

R・リーフマンの「証券資本主義論」について

メタデータ	言語: ja 出版者: 静岡大学人文学部 公開日: 2011-08-17 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 居城, 弘 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.14945/00005843

研究ノート

R・リーフマンの「証券資本主義論」について

居 城 弘

はじめに

- I 経済の新たな発展段階を認識するための試み・資本主義認識の状況
 - (1) ドイツ歴史学派を中心とする「経済発展段階論」の流れ
 - (2) 新たな経済発展段階の理論的認識へーヒルファーディングとゾンバルトー
- II リーフマンの資本主義認識と発展段階論
 - (1) 自然的・実物的資本主義 (2) 貨幣資本主義
- III 証券資本主義
- IV 参与と参与会社 (参与、参与の目的と種類、証券代位による参与会社)
- V 融資と融資会社 (融資概念、創業・発行売り出し、融資の担い手、融資会社)
- VI 証券資本主義論から現代の証券化・セキュリタイゼーションへ
 - ーサブプライム金融危機への接近にむけてー

はじめに

- ① 最近の国際金融市場を動揺させている直接的な原因は、アメリカの「サブ・プライムローン問題」を震源とする証券化商品の価格下落である。巨大金融機関の経営悪化の影響は世界的に波及し、金融レベルにとどまらずに実物・実体経済にまで及んできている。世界的な金融危機を拡大・深刻化させた「金融の証券化」、「セキュリタイゼーション」について、その本質や証券化のメカニズムについての関心が急速に高まっている。とりわけ世界経済の中心アメリカで、巨大投資銀行の破綻や合併が相次ぎ、金融危機のいっそうの波及を阻止するために、史上空前の規模での公的資金による不良資産買い上げや資本注入をはじめとする金融安定化対策が打ち出されるにいたり、事態の深刻さが象徴的に集約されている。
- ② 「証券化・セキュリタイゼーション」や「金融の証券化」については、金融システムの改革との関連で注目され、これまでも研究が蓄積されているのであるが、そこでの問題関心は従来までのところ、どちらかというところ「金融革新・金融イノベーション」とのかかわりで「新

しい金融の流れ」としての問題意識から取り上げられてきたといえるであろう。「最新の金融手法」としてのセキュリタイゼーションに、このたびの金融危機を惹起するような不安定要因や深刻な攪乱要因が伏在していることには、十分な注意が払われることは少なかったのである。もちろん証券の問題を「擬制資本」や「利子うみ資本」の論理を基礎に解明しようとの試みもなされてきて、景気変動論や経済力の集中、独占・寡占化、支配集中論、金融資本論などにおいてその展開が図られてきていることもよく知られているのであるが。

今回の世界的な金融危機の発生とその広がり深刻さ、危機からの脱出に相当長期間を費やさざるを得ない事態が顕在化したことから、「証券化・セキュリタイゼーション」について各方面から強い関心が寄せられており、緊急の危機対応策だけではなく、金融システムの原点に立ち返っての考察を深めることの必要性が痛感される。アメリカ投資銀行に主導された新しい金融ビジネスモデルの根底からの動揺に直面し、証券化メカニズムが内包する不安定化の諸契機、証券化商品の内容・性格の透明性と情報公開、組成・格付け・保証など証券化市場の構成メンバーの関わりや、それぞれのレベルでのリスクと市場への転嫁の問題、証券化の重層化と金融市場の構造、さらに銀行システムや流動性供給などにかんする考察との関連等の諸問題を明確にすることが不可欠である。

- ③ 証券化・セキュリタイゼーションは広範な内容を含んでいる。間接金融から直接金融への流れを包括的に示すものであったり、資金調達・運用が証券を媒介に市場化する傾向、資産の証券化などを含めて取り上げられてきた。第二次大戦後のセキュリタイゼーションの波は1980年代後半以降、急速な進行を見せてきた。しかし歴史的に振り返ってみると、証券化・セキュリタイゼーションの最初の大きなうねりは世紀転換期、つまり19世紀末から20世紀初頭にかけて登場し、それに次ぐ第二のうねりは、第一次大戦後のアメリカを中心として進行し、1929年の株式ブームとその崩壊・世界恐慌をもたらしたのであった。今回も含めて、証券化・セキュリタイゼーションの大きなうねりは、金融をめぐる競争の激化や規制緩和・自由化の進行と、国際資本移動の活発化を伴うグローバリゼーションの拡大という共通の背景を持っていることがわかる。

最初に証券化・セキュリタイゼーションのうねりが現れた世紀転換期は、資本主義の世界的な構造変化の時期でもあった。重工業を中心とする産業構造への転換、巨大企業間の激しい競争や集中運動によって独占・寡占体制を成立させ、それによる国内市場の支配を基盤として海外市場への進出をめぐる各国の激しい競争が繰り広げられていった。新たな経済構造への転換においては、銀行の役割の変化とともに、株式会社や証券による資金調達の重要性が急速に増大していった。証券を媒介とした会社の創業や増資、企業の集中運動が急激に拡張しただけでなく、国内外の国債や地方債などの発行が活発化し、いわゆる「証券化」が急

速に進展した。それとともに主要な国際金融市場を通じて、海外諸国の公債や鉄道証券、民間債券等の発行が増大し、国際資本移動の急速な拡大が進んだ。世界的な景気の高揚のもとの産業の高度蓄積や集中運動の資金的源泉として、また海外諸国の公的部門による鉄道等のインフラ整備の目的で、証券発行による調達が見せたことがその背景であった。ここにおいて株式や社債の発行と証券流通の拡大、機関投資家や個人投資家などの証券保有の多様化や、株式保有を通じた新たな支配構造の形成など、証券化の進展による新たな経済現象が注目を集めることとなった。そして証券化を巡る様々な新たな動きを対象とした「理論化」の試みが行われるようになっていった。

- ④ 「証券化」の最初のうねりをもたらした世紀転換期における資本主義経済システムの新たな発展傾向・新たな段階をいかに理論的に認識するかについては、従来の理論的枠組によってはとらえきれない新たな現象の把握の方法・視角が問われることとなった。ドイツではすでに独自に、歴史学派の国民経済発展段階論の考え方が支配していた。しかし、自由競争と市場メカニズムの論理だけではとらえられない新たな経済発展の傾向を、国民経済の視角で把握可能なのかが改めて問われる必要があった。そこからさまざまな発展段階論や資本主義認識の試みが提起されることとなった。周知のように、ヒルファーディング（金融資本論）やリーフマン（証券資本主義）、さらにはゾンバルト（高度資本主義）などの試みはその代表的なものであった。アプローチや分析方法は異なっているが、いずれも新たな発展段階の理論的な体系化、経済発展段階の構造把握を試みたものであり、それによって新たな光をあてる企てであった。

注目されるのは、この段階の発展の特徴を把握する際に、どのような方法的視角からアプローチするかという問題と並んで、段階画期の認識をいかなるメルクマール・区別標識をもって行うかが問題であった。その際、生産や生産の様式を重視する立場や、他方では流通および金融の領域さらには形態規定の側面を重視・注目すべきとの主張がなされた。前者の立場からは、生産の集積や固定資本の巨大化、独占・寡占体制の成立とその市場構造や価格変動メカニズムの変化、中小企業や農業への影響や景気変動の形態変化などが、後者の視角からは、株式会社、企業形態、資金調達、銀行の役割、金融システム、証券の役割などの一連の問題状況が、新しい経済発展段階の特徴付けにとって重視されることとなった。

本稿は、近年の証券化・セキュライゼーションをめぐる新たな問題状況に触発されて、証券化をめぐる基礎的な問題を検討・整理する前提作業の一環として、「資本主義の新たな発展段階」の特質・傾向として、最初に「証券資本主義」論を唱えたR・リーフマンRobert Liefmannの所説を取り上げ、そこで彼は「証券資本主義」論によって何を主張しようとしたのか、「証券資本主義」はどのような特徴・傾向・特質をもっていると考えたのかについて整理・

考察したものである。「証券化」について最初にまとまった主張を展開したものであるが、その主張には当然、時代背景に規定された歴史的な制約も指摘されるであろうし、時代の特徴を反映した論調であることが明らかになるであろう。さらにはリーフマンの段階での証券化メカニズムと現代との位相の違いについても考慮して、現段階の証券化・セキュライゼーションの分析にとって必要な視角や問題点・論点についても検討したい。そのことを通じてリーフマンの所説が現在の証券化メカニズムの解明にとって示唆・裨益するものは何かについても探ってみたいと思う¹。

