

# 証券市場と銀行システム

—ガーリー = ショー金融構造論の再検討—

野 下 保 利

## 要 旨

今回の世界金融危機は、シャドー・バンキングと呼ばれる貸出システムに注目を集めさせることになった。もちろん、シャドー・バンキングのなかには様々なビジネス・モデルが存在する。ファイナンス・カンパニーなどが小口貸出によって利ざやを稼ぐのに対して、投資銀行や各種ファンドは証券取引を収益源としている。今回の世界金融危機において中心的な役割を果たしたのは、いうまでもなくキャピタルゲインや手数料の取得を目的に新たな証券化スキームを主導した投資銀行やヘッジファンドなどの証券取引関連の金融機関であった。近年急速に多様化し拡大してきた証券取引分野の分析は、抜本的な金融安定化政策を策定するために不可欠な研究分野をなしている。しかし、現代の証券取引がどのような役割を占めるのかについて十分な分析がなされてきたわけではない。そもそも、証券取引自体の金融構造における位置付け、特に商業銀行システムとの関連が必ずしも明確ではないからである。

伝統理論において、証券市場と商業銀行システムは、本源的貸手が最終的貸し手に貸し出す際の並行した2つの貸出チャンネルとして認識されてきた。証券市場と銀行システムを並列的な2つの貸出チャンネルとする理解が支配的になるのに大きな影響を与えたのは、ガーリー = ショーの研究である。彼らは、資金余剰主体の貯蓄が証券取引を介して資金不足主体に貸し出される直接金融を基礎に、銀行を含む各種金融機関を介する貯蓄の迂回的貸出チャンネルを間接金融として位置付けた。彼らの金融構造論による限り、すべての金融（貸借）取引は直接・間接に貯蓄を源泉とするため、金融資産額は実物経済の成長に結局は規定されることになる。こうした結論は、金融資産額が実物経済の産出額を超えて著しく増大している現状と齟齬を生むことになる。あらためて、ガーリー = ショーの金融構造論を検討する必要がある。

ガーリー = ショーが主張するように、産出量を増大するためには金融資産と

負債の増大が不可欠である。しかし、彼らの主張と異なって、金融資産と負債の増大は、貯蓄増加の結果ではなく、金融（貸借）取引拡大の結果にほかならない。したがって、金融資産（負債）の形成を、貸借関係拡大に収益源を求める利子生み資本及び証券取引資本という資本運動を導入することなしに説明することはできない。金融（貸借）取引を説明する際における資本概念の欠如は、ガーリー = ショーの金融構造認識を転倒させ、金融資産の蓄積について現実と齟齬を生むことになった。現代資本主義においては、主要な決済手段である要求払い預金を創造し貸し付ける預金銀行を基礎にして中央銀行が準備預金と現金供給を行う通貨システムが存在する。この通貨システムの下で証券市場は、創造された要求払い預金残高を証券取引を介して融通しあう仕組みとして位置づけられる。預金銀行システムを基礎に証券市場の現代的展開を分析することが求められる。

## 目 次

はじめに

### I. 金融資産と経済モデル

- (1) 通貨システムと貨幣の非中立性
- (2) 経済成長と金融資産

### II. 金融構造の基礎は何か

- (1) ガーリー = ショーの金融構造論

(2) 金融構造の転倒性

### III. 資本理論と金融構造

- (1) 私的所有と貸借関係
- (2) 貸借関係と利子生み資本
- (3) 金融構造の基礎としての預金銀行システム

むすび

## はじめに

今回の世界金融危機は、商業銀行とは別のシャドー・バンキングと呼ばれる貸出システムに注目を集めさせることになった<sup>1)</sup>。もちろん、シャドー・バンキングの中には様々なビジネス・モデルが存在する。ファイナンス・カンパニーなどノンバンクが貸出による金利収益を稼ぐのに対して、投資銀行や各種ファンドは証券取引を収益源としている。今回の世界金融危機において中心的な役割を果たしたのは、新たな証券化スキームを主導した投資銀行やヘッジ

ファンドなどのキャピタルゲインを主な収益源とする証券関連の金融機関であった。

投資銀行やヘッジファンドなどの証券取引・運用機関は、証券化された各種の証券取引に市場流動性を供給しCDOなどの証券化スキームを支えた。こうした証券化スキームは、従来基準では難しかった低格付け向け融資を可能にした反面、信用逼迫の局面では短期金融市場からの調達難から金融システムを深刻な流動性危機に直面させることになる。近年、急速に多様化し拡大してきた証券取引の分析は、抜本的な金融安定化政策を策定するために不可欠である。しかし、新たな証券取引が金融構造においてど

のような位置を占めるのかについて十分な分析がなされてきたわけではない。そもそも、証券取引自体の金融構造における位置付け、特に商業銀行システムとの関連が必ずしも確定されているわけではないからである（以下では、特に断りのない限り、銀行システムは商業銀行システムを意味する）。

伝統理論において、銀行システムと証券市場は、本源的貸手が最終的貸し手に貸し出す際の並行した2つの貸出チャンネルとして捉えられてきた<sup>2)</sup>。すなわち、証券市場とは、資金余剰（黒字）主体の貯蓄が最終的借り手である資金不足（赤字）主体に貸し出される直接金融であり、銀行システムは黒字主体の貯蓄を間接証券の発行を介して赤字主体に迂回的に貸し出す間接金融を担う組織としてと理解されてきた。

ポスト・ケインジアンは、貯蓄ではなく新たに創造された銀行貨幣を基点に金融構造を捉えようとした。それにもかかわらず、証券市場は、黒字主体が貯蓄を貨幣と金融資産に配分（資産選択）する場として位置付けられる<sup>3)</sup>。すなわち、証券市場は、伝統的理論と同様に、銀行システムから切断された代替的貸出チャンネルとして捉えられた。

証券市場と銀行システムは、黒字主体の貯蓄を本源的な源泉とする2つの並列的貸出チャンネルなのだろうか。こうした金融構造理解が支配的になるのに大きな影響を与えたのは、ガーリー＝ショー（John G. Gurley and Edward S. Shaw, 以下GSと表記）の研究である<sup>4)</sup>。GSは、経済成長における民間金融資産の役割を分析しようとして、黒字主体の貯蓄が証券取引を介して赤字主体に貸し出される直接金融を基礎に、銀行を含む各種金融機関を貯蓄の迂回的な貸出チャンネルである間接金融上に位置付

けた。彼らの金融構造論による限り、すべての金融（貸借）取引は直接・間接に貯蓄を源泉とするため、金融資産額は結局は実物経済成長に規定されることになる。こうした結論は、金融資産額が実物経済の産出額を超えて増大している現状と著しい齟齬を生む。あらためて彼らの金融構造論を再検討する必要がある。本稿は、GSの金融構造論、特に、証券市場と銀行システムの関連に焦点を当て再検討することを課題としている。

