

# シャドウ・バンキングと証券取引

熊野 剛 雄

## 目 次

1. はじめに
2. 金融システムと銀行信用
3. 証券による資金調達
4. 証券発行における矛盾
5. 20世紀における資本主義の発展と停滞
6. 余剰資金の蓄積
7. 自由な市場の形成と金融取引の短期証券化
8. シャドウ・バンキングの構造と新しい危機

## 1. はじめに

シャドウ・バンキングという言葉は2008年9月のリーマン・ブラザーズの倒産以来世界的に知れ渡っている。しかし2013年現在、言葉の乱用が目立っている。いわゆるリーマン危機と称される世界的景気後退に対処するため中国政府が行った4兆元の景気対策が深刻な過剰投資、過剰生産を生み、一転して強行されたと中央政府の引き締め政策によって、投資の中心的役割を演じてきた地方政府は深刻な資金窮迫状態に陥った。これを打開するためのインフォーマルな資金調達手段が、テレビや新聞でシャドウ・バンキングと称されている。しかし本来シャドウ・バンキングとは、リーマン危機と俗称される金融恐慌を検討する過程において広く知られるところとなったもので、中央銀行と市中金融機関、そしてそれらによって構成

されるペイメントシステムが形作る在来の金融機構の外部に、いつの間にか発達した信用機構である。

しかしながら、シャドウ・バンキングとはいかなるものかということになると、一般の認識は曖昧なものと言わざるを得ない。またリーマン危機によって多くの大銀行、大投資銀行が破綻して政府と中央銀行により救済を受け、厳しい監査を受ける過程で多くの犯罪的な金融取引や、強欲 (greed) と呼ばれた関係者による桁外れの蓄財が暴露されたのであるが、そのために、危機の形成と崩壊を通じて主要なプレイヤーであったファンドや投資銀行などの恥知らずの悪業、abuse (業務の悪用、濫用) が、シャドウ・バンキングの主たる属性であるかのような印象さえ持たれているようである。しかしシャドウ・バンキングとはいかなる機関ないし主体 (legal entity) によって構成されているのか、そこで増殖運動を行う資金はどのようにして形成され、集積されたのか、そこにおける金融取引は在来の金融システムにおけるものに対して、どのような形態的、法的特徴を持っているのかについて、冷静な検討を行うことが研究者に求められることは言うまでもないことである。

ところがそれは実は極めて困難である。過去数世紀にわたって発展し、形成されてきた、中央銀行と商業銀行 (或いは預金取扱金融機関) を中心とする金融機構は、その構造も、資金の規模も、取引の量もよく知られており、統計も整備されている。これに対して、上にあげた既成の金融システムの外部に形成されたシャドウ・バンキング (あるいはセカンド・バンキング、パラレル・バンキングと呼ばれることもある) においては資金の仲介は証券の売買によって行われるのであるが、その場合は店頭取引であり、その市場の構造、資金の規模など不明瞭なものが多い。証券に関する整備された統計は、公的機関と公開会社による、公募された証券については存在するが、非公開の、私募によって発行された証券に関しては、公的機関によ

る、権威づけられた統計は存在しない。業者による推計しか得られないものが多い。また売買の主体は金融機関のみならず、産業資本企業も広く含まれる。したがって市場の総体的規模や市場の資金の運動量を、量的に把握し、叙述することは困難である。第一に産業資本の保有する余剰資金やその保有・運用状況は、通貨・金融の監督当局の把握・規制の範囲外にある。そしてなによりも、シャドウ・バンキングの資金の本源的存在ともいうものの多くが、主としてタックス・ヘイブンに法的所在地を置くファンドや、タックス・ヘイブンの銀行に置かれた資金であることである。英領のケイマン諸島やバハマ（その本拠はシティで、シティ自体がタックス・ヘイブンであり、しかもその保護者はイギリス政府そのものではないかと見られている。）を初めとする多くのタックス・ヘイブンは固い守秘法制によって巨額の資金に厚いヴェールをかぶせている。そしてこの「裏の」資金に加えて年金や保険、さらには銀行が設定するファンドなど「表」の資金を投資するファンドが、これまたタックス・ヘイブンに法的所在を置いている。シャドウ・バンキングの全貌を明らかにすることは不可能と言ってもよいであろう。

したがってここでは、信用供与と貨幣供給の構造と発展について、金属貨幣の時代にまでさかのぼって考えながら、そのおのおのの段階の革新的意義とそこに包蔵される矛盾を検討し、20世紀後半以降における余剰貨幣の銀行システムの外部における集積と、それが全金融システムに及ぼした影響を、銀行券発行以後の近代的銀行制度と対比させながら考えてみることにしたい。シャドウ・バンキングと考えられるものは、数々の犯罪的不祥事を惹き起こしたために厳しい規制を受けなければならないと同時に、それによって消え去るという性格のものではなく、資本主義の発展によって必然的に生まれたものであり、それなりの存在理由を持っているのではないかと筆者は考えている。

## 2. 金融システムと銀行信用

1694年のイングランド銀行設立とそれによる銀行券発行の成功を契機として発達した金融システムあるいは銀行制度は、それまでの金属貨幣のみによる貨幣供給の狭隘な限界を突破し、資本主義経済の発展に大きく貢献したことは言うまでもないことである。そして金融システムの中核をなす中央銀行の、銀行券発行、市中金融機関に対する準備の供給、中央銀行口座による金融機関の間の取引の集中決済といった機能は、中央銀行券が兌換券であることをやめた今日においても、従前と変わることなく維持されている。

