券子会社分離提案、証券子会社違法論を根拠とするグラスの再修正法案(1932年4月)と上院審議、大統領選挙と公約、上院通過の経緯等が明らかにされる。そして上院を通過した再修正法案では証券引受禁止、証券子会社の分離、猶予期間等の規定があり、銀行界の関心が証券引受禁止規定の適用除外問題へを移ったとされる。

第4章「ニューディールとグラス法案」では1932年末からの深刻な銀行倒産、1933年からのペコラ委員会による証券子会社の不正行為の暴露、新政権の発足等で環境が変わる中、グラス

法案も変化したとされる。連邦準備銀行の権限を拡大した緊急銀行法が成立した直後の1933年3月に再修正法案を継承するグラス法案が登場した。しかし、ペコラ公聴会の動向と関連し、ナショナル・シティ・バンクやチェース・ナショナル・バンクが証券子会社を分離するようになり、後者の新頭取になったオールドリッチが商業銀行の証券子会社分離だけでなく、投資銀行を含めた分離案を提出するようになる。オールドリッチ提案における個人銀行の預金受入れ禁止と兼任禁止の二つの規定は投資銀行に決定的な影響を与えるもので、1932年のグラス原案には含まれていたが、修正法案等では落ちていたものである。さらに、ルーズベルト大統領は信託の分離も勧告していたが、反対が強く法案化はされなかった。そしてグラス法案は銀行委員会小委員会の審議を経て修正され、ここで分離猶予期間の短縮、預金保険、役員の兼任禁止など新たな要素が付け加わった。さらに、グラス、スティーガル、大統領の間で調整が行われ、3人が原則的合意に達して新たな法案が33年5月に改めて提出されることになる。

第5章「グラス法案の立法化」では、まずグラス＝スティーガル法の基礎となる1933年5月の新法案が、1932年の原案にあったが強い反対で削除した個人銀行の預金受入れ禁止、取締役の兼任禁止の規定を復活させたのは、状況の変化を反映してオールドリッチ提案を受け入れたものであることを確認する。そして、証券分離規定に関してグラス原案で示された銀行改革案、ルーズベルトの銀行制度改革案、オールドリッチの銀行改革案の3者が結びつく形で1933年5月の新法案が形成されたことを指摘する。そして上院でのグラス法案、下院でのスティーガル法案の通過と上・下院協議会報告書(証券引受

禁止規定の適用除外規定の導入がある)の可決、預金保険をめぐる大統領との折衝等を経てようやく法律となるのであった。これらの経過を踏まえて、「証券分離条項の規定と構造」で同法の代名詞ともいえる証券分離条項の第16条(証券の引受禁止と適用除外規定)、第20条(証券子会社の分離規定)、第21条(個人銀行の預金受入れ禁止)、第32条(兼任禁止規定)について解説を加えられる。そしてこの分離規定の意義を、グラス法案の形成過程からみて「グラスの構想した証券分離規定の完成とみるべきでない」(173頁)と指摘される。さらに証券分離規定が真正手形理論の基づくとする通説に批判を加え、「商業銀行は中期信用(=資本信用)の供与を行い、証券保有を増大させるという構造変化をとげていて、これは真正手形理論の妥当する資産の自己流動的な段階でなく、証券市場に依存した転嫁流動性理論の妥当する段階へと新たな業務展開をみせていた」(174頁)のであり、緊急銀行法で連銀の適格担保要件は既に緩和されていたことを指摘される。

第6章「1935年銀行法と転嫁流動性理論」では1935年銀行法の改正に果たしたグラスの役割を検討し、真正手形理論から転嫁流動性理論への「転換」を証明し、管理通貨制度下の中央銀行機能を論じている。一見すると証券分離論と別な議論のような印象を与えるが、分離の理論的根拠を考察する上で不可欠な議論であり、第二部の議論への伏線の役割を果たしている。1935年銀行法の改正で問題となった連銀法修正にかかわる部分は、連銀貸出の担保は「健全な資産」か「満足な担保」かであった。結果はグラスが下院法案にある「健全な資産」規定に抵抗し、「満足な担保」規定を提案し、立法化されることになる。このことは真正手形理論の信