## I. 金融資産と経済モデル

### (1) ネット・マネー・ドクトリンとグロス・マネー・ドクトリン

第2次大戦後、ケインズ経済学の台頭とともに経済成長論が活発に議論されるようになった。ナイフエッジを根拠に経済成長の不安定を主張するハロッドに対して新古典派は、生産要素の代替性を導入し経済成長が安定軌道に乗ると主張した。しかし、こうした論争において、経済成長と貨幣・金融資産の関連は十分に分析されなかった<sup>5)</sup>。すなわち、従来の議論は、「体系的なやり方で金融資産、金融機関、そして金融政策を一般的にほとんど取り扱うことをしてこなかった」<sup>6)</sup>。GSは、実物の経済成長には金融資産と負債の成長が不可欠であると認識し、金融資産、金融機関を体系的に分析しようとした。

GSは、金融資産の分類からはじめる。第1に、貨幣は、政府の通貨当局ないし中央銀行が実物財の購入の見返りに発行される外部貨幣（outside money）と、民間金融資産の見返りに供給される内部貨幣（inside money）に分か

れる<sup>7)</sup>。第2に、その他金融資産は2つに分類される。赤字主体としての究極的な借りが黒字主体に直接に売却して借り入れる債券を直接証券 (primary securities) とされる<sup>8)</sup>。これに対して、通貨システムを含む金融機関が資金余剰主体から資金を集めるために発行する負債は、間接証券 (indirect securities) とされる<sup>9)</sup>。

GSは、次に、伝統的議論が依拠するネット・マネー・ドクトリンを批判する<sup>10)</sup>。この原理によれば、民間負債は貨幣的および非貨幣的形態における等価の民間国内金融資産と相殺され、集計的な分析結果に影響を及ぼさないと捉えられる<sup>11)</sup>。しかし、それでは、「実質総貨幣需要が民間証券の蓄積に依存することを否定する」<sup>12)</sup>ことになる。民間部門の金融資産の役割と資産選択行動の役割は看過され、ひいては金融機関の役割も消失する。すなわち、ネット・マネー・ドクトリンによれば、民間金融資産の量と質の変化は長期に経済の実物変数に影響を与えることはできず、マクロ経済に対して中立的と捉えられる<sup>13)</sup>。

GSによれば、金融資産の蓄積は経済全体の貨幣需要と密接に関連し<sup>14)</sup>、「経済の不可欠な部分」をなしている<sup>15)</sup>。したがって、金融資産の蓄積は、支出主体の産出量と所得分配、労働や財、そして債券の価格変動に大きな影響を与える。GSは、ネット・マネー・ドクトリンに代え、グロスの民間金融資産を分析に加えるグロス・マネー・ドクトリンを提示する<sup>16)</sup>。そして、このドクトリンに基づいて金融資産の増大と金融政策及び経済成長の関連の分析を試みることになる<sup>17)</sup>。

## (2) 経済成長と金融資産

### (i) 新古典派経済モデルと通貨システム

GSは、資産を有形資産と金融資産に分類した上で、資産の蓄積が成長プロセスの中心的な特徴であると主張する。有形資産は、社会の貯蓄を体化しており、生産と消費の水準を上昇させる技術的基礎を提供する。金融資産、特に直接証券は、現行産出物か、あるいは金融資産のいずれかに支出するための資金を求める支出主体によって証券市場に提供され、この支出主体によって発行された金融資産と同額が負債として記帳される<sup>18)</sup>。

GSは、まず、①貨幣錯覚がなく実質残高効果が存在し、②物価と利子率 (債券利回り) の変化は所得分配効果がなく、③物価と利子率についての期待は安定し、④労働、財の市場、そして債券市場における完全競争と価格弾力性が存在するという新古典派の仮定をおく。その上で、貨幣供給メカニズムの違いに応じ3つの経済モデルが提示される。

基本経済 (Rudimentary Economy) と呼ばれる第1モデルは、外部貨幣だけからなる経済であり、第2モデル (Second Model) は、内部貨幣からなる経済である。そして第3モデル (Modified Second Model) は、第2モデルに修正を加え内部貨幣と外部貨幣からなる経済である。GSにおいて通貨システムは、政府部門に属し、政策局と銀行局に分かれる。政策局は供給すべき名目貨幣量を決め、銀行局は政策局の指図に従って名目貨幣残高を操作する<sup>19)</sup>。こうした政府の一部局としての通貨当局は、後にモデルをより現実に近づけるために、商業銀行の導入にともなって中央銀行に置き換えられる<sup>20)</sup>。

「基本経済は、貨幣、貨幣を創造し決済メカニズムを管理する通貨システム、そして通貨当局を持つ経済である」<sup>21)</sup>。第1モデルにおいて、貨幣は、政府の負債であり、政府の支出を賄うために貨幣が発行される<sup>22)</sup>。そして、このモデルの成長可能性は、金融取引のあり方によって制限される。なぜなら、「貨幣以外のいかなる金融資産もないので、貯蓄、資本蓄積、そして貯蓄の投資への効率的分配に制限があり、産出量と所得の成長率を抑制する」<sup>23)</sup>からである。

外部貨幣だけが発行される第1モデルに対して第2モデルは、貨幣は国内企業債券と交換に発行される内部貨幣だけの経済である。第2モデルはまた、企業の純投資が消費者の貯蓄によって賄われる直接金融だけの経済であり、物価下落にともなう貨幣の実質残高効果が作用する。そのため、貨幣と債券の実質価値の変化と、消費者と企業の資産選択行動が自動的に一致する貨幣数量説が支配する世界でもある<sup>24)</sup>。

GSは、民間金融資産の役割を介して貨幣の非中立性を導くために、第2モデルを修正し、銀行局が内部貨幣と外部貨幣の両方を発行する混合形態の通貨システムを導入する<sup>25)</sup>。内部貨幣と外部貨幣がともに存在する経済において、貨幣は非中立性を示す。

銀行局が企業から債券を買い上げ貨幣供給する場合、内部貨幣を増大させることになるので、消費者及び企業の貨幣保有比率は上昇し債券保有比率は低下する。こうして内部貨幣供給は、所与の物価水準のもとで、民間部門のポートフォリオ構成を変え、民間部門から貨幣部門に金融資産を移転するという実質的效果をもつ<sup>26)</sup>。すなわち、内部貨幣と外部貨幣がともに存在する経済において、富の移転がもたらされることになる<sup>27)</sup>。したがって、厳密な新古典派