この銀行制度における市中銀行（以下単に銀行というときは市中銀行を指すものとする）の産業資本企業及び個人顧客に対する取引は、金銭の消費寄託契約による預金の受け入れと、金銭の消費貸借契約による貸し出しを基本とする。この取引によって銀行は産業資本の資本循環運動、価値増殖運動に対して、必要な追加的貨幣供給を行い、銀行自身は営利企業としては金利差益を受け取る。ところがこの際注意すべきことは、「預金の受け入れ」という表現であって、正確には銀行が受け入れるのは貨幣である。そして貨幣を受け入れることによって銀行の資産が増加するが、その貨幣は銀行のものではなく顧客企業のものであって、それを消費寄託されたに過ぎない。したがって貨幣という資産の増加と同時に同額の負債が増加しているとしなければならないわけで、それを預金という負債科目の増として記帳（貸記）するのである。本当は銀行は預金を受け入れたのではないのである。

さらに問題となるのは銀行が受け入れる貨幣の具体的形態である。それは銀行券と手形や小切手、電子債権取引からの受取などからなるが、銀行券以外のものは要するに中央銀行当座預金口座に他行口座からの残高移転

を指図するものである。銀行券の比重は小さいが、通常すぐ中央銀行当座預金口座に入金される。いずれにしても銀行が「預金を受け入れる」とき、入金される貨幣の具体的形態は中央銀行への準備預金であり、中央銀行当座預金口座への記入に過ぎない。

しばしば、「銀行は受け入れた預金を貸し出すのではないか」という見解に遭遇するが昔日の大判・小判の世界であれば受け入れた小判をそのまま顧客に貸し出すということも現実であり得たであろうが、近代的銀行制度の世界にあってはあり得ない。銀行が中央銀行への当座預金残高をそのままに近い形で顧客に貸し出すことは、そこから銀行券を引き出して、右から左に顧客に渡して貸し出すという形以外には不可能である。また中央銀行が企業や個人と直接預金取引を行い（設立当初のイングランド銀行はそうであったし、戦前の一時期日本銀行も個人取引を行った。）中央銀行口座で銀行以外の取引の決済も行うというシステムであれば、銀行が保有する準備預金残高を顧客の中央銀行預金口座に付け替える指図をするという形でできるかもしれないが、だがそれが馬鹿げていることはだれでもわかることであろう。それではマネーとベースマネーの区別はなく、市中銀行のレゾンデートルはないからである。そもそもイングランド銀行の銀行券発行が成功したことの最大の意義は、それが部分準備であったこと、それによって貨幣供給の飛躍的増大と柔軟性の獲得が可能になったことにあった。

ということは現在の銀行制度の存在意義は、マネーすなわち銀行が受け入れた、または貸し出しによって設定した預金と、ベースマネーすなわち中央銀行への準備預金及び銀行券を画然と区別し、中央銀行当座預金の（あるいはその口座による決済の）世界とは異なる市中銀行当座預金の（による決済の）世界に、信用供与あるいは資産の買い入れによって預金を設定し、貨幣供給の増大と決済の円滑化を図るところにあるということであろう。そしてこのことが現行金融システムの正にポイントであり、それだけ

らこそまた同時にネックであり、ウイーク・ポイントであるということである。何故ならば銀行制度は部分準備であることによって貨幣供給の増大を実現したと同時に、部分準備であることそのものがデフォルト、支払い不能の可能性を示しているからである。それは同時に、支払い不能可能性が現実化したとき、すなわち金融恐慌が発言したときの対策は、中央銀行の対市中銀行信用創造、すなわち準備の供給でしかあり得ないことを示しており、準備の供給を阻害するのであれば金兌換は廃止せざるを得ないことを示すものである。

### 3. 証券による資金調達

前節に述べたことは、近代の銀行制度は金属貨幣の狭隘な限界を打破して貨幣供給の飛躍的増大を可能にしたと同時に限界が存在するということであった。銀行は預金として受け入れた貨幣を基礎として信用供与を行うとはいえ、その貨幣をそのまま貸し出すのではない。受け入れた貨幣は一部分は銀行券であるが、圧倒的大部分は中央銀行口座への入金を目指すものであるから、支払い準備の増加であるがそれをそのまま貸し出すことはできない。銀行はこの準備の増加とは別個に取引企業に対する貸付金を設定し、同時に預金残高を与える。すなわち信用創造である。それは借り方貸付金、貸方預金という、銀行の帳簿上の記入に過ぎない。その限りでは銀行が中央銀行に有する準備預金とは一応無関係に行われる。

しかし貸出によって設定された預金は当然のことながら払い出される。顧客企業が銀行券を払い出すにせよ、あるいは振り出した手形・小切手が他の銀行に入金されるにせよ、または預金口座から他行の口座に振り込まれるにせよ、それは中央銀行への準備預金口座で決済され、準備預金の減となる。したがって実は無関係ではない。

さらにその関係は、銀行が信用供与によって設定する預金と、中央銀行

に保有する準備預金との比率が100%ではなく低率であって、部分準備に過ぎないことから重大な意味を持つてくる。銀行は日々多額の銀行券の受け入れと払い出し、さらにいっそう巨額の他行からの中央銀行準備預金残高の受け入れと、他行への払い出しを行っているから、準備のマイナス残への転化は日常的に起こり得ることである。したがってその場合にはいつでも金融市場からの取り入れ、あるいは中央銀行からの資金供与によって決済を完了し得るといふ、資金の補強体制があることは銀行の日常業務の遂行にとって必須である。言い換えれば、銀行に対する金融システム全体からの信認は銀行の存立のための必須要件である。この信認が失われたとき、デフォルト、支払い不能が発生し、銀行の破綻、金融恐慌へとつながってゆく。銀行の業務の根底には、このリスクが横たわっている。それは部分準備による貨幣供給の増加という、近代的銀行制度の業務にとって、避けることのできない宿命である。

このリスクは、預金の短期性に対して、貸出が長期にわたるとき、すなわち期間のミスマッチが大きい時に特に大であることは、容易に理解されるであろう。銀行制度による貨幣信用の供与、つまり貸出は短期であることを原則とせざるを得ない。ところが資本主義経済の発展に伴う資金需要の長期化、巨額化は、この原則と矛盾することとなる。すなわち19世紀後半に進行した産業構造の重化学工業化、具体的には鉄鋼・鉱山・化学等の素材産業の急速な発展による、長期設備資金需要の巨額化である。

