

現代信用論(下)

現代資本主義の信用構造

川 合 一 郎 編



*** 信用論研究の到達水準を示す全2巻 ***

戦後30年間の研究成果のうえにたって、
マル経信用論の現実接近を一步すすめ
るための理論を構築するために編まれ
た新鮮な体系書。〈下巻〉は信用の形態・
構造の諸変化を総合的に体系化する。



現代信用論 (下)

現代資本主義の信用構造

川 合 一 郎 編



有斐閣ブックス



現代信用論（下）

〈有斐閣ブックス〉

昭和 53 年 11 月 15 日 初版第 1 刷印刷

昭和 53 年 11 月 25 日 初版第 1 刷発行

¥ 1,600

編 者 川 合 一 郎

発 行 者 江 草 忠 允

発 行 所 株式会社 有 斐 閣

東京都千代田区神田神保町 2～17
電 話 東 京 (264) 1311 (大代表)
郵便番号 [101] 振替口座東京 6-370 番
本郷支店 [113] 文京区東京大学正門前
京都支店 [606] 左京区田中門前町 44

印 刷 暁印刷株式会社

製 本 株式会社 高陽堂

© 1978, 川合一郎. Printed in Japan

落丁・乱丁本はお取替えいたします。

3333-083690-8611

目次

第一章	現代資本主義の信用構造	川合一郎	一
一	自己金融とプレミアム（利益剰余金と資本剰余金）		三
	——新しい集積と集中——		
二	信用形態の展開と多様化		六
三	信用の機関化		一〇
四	金融資産（貨幣および利子請求権）の累積		三
	——資産選択と国債管理——		
第二章	公信用と信用制度	中島将隆	七
一	管理通貨制下の公信用の膨張		七
二	公信用と中央銀行信用		三
三	公信用の膨張とインフレ管理		五
四	信用制度発展の異なる類型		六
第三章	消費者信用	阿部真也	三
一	はじめに		三
二	消費者信用の展開		四

三	商業資本と商業信用	完
---	-----------	---

四	流通構造の変化と消費者信用	翌
---	---------------	---

五	おわりに	哭
---	------	---

第四章	証券市場の構造変化と投機信用	浜田 博男	三
-----	----------------	-------	---

一	はじめに	五
---	------	---

二	証券市場と投機信用	五
---	-----------	---

三	現代資本主義と証券市場	七
---	-------------	---

四	一九七〇年代の証券市場と投機信用	三
---	------------------	---

——スタグフレーションと証券市場——

第五章	企業間信用	伊奈 健二	充
-----	-------	-------	---

一	はじめに	充
---	------	---

二	商業信用の発生基盤	三
---	-----------	---

三	商業信用から銀行信用へ	三
---	-------------	---

四	企業間信用の復活とその性格	充
---	---------------	---

五	企業間信用の膨張と問題点	三
---	--------------	---

第六章	自己金融とプレミアム	田 坂 元	充
-----	------------	-------	---

一	株式会社の成立と展開	充
---	------------	---

二	資本所有の肥大化と所有の企業金融論	一〇
---	-------------------	----

第七章 資金循環構造の変貌……………石田 定夫……………一〇七

一 ま え が き……………一〇七

二 資金循環構造の変化の諸相……………一〇八

三 その背景とメカニズム……………一一七

第八章 イギリスの金融政策の動向……………玉野井昌夫……………一二七
——インフレーションと貨幣市場資産——

一 新金融調節方式以降の金融政策の推移……………一二七

二 金融政策の基盤の強化と貨幣総量……………一三三

三 七〇年代における金融政策の役割……………一三六

第九章 管理通貨と金融資本……………深町 郁弥……………一四一

一 問題の設定——いわゆる「段階区分」問題によせて——……………一四一

二 金融資本と社会的再生産……………一四四

三 管理通貨制と社会的再生産……………一五四

第一〇章 新しい財務論……………高橋 昭三……………一六三

一 序 言……………一六三

二 株価極大化原理と割引現金流入法……………一六五

三 資本コストと最適資本構成——MM理論と資本コスト論争の意義——……………一六六

四 資産価格形成理論とMM命題……………一七三

五	新しい財務論の歴史的役割	一七五
---	--------------	-----

第二章	新しい金融論	井田 啓二	一八
-----	--------	-------	----

——ケインズ体制と擬制資本論の展開——

一	はじめに	一八一
二	クラウディング・アウトと「IS-LMモデル」論争	一八三
三	スタグフレーションと「フィリップス曲線」論争	一八五
四	ケインズ体制と新しい擬制資本論の展開	一八七