の分析枠組みにおいてさえ、外部貨幣に加えて内部貨幣を導入すれば、名目貨幣の供給は、民間部門の所得（金融資産の移転）移転を生じさせるという意味で非中立的となる<sup>28)</sup>。すなわち、「貨幣が内部貨幣と外部貨幣の両方を含むとき、名目内部貨幣は、実物変数の影響を与えることができる。・・・他方、経済が内部貨幣しか含まないか、あるいは外部貨幣しか含まないとき、名目貨幣の変化はいかなる実質効果ももたない」<sup>29)</sup>。

#### (ii)金融資産蓄積と分析枠組みの限界

GSによれば、直接証券の経済成長に対する伸び率は、産出量の成長に加えて、①資本・産出比率、②収益率（実質賃料）、③利率によって規定される<sup>30)</sup>。成長過程において、事業会社による直接証券の発行が家計による金融資産の取得と一致する場合、金融資産は、経済成長と同一歩調で増加する<sup>31)</sup>。GSによれば、実物経済の成長率の上昇が、支出主体の赤字と貯蓄主体の黒字を拡大し、その結果、金融資産の増大をもたらすことになる。「産出量の伸び率が高いほど、所得の支出主体と受取主体の分離が拡大し、金融成長を高める」<sup>32)</sup>。

確かに、直接証券の発行残高が産出量の定常成長率と調和しない場合、直接証券残高は国民所得に対して急速に増大するものの、「証券の伸び率はしだいに産出量の安定成長率にまで落ちる。その結果、両者は近似的に同じになる」<sup>33)</sup>。しかし、GSは、「実際には、金融的發展は、実物的發展から理解しがたいほど乖離する」<sup>34)</sup>と指摘する。そして、金融資産の増大が産出量から乖離する可能性として、①金融資産の多様化、②間接証券を挙げる。

第1に、直接証券の差別化や多様化は、支出

主体の資産・負債のリスク・ヘッジ手段として生じる<sup>35)</sup>。すべての証券が完全に同質ならば、支出主体は、証券取得や負債償還の選択において無差別であり同じ選択を行うが、すべての証券が完全に代替的でない場合、黒字主体のなかには、貨幣保有を増やすためにあえて負債を増加する主体が現われる。他方、赤字主体のなかにも負債を減らし資産を増やす主体がでてくる。資産と負債の混合保有が行われるようになる場合、消費者部門と企業部門において互いの発行した負債を相互に保有するようになる。こうして資産と負債の混合保有は、金融資産残高を所得に対して増大させ金融成長を加速化する<sup>36)</sup>。

第2に、直接証券に間接証券が加わる場合、金融資産は産出量から乖離して増加する。GSは、直接証券と間接証券をあわせた金融資産の成長を以下のように描いている。「価格一定のもとでの経済成長の間、貨幣の名目需要が生み出される。もし通貨システムが直接証券を購入し需要される名目貨幣を供給するならば、利子率は一定となる。したがって、そのとき、価格一定のもとでの成長は、直接証券と間接証券の両方を生み出す。つまり、経済におけるすべての金融資産の成長は直接証券の成長を上回ることになる<sup>37)</sup>。実際、すべての直接証券が金融機関に売却されるならば金融資産は倍増することになる<sup>38)</sup>。

以上みたように、経済成長につれて、金融資産の多様化によって混合保有が増大し、直接証券に加え間接証券が増大する。そのため、グロスの金融資産は産出量の伸び率を超えて成長する可能性がある<sup>39)</sup>。しかし、GSは、金融資産の成長が実物経済の成長から乖離する可能性を認めるものの、「実物経済と金融経済は一つの

世界である<sup>40)</sup>と主張する。すなわち、支出主体の黒字と赤字の規模に規定されると捉えるのである。

GSにおいて、全金融取引は、黒字主体の貯蓄を直接証券を発行して赤字主体に直接に貸し出すチャンネルと、金融機関が直接証券を間接証券を発行して買い取り貯蓄を迂回的に貸し出すチャンネルから構成されている。したがって、金融機関が間接証券を発行し証券発行額が増えるとしても、黒字主体の貯蓄が貸出原資である限り、貸出総額（金融資産額）は貯蓄を生み出す所得形成、したがって実物経済の動きに規定されざるをえないことになる。

個人金融資産だけでも1000兆円を超えるわが国の例を挙げるまでもでなく、米国をはじめとした主要国の公的及び民間のグロスの金融資産額は、各国の産出額から著しく乖離して増大している。金融資産額の成長についてのGSの結論と現実との齟齬は、貯蓄を源泉とする貸出チャンネルとして金融構造を捉えたからにはほかならない。

## II. 金融構造の基礎は何か

### (1) ガーリー = ショーの金融構造論

GSにおいて、金融構造は、黒字主体の貯蓄から赤字主体へ貸借を媒介する証券（金融資産）の形態に応じて分類された。すなわち、金融市場は、直接証券の市場と間接証券の市場とに分類される<sup>41)</sup>。GSの金融構造論の特徴は、次のように整理できよう。

第1に、黒字主体から赤字主体への直接的な貸借をおこなう直接証券（金融資産）の売買の場としての証券市場が設定される。まず、直接

証券の売買の担い手として非金融支出主体が定義される。すなわち、非金融支出主体は、その主な機能が、産出物を生産し購入することであり、他の証券を発行してある種の証券を買うことではない主体と定義される<sup>42)</sup>。こうした非金融主体のうち、赤字主体が究極的な借り手として直接証券を究極的な貸し手としての黒字主体に売却することによって証券市場が形成されることになる。

第2に、直接証券を購入する見返りに発行される間接証券を発行する主体として金融機関が定義される<sup>43)</sup>。金融機関は、直接証券を購入するために、要求払い預金、貯蓄性預金など自己宛債券を発行する。さらに、間接証券を発行する金融機関は、決済手段としての金融資産を供給する貨幣的金融機関と非決済手段の間接証券を発行する非貨幣的金融機関、すなわち、定期預金、貯蓄預金などを発行する金融機関に細分化される<sup>44)</sup>。

GSは、直接証券の取引には各種の摩擦ないし障害があると主張する<sup>45)</sup>。直接証券取引の拡大を阻害する各種障害を克服し貸借関係を拡大するため金融技術が必要になる。こうした金融技術との関連で、銀行や証券取引所など金融機関が位置付けられる。別言すれば、金融機関は、貸借関係の拡大を促進する要因であっても貸借関係自体を形成する主体とは認識されない。

「原始的な社会において、貸付可能資本は究極的な貸し手から究極的な借り手の間の非常に不完全な市場で、一対一の基本的な交渉で取引される。より成熟した社会において、相互に分断化された市場における個人的な貸付は、全証券発行の小さな割合を占めるにすぎなくなる。金融技術の発展は、一対一の貸し出しに対する