この矛盾に対処するための方策はまず第一に資金を広範囲に集中することであり、そのために採用されたのが企業形態の合本企業化による資本結合である。しかしそれは合本企業の出資者の資金を長期に固定することになり、出資者に様々なリスクを負わせることになる。出資者自身の資金繰りによっては、出資者が支払困難に陥るかもしれない。あるいは一定の投資収益が見込まれる投資機会を見送らざるを得ないという、機会損失を課

されることもあり得る。これを回避するために、出資先の合本企業から資金を引き揚げることもなく、出資者が出資した資金を回収するための方策が、企業形態の株式会社化であり<sup>1)</sup>、株式すなわち株式会社における株主としての地位の、証券化である。株式を売却することにより、資金を第三者から回収するという方策である。

一般的に商取引に証券が導入されるのは、株式会社の証券すなわち株式・社債より手形・小切手が先である。公債は近世ヨーロッパにおける王侯の戦費調達手段として早くから現れるが、初期の公債は証券形態をとったものではない。約束手形は振出人が将来の一定期日に一定の金銭を支払うことを約束するものであり、為替手形は振出人が金銭債権を有するものを支払人として、支払人が将来の一定期日に支払うことを承諾することを条件として、手形の所持人は期日に支払いを受けることができるのである。典型的には振出人の商人が、商品仕入れの対価として売り手に交付するもので、そのほかには自らの信用、あるいは支払人の信用を基礎に売却して資金を得る金融手段として発行されるものである。小切手は銀行が振出人の預金口座残高をもとに所持人に対して金銭の支払いを約束する証券である。

---

1) マルクスは企業形態の株式会社化について、資本論Ⅲ巻第5篇第27章「資本主義的生産における信用の役割」において的確な評価を与えている。すなわちⅢ株式会社の形成。これによって1 生産規模の非常な拡張が行われ、そして個人資本では不可能だった企業が現れた。同時に、従来は政府企業だったこのような企業が会社企業になる。2 それ自体として社会的生産様式の上に立っている生産手段や労働力の社会的集積を前提している資本が、ここでは直接に、個人資本に対立する社会資本（直接に結合した諸資本の資本）の形態を持っており、このような資本の企業は個人企業に対立する社会企業として現れるそれは資本主義的生産様式そのものの限界の中での、私的所有としての資本の廃止である。（大月書店版『マルクス・エンゲルス全集』25a 資本論Ⅲa, 556-7ページ）。



証券は元来このような種々の関係を記載した紙券であり、その関係の存在を証拠立てる証拠証券であった。その権利者であることを示すためにはその証券を所持し提示しなければならなかった。そしてその証券が示す金銭の請求権や株主としての地位を他人に譲渡するためには、証券に（紙券に）裏書して手交しなければならなかった。この手続きは漸次簡素化され、だれが権利者であるか、地位を保持しているか、それがどう変更され、移転したかは手形についても、株式・社債・公債についても今日では電子化され、紙券は廃止されている。紙券が全面的に無効になり、存在しなくなったわけではないが、取引銀行との契約のもとに振り出された手形、公開会社の発行した株式・社債、公募公債などは、証券と言っても登録を受けた機関の電子機器における電子的記録として存在しているだけである。

さてこのように証券化された金融取引の最大の特徴はどこにあるだろうか。上にあげた証券類が単なる証拠証券と異なるのはそれが譲渡性を持つからである。譲渡性を持つとはその証券が表示する財産権または株主としての地位が他人に移転し得ることである。証券は紙券であるとされていたとき<sup>2)</sup>、日本では権利または地位は紙券に署名捺印するか、譲渡証書を作成して、紙券を手交することによって譲渡された。そしてこの手続きは漸次簡略化され<sup>3)</sup>、最終的には紙券そのものが廃止された。

このようにして社債権者や株主は、権利または地位を譲渡（売却）して株式会社に貸付けまたは出資した長期資金を回収するわけであるが、債務

---

2) ヨーロッパ大陸法においては手形・株券・債券などの証券は財産上の権利が証券（紙券）に化体されたものである、という法理が用いられていた。

3) 日本の株券の例でいえば署名捺印は後に記名捺印でよいとされ、次いで印鑑も届け印でなくてもよいとされ（それを反映して証券会社の担当部署にはあらゆる姓の印鑑が備え付けられていた）、完全に形式化して、最後には裏書も不要になり、単に手交すればよいことになった。

者或いは出資を受けたものである株式会社にとってそれはどういうことを意味するであろうか。株式や社債という長期会社証券のみならず、公債や手形などを含めて、証券の発行者にとっては自分に対する債権者または株主が、自分の承諾なしに（無論通知もなしに）代わっているということである。

これに対して銀行による貸出は指名債権債務の関係であるから、その関係は証券の場合と異なり、自由に変更できない。日本の場合であれば民法第466条以下の条文に従った手続が必要である。筆者は立法論的な趣旨は詳らかにしないが、そもそも金銭の貸借は銀行など貸し手と借り手との相対（あいたい）取引であり、借り手は自分に対する債権者が知らないうちに変更されることによって不利益が生じることもあり得るので、借り手の承諾なしに貸し手が交代することを制限したのではないであろうか。いずれにしても指名債権の場合は貸し手と借り手の関係は相対であり、債権の譲渡、関係の変更は制限されている。

銀行貸出がこのような相対取引によるものであり、譲渡に制限があるのに対して証券による信用は譲渡が自由に行われ得るから、その場合の判断基準は利子率ないし配当利回り、発行企業の財務状態あるいは成長性など客観的に与えられる。そして判断基準に従って市場が形成される。それは取引所市場であると、店頭市場であるとを問わない。銀行信用の世界においては債務者の側に財務上の困難が発生し、債務不履行の可能性が生じたときは、関係が相対であるから話し合い、リスケジュール（期日など返済条件の変更）の可能性があり、救済手段が実行されることもあり得る。証券の世界においては当事者が直面するのは特定の相手方ではなく市場である。債権者すなわち証券の保有者は債務者の側に困難が存在する時は大幅な価格下落に見舞われるか、資金の出し手が一斉に撤退して買手不在の状況となり、証券の価格はゼロに接近するということになる。両者の差異は