I 経済の新たな発展段階を認識するための試み（資本主義認識の状況をめぐって）

リーフマンの「証券資本主義」論は、彼の著書「参与会社と融資会社 Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Eine Studie über den modernen Kapitalismus und das Effektenwesen, 1907²」において展開されているのであるが、その内容に入るに先立って、あらかじめ当時のドイツにおける理論状況を簡単に概観しておく必要がある。というのはリーフマンの所説は、世紀転換期をめぐる「最新の経済発展の傾向」を把握する概念として「証券資本主義」論を展開したものであるが、この時代において支配的であったドイツ歴史学派の主張の流れを強く意識したものであったからである。彼自身はドイツ歴史学派やその国民経済発展段階論については批判的な立場を明確にしたのであるが、そのような理論状況に対抗して独自の「資本主義認識」を試みたからである。

(1) ドイツ歴史学派における経済発展段階論の流れ

ドイツにおいて独特な歴史学派の成立をもたらした背景・基盤として指摘されるのは、領邦国家による国内市場の分裂状態の下で、後発国として工業化の道を歩まなければならなかった、19

¹ ロベルト・リーフマン Robert Liefmann は 1874 年にハンブルグに生まれ、ミュンヘン大学、フライブルグ大学、ベルリン大学でそれぞれ、L・プレントナー、マックス・ウェーバー、アドルフ・ワグナー、G・シュモラーのゼミナールに学んだ。とくにウェーバーの指導の下に、カルテル問題の研究を深め、学位論文として Die Unternehmerverbände (Konventionen, Kartelle), ihr Wesen und ihre Bedeutung, 1897 を公表し注目された。1900 年にギーゼン大学の私講師、1904 年フライブルグ大学員外教授となる。経済理論面の研究においては、個人の心理的側面や主観的要素強調を特徴とする主観価値学説の基本命題に基づき限界効用価値説を展開し、ゴッセンの研究を高く評価した。また産業の独占や企業集中形態についての実証的研究の分野で精力的な著作を公刊し、Kartelle und Trusts, 1905 (邦訳としては、竹内謙二訳 企業合同論、1920) はカルテル、トラスト、コンツェルンなど独占諸形態の概念について、豊富な実証研究とともに明らかにしたものとしてこの分野での古典的地位をしめている。そのほか企業形態論、持株会社、証券代位会社、国際カルテルなどの研究がある。彼の証券資本主義論は、独自の「資本概念と実証的研究によって構成されているものと思われる。

² 本書は刊行以来、5 版まで重版されている。I Aufl. 1907, 2 Aufl. 1912, 3 Aufl. 1920, 4 Aufl. 1923, 5 Aufl. 1931。本書は証券資本主義についての理論編と、参与と融資会社に関する実証的・記述的部分とによって構成されている。理論編については各版で、部分的な加筆や補足、構成の一部組み換えなどが行われているが、基本的内容に関しては変更されていない。それに対して実証的・記述編は、主要国における参与と融資会社に関する詳細な記述と説明であって、各版ごとに実態調査に基づいた大幅な修正・加筆・更新が行われている。

世紀前半ドイツの経済社会の現実であった。ドイツにおいて国民経済の統一を実現しその育成をはかるには、イギリスとは異なる経済発展の道が不可避であることを、「国民経済学」として示すとともに、その根拠付けを与えることが求められたのである。後発国として、弱体な競争力を克服するためには、何よりもまず国内産業の保護育成が必要であったからである。

レセ・フェール・自由放任と市場における競争、公平な競争機会のもとで形成される社会こそが、古典派経済学的前提であり、イギリス資本主義の出発点であった。しかし、イギリスに遅れて工業化・資本主義化の道を歩み始めたドイツには、古典派経済学が想定した自由競争・市場の世界は不十分にしか存在しておらず、国家による政策的支持・介入が不可欠であった。国民経済の形成・育成のためには、国家による政策的支援の必要とその正当性の根拠付け、さらには国家の役割の倫理的性格の強調と、対外的には国内産業保護・重商主義政策の肯定が必然であった。ここから国民経済形成の歴史性もまた導かれてくるのであるが、古典派経済学の理論と政策の妥当する範囲を、歴史的にまた相対主義的に画定・規定することも必要であった。こうして国民経済形成の歴史性を強調する歴史学派にとって、国民経済の発展段階論の提起は、国民経済としての形成・成立、そこに到達する発展段階論を「理念型」として示すことが必要であったからである。さらにその発展段階に到達することは自生的に可能なのではなく、国家の政策的介入・支持が必要であることを根拠付けることが求められた³。

ドイツ歴史学派の発展段階論の主要な見解を取り上げる際には、歴史学派の潮流を2群に分けて。旧歴史学派（19世紀40～60年代）と、新歴史学派（19世紀60年代末～19世紀末）と呼ぶことがつらいであるが、背景としてのドイツ経済の発展に規定されただけでなく、それぞれに解決を図るべく提起された経済的課題の性格・内容が明確に異なっていたからである。

19世紀40～60年代に活動した旧歴史学派にとっての課題は、小邦への分裂状態を克服して、ドイツ国民経済の育成をはかり、統一的国内市場を形成することであった。そのためには一方においては、古い封建的な諸制約を撤廃して、自由主義的な経済改革を実現することによって、国内経済の近代化をはかることが必要であった。しかし他面においては、それを実現する道はイギリスがたどったそれとは異なり、後進国として、国内の幼稚産業保護と対外的な保護主義の主張がなされた。つまり、自由主義的な改革の主張とともに、国際的な競争にたいしては国内産業保護のための政策体系の展開を主張するという2面的な論理の混在を特徴としていた。

ドイツ歴史学派の「始祖」の一人とされるF・リストの場合には、アダムスミスの個人主義的体

³ ドイツ歴史学派にかんしては、全体的には、大河内一男、『独逸社会政策思想史』上・下巻、日本評論社、同、「歴史学派についての若干の覚え書き」（大河内一男編著『歴史学派の形成と展開』『経済学説全集』5、河出書房、1956年）、同、「歴史学派」（大河内一男編著、『続・経済学を築いた人々』、青林書院新社、1964年）、堀 経夫、「ドイツにおける国民主義経済学」（『経済思想史辞典』、創文社、昭和26年）、住谷一彦、「歴史学派」（『経済学大辞典』、（第2版）、Ⅲ、東洋経済新報社、昭和55年）渡辺金一、「経済発展に関する諸学説」、（前掲『経済学大辞典』、Ⅲ）を参照。

系と自由放任の思想に対する批判から出発する。個人ではなく国民こそが政治経済学と国民経済にとっての前提とならなければならない。リストによれば、国民経済は国内市場形成に支えられた国民的生産力の発展が基本であって、諸国民の経済生活の中心をなす産業種類による類型化に応じてその歴史的発展の順序をもとめて、5段階の諸国民の主要発展段階説を唱えた。それは野生状態、牧畜状態、農業状態、農業・手工業・併存状態、農業・手工業・商業併存状態である。野蛮時代、遊牧時代、農業時代、農・工時代、農・工・商時代と段階的な発展を遂げるが、リストは国民経済の発展段階の相違に応じて先進国との貿易政策はそれぞれ異なること、農・工段階においては、すでに農・工・商段階に達している工業生産力の進んだ国（イギリス）が、自由貿易によっていまだ工業生産力が自立するに至らない国（アメリカ、フランス、ドイツ）に進入することになれば、国内市場は外国の進んだ産業によって奪い取られてしまう。したがって工業生産力がいまだ幼稚産業の段階にある国々の場合、保護貿易・保護関税政策によって国内産業を保護・育成することが必要であった。保護貿易政策の必要性が、彼の国民経済の発展段階説の構想の中で、このように位置付けられ根拠づけられたのであった⁴。

同じく歴史学派の創始者のひとりとされるW・ロッシェーの場合には、経済学は歴史的方法に立たねばならないことを強調する⁵。それとともに彼は経済学を「国民経済の解剖学および生理学であるとする視点とともに、国民経済を「有機体」と理解する。そして国民経済は、発生・成長・繁栄・老衰の道をたどること、それらの視点に基づいて、「国民経済は歴史的なものであって、その諸制度は相対的なものであるから、これらの研究は歴史的方法のみが可能」であって、「国民経済の発展法則の学」は国民が何を追求し、何を獲得したかの記述であって、彼はそれに基づいて、生産要素の重要性を標準とした独自の経済発展段階説を主張した。すなわち「自然の支配的な段階、労働の支配的な段階、資本の支配的な段階」がそれである。そして最後の資本が有力な生産要素となる段階が最も幸福な時期ではあるが、それも永続するものではなく、やがて老衰期を迎えることになるという。彼は経済学の目的は「理想的状態を記述」することではなく、事実が発展してきた足跡を記述することにあるとするのであるが、実践的問題意識の希薄さのゆえにその発展段階論と国民経済の発展法則の接合は果たされなかったのであった。