代替手段を生み出し、そうした代替手段は、借り手と貸し手、あるいは両方にとって貸付可能資本の取引から得られる利益を増加する」<sup>46)</sup>。

金融技術には、①規模の経済性、②分配技術、そして③仲介技術、そして④証券の差別化・多様化という4タイプがある。

第1に、金融機関は、規模の経済性を高めることによって直接証券取引を拡大する。「金融仲介機関の発展はまた、直接証券の構成に重大な影響を与える。・・・仲介機関は、消費者モーゲージ信用と住宅モーゲージ信用、コマースパーパー、そして他の形態の直接証券における規模の経済性を見出し発展させる」<sup>47)</sup>。

第2に、分配技術は、借り手に貸し手の情報を、貸し手に借り手の情報を流し、地域的壁を取り払う役割を果たす。金融機関は、「小規模借り手の異質な直接証券の発行を同質的な標準化された証券形態に付け加え、借り手の地域的市場からはるかに離れた市場でも売買できるものに転換する」<sup>48)</sup>。分配技術は、直接証券の市場の範囲を拡大し効率を高める。

第3に、金融機関は、様々な仲介技術によって、経済主体の証券保有の構造を決定する。金融機関の仲介技術は、金融機関に直接証券の値付けをおこなわせ、「究極的な貸し手のポートフォリオにおいて、直接証券に代わって間接証券を代替させる」<sup>49)</sup>。証券取引所のような組織は、貸し出しの契約と決済を迅速化し、証券市場を競争的な商品市場と類似したものにする<sup>50)</sup>。

第4に、金融機関は、様々な満期をもつ負債と異なった所有権をもつ株式などの金融資産の差別化と多様化を促進する<sup>51)</sup>。金融資産の差別化や多様化は、資産の実質価値の減価を防御する手段のひとつとなり、リスクの貯蓄と投資に

対する抑制効果を緩和するという役割を果たす。

以上みてきたようにGSの金融構造論は、第1に、財あるいは金融資産との交換で貨幣を供給する通貨システム、第2に、発行された通貨を基礎として黒字主体から赤字主体へ直接に貸し出す直接金融チャンネル、そして第3に、金融機関が各種金融技術を供与することによって黒字主体の貯蓄を赤字主体に迂回的に貸し出す間接金融チャンネルという三層構造になっている。特に、銀行は、分配技術や仲介技術だけでなく、貨幣供給や決済システムの管理という特有の技術を提供し間接金融の機能を高め、直接金融の拡大に貢献する金融機関として位置づけられる<sup>52)</sup>。すなわち、証券市場と銀行システムの関係についていえば、証券市場が論理的に先行して、その後、銀行システムが位置づけられるという構造になっている。

## (2) 金融構造の転倒性

GSにおける証券市場と銀行システムの関係は、証券市場が先行する構造になっていた。確かに、2者間の直接貸借に際して債務証券が発行されたり、手形や国債のような有価証券の引き渡しと見返りに貸出が行われる。しかし、単純な2者間の貸借関係を基礎として発行される債務証券を現代の証券市場で取引される証券と同一視できるだろうか。そこには論理の飛躍がある。以下でみるように、近代的証券市場は銀行システムを必要条件として成立可能となる。

### ①直接証券と証券取引

GSは、貸し手と借り手からなる本源的な貸借関係が生み出す直接証券を出発点として証券市場を捉える。しかし、債務証券の譲渡はいつ

の時代にもあったかもしれないが、貸し手と借り手からなる単純な貸借取引を示す債務証券が広範に売買されるとは考えにくい。またそうした債務証券が、現代の証券取引と同じ経済関係を表しているともみることができない。

証券取引においては、債務証券が売買されると同時に、貸借関係の当事者間の法的権利・義務も移転する。黒字主体から赤字主体への単純な貸借を媒介する債務証券（直接証券）と、証券市場で売買される証券は同一の経済関係ではない。すなわち、国債、社債、株式などの証券は、2者間の単純な貸借関係の基礎としながらも、債権債務関係を原当事者間の関係から別の当事者間の債権債務関係に転換できるより複雑な経済関係を含むものに転化している。

原貸借関係を別の債権債務関係に転換する方法には3つのタイプがある。第1に、為替取引にみられるように、単純な債務証券に代わって持参人払の為替手形を振り出すことによって、遠隔地間の原債権債務関係を近接地の別の債権債務関係に転換するタイプである。しかし、こうした転換は、第2の方法や第3の方法と結びつくことで利用が拡大するが、それ自体としては当事者の信用力の面から利用が限定される。第2は、債権譲渡による転換である。銀行貸出の他行への売却や、銀行間市場での準備預金の売買は、本源的貸借関係を離れて中央銀行や商業銀行の要求払い預金を売買する取引である。この転換方法も、信用力を互いに認知しあう当事者に限定されるため広範な利用は望めない。第3は、貸借の権利証明書である有価証券の売買である。こうした有価証券の売買は、一定の条件が整えば、利用範囲を拡大できるという利点がある。

証券は、一定の財産上の権利・義務の存在を

表す文書である。証券は財産権の行使に不可欠であっても譲渡できるとは限らない。証券が譲渡可能であり有価証券となっても、売買範囲が限定されている場合とそうでない場合がある。単純な債務証券が、有価証券となり、さらに広範な市場参加者によって売買されるような市場性証券に転換するためには特定の条件が必要となる。すなわち、不特定多数の人々が取引に参加するためには、取引対象の有価証券が取引所などに上場され、取引規則が設定されるとともに資金決済及び現物決済の両面の安定性が確保されることが条件となる。

有価証券の取引は、使用価値を受けとる見返りに貨幣を引き渡す実物財取引と異なり、資金及び現物の両面の決済で係争が多発する可能性がある。そのため、取引所に上場されない場合、係争処理は裁判所で処理されコスト高となるだけでなく、取引自体が長期に停止に追い込まれる可能性が高い。係争処理コストを削減し取引の安定性と継続性を確保することが、取引所形成を促す重要な要因となった<sup>53)</sup>。

加えて、証券取引の安定のためには、係争処理だけでなく決済の不履行を抑制し取引中断を回避する必要がある。そのため取引所設立だけでなく、メンバーシップ制限、委託証拠金制度や限月決済などの取引所諸規則<sup>54)</sup>、さらにメンバー間決済に対して取引所が最終責務を負うクリアリングハウスの導入が求められた。こうした制度的条件の整備、それにとまなう新たな経済関係の形成によって、債権債務関係を表象する証券が不特定多数の人々の売買対象となりえるのである<sup>55)</sup>。