金融恐慌状態に陥った時、最も顕著に表れる。

#### 4. 証券発行における矛盾

これまで述べてきたように証券発行による資金調達のリメリットは売却による資金回収である。またそのことによる資金調達の容易さである。言い換えれば売却によって流動性リスク、キャピタル・リスクその他のリスクを転嫁し得ることである。しかし考えてみると転嫁し得るためには転嫁を受け、リスクを引き受けてくれる資金が存在していることが前提条件となる。ところが長期巨額の設備資金の需要が存在するということは、その国の資本主義が成長過程にあり、資本の価値増殖運動が活発で、再生産過程に追加的に大量の資本が投入されることが要請される状態にあるということである。つまり資本不足状態にあるということである。

ところがもしリスクの転化の受け皿となる余剰資金が大量に存在するとすれば、戦争・植民地の収奪・石油等の地下資源の独占などによる異常な高利潤の蓄積などを除けば、それは資本の蓄積運動の停滞により、資金が再生産過程から析出され大量に蓄積されているということである。それは資本主義の成熟・停滞の所産であるというべきであろう。となると長期設備資金の大量の需要など存在するはずがないということになる。これは矛盾と言わざるを得ない。

このことは現実に各国の長期金融市場、言い換えれば資本市場に、種々の特徴を生み出している。一般的に言えば大量の長期資金需要に大量の余剰資金集積が対応してバランスのとれた資本市場が形成されるという形にはならず、どちらかに偏るため、資金の余剰または不足が現れ、それを補うために各国の資本市場（長期資金の市場）はそれぞれ特色のあるものとなっている。

最も早く資本主義経済が発達したイギリスにおいては、よく知られてい

るように資金の余剰が存在した。19世紀末に至るまで工業の生産性が他を圧倒して高利潤を蓄積したと考えられることと、国力・軍事力においても優越して植民地争奪戦に勝利して、巨額の富をインドを中心として植民地から収奪した。しかし19世紀末には後発資本主義国ドイツとアメリカに圧倒され、イギリス資本主義の蓄積運動は拡大する力を減殺された。当然の結果として資金需要は停滞し、国内に投資先を見出しにくくなった金融機関と富裕な個人は海外証券に専ら投資することとなった。ロンドン資本市場(=証券市場)はイギリス国内ではなく、海外に資本を供給する市場として発達したのであった。

これに対して後発資本主義国ドイツにおいては、産業構造の重化学工業化が急速に進展した19世紀後半には長期資金の供給不足が現れ、それに銀行が関与したことを「金融資本」として特徴づけようとしたのがヒルファーディングの「金融資本論」<sup>4)</sup>であった。ヒルファーディングの所説については極めて多くの論評や研究・批判があるが、筆者の見るところではヒルファーディングの所説はレーニンの「帝国主義論」の所説と合わせて論じられることが多く、銀行資本と産業資本の癒着、銀行の産業資本企業の支配ないし統合の問題として取り上げられることが多いようである。しかし筆者として重要視したいのは、先に述べたように巨額の長期固定資金需要と社会的に形成される巨額の余剰資金の集積とのミスマッチの問題である。イギリスでは証券投資は richman's investment (富裕な金持ちの投資)と認識され、富裕な個人の富はロンドンの株式ブローカーかマーチャントバンクに運用を委託され、あるいはスコットランドから発達した投資信託に投下された。そしてその投資先はイギリス国内の証券よりも海外証券であった。イギリスでは長期資金需要に対する余剰の貨幣という、資金供給

---

4) Rudolf Hilferding, "Das Finanzkapital" 1910 邦訳は「金融資本論」として何種類もの訳書が出版されている。

の受け皿が存在していたのであるが、資本の蓄積運動が停滞していたために、国内では資金需要が不足していたのである。

これに対してヒルファーディングが観察した19世紀後半から20世紀初頭のドイツでは、余剰資金の形成はイギリスに比べて小さく、需要に比べて不足していて、当時著しく発展していた鉄道・鉄鋼・鉱山・化学などの諸産業からの長期固定設備資金需要に対しては、銀行が貸出によって応じたのであった。そしてそれを回収するため、ユニバーサルバンキングの一部門としての、銀行の証券部門（ドイツでは銀行と区別される証券会社は存在しない）が、取引先企業の企業形態を株式会社に転換させ、銀行は引き受け業者（underwriter）として発行全株を引き受け、そして自ら買い取った（subscribe = 消化した）。そして時に数年の間を置き、経営の安定を見られるようになると、銀行は今度は分売業者となり、しかも外部の投資家よりもむしろ銀行の取引顧客にハメ込んだ。こうした銀行顧客へのハメ込み業務はユニバーサルバンクのドイツの銀行独自の業務であるが、はじめに貸出、次いで株式の全株買取り引受けで銀行が資金の全額を供給し、次いで銀行顧客に保有株式をハメ込んで資金を回収するという手法は、イギリスと日本の中間に行くものといえる。

イギリス・ドイツに対し、より全面的に銀行が長期設備資金供給に関わったのが日本である。明治維新以後急速に資本主義化を進めたとはいえ、第二次世界大戦まで機械・金属工業の発展は軍需とそれを生産する軍工廠に甚だしく偏り、民間の重化学工業の発展が遅れていた日本で本格的に産業構造の重化学工業化が進展し、第Ⅰ部門と第Ⅱ部門のバランスのとれた再生産構造が形成されたのは第二次世界大戦後であった。したがって余剰貨幣資本の蓄積があるはずもなく、明治以来必要とされた長期設備資金の供給は証券発行によるよりも銀行によってなされた。第二次世界大戦後の急速な重化学工業化にあたって、銀行は商業銀行であるにもかかわらず