第二章	新しい証券市場論	川合 一郎	一九
-----	----------	-------	----

——信用制度と株式会社・擬制資本の展開と諸相——

一	開 題	一九
二	金融論の証券市場論への浸透	二〇〇
三	経営財務論の証券市場論への接近	二〇三
四	証券市場の需給過程の変貌——効率的市場仮説——	二〇五
五	証券価格における危険要因の増大——CAPM——	二〇八
六	む す び	二一〇
章	外国為替制度の発達	小野 朝男 二五
一	外国為替の起源	二五
二	外国為替の発達	二四

第一章 国際通貨制度の改革と発展途上諸国……………中西市郎…三三

一 はじめに……………三三

二 戦後の国際通貨制度とその崩壊——二つの「非対称性」……………三四

三 発展途上諸国から見た「非対称性」……………三六

四 IMF協定の第二次改正と発展途上諸国……………四〇

五 IMFは「変質」したか……………四六

第二章 国際通貨基金の新しい役割……………木下悦二…三五

——conditionalityを中心として——

一 一般引出し権制度とコンディショナリティ……………三五

二 低開発国の自立化政策とIMF……………三六

三 補償融資制度と緩衝在庫融資制度……………三九

四 SDRと低開発国……………三六

五 変動制下の国際収支均衡とその金融……………三六

六 補足融資制度とIMFの新しい役割……………三八

あとがき（編集刊行委員会）……………三七

索引——巻末

第一章 現代資本主義の信用構造

川 合 一 郎

資本制生産における信用をうみだしたのは、いうまでもなく、(1)一方では、剰余価値生産の制限となる流通時間の存在を、これがなかったと同様の効果を生ぜしめようとする資本の衝動と、(2)他方では、資本による生産の制限となってくる、資本の所有制限を打開しようとする資本の衝動による。すなわち、信用の必然性は、(1)「流通時間なき流通」の実現と、(2)「資本の所有制限」の打開の衝動による、といわれるところのものである。そして周知のように、(1)前者は商業信用をうみだし、(2)後者は資本信用および合本企業（企業形態とくに株式会社）をうみだす。

(1) 商業信用は商業流通の場できつ結び、手形流通をうみだし、その流通の制限を打開するためにうまれた銀行信用によって銀行券流通をうみだす。銀行券は一般流通にひきこまれてそこで現金（一般的流通手段）の機能を果たさせられる。一般的流通手段の性格に要請されて、発券銀行は集中し単一の発券銀行がうまれる。銀行券が一般流通に入っただけの商業銀行は、一覽払債務の発行をかつての銀行券形式から当座預金・預金通貨形式にかえて存続することになる。イギリスにおいて通貨構造の分化が完了し、イングランド銀行が名実ともに中央銀行になったのは一九七

○年代とされている。

(2) 企業金融の側からみれば、イギリスでは、さいしょの投資に必要な資金は、企業者の自己資本によって賄われ、流通期間中の追加運転資金については商業信用を利用した。イギリスで資本信用への依存がでてくるのは十九世紀の五〇年代を過ぎてからである。株式会社形式が制度的に完成するのも五五年の有限責任法においてである。さらにこの頃から、株主の大衆化が進み、有限責任法成立時には一株一〇ポンドの額面がもっとも多かったのに、十九世紀九〇年代には一ポンド券が支配的になるのであった。株式会社の「基礎の交替」がおこったといわれる。株式会社はすでに多くの出資者に依拠したうえで、さらに借入れをするために、株主全員有限責任制をとっていたが、意志決定の手続きとしては持株多数決制をとっていた。この持株多数決は委任状制度、無議決権株式、持株会社制という法技術によって少数者支配を可能にした。