歴史学派のもう一人の創設者はB・ヒルデブラントである。彼の場合も、スミス経済学の個人的・利己主義的傾向への批判を行い、経済学は「普遍的に妥当する法則を見出すことにあるのではなく、それぞれの民族に固有な経済生活の発展法則を見出す」ことにあるとする。それに基づいて彼は、国民経済学を歴史的方法による諸国民の経済的発展法則・発展の類型に内在する学として

⁴ 小林昇「フリードリヒ・リスト」（大河内一男編、前掲書所収）、『小林 昇・経済学史著作集』、「フリードリヒ・リスト研究」、1979年、未来社、住谷一彦、前掲稿、（『経済学大辞典』）を参照。

⁵ ロッシェー、およびヒルデブラントに関しては、白杉正一郎、「歴史派経済学、その(1)」、（前掲の、大河内一男編著、『経済学説全集』5.）、堀 経夫、前掲論文、などを参照。

再建しようとした。彼は交換手段やこれに関連した流通形態の変遷を基軸として、それに応じた経済・精神構造の変化をも含めた、「自然経済」、「貨幣経済」、「信用経済」という3段階を提唱した。とくに第2の「貨幣経済」の段階においては、それ以前の段階に比して前進を意味するが、各個人が孤立した状態で、自己の利己的な利益を追求して行く結果、個々人間での経済的弱者や、資本間の対立を生み出して行く。しかし「信用経済」の段階においては「人間をふたたび精神的ならびに倫理的紐帯によって結合させる」ものとして、信用の役割を重視するのである。彼の信用経済に関するとらえ方は多くの問題をはらんでいるが、「貨幣経済」における諸対立が労働問題の深刻化をもたらしていることと、その「解決」や「緩和」の必要を強く意識していたことは明らかであり、次に来る「新歴史学派」の問題意識を早くから持っていた点は注目される。

このように歴史学派の創始者たちの国民経済観やその発展段階論は、後発国の国民経済と国内市場形成論としての共通性は持ちつつも、実践的な問題意識の差等により、次第にその積極的な意味を弱めることになっていく。それはまたドイツの経済的発展自身が、独自の発達之道を切り開いていったことにより、国民経済学が掲げてきた課題を「実現」していったからであるし、さらには新たに解決を迫られる諸課題が台頭してきたことをも意味していたのである。

【新歴史学派】；19世紀60年代末～19世紀末ころまでに活動した「新歴史学派」に属する人々においても、国民経済のとらえ方や国民経済発展段階論の位置づけについては、旧歴史学派から基本的部分を継承したのである⁶。しかし、新歴史学派を特徴づけるものは、それぞれの経済発展段階に対応して異なった政策が必要になると主張したことであった。しかも、現実の経済が提起することになったものは、国民経済の成立と国内市場の形成そのものというよりは、その課題が達成された後に新たに発生した労働問題や社会問題に他ならなかった。これらの諸問題は、商品流通や国内市場の統一、そこでの工業化、産業革命の進展によって生み出されたものであった。新たな社会・労働問題の特質は次のようなものであった。

ひとつは、産業革命の進展によってもたらされた旧中間階層や中産階級の窮乏化の進展であり、農村の自営農民、都市の中小工業者、家内工業、手工業者、伝統的な小売商などの窮迫化であって、それによって社会不安の広がりが増著となっていったことであった。他方でまた、労働者層・階級の増大とその労働条件、生活環境の悪化を背景とした労働運動の活発化や、社会主義運動の急速な台頭がそれである。こうした社会・労働問題の深刻化を眼前にした場合、その解決こそが焦眉の課題であり、国家権力の介入・保護・救済こそが不可欠であり、そのためにどのような政策手段が有効であるか、とりわけ社会政策や社会改良政策をめぐる、激しい議論が展開された。

⁶ 大河内一男、前掲稿、「歴史学派」、小谷義次、「新歴史学派(講壇社会主義)」(『経済思想史辞典』、創文社)などを参照。

ここでは、現実の階級対立や社会各層間の対抗状況ともからみあっていった。さらには国家による積極的な「介入」、「救済」政策の正当性、根拠づけのために、国家・有機体説の主張や国家の「倫理的」性格が強調されることになった。こうして、新歴史学派にあつては、国民経済の発展段階論の位置は相対的に後退し、むしろ政策論・「社会政策」的対応のありかたの議論が前面に押し出されていくこととなった。

さて新歴史学派はこの問題の解決のために、どのような処方箋を提示したのか。3つの系譜・流れがあった。その主張の骨子を示しておこう。その第一は、アドルフ・ワグナーに代表される「倫理的」経済学または講壇社会主義と呼ばれる人々であつて、彼らは、社会・労働問題の深刻化に対して、上からの改良の政策を対置する。その内容は財政政策とくに租税政策の手段による社会改良であつて、上層支配階級（高額所得者、新興資本家層）に対する累進課税による所得再分配を主張した。第二は、ルヨ・ブレンターノに代表される少数派であつて、「左派」とも呼ばれ、シユルツエ・ゲーベルニッツもここに属していた。かれらは、社会改良の目標を、主として労働者自身の「自己救助 Selbsthilfe」に求め、労働組合の強化を通じて、自主的に自己の地位の改善をはかることを重視する。国家的保護や統制に対しては消極的であり、「下からの改良」路線を特徴としていた。

第三に新歴史学派の中間・主流に位置し、従つてまた「社会政策学会」の中心的勢力であり、その代表者はグスタフ・シュモラーであつた⁷。国民経済の把握については歴史学派の伝統的主張を継承した。シュモラーによれば、国民経済とは、近世の国民国家の成立とともに生まれたものであり、共通の社会的・文化的な紐帯によって結ばれた、国民による分業と交換によって作られる緊密な経済諸制度（国家の諸組織・行財政制度も含む）の有機的な統一体と把握されている。彼は歴史的・実証的方法を重視し、国民全体の利益の立場を強調し、社会問題の解決のための社会改良政策の提唱を行つた。シュモラーの社会改良の対象は、ワグナーやブレンターノとは異なり、社会の中産階級、中間階級の保護育成であつた。産業資本の確立や大資本による支配の影響を受けて、経済的に圧迫を受けた手工業者、中小商工業者、自営業の没落が進行している現実に対し、その没落を防止し安定を図ることが社会全体の維持につながると考えた。さらに近代的な経済発展とともに台頭・増大する熟練労働者や職員層、中間の官公吏層などの新中間層をも含めた、中間階級の維持とその経済的地位の安定をはかることによって、社会改良を進めることが資本主義的秩序の安定の梃となるとした。

⁷ G. v. Schmoller, Ueber einige Grundfragen des Recht und der Volkswirtschaft, 2Auffl. 戸田武雄訳、『法及び国民経済の根本問題』、有斐閣、昭和14年。G. v. Schmoller, Volkswirtschaft, Volkswirtschaftslehre und-Methode, (Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3 Aufl. 戸田武雄訳、『国民経済および国民経済学および方法』有斐閣、昭和13年。大河内一男、「歴史派経済学 その(2)」、『経済学説全集』5) 住谷一彦、前掲稿、田村信一、『グスタフ・シュモラー研究』、お茶の水書房、1993年、白杉正一郎、前掲論文などを参照。

このような社会改良政策の主体である国家権力は、正義の実現の代表者として倫理的なものであるとの前提のもとで、彼の主張が形作られている。これは彼の経済発展段階説と深くかかわっていた。その発展段階説として、村落経済Dorfwirtschaft→都市経済Stadtwirtschaft→領邦経済Territorialwirtschaft→国民経済Staate und Volkswirtschaftという5段階説を主張した。

それぞれの経済・社会政策を担う政治的主体の性格やその支配領域の観点からの発展段階論であり、そこでは特に、領邦経済への移行にあたっての領主権力や、国家・国民経済への移行における国家権力の役割が強調されている。その倫理的役割の重視がシュモラーの主張においてとくに際立っていたのであった。