盛んに長期貸出を行い、しかも返済よりも新規貸出が上回る状態が続いたから、銀行の長期貸出は増大する一方であった。またほぼ20世紀末まで存続した長期信用銀行は、資金吸収は証券（金融債）により、資金供給は長期貸出によるという、折衷的な業務による銀行であった。そして株式・社債の発行による長期資金調達も盛んに行われたが、驚くべきことにこれら証券の最大の投資家はやはり銀行であった。つまり銀行は株式・社債の保有と見合いに発行会社に預金を設定していたことになるのであって、事実上株式・社債の取得による信用創造により、銀行から長期設備資金の供給が行われたことになる。

## 5. 20世紀における資本主義の発展と停滞

19世紀末から20世紀初頭にかけての、産業構造の重化学工業化、言い換えれば鉄鋼・鉱山・化学を中心とする産業素材部門の急速な発展、装置産業化が長期設備資金需要の巨額化を伴って金融機構に大きな影響を及ぼしたことは前節に述べたとおりであるが、それは20世紀後半に逆転した。欧・米・日先進国においては一方に資本蓄積運動の停滞、長期設備資金需要の不振が現れ、他方に巨大な余剰貨幣の集積、言い換えれば巨大な貨幣あるいは資金の集積機関が現れた。具体的には機関投資家あるいはファンドと称されるものが大規模化し、しかもその数が無数に存在するようになった。19世紀末には資金需要が巨大化し、それに対処するために証券の譲渡性によってリスクを転嫁する株式会社化が広範に設立されるようになったが、リスクの転化の受け皿となるべき余剰資金の集積がまだ不十分であった。それが逆転して余剰貨幣の集積が十分に行われたと同時に、今度は資金の需要が不振となってしまったのである。転嫁の受け皿は十分に巨大化したのに、その根源となる資金需要そのものが停滞してしまっただけである。

これは余剰貨幣あるいは余剰資金の形成が、資本の価値増殖運動の不  
振、または拡張運動の停滞によって、再生産構造の中で、貨幣が増殖しつ  
つ還流すると同時に、通常であれば資本の新たな循環に投入されるところ  
であるがそうならず、再生産外に析出されるものが増大するということによ  
るものである以上、当然の結果であるといわざるを得ないであろう。資本  
は間断なく増殖することを欲するのであるが、増殖するための投下先は  
たえず資本を待ち受けているものではない。それどころか、資本主義は  
確立すると同時に、常に過剰に陥る危険にさらされてきたと言ってもよい  
であろう。ただそれは次に述べるように直線的には現れなかったのであっ  
てた。

20世紀を通じる資本主義の発展によってこの資金の需要と供給の逆転は  
もたらされたものであるが、その発展の具体的経過は複雑である。資本主  
義経済は1870年代から90年代にわたる長期の大恐慌に続き、資本過剰の状  
態のまま20世紀に入るのであるが、20世紀の資本主義は過剰に苦しむと同  
時に幾多の新しい産業を生み、大きな発展を遂げるからである。

まず20世紀における一つの特徴は、特に前半における恐慌と革命と戦争  
の連続である。わずか50年の間にアメリカにおける1907年の恐慌、1929年  
のウォール街の崩壊に始まる1930年代の大恐慌、ヨーロッパの金融市場崩  
壊に始まる世界恐慌、二度にわたる世界大戦、1917年のロシア革命と49年  
の中国革命と続いた。驚くべきほどの大事件が短期間のうちに発生してい  
る。

しかし20世紀の資本主義はこのような資本過剰、矛盾に苦しみながら、  
また同時にいくつもの新しい産業を生み出し、大きく発展させた。第一次  
世界大戦におけるドイツの敗戦による特許の公開は、化学工業、それと結  
びついた電力事業、そしてそれに関連して重電機器産業の発展に大きな刺  
激を与えた。大戦前に生まれた自動車工業・航空機工業は戦争によっても

大きく発展したが、第二次世界大戦後は自動車工業は一段と大産業となって再生産構造の中核を担うまでの存在となった。またラジオ・テレビを中心とする音響・映像機器、モーター応用製品を中心とする家電機器等による、電機産業も自動車と並ぶ大産業となった。さらに1960年代以降は石油化学工業とコンピューター産業が登場し、半導体工業、ソフトを含むIT産業もまた巨大産業となった。そしてこれら産業の発展と消費の拡大はエネルギーと素原材料の需要を飛躍的に増大させ、原油・天然ガスその他の地下資源の探索と採掘、その輸送手段の発達を必然のものとした。

このような新しい大産業の発展は当然大きな資金需要を生み、金融面でもそれに応じた発展と活況があったのであるが、同時にまた、20世紀の後半を通じて、次々と消費の限界に突き当たるとともに、中国を中心とする新興国の成長により、先進国は汎用品あるいはコモディティー化した商品の競争力を失い、国内市場を新興国からの輸入品に奪われるとともに、生産拠点を新興国に移転するという、生産力と雇用、したがって労働者の所得の削減に追い込まれた。資本の運動の直接の縮小に他ならない。このような状況にあっては長期設備資金需要が伸び悩みあるいは縮小するのは当然の成り行きであった。

## 6. 余剰資金の蓄積

資本主義の20世紀における発展と停滞は前節でふれたとおりであるが、それはまた、資金需要の増大または停滞をあらわすものでもあった。しかしこれに対する資金の供給側の状況は観察することが容易ではない。その原因としては色々なものが考えられるが、一つには19世紀以来有力な貨幣集積機関として発展してきた保険会社のほか、第二次世界大戦を契機として年金基金が設定され、保険会社を凌ぐ存在に成長してきたこと、投資信託の分野では広範囲の大衆の貯蓄を吸収してきた公募ファンドのほかに、