以上のように「流通時間なき流通」と「資本の所有制限の打開」の希求の衝動におされて商業信用と合本・資本信用がうまれる。それはのちに一方では管理通貨、他方では金融資本として、すなわち一方では市場を通ずる、他方では資本所有を通ずる、間接的・直接的な方法によって資本主義の「組織化」をめざす経路となるのである。⁽¹⁾

以上のような信用制度の基底と大きな柱だけをみておいてから、現代資本主義の信用機構をみることにしよう。ここに現代資本主義の信用構造というのは、第二次大戦後、とくに一九五一年の連銀と財務省のアコード、「金融政策の復活」、五八年のイェール・アプローチの「貨幣と銀行」の金融論から「金融資産と金融機関」の金融論の登場に反映されているような信用機構をさすのである。⁽²⁾

このような変化をおし進めたのは、(1)まず企業の資金調達構造の変化であって自己金融がふえたことが、他方のプレミアム取得とともに大きなウェイトをめている。(2)これによる資金の過剰・貸出の減少が、消費者信用や公信用という利子うみ資本の新しい増殖地盤を開拓させ信用形態の多様化をもたらした。(3)これらの過程のなかで、それに

伴って資金需給の投合の新しい意味での間接金融化・機関化・制度化・「社会化」が進んだ。(4)資本蓄積の進展とともに資金のフローの面だけでなく、ストックの側面が大きな意義をもってくることになる。金融連関比率という考え、機関投資家の登場、資産選択、国債管理、流動性問題などすべてこのストック、すなわち金融資産の累積の側面におこったことである。さいごに、(5)以上の変化にすべて関連していることであるが、金融市場にたいする国家の介入、公信用の増大がもたらす問題がある。これは恐慌対策としてはじまり、資金の需要、供給の両面にわたってあらわれる。自己金融も信用形態の変化も、信用の機関化も、金融資産の累積も、現実にはすべて公信用の増大によって大きな影響をうけ、かつ変貌を推進されている。公信用の増大はさらにインフレーションの進行とそのコントロールの努力によって現代資本主義の信用機構を大きく変貌させる。以下順をおって考えてゆこう。

- (1) これについては、川合一郎『管理通貨と金融資本』有斐閣、一九七四年を参照。
 (2) イェール・アブローチによる金融論については、館龍一郎・浜田宏一『金融』岩波書店、一九七二年、B. J. Moore, *An Introduction to the Theory of Finance, Assetholder Behavior Under Uncertainty*, 1968 (前田新太郎・漆崎健治訳『現代金融論入門』第三出版、一九七一年)、および川口弘『金融論』(第二版)筑摩書房、一九七七年、参照。

一 自己金融とプレミアム(利益剰余金と資本剰余金)——新しい集積と集中——

株式会社の資本が大きくなり、株主数が増加するにつれて、零細株主のもつ議決権は弱くなり、したがって利潤分配請求権も弱化する。利潤率は独占の成立によって低下を阻止されるが、他方、遊休資金はふえつづけるから利率のほうは下がる。したがって株主の議決権が弱まるとともに配当性向は下がってくる。かくて留保利潤はふえ自己金融の財源ができる。しかし他方において投資機会が減ってくる。したがって所要投資資金のなかで、留保利潤によって賄われる部分の割合は高まるのである。自己金融の増大といわれる現象は、かくて、一方では配当性向の低下と、他方では投資の停滞という、二つの要因によっておこるのである。この二つの要因は往々にして混同されていること

がある。配当性向は下がっても、成長率が高く所要資金量がたとへば、自己金融率は低下する。自己金融は株式会社段階での資本の集積であり、これによって企業の外部資金依存度が低下することは、銀行をして新しい信用形態の開発に向かわせ、また従来の方式での金融政策の効果を減退させ、新しい金融政策技法を開発させることになる。