【新歴史学派の衰退について】

これまでに見たように、歴史学派の経済発展段階論は、そもそもその出発点においては、国民経済の発展と関連させた対外的保護主義政策の必要と結びついて形成されたものであった。しかし19世紀後半とくに70年代以降のドイツ経済の現実からすれば明らかなように、すでにその課題であった国民経済の確立をほぼ達成・実現していたのであって、その点からいえば「国民経済発展段階論」のほんらいの使命は終わったというべきであろう。むしろ、国民経済の成立によってもたらされた新たな社会問題の発生、つまり労働問題の激化と手工業や自営農など中間層の窮迫・窮乏による社会不安の高まりに対し、解決策・対処策を提出することこそが課題であった。「新歴史学派」の諸潮流の主張や、その具体的実践としてのビスマルク・「社会政策」による社会改良主義的解決（社会保険立法と「社会主義鎮圧法」）は、しかし一方では労働者階級の成長と社会民主党の前進、階級対立の激化によって、他方では世界市場での競争にさらされている産業界からの社会改良のコストの負担に対する激しい攻撃をうけることとなり、国家の「倫理的」役割を重視する立場からの社会改良・社会政策は行き詰まり状況に追い込まれることになった。ビスマルクの失脚（1890年）は、その支持基盤の動揺・崩壊を如実に物語るものであった。さらに、歴史学派の潮流の中から生まれたマックス・ウェーバーによる新歴史学派の方法論に対する根源的な批判、すなわち経験科学と価値判断の混同や、価値判断の客観性の否定、「倫理的」経済学における社会改良の客観性の否定、従って社会改良への提案の「客観性」の拒否、これらの批判の前に、労働者階級や社会主義政党と産業界からの攻撃によって、事実上崩壊していた歴史学派の主張やその存在意義は、理論的にも急速に失われていかざるをえなかったのである⁸。

⁸ 「新歴史学派」の衰退について、およびその経済学史上の歴史学派の意義について並びにその影響（アメリカ制度学派や現代の後発・新興国経済発展論などにたいしての）をめぐっては、大河内一男「歴史学派」（同編、『統・経済学を築いた人々』、青林書院新社、1964年）、同、「歴史派経済学」（同氏編、前掲書）、J. A. シュンペーター、「歴史主義」（同、『経済分析の歴史』5、岩波書店、1958年、1694～1725頁）、小林昇、「歴史学派」（学界展望、『小林 昇経済学史著作集』、9巻、未来社、1979年）などを参照。

(2) 新たな経済発展段階の理論的認識へ

しかし、歴史学派をめぐる盛衰とその事実上の解体状況の中で、世紀転換期をめぐる経済発展の新たな段階の理論的認識の試みが、あらためて提起されることとなった。新たな段階の経済的な特徴は、国内的には重化学工業を基幹産業として、その生産と資本の巨大な集積と集中運動の進展、独占・寡占体制の成立による国内市場支配の確立、国内的には中小企業や家内工業、農業の経済的状況の窮迫化、労働者階級の労働と生活・生存条件の悪化・窮乏化、狭隘化した国内市場の限界を超えて海外市場を求めて商品輸出のみならずこれをさらに促進する資本輸出をめぐって、世界市場における各国資本間の競争が激化する。自由競争を基軸とした資本主義から新たな段階への移行期である。新たな資本主義の発展段階とその発展傾向を理論的に把握しようとの試みがなされることとなった。

そのような試みの中でも代表的なものが、R・ヒルファーディングの『金融資本論』（1910年）、W・ゾンバルトの「近代資本主義」（初版1902年、改訂増補版1916年、さらに「高度資本主義」論（同第2版第3巻1927年）や、本稿で取り上げるR・リーフマンの「証券資本主義」論（初版1909年、第5版、1931年）である。

1) まず、ヒルファーディングの『金融資本論』は、その序言にあるように、「最近の資本主義的発展の経済的諸現象を科学的に把握する試み」であって、「この諸現象を、W・ペテイに始まりマルクスにおいてその最高の表現を見出す古典的国民経済学の理論体系に組み入れるという試み」をおこなった。彼はこれに以下のような観点からアプローチした。『近代』資本主義の特徴をなすものは、かの集中過程であって、それは、一面ではカルテルやトラストの形成による『自由競争の止揚』において、他面では銀行資本と産業資本とのますます緊密になる関係において、現れる。この関係を通じて、資本は、のちに詳述されるように、その最も高度な且つ最も抽象的な現象形態をなすところの、金融資本という形態をとるのである⁹。そして、金融資本の急速な成長と多様な運動諸形態のゆえに、その運動の諸法則と機能を知ることが現在の経済的諸傾向を理解するために不可欠であるとする。このための理論的分析はこれらの現象の関連の問題に、従って銀行資本の分析および他の諸資本形態に対する銀行資本の分析に基軸的な位置が与えられる。そして、彼の体系は、貨幣と信用の役割の分析を基礎にして、第2編では資本の動員。擬制資本のタイトルのもとで、株式会社の理論、配当と創業利得、株式会社の金融、株式会社と銀行、発行活動が取り上げられ、次いで資本市場としての証券取引所が分析される。（彼は商品取引所をそこにおいて貨幣資本と商業資本との諸関係が具体化される場として特に一章を当てて考察している

⁹ R. Hilferding, Das Finanzkapital, Eine Studie über die jungste Entwicklung des Kapitalismus, 1910, (岡崎次郎訳、『金融資本論』、岩波書店、松井安信編、『金融資本論研究—コメンタール・論争点』、北海道大学図書刊行会。

こと、近年の原油や穀物に対する投機マネーの動きなどを見るにつけ注目される扱である。) さらにヒルファーディングは、産業の集積の進展とともに銀行資本と産業資本の関係のもつれあいや緊密化がカルテルやトラストの形成に導いていく諸契機とそこでの銀行の役割を解明している。

ところでリーフマンによるヒルファーディング評価について簡単にみておこう(詳細については、後にリーフマンの所説そのものの検討のさいに展開することとする)。リーフマンはヒルファーディングについて、資本主義の新たな段階における証券や株式会社の意義を強調した同時代の論者として、積極的な評価を与えていることは注目される。擬制資本の概念についても同様である。だがヒルファーディングの株式会社論の個々の論点や資本の動員について、創業利得論、証券の譲渡可能性などについてその論理に内在した検討を行っているわけではない。リーフマンとしては「証券資本主義」についてのみづからの著作の「先行性」の強調はあるが、ヒルファーディングの理論の「体系的検討」が行われているわけではないことは明確にしておく必要がある。リーフマン自身の基礎理論が効用学派に基盤を置いていることから、そもそも貨幣概念や資本概念について自らの概念規定との相違を強調することはあっても、理論的な検討がなされずに、ヒルファーディングの基礎理論としてのマルクスの理論体系に対して反発と攻撃が行われるにとどまっているのである。このような姿勢はゾンバルトに対しても部分的に妥当するものがある。

リーフマンがヒルファーディングの所説に堪して論評しているのは以下の点である(S.20)。まず、金融資本の定義に関連して、ヒルファーディングのFinanzierenの理解についてであるが、銀行または信用機関だけがFinanzierenするのではないことに注意を向けたいとする。この批判はリーフマンが「融資」について通例の用語法と異なって、創業資金の融資に限定することからの批判である。この点については後にリーフマンの独自の融資概念について述べるところで触れる。そのほかの断片的指摘としては、「物的資本の生産性」について、証券発行銀行Emissionsbankenは金融資本の特殊な型であり、これを一般化していることへの批判をおこなっているほか、ヒルファーディングは、リーフマンが特別な研究対象とした「参与と融資」、「証券代位」については扱っていないことの指摘がある。しかしながらリーフマンは、ヒルファーディングの著作は技術的、唯物論的、質的視点と経済的視点とを混同しているが、しかし著者は、観察力や抽象能力、体系的能力を兼ね備えており、ほぼ正しい現代資本主義の認識をその理論的基盤によって基礎づけようとしていると言えるとしている⁹。

2) ゾンバルトの「近代資本主義」および「高度資本主義」について

W・ゾンバルトの主著『近代資本主義』(初版1902年、2巻、第2版1916年、2巻、1927年、第3巻刊行)は初版で1,315ページ、第2版 2巻2,140ページ、3巻1,000ページを超える膨大な著作である。ゾンバルトの名は「高度資本主義」論によって周知のところであるが、この大著「近代資本主義」の課題は「端緒より現代にいたる全ヨーロッパの経済生活の歴史的体系的叙述」であ