少数の富裕な個人や企業の超過利潤などの余裕金その他を運用する自由な（規制をあまり受けない）私募ファンドがこれまた巨大化してきたことなどが考えられる。しかもこのファンドは133ページで指摘したように、法的な所在地は守秘法制によって保護してくれるケイマン諸島などタックス・ヘイヴン（tax haven）に置いてあり、運用規制の極めて緩やかな地域に所在地を置いて実際の運用はニューヨークやロンドンなどから指図するなど、はなはだ実態が分かりにくいものとなっている。

一般的に言えば余剰資金は資本の循環運動から析出される。超過利潤、独占利潤が蓄積される場合であるが、もしその時資本の蓄積運動が盛んで企業の設備の拡張、新しい分野への投資など、追加的な貨幣資本の投資機会があれば、貨幣は再生産外に析出されない。反対に不況期で利潤率が低率でも、剰余価値と共に還流してきた貨幣よりも少ない額の貨幣しか再生産に投下されなければ、貨幣は余剰となり、企業の余裕金として再生産外に析出され、滞留する。2013年現在、日本資本主義は約20年の長期の不況を経験しているが、企業は200兆円を遥かに超える余裕金を保有しているという計算もあるのはその好例である。

しかし戦時の軍需産業のように突如とした大量の発注によって得られる特別超過利潤のように、急激にそれまでの低操業率、低資本回転率から大幅に上昇した場合は、発注の増加に応じた設備の拡張資金需要を超えて大量の貨幣が析出され累積されるし、1970年代のオイルショック以後のように、1バレル1ドルの時代が近いと言われたほどの低価格から、時としては百数十ドルという、想像もできなかった高価格に原油相場が高騰すれば、原油・天然ガスの利権を持っている者が、どれほど巨大な貨幣を集積しているかが想像されよう。また近年の中国その他の新興国の成長に伴う鉄鋼生産の急膨張による鉄鉱石・原料炭など、地下資源の価格暴騰によって得られる独占利潤も膨大である。

またこうした独占利潤や独占利潤に伴う株価の高騰、高額の配当金、桁外れの経営者報酬などは、企業にも、また企業以外に個人の大富豪にも、貨幣の大量集積をもたらした。しかしこうした貨幣の蓄積・集積は筆者の想像を絶するものがあり、極めて不十分な推測しかできない。さらにタックス・ハイヴンには巨額の犯罪収益資金も集積されていると見られている。

しかし問題はそれよりもむしろ、こうした余裕あるいは余剰の貨幣が集積される形態である。資本主義の成長期において資金の需要に応じるのは銀行の貨幣供給能力、言い換えれば信用創造能力であった。19世紀から20世紀初頭にかけての、産業の重化学工業化が進展した時期においても、株式・社債といった長期会社証券の、リスク転嫁機能にこたえるだけの貨幣集積は必ずしも十分とは言えず、貨幣供給の基本を担ったのはやはり銀行の信用創造能力であった。これに対して20世紀を通じ、とりわけ20世紀後半に進展した余剰貨幣の集積は、正規の最後の4分の1世紀に迫るころには、逆に十分すぎるほどの量に達していたと思われる。そしてそれがいかなるものとして存在しているかが問題となる。中央銀行と市中銀行による金融システムによる貨幣供給能力が、貸付能力、信用創造能力として存在しているのに対して、それは現実に既に存在している貨幣として、具体的には投資家の銀行預金残高あるいはファンド委託残高として存在している。そして貨幣供給の具体的形式は、銀行信用が銀行帳簿の借り方に貸付金として資産を創造し、貸方に預金という負債を創造することによって行われるのに対して、同じく銀行帳簿における、貨幣集積機関の預金口座の借り方記入（預金者の資産としての預金の減）と、借入企業の預金口座の貸方記入（借入企業の資産としての預金の増）として行われる。これは例えば成長期の日本の生命保険会社のように、機関投資家としてではなく、長期貸付機関として長期設備資金を供給したときの形式である。あるいはファ

ンドの証券購入として行われる。

## 7. 自由な市場の形成と金融取引の短期証券化

しかしながらこの、日本の保険会社が第二次世界大戦後長期貸付機関となった例のように、貨幣集積機関がその集積した貨幣（具体的にはその機関の銀行預金残高）を長期資金として貸し付けるという資金供給形式は一般化することはなかった。欧米の保険会社は主として債券の保有機関として企業に長期資金を供給した。アメリカの保険会社はニューヨーク州法によって株式の保有を厳しく制限されたこともあって、19世紀末以降社債が活発に発行されたのに対応して最大の社債投資家となった。

しかしこれまでも述べたように資本主義の発展は、資本蓄積運動の停滞、長期設備資金需要の伸び悩み、そしてその裏返しとしての、前節に指摘したような巨大な余剰資金の集積が生まれる。そして当然の事として資金＝余剰貨幣の集積は運用を求めてやまないのであるが、そこには様々な問題あるいは障碍が横たわっている。第一に中央銀行における準備を基礎として信用創造によって資金を供給する、既存の金融システムそのものが貸し出しの伸び悩みに苦しんで、新しい資金の運用方法、運用先を探し求めているほどである。20世紀前半までの最重要長期投資家であった保険会社も、あるいは20世紀に生まれた年金基金も、さらにいつの間にか巨大に成長した私募ファンドも、これまでの主要投資対象であった長期会社証券すなわち株式、社債の供給が漸次縮小するという問題に直面することになる。このような条件のもとに、既成の金融システムの外部に、中央銀行の準備に依存することもなく、貨幣を自ら巨額に準備している貨幣集積機関は、短期の運用を中心に新しい金融システムを自然に構成してゆくこととなったのであった。これがシャドウ・バンキング（shadow banking）と呼ばれることになるのである。そしてそこで取引されるのは新しい証券であ

り、長期の証券ではなく短期の証券であり、貨幣の運動形式は銀行システムにおける貸付―借入、指名債権・債務の形成ではなく、譲渡自由の、債務者の承諾なしに債権者が移転し得る、そして極めて迅速に執行され得る、証券の売買であった。