## ②証券取引の資金源と決済プロセス

現代資本主義において、銀行システムが創造

し貸し付ける要求払い預金が主要な決済手段を構成する。証券の売買に用いられる資金の形態も、主に銀行の要求払い預金であり、その額は、銀行が担う決済システムと密接な関連にある。証券取引の資金源を、黒字主体の貯蓄とするだけでは十分といえず、決済システムとの関連を考慮する必要がある。

すべての経済主体は、収入と支出の流れの中で経済取引を行っている。したがって、期間末に予算が均衡していても、黒字主体となるか赤字主体となるかは、収入と支出をどのような時間間隔で考えるかに依存する<sup>56)</sup>。すなわち、期間中に資金不足に陥る主体もあれば、資金を余剰に抱える主体も存在する。

経済主体は、将来必要とされる支払い額を収入から積み立て決済日に支出する。こうした収入と支出の期間（決済期間）は経済主体ごとに様々である。収入から蓄えられた資金は、決済日まで自由に収益資産に投資することが可能となる一方、決済日が間近に迫れば投資先から資金を引き揚げなければならない。決済期間の間、資金は、一時的に拘束されたり自由に投資されたりする。

決済期間を考慮するとき、証券投資の資金源を貯蓄とすることは、決済期間が一年以上であると暗黙に仮定しているか、決済期間の問題を無視していることを意味する。決済期間を考慮した場合、証券取引に用いられる資金は、銀行システムが担う決済プロセスから一時的に遊離した資金と捉えられる。そして、証券取引の資金源が決済プロセスから一時的に遊離したものであるとすれば、証券取引に向けた資金の供給と回収を迅速に行うためにも、資金が要求払い預金の形態で存在することが不可欠となる。証券取引、少なくとも近代的な証券取引は、銀行

システムの存在を前提条件としている<sup>57)</sup>。

### ③証券決済と銀行

証券取引の拡大は、次の2つの点からも銀行システムを前提条件としている。

第1に、証券取引が仲間組織決済であろうと、クリアリングハウス方式であろうと、歴史的には預金銀行を介して決済が行われていた<sup>58)</sup>。証券決済がクリアリングハウスで処理されるようになると、証券決済は、手形交換所などの銀行間決済組織が結びつき、資金決済の安定性と迅速性が高まった<sup>59)</sup>。

第2に、預金銀行は、仲間組織決済であれクリアリングハウス方式であれ、早くから証券会社に融資を行っていた<sup>60)</sup>。クリアリングハウスでの一括決済は、証券決済と銀行間決済を結合したので、銀行は、証券会社向け融資を拡大することが可能になった。証券会社のブローカーリングやディーリングにともなう証券在庫形成は市場流動性に影響し、また証券在庫の形成能力は証券会社の資金調達力に依存している。銀行の証券会社向け融資が増加した結果、証券取引の市場流動性が高まり流通市場が確立することになった。

GSは、借り手が証券を発行し、それを貸し手が購入するという直接証券市場から出発し、間接証券の発行との関連で銀行などの金融機関を位置付ける。しかし、こうしたGSの金融構造論は、第1に、2者間の単純な貸借関係を基礎とする債務証券と、銀行や証券会社などのより複雑な貸借関係との結合を前提する市場性証券を混同している。その結果、第2に、銀行システムと証券市場の関係は転倒して捉えられることになった。しかし、以上検討してきたよう

に、GSの金融構造論とは逆に、銀行システムを論理的な出発点として、証券市場、そして金融構造を位置付ける必要がある<sup>61)</sup>。

## Ⅲ. 資本理論と金融構造

### (1) 私的所有と貸借関係

私的所有下において生産活動を行うには、人的・物的資源を特定の主体や組織に集中・集積する必要がある。資源や労働を集中・集積する方法には、(1)自己蓄積と、(2)他人の資源の共同利用の2つがある。前者に対して後者は、より短時間で資源の集中・集積を可能にする。後者には、政府や企業形態、そして貸借関係を用いた方法がある。

政府による資源の共同利用は、政府が個人の所有物の利用権を占有する場合と国家財政を用いるやり方がある。しかし、私的所有物の強制的占有は適用面で万能ではなく、財政による共同性の実現も税収面で限界がある。また、私的所有者が農地や農機具などを協同事業体などの第三者組織に集中・集積する場合や、合資会社や株式会社などにみられるように会社の出資形態を変更して貨幣資本を集中・集積する場合も、共同利用の拡大に向けて出資者数を増やすには限界がある。政府も企業形態も共同利用拡大の限界に直面したとき資金調達によって打開を図ろうとして貸借関係に頼ることになる。

貸借関係の形成は、私的所有で分断された社会において、他人の所有物を一定期間占有する契約を結ぶことによって資源の共同利用を実現する方法である<sup>62)</sup>。貸借による資源の共同利用は、他の方法に比べて所有権を完全に手放す必要がない点に共同利用の範囲を拡大する際のメ

リットがある。

貸借には、耐久のかつ非代替的な財の貸与である貸借と消耗のかつ代替的な財の貸与である消費貸借がある<sup>63)</sup>。貸借の場合には、必要な資源の持ち手をすぐに見つけられないし、必要な資源の持ち主が貸借に応じてくれるとはかぎらない。これに反して、消費貸借、特に金銭消費貸借であれば、貨幣を用いて必要な資源を購入し特定の指揮下に集中・集積して利用することができる。そのため、金銭消費貸借は、私的所有で分断された各種資源を特定の資本の下に集中・集積して共同利用を行う最も効果的な仕組みである。金銭消費貸借による貸借関係の形成は、生産活動に必要な資源を短時間で集中・集積することを可能にし、社会が必要とする物財の生産に要する時間を節約する（以下、貸借という場合、金銭消費貸借を意味する）<sup>64)</sup>。

## (2) 貸借関係と利子生み資本

GSにおいて、企業など経済主体が均衡予算下にあるとき、金融資産は増加しないばかりか金融（貸借）取引も成立しない<sup>65)</sup>。したがって、銀行をはじめとした金融機関も存在余地がない。「企業の純投資と貯蓄が等しいとき、消費者部門と企業部門は成長過程において均衡予算にある。その場合、消費者は、金融資産をまったく蓄積しない一方、企業もいかなる負債も負わない。さらにいかなる利子支払いもない」<sup>66)</sup>。こうしたGSの見解は次の問題点をもっている。

第1に、黒字主体の存在と貸借関係の形成は同じではない。黒字主体の存在は必ずしも貸借関係形成を意味しない。経済主体が余剰資金をもっていたとしても貸し出すとは限らず、貸し