り、ヨーロッパにおける資本主義システム・経済体制の起源とその発展について説明しようところみた壮大な体系である。小論はゾンバルトに関する研究を目的とするものではないが、リーフマンの所説やリーフマンが取り上げているゾンバルトの証券に関する説明を理解する上で必要な限り、ゾンバルトの所説の体系と特徴について触れておく必要がある。「近代資本主義」は第2版において、内容的にも資料的にも大幅な変更と拡充が行われているので、ここでは第2版3巻に沿って説明する¹⁰。）

- 1) ゾンバルトの経済学の中心概念とされるものは「経済体制」であり、経済のあり方は一定の経済的意思・心的態度・精神によって支配され、一定の技術の応用される場所の、経済生活の一定の組織であるとされる。この「経済体制」に歴史的に対応する「経済時期・時代」の概念を広範な資料をもとに統一することによって経済学が成立可能となるという。この経済体制概念をもとにヨーロッパの歴史を次の三つに区分する。①農民および土地貴族の自足的経済、②手工業経済、③資本主義、がそれである。
- 2) 「経済体制」としての資本主義について、
ゾンバルトは資本主義をいかなるものとして認識していたのであろうか。彼は資本主義を、交換経済の体制であり、そこでは、二つの経済集団つまり生産手段の所有者でありそれを指揮・管理指導する経済主体の集団と、経済客体としての無所有の労働者の集団が、市場を通じて結びつき、相互に作用しあって協働し、かつ、営利原則と経済合理主義が支配する経済組織であると考えた。
- 3) さらに近代資本主義の歴史的基礎、資本主義生成の基礎的諸条件として彼は以下の要因を重視する。資本主義を生み出した精神としての国家、技術（生産と輸送の革新）、貴金属・貨幣（市場に合理性、人間に営利欲と計算性を与える）、この三者が市民的富を形成し、財貨に対する需要の重大な力となり、ついには労働者と企業家を分出する。
- 4) 「高度資本主義」とはゾンバルトによれば、「経済体制」としての資本主義が純粹な支配力をもって全面的に展開された経済時期・画期にほかならず、18世紀・産業革命から19世紀にかけて、第一次世界大戦までの時期を指しているのである。（その前後が初期資本主義、晩期・後期資本主義） 高度資本主義についてのゾンバルトの分析は、1927年に刊行された『近代資本主義』第3巻『高度資本主義の経済生活』で行われている。

¹⁰ W. Sombart, Das Wirtschaftsleben im Zeitalter des Hochkapitalismus, Erster Halbband, Die Grundlagen, Der Aufbau, 1928, (梶山 力訳、『高度資本主義』、有斐閣、1940、本書は途中までの翻訳である。) ゾンバルトに関する膨大な研究があるが、ここでは参考とした邦語文献の中から以下のものをあげておくにとどめる。ただし、それらの中でも、信用及び証券について取り上げたものは極めて少ないのが実情である。木村元一、『ゾムバルト・近代資本主義』、春秋社、1949年、小原敬士、『近代資本主義の範疇』、青木書店、1948、戸田武雄、「ウエルナー・ゾンバルト」、(『経済学説全集』5)、重田澄男、「資本家的精神による経済体制—ゾンバルト」(『資本主義を見つけたのは誰か』、桜井書店、2002年。

ここにおいてゾンバルトは、高度資本主義の経済生活の基礎（第一篇）として「資本主義的企業家とその精神」、さらに「経済組織の地盤としての政治つまり国家の役割、内外にわたる経済政策」が、ついで「資本主義的生産技術」が考察される。それにもとづいてその経済生活の分析に進むのであるが、この経済生活は複雑な組織体として、さらに変化し発展する流れとして現れてくることから、組織体としての高度資本主義の経済の「編成」（第二編）を、資本、労働、市場に分けて分析し、資本主義経済が競争を契機として変動する「過程」（第三編）を考察している。

リーフマンの所説との関連でとくに注目すべき部分は、組織体としての高度資本主義の構成部分の一つとして取り上げられている「資本」項目における「貨幣資本」（第2編第2章）の中での「信用とその発展」についての分析である。その項目内容をみると以下のごとくである（Das Wirtschaftsleben, S,175～、邦訳、291頁以下）。

「一、信用の本質」（第14節）ではその概念、信用の種類、信用の限界、について、「二、信用経済の完成」では、銀行原理、証券原理、無現金的支払い原理が、「三、信用経済の歴史的発展」では信用経済の外延的かつ内包的発展（銀行、証券、無現金支払い取引）、最後に「資本主義経済に対する信用の意味」が取り上げられている。

つまりここでは、高度資本主義における信用経済の分析が行われ、その枠組みの中で銀行原理と並んで「証券原理」が取り上げられ、最後に「資本主義経済に対する信用の意味」をもって結ばれているのである。信用の分析したいについても興味ある指摘があるが、ここではゾンバルトの、証券制度、証券原理についての理解を見ることに限定する。まず「証券原理」について、(SS. 185-186、307-309頁)証券原理は債務（および債権）関係の完全な物化であり、それが証書として対象化されることである。この証書はいわゆる有価証券すなわち証券であって、それを所持していることによって権利が証明されるのである。この証書は代替可能な有価物であり、したがって譲渡の容易なものである。」(S.184-185、308-309頁)

「資本形成にとって特に重要な証券の種類は次のとおりである。‘(1) 貨幣券 Geldnote、紙幣、(2) 裏書き（譲渡）手形、(3) 出資証券（持分証券）、すなわちある資本の部分額から発生する利潤の取得にたいする権利が証明されている証書（有価証券）。こうした出資証券のうち最も重要なものは、①株券、すなわち配当証書、②社債、③抵当証券 [②と③利子証券] かような債務関係の証券化が信用経済の形成の上に持つ意味は証券の種類によってそれぞれ異なっている。’

ゾンバルトは証券の概念のうちで、貨幣証券（銀行券、手形等）と資本証券（株式会社債等）の区別を行っていない（この点はリーフマンによっても指摘されていることについては後述する）ことが特徴であるが、貨幣券や裏書き手形は譲渡の容易性と貨幣の役割を代替する役割によって、その利用範囲を拡大させること、それに対して、出資証券（持分証券）、利潤の取得に対する請求権が証明されている有価証券…ここでは株式と社債が同一の範疇でとらえられているのであるが…の場合、

調達にあたって単位額が細分化されているため、銀行信用を迂回することなく多数の人々から資本を調達することができること、貸し手・債権者は出資証券の売却によって容易に回収が可能となり、債権債務関係から離れることができるし、借り手・債務者はここで債務の返済・債務関係の解消を恐れる必要はない。こうして証券化は、資金調達の可能性とその範囲を拡大することができる。

さらにゾンバルトは「今日の信用経済の完成をもたらしたのは、銀行原理と証券原理、無現金支払い原理の結合」であるとし、銀行は証券原理にもとづいて株式銀行として現れること、さらに銀行は手形の裏書、引受手形の振り出し等によって、銀行業務の遂行が一層流動的となること、銀行による証券発行業務によって銀行自身が証券制度を支持・発展させること、また今日の銀行はすべて無現金支払取引原理を結合させており、それによって信用取引の一層の拡張を可能にしているとし、ドイツの株式預金銀行（信用銀行）はこの三つの原理を自らのもとに結合した存在として、強大な活動を行っていることを確認している（SS.188-189、311-312頁）。

その上で「信用経済の歴史的発展」が考察される。信用関係や信用取引の拡張、銀行制度のもとでの預金の増大、それによって銀行の信用供与が流信用からさらに「生産信用」（資本信用、固定資本信用）の供与をも可能としたことの意義が強調され、流信用と生産信用の供与を結合・統一したことがこんにちの銀行制度の発達の特徴であり、それはドイツの株式銀行において積極的に展開されていることを評価している（S.198-200、328-331頁）。証券制度が19世紀に公債発行から産業の証券制度へと発展していったことや、株式原理（有限責任、株式会社制度、少額面性等）の整備発達が分析されている。これに関連してゾンバルトは、証券制度の完成によってもたらされた証券の著しい普及の結果、「経済生活のまったく新しい構成があらわれる」とし、「経済生活はすべての信用関係の商業化、すなわち物化の過程を経験する」というがこのことは、信用関係の物化つまり「証券化」によって、証券化された商品が「市場」での売買取引の対象とされるようになったことを指している。このような証券制度の拡大を促進した要因として彼は、証券を「造出」する専門的な機関・組織（株式会社、株式・社債の発行にたずさわる動産銀行（クレディ・モビリエ等の）や株式信用銀行その他の種々の特殊な組織形態等）の大きな役割を指摘しているのである（S.200-202、332-334頁）。