奉者といわれ、自身が創設にかかわった1913年連邦準備法における適格性理論(真正手形理論)を、グラス自らがこの時までには放棄していたことを示すものである。

第7章「1935年銀行法と商業銀行の証券引受拡大法案」では、1933年銀行法の立役者として証券分離を進めたグラスが、1935年には銀行の証券引受業務復活の提案をしていたことが明らかにされる。提案はルーズベルトの反対や銀行界の冷淡な対応もあって実現しなかった。グラスの提案は、従来あまり注目されなかった点であるが、グラスの考えを理解する上では興味深いものである。これによってグラスの銀行からの証券分離とは1933年法の第16条(証券引受禁止)と第20条(証券子会社の禁止)にあり、第21条(投資銀行の預金受入れ禁止)と第32条(商業銀行の役員の投資銀行役員の兼任禁止)はルーズベルトとオールドリッチ提案を具体化したものであることが明らかになる。

III

以上に簡単に第I部の内容を紹介してきたが、坂本氏のこの研究の意義は1933年銀行法の成立過程を証券分離の規定について丹念に執拗にフォローし、グラスの真意を示し、ルーズベルトやオールドリッチの役割も明らかにしていることである。1930年6月の試案ないし指針案(S.4723)に始まり、原案の位置にある1932年1月の法案(S.3215)、1932年3月の修正法案(S.4115)、1932年4月の再修正法案(S.4412、1933年1月に上院通過に際して修正)、1933年3月の法案(S.245)と5月の法案(S.1631)、1933年銀行法について公聴会や委員会での審議経過を含めて比較・対照しつつ、成立の事情を明らかにされた。

加えてグラスが関与する1933年緊急銀行法、1935年銀行法も取り上げてグラスの真意を明らかにされた。短期間にかんりの変遷が見られる法案を忍耐強く検討し、その変遷が何に由来するかを究明された努力と熱意に最大の敬意を払いたい。この作業をとおして坂本氏は法案の変遷とグラスの理論を明確に抽出し、通説的な真正手形理論の信奉者としてのグラスという虚像を完璧に打ち砕いたのである。そして、この意図は第Ⅱ部にもからむが、商業銀行がすでに資本信用を包摂する段階に達しており、もはやそれを逆転させることは誰もできないことを示唆されているのである。この示唆については後に検討するが、あえて問題を提起すれば、1933年法の成立事情やグラスの考えは坂本氏が本書で証明した通りと思われるが、それでも1933年銀行法で銀行の証券業務に大きな制約が課され、いわゆる銀・証分離がその後のアメリカ金融制度を特徴づけたことも事実である。投資銀行の預金受入れ禁止までをグラスが意図していたのではないとしても、法律には含まれてしまった。では何故そのような分離が必要とされたのか、分離がアメリカの金融・証券市場にいかなる影響を与えたのかはいぜんとして未解明ということになる。

なお、あえて技術的な問題について本書に要望するとすれば、グラス法案の変遷を対照できる一覧表を提示していただければもっと分かりやすかつたであろう。またグラス法案といっても何種類もあり、本文では提案時点や法案ナンバー(S.1631等)を明示することでどれを指すかは明確になっている。しかし、同時に試案、原案、修正案、新法案等の表現も用いられ、この書評では評者もそれを利用したが、これらの表現には紛らわしさがあつた、工夫の余地があるか

もしれない。また「1932年グラス＝ステイーガル法」などは1933年法と混同しやすく、錯覚を与えかねないので何か工夫があつても良い。

IV

第Ⅱ部「金融革新の理論と展開」は、第Ⅰ部でも繰り返し提起されている分析視角、すなわち商業銀行の業務の多様化や資本信用の供与、あるいは近代化という信用制度の展開を理論的に把握し、信用理論の体系化を大胆に試みた力作である。各章ごとに内容を確認しておこう。