出されるかどうかは別の問題である。他方、赤字主体についても、借入できる条件があつてはじめて収入を超えて支出することができる。貸出や借入という事態を黒字主体と赤字主体の存在から導くのは論理の飛躍がある。

第2に、貸借関係の形成には、利子を得る目的で貸借を行う行動主体の存在が不可欠である。この点からみるならば、GSが黒字主体や赤字主体を定義するために用いた支出主体概念からは貸借関係形成の動機を導くことはできない<sup>67)</sup>。したがって、利子を得ることを目的として貸借関係を形成する行動主体である利子生み資本の存在が、貸借関係形成のためには不可欠な条件をなしている。金融資産の増大は、支出主体の黒字幅と赤字幅が拡大する結果ではなく、逆に、黒字幅と赤字幅の拡大こそが、利子生み資本による貸借関係拡大の結果にほかならない。

資本概念の導入の必要性は、証券取引についてもいえる。GSは、「企業は、・・・資本財を拡大することを望み、貨幣保有と直接証券の負債を蓄積して多様化されたポートフォリオを達成しようとする。消費者は、直接証券と貨幣からなるポートフォリオを多様化しようとする」<sup>68)</sup>と主張する。しかし、ここにも論理の飛躍がある。今日の証券市場において証券取引を行っている主体は、貸付利子を収益源とする利子生み資本ではなく、証券の売買価格差を収益源とする証券取引資本である。貸し手と借り手の貸借関係（直接証券）を今日の証券取引と同一視するGSは、産業資本や利子生み資本、証券取引資本という異質の資本の運動を混同していることになる<sup>69)</sup>。

### (3) 金融構造の基礎としての預金銀行システム

今日、主要諸国における銀行システムは預金銀行からなっている。GSも、銀行が供給する要求払い預金が決済手段として大きな役割を果たしていることを認知している<sup>70)</sup>。GSはまた、銀行が銀行間決済や直接証券の資本損失に備えて準備預金をもつとも捉えている<sup>71)</sup>。こうした認識を踏まえGSは、従来の銀行論があまりに貨幣の乗数的拡張に焦点を当てた部分均衡論であった点を批判し、非機械的および行動主義的な立場から銀行貸出の拡張を再定式化する必要を強調する<sup>72)</sup>。それにもかかわらず、GSにおいては、銀行システムが要求払い預金を決済手段として供給することの意義や信用創造メカニズムも説明されないままにとどまっている。

確かに、従来の信用創造論は、必要準備率に基づく機械的分析であった。しかし、銀行貸出の機械的な乗数的拡張の分析と部分均衡論は直接的に関係しない<sup>73)</sup>。それどころか、GSにおいて一般均衡論的分析に固執するあまり、銀行が担う決済システムと準備預金の関連の分析が欠落してしまい、準備預金は銀行の資産選択行動との関連だけから分析されることになってしまった<sup>74)</sup>。何故、現代の利子生み資本の主要形態は預金銀行なのか。このことを説明するためには、利子生み資本の貸出原資を分析する必要がある。

現代の利子生み資本の貸出原資は、黒字主体の貯蓄や蓄積貨幣であろうか。確かに、貯蓄や蓄積貨幣を原資とする利子生み資本運動は、今日でもなお貯蓄銀行にみられるように存在している。しかし、貯蓄や蓄積貨幣を貸出原資とする貸出は、借り入れ需要の変動に対する弾力性

に欠け、景気変動にともなって変化する借り入れ需要の増減に対応できない。それは経済成長の妨げとなる。

貯蓄や蓄積貨幣が貸出原資として十分でないとするれば、利子生み資本の貸出原資として考えられるのは、利子生み資本自らが貸出に用いる貨幣ないし貨幣機能代替手段を創造しそれを貸出原資とすることである。利子生み資本の現代の主要形態である銀行は、現金に代わって交換手段や支払い手段という決済機能を代替できる銀行券や要求払い預金など自己宛債務を発行することができる。この自己宛債務は、決済機能をもつため貸出原資に用いることができる。

自己宛債務に決済機能を代替させるには、債務の返済可能性、すなわち信認が確保されなければならない。しかし、債権債務関係を用いた決済（信用決済）の仕組みを安定させるのは容易ではない。信用決済を確立するには、複数の預金銀行からなる近代的決済システムが必要であった。単独でも存立可能であるが破綻の可能性も高い発券銀行と異なり、預金銀行は、要求払い預金が決済機能を果たすため銀行間決済（クリアリング及びセトルメント）を行う共同組織（手形交換所と内国為替制度）を必要とする。したがって、共同組織の維持が預金銀行の機能にとって不可欠な条件となる。この共同組織を基礎にして各種銀行間組織が内外で形成され、銀行間決済組織のセトルメントを行う中央銀行を頂点とする近代的決済システムが成立する<sup>75)</sup>。

以上のような決済システムを介する預金銀行と中央銀行との関係は、GSにおいて分析されていない。むしろ、銀行準備は銀行ポートフォリオの分散化手段として、また、中央銀行の公開市場操作や必要準備率規制は政策手段として

だけ捉えられている<sup>76)</sup>。こうした問題意識の欠如は、GSが通貨システムを預金銀行なしに成立すると認識していることとも関連している。しかし、両者の関連は、GSの認識とは逆の関係にある。すなわち、預金銀行による決済システムを基礎としてだけ中央銀行の通貨供給は安定性を維持することができる。預金銀行を基礎とせず中央銀行だけが通貨供給する場合、中央銀行券の発行量は著しく増大し交換価値の安定を確保できない。逆に、交換価値の安定を確保しようとして発行量を抑制する場合、経済成長を阻害することになる。預金銀行システムが主要な決済を担い、中央銀行券が小口取引の決済を担うために、中央銀行券は交換価値を安定させ現金として存在できるのである。

もちろん預金銀行も万全ではなく、銀行貸出にはいくつかの限界がある。貸出が長期化し巨額化するほど、個々の銀行に流動性圧力と信用リスク負担が増大する。こうした圧力や負担に対して、銀行は支店網の拡大、顧客の系列化、融資シンジケート形成、そして銀行間決済の効率化や銀行間市場借入れ増大などによって対応する。しかし、さらなる資源の集中・集積のために長期かつ巨額な借入れ需要が増大するにつれて、銀行貸出だけでは対応が難しくなる。

銀行貸出による貸借関係拡大の限界は、債権債務関係を転売可能にする証券取引が発展することによって打開される。証券売買によって貸し手の債権を買い手が肩代わりすることによって、銀行貸出ではリスクが高い長期かつ巨額な貸借を、証券市場を介することで実現できるようになる。すなわち、貸出額を分割し、多数の証券に転換することによって、多様な性格（決済期間）の資金が証券取引に参加できるようになるとともに、証券譲渡によって貸出債権の肩