つぎに自己金融をひきおこした株主議決権の弱化は、他方では、株主の新株引受権の剝奪としてもあらわれる。すなわち増資のさいの株主・額面割当てが公募・時価発行になっていく。したがって株式の時価と額面の差額は、従来は株主によって取得されていたのに、発行会社それ自体に入手されることになる。この株式プレミアムは基本的には創業者利得と同じものである。ちがうところは、ヒルファディングの『金融資本論』にてでくるような創業者利得が、会社それ自体とは区別された創業者によって、創業後何年かのちにその株式を継承取得者に譲渡するときに入手されるものであるのたいして、プレミアムは新株の発行の時点で早くも発行会社それ自体に入る。プレミアムは資本還元・擬制資本化のメカニズムを介して行なわれるところの、株式会社段階での本源的収奪・資本の集中である。したがって自己金融とプレミアムとは、さきにみたように、株式会社の基盤の上でおこる高次元の資本の集積と集中とである。自己金融とプレミアムは、会計学上では利益剰余金と資本剰余金の区別に対応する。もっとも資本剰余金は、本来の営業活動を介しないすべての資本増加をさす。それはつぎの三つの範疇に分けられている。(1)額面超過金(プレミアム)、合併差益等。(2)補助金。(3)再評価差益。(1)は資本還元を介する集中。(2)は国家財政からの直接の資本供与。(3)はインフレを介する集中。(1)(2)(3)はいずれも現代資本主義下の本源的収奪であるが、(1)は株式会社、擬制資本、資本還元を介するものであり、(2)(3)は直接・間接に国家を介するものであることがわかる。プレミアムこそ資本剰余金の中心である。自己金融とプレミアムとはともに現代資本主義下の企業の資金調達を特徴づけるものであるが、両者を可能にする条件は、それ自体としては相反する方向にある。自己金融は配当を切り下げることによって大きくなり、プレミアムは逆に配当を増加させることによって大になる。調達される資金の量は、自己金融の場合には利潤の総量

に限られるのにたいして、時価発行増資のほうは払い出す配当の何倍かの外部資金を吸引できるのであるから、同じく大企業であっても所要投資資金量の多い企業は、時価発行増資・プレミアム入手をえらぶ⁽³⁾。

自己金融（配当性向切下げ）とプレミアム（増配）は一定限度をこえると両立しえなくなるが、独占によって利潤が増大すれば、留保利潤と配当をとにも増大させることは可能である。しかし利潤量がふえなくても自己金融による過小資本化がプレミアム取得を可能にする。自己金融による投資によって利潤量がふえるが、増資をしていないから一株当りの利益はふえ、株価は上がる。株価が高くなりすぎることは大衆株主を離散させ、株式の流動性を低下させるから、増配はしても一株当りの配当を下げるために株式分割が行なわれる。このとき権利落ちまでの株価上昇を利用すれば、株式の時価発行によってプレミアムを取得できる。このように自己金融（配当性向切下げ）は過小資本化を通じる株価の押上げ（事実上の増配）によって、現代資本主義下においては、新しい集積と集中が可能になるのである。

株式分割による株式の成長は、ダウ平均という株価の成長を表示する株価測定技法をうみだし、これによって容易となった成長株投資＝投機は株式利回りが社債利回りを恒常的に下まわるという「利回り革命」をうみだした（一九五八年以降）。利回り革命という事態は、株主に配当されない未分配利潤をも資本還元しようという株価・収益比率（PER）という株価の高さを測る尺度を案出させた。自己金融・株式分割・株価の成長という新しい事態は、単純平均株価と利回りというこれまでの基礎的な株価測定尺度の上部に、ダウ平均と株価収益比率という二次的な尺度を案出させたのである。

そして未分配（未配当）利潤をも資本還元しようという株価収益比率の思考方式は、さらに学問的におし進められて、ついには利払い前でかつ税込み利潤をも資本還元するモディリアーニ＝ミラーのいわゆるMM理論を登場させることになった。利回り革命も、MM理論のさいしょの論文も五八年に発表されている。⁽⁴⁾

(3) これについては本書第六章を参照。

(4) F. Modigliani and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," A. E. R. June 1958.
なお本書第一〇章を参照。