信用経済編の最後に彼は「資本主義経済に対する信用の意味」を取り上げているが、そこでは、信用によって資本主義経済の著しい膨張を可能とし現実のものとしたこと、それとともに、資本主義的経済関係の「精巧さと複雑さKunstlichkeit und Verwickeltheit」を高めた、としているが、ここでの指摘は、周知のマルクス『資本論』3巻5編の「資本制生産における信用の役割」と基本的に共通した内容であるということが出来る。（ゾンバルト自身がその点を指摘している）。（S.222、371-373頁）。

以上、ゾンバルトの「高度資本主義」論と、「高度資本主義における経済生活」について、とくに

高度資本主義における信用経済と証券制度の意義と役割を中心に考察してきた。ゾンバルトの「近代資本主義」全体については、すでに多方面からの多くの批判検討が行われてきたが、高度資本主義そのものの内容については、その資本主義認識におけるゾンバルトに特徴的な「資本主義の精神」、「資本主義的企業家の精神」の重視（高度資本主義の原動力）や、国家による内外にわたる政策の役割の強調と近代の技術発展を基礎としたその経済的利用の意義の確認など、独自の把握の特徴が浮かび上がってくる。そうした基礎的な諸条件のもとで、資本主義は全面的な展開を見せるという理解である。ゾンバルトの資本主義認識の問題点（重田澄男・2002を参照）も明確にされることが必要であろう。さらにゾンバルトのいう高度資本主義とは、産業革命から第一次大戦までの時期を対象とするものであって、あまりに広範過ぎて、新たな経済発展段階の特徴把握としては適切とは言えないであろう。むしろその点に関しては「高度資本主義の経済生活」の分析で取り上げられている資本、労働、市場の諸領域に関する考察において、興味ある重要な指摘があるように思われる。とりわけ「資本」編の中での信用経済や証券制度に関する考察は注目に値するものであった。リーフマンがゾンバルトについて主として論及しているのはその点に関してであった。リーフマンの証券資本主義との関連では、むしろその点に考察の対象を絞っていくことが有益なものとなろう。リーフマンの証券資本主義論を取り上げる際に、ゾンバルトの見解についてのコメントを示すこととする。

II R・リーフマンの資本主義把握と発展段階論

それではリーフマン自身は、資本主義をいかに認識し把握しようとしたのであろうか¹¹。リーフマンは効用価値学説の立脚点から、ドイツに伝統的な国民経済学の主張やマルクス派の理論体系に対しても、さらにはゾンバルトの資本主義認識に対しても批判的な視点を明確にしていた。そもそも効用学派の流れ自体が歴史学派に対する批判的立場から誕生したといわれるように、歴史学派の国民経済論に対してその「没理論性」のゆえに明確な反対者であったし、マルクス派に対しては理論的かつイデオロギー的な拒否反応を明らかにしていた。さらにはゾンバルトに対しても、その「歴史学派的な痕跡」にたいしてのみならず、「資本」概念について、資本主義の段階区分の方法・段階区分の区別標識・メルクマールについても批判と疑義を提起した。

まず、リーフマンは、資本が存在し登場する形態・態様に着目して資本主義の種々の段階や体制の区別を考えることの意味を強調する。ここでは「資本」についての概念が問題となる。次に彼は、これまで「国民経済」と呼ばれてきた経済的画期を、二つの時期に区別することを提唱す

¹¹ 以下でのリーフマンの所説の検討は、R. Liefmann, *Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Eine Studie über den modernen Effektenkapitalismus*, 2 Aufl., 3 Aufl. および 4 Aufl. による。該当箇所をカッコ内にページを示すこととする。

る。このことは近代の経済生活を理解するために大きな意義がある、という。それぞれの時期Epocheを区別するメルクマル・標識は、それぞれの時期で生じた特徴的な資本の形態・種類である（SS.3-4）。それによってこれまで「国民経済」とか「資本主義と社会主義の接続期」とか呼ばれてきた「現在の時期」をさらに二つの時期に区分できるようになり、よりはっきりとした洞察を引き出すことが可能になるとする。リーフマンが提示しようとする「区分」は、経済史の区分を作りだそうというのではなく、ある特定の時期の経済組織をよりよく理解するための経済理論的認識の手段としてなのである。

リーフマンの経済発展の時期区分についての積極的主張についてみることにしよう。リーフマンは、独自に、資本の形態、種類。その利用（運用、投資）の状態を考慮して、経済生活の発展（国民経済の発展段階とは言わない）を、以下の時期に分けることができるとする（S.5）。

- 1) 自然的・実物資本主義 Natur-od.Sachkapitalismus
- 2) 貨幣資本主義 Geldkapitalismus
- 3) 証券資本主義 Effektenkapitalismus

このような時期区分は、時代の特徴を示す資本を取り出して、それを区別標識として分類したものである。彼によれば、それぞれの時代・時期への移行によって、前の時代・形式がなくなったり、すっかり新しい時代の資本に変わったりするものではなく、二つの資本主義が併存することもありうるとする。区別のメルクマルとして、資本概念の明確化が必要であるとするが、その経済理論は限界効用理論に立脚しており、主観価値説である。彼によれば、資本とは生産と収益獲得の手段（Produktions-und Erwerbsmittel）として定義できるとする。たとえば生産の手段としての機械は、それが実際に経済的収益をもたらすものとして役立てられる時に、したがって機械が用いられて財産の増加をもたらすときのみ資本なのである。つまり、資本とは、収益獲得の手段として、もっともよく定義されるという。「人間がそれによって収益を得ようとするものはすべて資本である」、「経済活動とは費やされた費用に対して、有用財 Genussguter（享益財）のより高い評価に基づく利益を追求することに帰着する」。その「評価」は、「効用」についての個人的・主観的評価によるものであるとされるのである。そして交換経済においては、限界効用・収益均等の法則に基づいて各種部門間に費用配分が行われ、各種商品の供給量が決定されるというのである。ひとことコメントしておく、ここではリーフマンが立脚している基礎理論や彼の資本概念について、当否を論ずることは目的ではない。証券資本主義論の内容を理解する上で必要な限りで、利益や資本について彼がどのように考えているかを確認しておけば足りる。以下、その資本主義の段階区分のそれぞれの特徴について聞くことにしよう¹²。

¹² 高橋泰蔵、「実物資本制・貨幣資本制・証券資本制」（新庄 博他編、『体系金融大辞典』、東洋経済新報社、1966年）、高垣寅次郎、『銀行論』、日本評論社、昭和5年。

(1) 自然的・実物的資本主義

この時代においては収益・利潤獲得の手段としての資本が、実物・物的財たとえば、道具・工具、機械などの実物的・自然的形態においてのみ現れるという特徴を有する時代・時期・段階が、自然的・実物的資本主義Natur-Sachkapitalismusであるという。リーフマンの実物的・自然的資本主義は、ヒルデブランドの自然経済とも、ビュヒャーの封鎖家庭経済とも一致しない。彼らの場合には基本的に交換のない経済、交換に基礎をおかない経済である。それにたいしてリーフマンにとって交換は経済学的前提をなすもので、交換過程の研究とのかかわりが経済学の主要テーマをなす (S.6)。交換経済のもとでこそ欲望や効用、その相互比較や配分が問題になるからであろう。そのうえで、自然的・実物的資本主義とは、収益獲得の手段としての資本が主要かつ支配的には、自然的・物的形態をとって現われる時代・段階であるという。この時代・段階においては、貨幣の存在が否定されない。しかしここでの貨幣は財貨交換の手段としての機能においては存在するが、「資本としては機能しない」時代・段階であるとする。あくまで収益獲得の手段としての「資本」がいかなる形態で存在し機能するかという視角から議論されているのである (S.5)。