新しい、自由な市場の形成のきっかけを作ったのは金融に対する規制、特に金利規制である。規制は金融システムの内部で、規制に従って運動する貨幣しか存在しない時はとりわけ問題を惹き起こさない。しかし信用創造という銀行の積極的意思によって創造された貨幣（預金残高）ではなく、したがって中央銀行における準備預金とは関係なく、産業資本の蓄積運動から析出され、銀行以外の機関によってマネージされる貨幣が一定量以上集積されるようになると、規制は無力化され、銀行離れ（disintermediation）が発生する<sup>5)</sup>。

この、規制に対抗する形での、自由な金利による市場の形成の一例は、条件付き（買戻し又は売り戻しの条件付き）証券売買市場、日本でいう現先<sup>6)</sup>

---

5) 館龍一郎はインフレーションに発生の根拠を求めているが銀行離れについて次のように述べている。「環境の変化の第一は、第二次大戦後、先進諸国が低い失業率・高い成長率を目標に拡張的な政策を採用したこともあって、1990年になると世界的な同時インフレーションが生じたことである。このインフレは規制外の自由金利の上昇をもたらし、自由金利は規制金利を上回ることになった。そのため、資金は預金等の規制金利商品から自由金利商品にシフトすることになった。これが資金の銀行離れ、金融機関離れ（disintermediation）と呼ばれる現象であり、これに對して銀行等は自己防衛のために、自由金利商品を創出する必要に迫られ、CPなどの新しい商品が導入されることになった。」（大阪市立大学経済研究所編「経済学辞典」第3版岩波書店 270ページ）筆者は規制金利は自由金利水準よりも低い水準に規制しようとするものであり、インフレーションの発生がなくても、自由な余剰資金が一定量以上存在すれば、その資金の上に運動する証券取引が生まれ、自然に自由金利による市場が形成されると考える。なお銀行預金からの流出という意味での最大の銀行離れはMMFへの流入である。

（げんさき）市場である。日本においては1937年の臨時資金調整法以降戦時経済期、戦後復興期、高度成長期を通じて金利規制は厳しく行われたが、実質金利水準を無視して低利回りで発行された債権類は引受証券会社に募集残の累積を生み、また消化した金融機関は資金運用利回りの低水準に苦しむこととなった。しかしながら1960年代に入ると短期的にはあったかもしれないが、産業資本企業の各所に余裕金が発生し始め（たとえば電力会社は社債発行市場で優遇され、定期的にまとまった額の発行を許されたから、資金が実際に使用されるまでなど、かなりの余裕金が存在した）、その資金に対して準備に乏しい大銀行や、消化不能の引き受け残債券を抱える証券会社は、買い戻し条件付きで手持債券を売却した。その際の価格計算のもととなる金利は全くの自由金利であった。

日本における現先市場はアメリカにおけるレポ（Rps）市場と同質のものであるが、日本で自然発生した現先市場は長期債を短期の資金取引に供用したもので、本来ならば短期の証券を供用するのが当然である。何故ならば長期の債券は金利の変動に対応する価格の変動が大きく、保有者にとってリスクが大きいからである。また産業資本企業も20世紀後半には漸次成長が停滞し、資金需要が衰えると共に長期証券の発行依存度が低下する。とくに株式は発行による資金調達よりも自社株買い入れによる発行のマイナス化＝資金の放出のほうが上回るのが常態となる。また短期資金の調達も銀行借入れよりも新しく成長してきた自由金利市場に対してCP（commercial paper）を発行して調達する方式がむしろ一般的になる。このような発展は言うまでもなくアメリカにおいて典型的に現れたのであって、アメリカにおいては第二次世界大戦期以降短期国債が大量に発行されたのと相俟って、資金の需要サイドにおけるTB、CP、CDの発行、供給サ

---

6) 現物を買って先物を売る、あるいは現物を売って先物を買う、の意。

イドにおける機関投資家、各種ファンドの巨大化は金融市場証券の市場を作り出し、さらにその金融市場証券を組み入れるファンド、Money Market Mutual Fund MMMF 略して MMF が生まれ、シャドウ・バンキングを構成することとなったのである。

## 8. シャドウ・バンキングの構造と新しい危機

MMF は1974年に初めて現れたオープン型の会社型投資ファンド（日本流に言えば投資信託であるが信託契約に基づくものではなく、一種の株式会社である。）である。前節に述べた金融市場証券を組み入れるファンドであるが、パルグレーヴ金融辞典の表現を借りれば「短期の、デフォルトリスクの低い、債務証券に投資する」<sup>7)</sup>。すなわち投資は安全で、流動性の高いものである。そしてそれに従って、資金吸収面も極めて流動性を高めてある。どういふことかと言うと、発行する株式の1株当たり純資産価値は1ドルに固定し、投資収益による純資産価値の増加は株数の増加に反映させるようにしてある。そして現金を引き出したときには、小切手でできるようにしてある。こうすることによって投資家は銀行の当座預金口座に預金を置いているのと同じ利便性を享受できる。しかも規制された低利率ではなく、自由金利商品である。多くの預金が銀行から引き出され MMF に向かったのは当然であった<sup>8)</sup>。保険会社や年金基金のような機関投資家、その

---

7) “open-end investment companies that invest in short-maturity, low default risk debt securities” The PALGRAVE DICTIONARY of Money & Finance 2, The Macmillan Press Limited, 1992, p. 795r.