二 信用形態の展開と多様化

現代資本主義における信用構造を特徴づけるものの一つは、産業資本段階にくらべての信用形態の多様化である。資本制生産における基底的な信用形態は「流通時間なき流通」への希求から生まれた商業信用と「資本の所有制限の打開」への衝動から生まれた資本信用であった。現代資本主義のもとでは、両者はあくまで基底に横たわるものの、その上部に消費者信用や公信用という新しい信用形態が生まれ、それらが大きな役割を占めることとなっている。

信用一般はただの貸し借りである。だが誰が何のために借り、何のために貸すかによって、その信用の資本制生産における役割・位置はちがってくる。金額、回流の期間、確実さ、返済の態様、利子の大きさ、利払いの確実さもすべてそれによって規定される。資本蓄積の進展、蓄積条件の変化は新しい信用形態をうみだす。さきにみたようにイギリスでは産業革命が終わるころまでは商業信用が支配的であった。商品＝貨幣流通に膚接しておこる点で、それは信用制度の基礎である。一八五〇年代をすぎると資本信用もまた登場してくる。固定資本が多くなるにつれて、自己資本のみで集めるよりも、借り入れたほうが自己資本の利潤率を押し上げることが可能となるからである。一八五五年に有限責任法が制定され、近代株式会社制度が古典的に完成するのも、合本制度と信用制度が、ともに「資本の所有制限を打開」する途として接合され、もっとも摩擦の少ない点に落ちついたことを示すものといえる。

株式会社の自己金融が進むまでは、資本信用の増大のテンポは商業信用を上回るものといえる。商業信用は商業流通の増大の規模に比例して大きくなるが、資本信用は一方で拡大再生産のそのなかでの固定資本の規模に、他方では貯蓄者と投資者の分離の度合いに依存するから、一義的にはいえないにしても、信用のなかでの比重を高めてゆくこ

とになる。このことが金融資本としての支配をうみだすことはすでにふれた。

しかし他方において、株式会社の発展・巨大化は株主数の増加と他方では投資機会の減退とが相まって自己金融をひきおこした。外部資金（増資と借入）にたいする株式会社の依存は減退する。銀行資金の借入需要は減退し、銀行は新しい貸付先を探すことになる。ここに消費者信用が登場する。

(一) 消費者信用

資本制生産以前の信用は、主として、地主・封建領主および農民に貸し付けられた。地主・領主が借りた貨幣は奢侈品あるいは軍備などの不生産的用途に使われ、農民へのそれは凶作・天災時における租税の支払のためであった。産業資本が成立して、互いに商業信用を与えあい、それが近代的信用制度をつくりだすようになると、消費者信用はその埒外に残され、わずかに農村や都市の零細企業のなかに、庶民金融として細々と存続を許されていたにすぎない。消費者への信用が近代的信用の一環として信用制度内に入ることを認められるのは、資本の過剰によって、産業資本の資金需要の伸びが鈍化しただけではなく、自己金融によって企業内で充足されてしまうからである。銀行は過剰な資金を生産者ではなく消費者に貸して利子を稼ごうとすることになる。資金量が豊富になるにつれて、銀行がその貸出先を再生産の流れの上流から下流に移してゆくことはこのときに始まったことではない。商業銀行のさいしょの業務は商業手形の割引であった。これは産業資本家によってすでに与えられた商業信用の事後的な代位であった。商業銀行に資金の余裕がでくると、商業信用の受手であった買手である産業資本家に、前もって、原料買入れ資金を貸し付けるようになる。買手にとっては銀行から借りて利子を払っても、現金払による割引の方が有利だからであり、銀行にとっては、買入れの前に貸すことは資金の使途を完全に確認することに困難があって、危険は多くなるのであるが、銀行間の貸出競争に迫られて、売手に対する事後的貸付（Ⅱ手形割引）を、買手に対する事前の貸付に移すのである。しかしこうなると商業信用の事後的な代位の分をこえて、資本信用の内容をも含みうるものとなる。手形割