(2) 貨幣資本主義

貨幣が主要な資本の形態として現れるのが貨幣資本主義の段階であるとリーフマンは言う。この段階では資本が実物的・物的形態とならんで貨幣の形態でも現れ、しだいに貨幣が支配的な資本の形態となる。物的・実物資本の段階においても貨幣は存在するが、そこではいまだ資本としては存在しない。貨幣が資本となるとはどういうことであるのか。貨幣資本主義への移行の契機となるのは、ひとつの交換手段が一般的交換手段になり、実物資本や富、財産が貨幣で貯蔵されるようになり、貨幣による利益計算とその比較可能性が生まれることによって、貨幣資本主義へと導かれるとする (S.7)。

貨幣が資本として現れること、または貨幣はいつ資本になるのかについてリーフマンの説明は以下のとおりである。すなわち貨幣が収益を得る目的で投資されることによって、つまり貨幣が消費の目的ではなくて、利益を得る目的で生産設備や生産手段、あるいは商業においては商品の仕入れに、さらには貸付において、投資されるときに、「貨幣は資本となる」ないし「貨幣が資本として現れる」という (SS.8-9)。これがリーフマンの説明である。

貨幣資本主義への移行にとって商業の役割は大きかった。そこでは売りの目的での商品の買いが行われ、商品を貨幣で評価し、貨幣での収益性の計算が行われるからである。商業において最初に貨幣資本の形態が登場するのと同じく、生産においても最初に貨幣資本の形態で現れ、それが生産手段等に向けられていく。貨幣資本主義の経営形態である企業においては、市場目当ての生産がつうれいであり、そこには大きなリスクが存在している。

貨幣での評価、収益性の計算、資本危険はこうして貨幣資本主義の特徴であるとする。さらに、一定の大きさの貨幣を所有することは、それを商工業に投資する可能性や収益に対する請求権を入手する可能性をもたらす。

ここに貨幣の貸付によって収益を得る可能性が広がっていく。その際には、もたらされた収益の一部を分け前として受け取ることを条件として貸付けが行われるのである。

貨幣資本主義はこのように、商業資本主義の時代からはじまり、商業・生産企業に広がり、さらには貸付資本の時代へと発展していったとする。したがって貸付資本の時代は貨幣資本主義のより発展した段階に属することとするのである。リーフマンは貨幣資本主義の貸付資本の段階においては貨幣の貸付を営む金融・銀行業と取引所 Boerse という組織を生み出すことを重視する。さらに、貨幣資本主義の下での商工業資本からは企業の持分権や株式会社による株券などの持分証券 Anteilseffekten が、貸付資本からは信用・貸付証券 Leih-effekten の今日的表現である社債が発展すると説明する。このようにして貨幣資本主義は次の証券資本主義の段階にとっての重要な二つの基礎を生み出したと述べている (SS.15-17)。

ここでリーフマンは、以下の点を強調する。国民経済的には、収益獲得の手段としての実物財・物的財のみが資本であり、それに対して、貨幣（や証券）は私経済的な意味においてのみ資本なのであるという。国民経済的・私経済的という概念とその区別は容易ではないが、この点はさらに彼の主観価値説と結びついていて、商品に対する効用の評価が基本としてあって、そのような商品を生み出す実物・物的財のみが「国民経済的」には資本なのだという。そして貨幣（や証券）を通じた実物的・物的生産への関与によって、貨幣（や証券）の所有者に対して、それぞれの経済的な地位に応じて、物的財・実物財によってもたらされた利益が分配される、とする。

貨幣（や証券）を通じた物的生産への関与とは何であろうか。彼は次のように説明する。実業家に貨幣を貸し付けたり、株式会社の社債を購入したものは、それによって借り手・債務者が物的資本によって目指した利益の一部に対する請求権を手に入れる。そしてそのような関係を通じて調達された貨幣が物的資本に投資されるならば、貨幣は「国民経済的」にはここにおいてはじめて資本になる (SS.16-17)。

このように「国民経済的」には実物的・物的財こそが資本であり利益・収益をもたらすのであること、貨幣や証券は、貸付や出資・投資によって、その利益・収益の一部分にたいする請求権に基づいて、利子や配当がもたらされる。このことを「私経済的」な意味における資本というのであろう。資本が貨幣資本や生産資本、商品資本などの形態において存在すること、資本循環の考え方からすると、まことに奇妙な説明なのであるが、リーフマンの主張はここからさらに、投資がどのような形態において行われるか、資金の調達や投融資がいかなる形態で行われるか、支配的な投資の形態に注目して資本主義の時代区分がなされているものと理解することが

できる¹³。

Ⅲ 証券資本主義

証券が主要な支配的な資本形態として現れる段階が証券資本主義である、とする。現代の資本主義を証券資本主義としてとらえようとする主張は、リーフマンの著作の第1版の刊行（1907年）によって行われたのであるが、それを契機としてその後、現代の証券制度に関する研究は盛んに行われるようになった。そして「資本の非人格化 Unpersönlichwerden des Kapital」であるとか、「流動的資本の優越 Vorherrschen des mobile Kapital」、「資本の証券化」などの諸特徴・概念は急速に広まっていった。しかし、リーフマンによれば、歴史学派の支配するもとでは、これらの現象の体系的な研究を試みたり、国民経済のまったく新しい発展の核心をとらえようとするものはいなかったが、最近になって、リーフマンの所説も一つの契機・刺激剤として、証券制度に関心をよせた研究が行われるようになってきた。それらのなかでもヒルファーディングとゾンバルトは注目すべき論者であった（S.19）。

ヒルファーディングについては既述したところである。ここではリーフマンがゾンバルトの議論の中でとくに問題であるとしている点に絞って指摘しておこう。

ゾンバルトの信用経済や証券に関する考察は、すでにみたところであるが、その要点として「高度資本主義的国民経済の発展傾向」についての彼のスケッチの中で、高度資本主義の構成要素としての資本、労働、市場のうちで、資本のうち貨幣資本の部分において、信用経済の役割を強調していたことに注目する。そこにおいて信用関係・債権債務関係が「証券化」されてそれが市場で売買される現象を指して、ゾンバルトは「経済生活の商業化」、また「資本の取引所化」と呼んだのである。そして高度資本主義においては、以下のような特徴的な現象が現れるとする。それは（1）債権・債務関係つまり〈信用の物化 Versachlichung des Kredit〉またはより一般的に、〈請求権の物化 Versachlichung der Forderungsrecht〉と、〈その有価証券への客体化〉が行われること、（2）これら請求権とその担い手の流動化・動化の過程が現出すること、（3）証券を作り出すという目的のための独立の企業の発達（株式会社の普及・発達、証券の売出し発行を行う銀行や金融機関など）をみることである（S.20）。

¹³ 高橋泰蔵氏は、リーフマンの所説について、次のように言う。「それぞれの資本の形態が、排他的にそれぞれの時代のみ存在したとみているのではない。それらはいわば理想型として考えられたものであり、それぞれの段階における資本の支配的な形態をなしていたものが何であったかを中心として構成された段階概念にほかならないのであるが、しかもこの区分は、最終段階としての現代を証券資本制としてとらえようとすることに関連して行われた区分であることに注意しなければならない」と。（高橋泰蔵、「実物資本制・貨幣資本制・証券資本制」、3-4頁）

こうしたゾンバルトの議論の中で、リーフマンが問題点として指摘するのは、「信用の物化」や、「請求権の物化」、その「有価証券への客体化」に集中的に現れていることであるが、物化と証券化ないし有価証券概念において、ゾンバルトは貨幣請求権と収益・利益請求権、つまり貨幣証券と資本証券の混同という誤りを犯しているということにある。たとえばゾンバルトは、【信用の証券への物化】において、以下の4グループを有価証券として一括しているのである。それは、裏書き可能手形 *indossable Wechsel*、2) 株券 *Aktie*、3) 銀行券 *Banknote*、4) 債券（債務証券）*Obligation* である。しかしこれらは、交換経済組織にとってはそれぞれ非常に異なった意味を持っているのであって、ゾンバルトだけでなく従来のすべての国民経済学が誤謬を犯したのは、貨幣証券と資本証券の間の基本的な区別についてであったとするのである。リーフマンによれば、貨幣証券としての銀行券や手形は、なるほどそれが有価証券への「物化」を示すものではあり、それによって貨幣の節約や通貨機能の拡大をもたらすが、経済組織の本質的変化をもたらすものではない。それは、所得分配に影響を及ぼすものではなく、個別経済の本質的な変革に作用しないし、何らの新しい組織原理でもない、というのである。所得分配への影響、個別経済の本質的な変革、新しい組織原理が生じるのは、資本がこんにち証券形態をとること、それによって生じることなのである。すなわち資本の証券化 *Effektifizierung des Kapitals* によってである。資本証券の下で初めて生じるのだということが強調される（SS.22-23頁）。