代わりが可能となる。それによって、個別に負担するには貸出の額及び期間の両面でリスクが高すぎる貸出額の固定化を回避することができる。

現代資本主義において預金銀行が創造する要求払い預金が主要な決済手段の役割を果たしているとすれば、証券市場は、創造された要求払い預金残高を証券売買を介して融通しあう仕組みとして位置付けられる。こうした認識は、第1に、シャドー・バンキングなど非銀行金融機関を体系的に分類することを可能にする。すなわち、預金銀行によって創造された要求払い預金を集め貸し出すことによって得る利鞘を主な収益源とする貯蓄銀行やファイナンス・カンパニーなど利子生み資本と、証券取引を行ったり仲介することによって得るキャピタルゲインや手数料を主な収益源とする資産運用会社や証券会社など証券取引資本という異なった性格をもつ非銀行金融機関が分類可能となる。第2に、預金銀行を基礎とした金融構造を前提とする場合、グロスの金融資産が長期的にも産出額から乖離することが説明可能になる。要求払い預金は貯蓄額から離れて創造され、証券発行額の増大も要求払い預金の回転率上昇によって支えられることができる。証券取引が活発化するほど要求払い預金の回転率は上昇し、金融資産増額は産出量から乖離して増大する可能性が生まれる。

## むすび

GSが主張するように、現代資本主義において産出量を増加させるには、金融資産と負債の増大が不可欠である。しかし、金融資産の形成を、利子生み資本及び証券取引資本という資本

運動を導入することなしに説明することはできない。金融取引を説明する際における資本概念の欠如が、ガーリー = ショーの金融構造認識を転倒させ、金融資産の蓄積について現実と齟齬を生みだすことになった。現代資本主義においては、主要な決済手段である要求払い預金を創造し貸し付ける預金銀行を基礎に中央銀行が準備預金と現金を供給する通貨システムが存在する。この通貨システムの下で証券市場は、創造された要求払い預金残高を証券売買を介して融通しあう仕組みとして位置付けられる。預金銀行システムを基礎に証券市場の現代的展開を分析することが求められる。

ヘッジファンドやストラクチャード・ファイナンスに支えられた現代の証券市場は、巨額かつ長期の資金調達を可能にすることによってグローバルな規模で資源の集中・集積を実現した。他面、各種証券などの金融資産残高は、要求払い預金残高に対して著しく巨額化している。そのため、何らかのショックによって要求払い預金の調達が困難化すれば証券取引を支える決済手段が枯渇する可能性を高める。金融資産の価格は、実物財の再生産コストのような客観的な評価基準がなく主観的にしか評価できない。そのため、金融資産価格についての誤った評価や偏った評価は、資源の浪費や金融危機などの深刻な障害を引き起こす可能性がある。それにもかかわらず、金融資産に対する価値評価を人類史的観点から合理的に管理する方策を見いだせば、各種証券取引の拡大は、物的および人的な資源を未来に向けて有効に共同利用できる可能性を広げることになる。

注

1) Timothy F. Geithner, "Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System", *Remarks at The Econom-*

*ic Club of New York, New York City, June 9, 2008.*

- 2) ミシュキン は、金融構造を債券市場などの金融市場と、銀行などの金融機関の2つのチャンネルに分けて説明している (Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 7th edition*, The Addison-Wesley, 2004)。
- 3) Paul Davidson, *Financial Markets, Money and the Real World*, Edward Elgar, 2002, p.104.
- 4) John G. Gurley and Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance with a Mathematical Appendix by Alain C. Enthoven*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1960.
- 5) 新古典派成長論において、貨幣・金融はトービンによってピクセル的な枠組みの下で導入された。他方、バティンキンは、貨幣の実質残高効果を導入してネオ・ワルラシアン一般均衡論の枠組みで新古典派貨幣理論を展開した。しかし、バティンキンは、民間金融資産やそれらを保有する中央銀行をもつ経済を分析しなかった。新古典派貨幣理論を含む第2次大戦後の貨幣理論の展開については、Colin Rogers, *Money, Interest and Capital: A study in the foundations of monetary theory*, Cambridge University Press, 1989, Chapter 4を参照。
- 6) Gurley and Shaw, *op.cit.*, p.3.
- 7) *Ibid.*, p.73.
- 8) すなわち、債券、株式、モーゲージ、消費者信用などが直接証券である (*ibid.*, p.4)。
- 9) *Ibid.*, p.93. 間接証券は、要求払い預金、貯蓄性預金などの形態をとる自己完備証券である。
- 10) *Ibid.*, pp.133-4.
- 11) 「ネット・マネー・ドクトリンにおいては、民間国内証券市場が存在し、この市場における利子率はすべて需要関数に含まれることになる。……国内民間債券需要自体は、全体の運動の説明から排除される」 (*ibid.*, p.139)。
- 12) *Ibid.*, p.137.
- 13) 「ネット・マネー・ドクトリンは、内部貨幣 (そして負債) を一掃することによって、……実質変数の影響を看過することになる」 (*ibid.*, p.144)。
- 14) 全体としての実質貨幣需要は、消費者と企業が保有する債券と負債の量から独立していない (*ibid.*, p.149)。
- 15) *Ibid.*, p.127.
- 16) 「ネット・マネー・ドクトリンが看過しているのは、……民間債権者は、自らの債券と貨幣とのポートフォリオの配分には無関心ではないということである」 (*ibid.*, p.144)。
- 17) *Ibid.*, p.134.
- 18) *Ibid.*, p.150.
- 19) *Ibid.*, p.132.
- 20) 銀行の導入にともない通貨当局 (政策局と銀行局) に代わり中央銀行も導入されることになる。中央銀行の導入にともない準備預金が創造され (*ibid.*, p.257)、政策遂行が間接的かつ迂回的になる (*ibid.*, p.263) という違いを生むが、GSにおいて、通貨当局と中央銀行は本質的差異はない。
- 21) *Ibid.*, p.12.