引のときにくらべると危険は大きくなるが、それを可能にし、またそうせざるをえなくするのは資金量の増加である。このように資金が豊富になるにつれて銀行の貸出は再生産過程の上流から下流に下ってくるが、しかしこまではまだ産業資本家に対する貸付であった。しかし自己金融が進むにつれて、これらの資本家の借入需要も減ってくると、銀行は、再生産の流れをさらに下って、たんなる消費者への貸付に向かわざるをえなくなる。これが消費者信用である。このことはまた販路の開拓に悩む産業資本家にとって、最終製品の販路を開拓させる役割を果たすことになる。これによって産業資本家は剰余価値実現の機会を開拓し、貨幣資本家は利子獲得の地盤をつくりだすことになる。これによって消費者への信用ははじめて近代的信用制度すなわち銀行の内部にその位置を得ることになるのである。消費者信用は一九三〇年恐慌以後、さいしょは自動車産業のちには住宅建設の場面においてとくに波及した。これらの分野がとくに消費者信用普及の場面になったのは、耐久消費財は長く使用できるから分割払の心理的抵抗が少なく、貸手にとっては担保としてとりやすい、また所得水準がある程度高くなってから利用されるので回収が比較的確實だからである。消費者信用は過剰な生産物に販路をつくりだし、過剰な資金に利殖機会を開拓させるだけでなく、個人小切手の普及と結びついて、月内に消費される賃金・俸給をも銀行組織の中にとりこみ、いわゆるキャッシュレス社会をつくりだすことによって、中央銀行の得ていた現金節約益の一部をも銀行に得させることを可能にする。

(二) 公信用

公信用も基本的には消費者信用と同じく不生産的用途に支出されるといってよいが、この信用形態の特質は、借手が国家であることから元利の返済が租税高権による租税によって賄われることからくる。それは公的権力によって支えられるために往々にして経済過程の自然な許容限度をこえて借り入れられ、それが金融市場に緊張と歪みをもたらしうるからである。公信用も資本制生産以前には、領主の公的な支出と私的な支出の区分が明確でなく、生産的な支出は殆どなかったから使途からいえば消費者信用と同じであった。違いは借入および元利払財源調達が強権によると

ころからきた。封建制度から資本制社会に移行するブルジョア革命期には、旧体制を倒すための軍事費、封建的特権を買い取るための代償、原始的蓄積のための投資に巨額の資金の調達が必要となり、それが公信用への依存度を高めインフレをもひきおこした。しかし産業資本が確立すると「安価な政府」の時代に入り公信用は激減する。政府の公信用依存が増大し、しかもそれが、近代的信用制度の中に位置をしめるのは大恐慌以後である。恐慌の救済のためには需要の造出を必要とし、そのために不生産的な公共土木事業が企画される。恐慌によって所得が激減している状況では、この資金は公信用に依存せざるをえない。恐慌後の不況下では遊休資金の利殖先の開拓にもなる。このさい造出された需要が乗数効果によって波及する過程でおこる物価騰貴のなかで実質賃金が低下し、それが刺激となって完全雇用が達成された時点で公信用の増加が停止されれば問題はない。しかし、公債を消化させるために中央銀行に引き受けさせる必要があることと、現実には中央銀行の兌換が停止されているために引受けに対する歯止めがなくなっていることによって、公債発行を自発的に形成された資金の範囲内にとどめることが困難になる。この枠をこえる部分が中央銀行信用によって賄われるとインフレーションがおこる。公信用と民間信用の調整が国債管理の問題となる。とくに公信用が底づみになってしまうと、民間信用の増加がインフレをひきおこしたとみられることになり、好況騰貴とは区別される信用インフレをひきおこすことになる。公信用が資本の要請をうけて新たな役割を与えられて金融市場のなかに入ってきたことは、インフレーションとの関連において現代資本主義の蓄積機構のなかでとくに大きな意義をもつことになる。ここでは公信用による借入金の使用を不生産的な需要造出のためのものに限ったが、民間資金によっては企てられない部門への投資やその補給のための使途が加わってくるにつれて、公信用の役割と影響はますます大きくなっていく。このように商業信用、資本信用について、生産よりも実現の介助を任務とした新しい信用形態がでてくるが、これらはそれぞれ発生地点の深度を異にしているにもかかわらず、あとからうまれたものが基底に沈みこんで、もともと基底にあったものを上層部に押し上げたりすることによって、表面からはこれらの異なった