第8章「金融革新と資本信用」はいわば問題提起にあたる第Ⅱ部の序章である。信用論体系は「流通時間の止揚」と「資本所有の量的制限の止揚」の2つの規定によって上向展開が試みられてきたが、これを可能にしたのが擬制資本信用範疇であった。しかし、二つの論理系譜を関係づける位置にあるのが資本信用範疇であり、資本信用範疇が擬制資本信用といかなる関係にあるのかを明らかにする必要がある。証券流通市場での擬制資本信用の展開を支えるのも、証券引受＝発行市場に対して行われる信用供与も資本信用であり、資本信用と擬制資本信用の関係を論じるのは信用論体系を「貨幣資本と現実資本」論の視角から具体化することである。このような視角から、「信用論体系と擬制資本信用」について論じ、商業銀行からの信用供与＝支持機構との関連において証券業資本が役割を果たすことを指摘される。

第9章「第1次金融革新と信託会社」は前章の視角を受けて、アメリカでは19世紀から20世紀初頭にかけて独占の形成に対応した種々の金融機関が台頭し、古典的商業銀行と区別される貨幣・金融仲介機関の形成されるが、これを第

1次金融革新と規定される。この金融革新の中心に位置する機関として信託会社をとらえ、信託会社の業務の中心が証券担保貸付であったことを確認する。そしてこの証券担保貸付という資本信用の領域で信託会社が商業銀行化したととらえ、商業銀行に要請されていた第2次商業銀行業務(資本信用業務)を先取りし、金融革新の基軸的地位にあったとされる。

第10章「資本信用とタームローン」では、ドイツの兼営銀行業務とアメリカのタームローン業務を比較検討しつつ、ターム・ローンの資本信用性を考察される。まず資本信用の二つの形態として、商業銀行業務に包摂された短期信用の繰延べ(第一形態)と明確な長期信用の供与(第二形態)を確認される。そして商業銀行と証券業資本の関連を考察し、「商業銀行の業務拡大は、資本信用＝固定資本信用供与に伴う貸付債権の固定化を流動化させる機構として、信用制度上に貨幣取引資本の分化形態として証券取引資本の形成を要請し、その資本運動の基軸である引受＝発行業務へ銀行信用＝資本信用を供与することで信用制度上に証券業資本を措定する」(313頁)とされ、これが商業銀行から兼営銀行への移行の論理となる。そしてこうなると資本信用の供与形態も変化し、当初から長期の資本信用を供与することになる。次に商業銀行とタームローンについて考察され、タームローンを証券引受に代替するものとみる財務省レポートの見解を紹介しつつ、タームローンは流動性を借手のキャッシュフローに依存するとして、証券市場に流動性を依存する形態から、金融市場の発展を背景に企業内部の留保基金をも取り組んで事前に貨幣形態化する流動性機構への展開を指摘される。言い換えれば、タームローンの十分な展開のためには新たな流動性機構が要

請され、このためには商業銀行の機能変化・構造変化が問題とされる。

第11章「タームローンと信用論体系」では、まずターム・ローンが商業銀行業務の展開上に位置する資本信用の第二形態であることを確認し、貸付期間の長期化に加えて、返済が借入企業の利益や減価償却(キャッシュ・フロー)に依存した(期待所得理論)賦払い形式をとる点にその特徴をとらえる。そして社債に代替するものとして登場し、社債と競合する関係にあり、貸付の「債券」化、貸付の「社債」化としてとらえる。モルトンの議論によりつつ、資本信用の第一形態(短期貸付の更新)の実態などを紹介しながら、商業銀行がそのような固定資本信用供与を可能するのは銀行資産の転嫁流動性によると主張される。ところが、短期貸付の更新では、銀行の更新拒否の可能性があり、借手にとって不安定である。また銀行側にしても借換要求が継続して拒否できないとすれば、貸付債権の流動性は低下するリスクがある。このような貸付債権回収の不安定性、長期拘束・固定化の矛盾・限界を克服し、確実性の高い返済方式に変えたものとしてターム・ローンがある。そして、ターム・ローンは債券形式をとるのが貸付の証券部面への論理上向であると同時に銀行業務の投資銀行業務や証券業務への参入であると指摘される。