- 22) *Ibid.*, p.14.
- 23) *Ibid.*, p.13.
- 24) *Ibid.*, p.76.
- 25) *Ibid.*, p.83.
- 26) *Ibid.*, p.84.
- 27) *Ibid.*, p.90.
- 28) 名目貨幣が企業債券購入によって増加した場合、銀行局保有の債券の実質量は増加する一方、民間保有の企業債券の実質量は貨幣に比べて減少する。その結果、均衡利子率は低下し他の実質変数が調整されることになる。すなわち、内部貨幣と外部貨幣の結合は通貨当局に実質所得と実質純資産の水準に影響を与えることを可能にする (*ibid.*, pp.90-1)。
- 29) *Ibid.* p.144. 商業銀行が導入された場合も貨幣は非中立性を示す。中央銀行による準備調整は商業銀行の準備を含む資産選択に影響し、直接証券の持ち分に影響するからである (*ibid.*, p.272)。
- 30) 「第1に、成長過程における資本・産出比率の上昇は、所得に対する証券残高を増大させるだろう。なぜなら、資本・産出比率の上昇は、純投資を増加させ外部金融を不可欠とするからである。第2に、実質賃料の増加は企業の純貯蓄を増加させ、内部金融を増大させ、負債・所得比率を低下させるだろう。第3に、利子率の上昇は負債・所得比率を上昇させることになろう。なぜなら、利子支払いを増加させ企業の純貯蓄を削減し、内部金融に対する外部金融の割合を増加させるからである。」 (*ibid.*, p.107)。
- 31) 「産出量のより高い成長率は、証券発行額・所得比率を増加させるだろう。なぜなら、高い成長は、企業の純投資支出を企業の純貯蓄に対して増加し、国民所得の割合としての企業の赤字額を拡大することになるからである。そして産出量の成長率の低下は、証券発行・所得比率を低下させることになる」 (*ibid.*, p.101)。
- 32) *Ibid.*.
- 33) *Ibid.*, p.108.
- 34) *Ibid.*, pp.122-3.
- 35) *Ibid.*, p.113.
- 36) *Ibid.*, p.112.
- 37) *Ibid.*, p.110.
- 38) 「もし、すべての直接証券が非金融支出主体に売られ間接証券の増大がなければ、2つの証券の成長の絶対額は、第1の成長の場合と同じである。もし、すべての直接証券が金融機関に売られたならば、間接証券の増大が直接証券の増大と等しくなるので、第1の場合の2倍の大きさになる」 (*ibid.*, p.95)。
- 39) *Ibid.*, p.113.
- 40) *Ibid.*, p.123.
- 41) *Ibid.*, p.4.
- 42) *Ibid.*, p.93.
- 43) *Ibid.*, p.4. 「金融仲介機関は、借り手の直接証券を取得してその他証券を借り手に提供し究極の借り手と究極的貸し手の間を仲介する」 (*ibid.*, p.94)。
- 44) *Ibid.*, pp.4. 93-4. GSは、有期性預金、貯蓄組合や信用組合の預金、郵便預金を代替貨幣 (money substitute) と呼んでいる (*ibid.*, p.134)。
- 45) *Ibid.*, p.117.
- 46) *Ibid.*, p.123.
- 47) *Ibid.*, p.125.
- 48) *Ibid.*
- 49) *Ibid.*, p.123.
- 50) 仲介技術は、金融機関に直接証券の値付けを行わせ、究極的な貸し手のポートフォリオにおいて直接証券に代わって間接証券を代替させる (*ibid.*, p.123)。
- 51) *Ibid.*, pp.127-8.
- 52) 「銀行利潤は、仲介機能を担い決済システムを管理する銀行に対する社会の報酬である」 (*ibid.*, p.255)。
- 53) James T. Moser, *Contracting Innovations and the Evolution of Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges*, Federal Reserve Bank of Chicago, WP-86-26, 1998, p.10). 初期の取引所は紛争の仲介のみ関与した。
- 54) 取引所のメンバー制はメンバーの財務を標準化し決済リスクを抑制することを意図し、証拠金制度や限月決済は契約不履行が財務の健全な業者までも破綻に巻き込むことを防ぐために導入された (*ibid.*, p.27)。
- 55) 本来、企業の社員証券である株券は、証券取引と結合することによって初めて、証券取引の対象となる。
- 56) 証券投資と時間の関連については、Gerald P. O'Driscoll, Jr., and M.J. Rizzo, *The Economics of Time and Ignorance*, Basil Blackwell, 1985, pp. 57-8を参照。
- 57) この観点からみれば証券市場は、銀行システムが創造した要求払い預金残高を融通する仕組みであることがわかる。詳しくは、野下保利「貨幣的経済分析の現代的展開—非ケインズ型管理通貨制度を求めて」日本経済評論社、2001年第2部参照。
- 58) クリアリングハウス決済が未だ成立していなかった場合でも、銀行が取引所決済に関与していた (Moser, *op.cit.*, pp.13-4)。
- 59) *Ibid.*, pp.29-30.
- 60) Charles R. Geisst, *Wall Street: A History*, Oxford University Press, 1997, p.72.
- 61) 詳しくは、野下保利「証券市場とは何か—資本市場理論と証券市場構造」『証券経済研究』第40号、2002年12月、61-80頁参照。
- 62) ロックは、貸借にともなう利子取得を資源共有という観点から合理化した (高木暢哉「利子学説史」日本評論社、1945年、157-8頁)。
- 63) 貸借借と消費貸借の違いは、高木 (同上書、31-3頁) を参考にした。
- 64) 貸借関係の伸張が協業と社会的分業を促進する点については、野下保利「『グローバリゼーション』についての方法的考察」国土館大学『政経論叢』通号149号、2009年9月、78頁参照。
- 65) Gurley and Shaw, *op.cit.*, p.101.
- 66) *Ibid.*, p.101. 「国民所得に対する直接証券の発行の比率は、部門間の所得の配分に対する部門間の支出の配分に依存する。こうした配分が同じとき、所得を支出し所得を受け取ることに於いて、特定の専門的な部門が存在しないことになる。つまり、両部門とも、均衡予算を維持している。そして、そこにはいかなる金融成長もな

- い」(*ibid.*, p.98)。
- 67) すでに述べたようにGSは、主な機能が産出物を生産し購入することであり、他の証券を発行してある種の証券を買うことではない主体を支出主体と定義している(*Ibid.*, p.93)。
- 68) *Ibid.*, p.148.
- 69) 資本概念については、野下保利「金融資本主導下の貨幣的均衡」『季刊 経済理論』第45巻第2号, 2008年7月参照。
- 70) 「現代の通貨システムは、このように単純ではない。貨幣ストックの一部は一主に、鑄貨と紙幣—は、政府が発行する。しかし、他の大部分は、商業銀行の産物である」(Gurley and Shaw, *op.cit.*, p.247)。
- 71) *Ibid.*, p.257.
- 72) *Ibid.*, p.293.
- 73) 部分均衡論は一般均衡論の部分理論でなく、複雑な階層構造をもつ現象を体系的に分析する独自の方法である(Rogers, *op.cit.*, p.232)。
- 74) Gurley and Shaw, *op.cit.*, pp.269-71.
- 75) 詳しくは、守山昭男「銀行組織の理論」同文館出版, 1994年参照。
- 76) Gurley and Shaw, *op.cit.*, p.258.

(国士舘大学政経学部教授)