8) 2013年現在連邦準備制度理事会議長であるベン・バーナンキは、2012年3月ジョージ・ワシントン大学で行った講義に基づいた著作である「連邦準備と金融危機」(The Federal Reserve and the Financial Crisis 2013, Princeton University Press)においてMMFの役割を解説し、リーマンが発行した巨額のCPを保有していたこと、リーマンが危機に陥った時にはすぐリーマンから資金を引き揚げ、リーマンのCPの借り換えを拒否して、リーマンは破

他の無数のファンド、それに企業の余裕金などの資金がMMFに集中した。

そしてMMFは各種の短期金融市場証券に投資することによって、産業資本にも、ファンドなど投資の機構にも、さらに銀行CPの購入によって銀行にも、資金を供給した。なかでもリーマン危機によってその存在が浮かび上がった各種の投資機関に供給した。シャドウ・バンキングはこうして構成され、機能したのであった。「金融危機ハンドブック」(The Banking Crisis Handbook, 2010, CRC Press)によればシャドウ・バンクはブローカー・ディーラー（投資銀行）、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・グループ、ストラクチャード・インベストメント・ヴィーヒクル（SIV）、コンデュイット、CDO、MMF、ノンバンク抵当金融等となっている。また公的機関として法律に基づいて設立された委員会のレポートである「金融危機調査レポート」(Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States)にもほぼ同様の記載がある。これら種々の機関の群れの中にあつて、MMFは他の機関がその株式を購入することによって、言い換えれば投資することによって、それらの機関の資金、言い換えればこれまで述べたような、社会的に形成され、集積された余剰貨幣を集中し、他方それらの機関が発行するCP、CDなどの短期金融市場証券に投資することによって資金を供給している。その機能はガーレイ・ショー的に表現すれば金融仲介とも言えるかもしれない。20世紀に形成された貨幣集積と、同じく20世紀中に長期から短期に中心が移動した資金需要を、仲介する銀行のような存在である。しかし貨幣が運動する形態は、銀行システムのように貨幣の消費寄託と消費貸借という契約ではなく、証券の売買という形態である。そこにおける行動は相対ではな

---

綻に追い込まれたことを解説している。

く、自然に形成された市場における競争である。しかも MMF からの資金の引き出しは、一般の投資会社におけるような売却あるいは解約ではなく、小切手によるという利便性を持っている。これらは確かに金融におけるイノベーションとすることができであろう。2008年の金融恐慌に際して政府と連邦準備から巨額の資金供給と資本の補強を受けるまで、新しい金融システムとして在来の金融システムに対抗し、とってかわることができるよう感じられていたかもしれない。

しかしシャドウ・バンキングには重大な限界がある。先にあげた調査委員会の報告書 (inquiry report) の27ページにも、「バーナンキ議長は現在ではシステム・リスクを把握しそこなっていたことを認めた。」とある。シャドウ・バンキングには基本的なリスクがある。それは中央銀行というラスト・リゾートとの接点を欠いていることである。在来の銀行制度は中央銀行と銀行券発行、中央銀行への支払い準備と信用創造、ペイメントシステム、という構造を構築することによって、貨幣供給の狭隘な限界を突破し、資本主義の発展に貢献した。しかし中央銀行とそこにある準備は、市中銀行の貨幣供給の源泉であると共に制約であり、限界である。

20世紀の後半に発展したシャドウ・バンキングは社会的に巨大に集積された余剰貨幣に基礎を置くものである。金利は規制から自由であり、貨幣の供給源としての余剰貨幣の集積は巨大であり、それをマネージする MMF と共にその構造は堅固で、貨幣の供給は常に円滑であるように見えたかもしれない。しかしそうではなかった。バーナンキは先にあげた大学の講義録の81ページで、「在来のシステムにおける危機では銀行の取り付け (Bank Run) が起こるが、今度は MMF の取り付け (Money Market Fund Run) が起こる。」と書いている。預金と貸金の契約ではなく証券の売買であり、相対取引ではなく市場での競争売買であるシャドウ・バンキングは、平常時には迅速であり、効率的である。しかしリスクが表面化して時



に資金の出し手は、中央銀行窓口にはアクセスがないことを念頭に、極めて迅速に資金を引き揚げ、MMF Run となる。市場には証券の売り物しか存在しなくなる。市場において売り物だけが存在し、買い物がないということは、価格はゼロに等しいことを意味する。ということは、その証券の保有者の資産状態に致命的打撃を与えるということである。

リーマン金融恐慌の後、前に言及した調査委員会が設置され、最終報告書が提出された。そしてドッド・フランク法が制定されたが、具体的条項はまだ決まっていない。2013年現在、問題の中心は金融機関が証券取引に深くかかわり、非金利収入特にキャピタル・ゲインに強く依存することを禁止するかどうかということであろうと思われるが、バーゼルⅢを含めて当面の金融規制の思想の中心は、自己資本の充実・補強に置かれているように思われる。しかしそれでは大きな自己資本の金融機関が大きなリスクを取ることを認めることになり、より大きな金融危機が発生する可能性を残す。

問題の根源は20世紀における先進国資本主義の蓄積運動の低下、停滞である。銀行は貸出難、投資家は運用難となり、資金効率の低下に悩む銀行は非金利収入の拡大に夢中になる。投資銀行業務に深くコミットし、キャピタル・ゲインの追及に力を注ぐ。審査基準を大幅に緩め、不良貸し出しを拡大する。1980年代に日本の銀行は株式投機と不動産投機に深くかかわり、大きな社会的害悪を残すと共に、巨大な不良貸し出しを抱えて実質上ことごとく破綻した。アメリカのサブプライム危機は不良不動産ローンの設定、その証券化、二次的の不良証券化商品の組成とその販売、そしてそれに基づいた犯罪的な CDS 契約の販売などの犯罪的な利益の追求と、それを金融的に支えたシャドウ・バンキングの資金供給によって形成され、MMF Run という形で爆発したのであった。

金融に対する規制の中心をどこに置くべきかは明白である。資金運用収

入の伸び悩み、収益率の低下に悩む銀行・投資銀行は非金利収入特に証券業務によるキャピタル・ゲインの追求から犯罪的 abuse（業務の悪用、濫用）におよぶのであるから、銀行の証券業務は再び強く制限し、とりわけハイ・レバレッジ（低担保率・薄張り取引）を禁止することである。しかしそれが実現するか否かについては、筆者は悲観的である。