第12章「ターム・ローンの流動性と証券市場」では、ターム・ローンの特質を再度確認しつつ、貸付債権の長期固定化からの解放・流動化メカニズムを検討する。転嫁流動性理論はその理論的一般化の試みにかかわらず1929年恐慌以後に現実には破綻したが、1933年緊急銀行法と1935年銀行法による連銀借入の容易化によって救われた。ターム・ローンが本格化するのも、連銀

信用によって支持された信用制度の下である。信用制度の展開のなかに連銀がビルトインされ、中央銀行と資本信用との新たな関係が展開されるのである。

第13章「レベニュー債の商業銀行引受と信用理論問題」では、レベニュー債の形態的特質(事業収入による元利返済等)や信用規定(公信用支持による私的信用形態への浸透)を検討し、商業銀行によるその引受の理論的意味を考察する。レベニュー債はターム・ローンと同じ1930年代に登場し、ターム・ローンと類似した性格を持ち、社債に近いものとしてとらえる。そして、ターム・ローンの進展のもとで商業銀行は公信用にも類似の業務を見だし、引受・保有と貸付の代替性から引受リスクにも耐えられるとされ、実質上の社債引受の基盤が形成されるという。したがって、レベニュー債引受問題がグラス＝ステイーガル法のグレイゾーンとして中心論点の一つとなるのである。

V

第Ⅱ部の議論は第Ⅰ部の法案の変遷を検討した議論と異なり、理論的展開である。信用論に馴染みの薄い読者にはやや難しいし、重複や繰り返しがかなり見られ、ややくだい印象を与える。この点とはともかく坂本氏の論理は明確である。評者流に整理すれば、商業銀行業務のアメリカにおける歴史的展開を背景に、商業銀行が資本信用をいかに取り込んだのかを整理されていることである。古典的商業銀行と真正手形理論、第1次金融革新ないし第2次商業銀行業務と転嫁流動性理論や所得期待理論、あるいは資本信用第一形態(短期化貸付の更新)・第二形態(ターム・ローン)と転嫁流動性理論や所得期待

理論、中央銀行信用による補完、これらの歴史的発展を一本の道に結び付けている。「商業銀行の構造変化の脈絡において信用論体系の構築がなされなければならない」(262頁)とする立場である。信用論体系の構築について評者はコメントする立場にはないが、坂本氏の立場ではすべてが商業銀行に組み込まれていく世界である。資本信用を供与する銀行を商業銀行と呼ぶことの是非もあるが、擬制資本の運動を媒介とする証券業資本が自立する世界もあるのでなかろうか。短期貸付の更新やタームローンを債券との類似性でとらえた点はそのとおりであるが、その延長線上で株式まで射程に入るかには坂本氏は言及されていない。資本信用という言葉の定義にもからむが、本書では資本信用は証券担保貸付、短期貸付更新とターム・ローンに限定されている。資本信用を固定資本信用の供与に置き換えてみれば、債券や株式の発行による資金調達を含めて範囲は広い。本書の示す範囲でカバーできる部分はかぎられているのでなかろうか。

上記の点ともからむが、第9章における「信託銀行の商業銀行化」というのは分かりにくい表現である。なぜ新たな資本信用を担う機関が商業銀行化と規定せねばならないのか。しかもここでの商業銀行業務は古典的商業銀行業務とは異なるのである。第10章でターム・ローンの展開のためには商業銀行の機能変化・構造変化が強調されている。そのとおりであり、むしろ機能・構造変化した商業銀行を商業銀行と規定し続ける方が誤解を生みだすのでなかろうか。

坂本氏の議論を評者なりに理解し、印象を述べてみた。氏の議論は明快であり、刺激的である。作業の緻密性・執拗さには脱帽する他ない。ただ「金融革新の源流」といわれるが、内実は

書評【金融革新の源流】

商業銀行による資本信用の供与，商業銀行の変質であり，現在の金融革新といかなる関係にあるのかは必ずしも示されていない。また第Ⅱ部での議論が第Ⅰ部の研究とどのように結びつく

のか，1935年銀行法などのケースを除いてはやはり分かりにくいのが残念である。

(専修大学経営学部教授 当所主査研究員)