単なる請求権 *Forderungsrecht* の流動化ではなく、資本の流動化とは、請求権の物化として一括することはできない。資本の流動化は証券を通じて生じる。だから我々は証券資本主義について語るのだと。

ゾンバルトの〈経済生活の商業化〉についての概念は、国民経済や資本主義の、それ以上の区別を可能にするものではない。資本がとりうる種々の形態…有価証券の物化という考えよりも、貨幣資本主義と証券資本主義の区別の方が、国民経済的組織の明確な認識にとって一層役立つものであるということを強調する（S.22）。

このようにリーフマンの証券資本主義とは、資本が証券の形態で現れるということを示している。換言すれば「資本の証券化」が広く行われるようになる段階がそれである。「資本の証券化」は多様な意味内容をもったものとして理解されている。企業の資本調達に証券形態を通じて行われること、当然、株式会社制度が普及・発達することを踏まえてのことである。そこでは株式や社債の発行によって株式会社の資本調達が行われる。会社資本が少額片の株券に分割されていること、それによって広く社会的に資本を調達することが可能になる。投資を行おうとする人々は貨幣（資本）を証券に投資することによって、容易に投資の機会が与えられる。ここにおいて会社の資本は証券資本・株式資本として現れる。証券の発行によって調達された資本は、生産のために実物・現物資本の調達に向かうことになる。ここにおいて証券資本・株式資本は、実物・現

物資本とならんで存在するものとなる。(これは「資本の二重化」と呼ばれる事態である。あるいは実物資本にたいして株式資本は「擬制資本」ともよばれる。)
「資本の証券化」とはこのような内容をもつものとして理解される。

ところで「証券化」における証券とは何を指しているのであろうか。先にゾンバルトに関連して指摘したように、リーフマンは証券概念の明確化を主張する。これまで多くの人々が証券について語ってきたが、それらの多くは不明確な概念把握のままであるという。たとえば先にみたゾンバルトの場合、証券の中に、銀行券や手形、小切手、などの貨幣請求権と、株式や社債等の利益をもたらす、収益にたいする請求権とを合わせたものとして、「一定価値額の証券化」、「請求権の証券化」ととらえ、そこに高度資本主義の本質的な特徴をとらえようとしている。しかしリーフマンによれば、そのような理解は貨幣請求権の証券化と収益請求権の証券化の明確な区別が行われていない点で間違っていると批判する。決定的に重要なのは、貨幣証券（貨幣請求権の証券化）と資本証券（収益・利益の請求権の証券化）の区別であるという。そして「資本の証券化」や、「資本が証券形態で現れる」という証券資本主義の本質的なメルクマールとしての証券とは、資本証券を指しているとするのである。そして貨幣証券とは別に、この資本証券においてこそ「資本の流動化」がもたらされるとする。

資本証券は、利益（利子、配当）をもたらす請求権を証券化したものであって、株券に代表される持分証券 Anteilseffekten と社債に代表される貸付・信用証券 Leih-Krediteffekten からなり、貨幣資本の投資対象としての役割・機能を備えているとともに、代替可能性つまり市場での売買を通じて容易に権利の移転が行われるという性質をもっている。

まさに証券資本主義における「資本の証券化」、「資本が証券として現れる」とは、利益請求権の証券化について語られることであって、そこでは証券の代替可能性が大きな特徴をなしているのである。証券の代替可能性は、証券の売買流通を通じて、出資・投資者が容易に転々と交替が可能であり、そのことによって資本が一個の人格から完全に解き放たれる「資本の非人格化」、「非人格的資本主義」という現象を引き起こす。さらに証券の代替性は、証券に化体されているすべての資本、建物や工場、機械設備、鉄道などの「固定現物資本」のいわゆる流動化を実現する。

証券資本主義における「資本の証券化」の意義は、それ以前の段階つまり物的資本や貨幣資本にまだ証券形態が与えられていない時代と比較すれば容易に理解されよう (SS.24-25)。つまり「資本の証券化」がまだ発達していない場合、ある経済主体が経営のための資本を調達するには、特定の諸個人との人的結合関係を形成し、それにもとづいてはじめて出資（ソキエタス的・コンメンダ的結合）や借入が実現するし、投資先を求める人々は資本需要者と人的な結び付き・つながりを持つことによってはじめて出資・投資が実現する。出資や信用供与はいずれも人的な結合関係によってこそ可能になるし、そのことに制約されるのである。このように考えると、証

券資本主義における「資本の証券化」、証券の代替性は、資本の出資や貸付・信用取引における人的関係による制約を解き放ち、資本の需給の可能性を飛躍的に高めるものであったといえる。これによってリーフマンは「証券は投資にもっとも適した形態であり、同時に、貨幣資本調達のための最善の形態である」としているのである (S.24)。

このようにリーフマンは証券資本主義や「資本の証券化」、「証券の代替性」の意義を強調するとともに、証券資本主義によってもたらされる諸特質について以下のことを指摘している。

- 1) 「資本の証券化」が投資の可能性を多様化し拡大することである。投資家は多数の企業や公共団体の債権者となることができるし、多数の企業の持分所有者となることができる。同時にそのことによって投資のリスク分散の可能性も拡大した。投資家はいつでも債権者や投資家の地位をやめたり、他の投資家に交替してもらうことができるようになった。
- 2) 資本を調達する側からいっても証券発行により広く社会的に資本を集めることによって、社会的な資本の結合を通じて、人的関係に制約されていた段階には予想もできなかった規模の大企業や巨大経営の成立をもたらした。(当然このことは無条件に可能になるわけではない。新しい技術や生産方法の導入においても、それによる利潤・収益可能性によって規定されるものであることは言うまでもない。)

このように証券資本主義は、資本の投資や調達のあり方に大きな変化をもたらした。

- 3) 「資本の証券化」はまた、個々の出資者の資本の結合が強化・拡大されていくことにより、個々の出資者からは独立した「会社資本」としての性格をしだいに強めていき、多数の出資者が会社資本にたいする「資本機能」からますます切り離されて、いわゆる「所有と機能の分離」という現象をひきおこす。(リーフマンはこれについて、出資者が会社の経営や機能に関与することから解放される、という意味でとらえているが、結合資本の内部での経営権・経営参加権をめぐる対抗において、支配的・大株主によって群小・零細株主の経営への参加権が縮小され、事実上、出資者としての権利が剥奪されていくのであって、そのような視角から考察する必要がある。その結果、経営や機能から阻害され排除された個々の資本は、会社の収益の一部分にたいする請求権の所有者として、株券の譲渡・売却によって出資持分の回収を図るほかないものとなる。このようにして株式会社の支配集中機能は貫かれていくのである) (SS.29-30)。
- 4) さらに、収益請求権としての証券は取引所・証券市場での売買を通じて相場づけ・相場形成が行われ、その請求権の市場価格を受け取ることで、そこでは市場価格変動によっては、相場損失の可能性も生ずるとしている (S.27)。(しかしリーフマンの説明では、価格形成のメカニズムについての掘り下げた検討はなされていない。証券価格変動の基礎には、貨幣資本・貸付資本の運動・利子うみ資本の運動があるわけであって、その点の分析がなされないと、理

論的な「証券価格」や、現実・実物資本とは異なる株式資本の形成やその変動、さらには擬制資本や創業利得の解明なども困難となろう。)

- 5) その他、証券資本主義がもたらす問題としてリーフマンは、証券所有による不労所得層の増大と、それにたいして証券投資の機会から排除される労働者層との対立が深まることや、証券投機の弊害、過度の証券化のもたらす問題点などについての指摘を行っており (S.28)、それらにたいする政策的対応の必要性についても語られるのであるが、証券資本主義による積極面によってそれらの影の部分は相殺されてあまりあるものだとしている。

以上、リーフマンによる証券資本主義の基本内容についてみてきたわけであるが、その主張内容からいって、資本主義の発展段階を規定するような概念と云うのかどうかは、はなはだ疑問である。それぞれの段階や時代に特徴的な、支配的な資本の形態が区別の標識とされていたが、投資の形態や資本の形態は、生産のあり方といかにかかわっているのかの説明と合わせて論じられなければ、流通の形態に傾斜した議論と言わざるを得ないであろう。むしろリーフマンの証券資本主義論は、株式会社や証券市場の役割が増大する段階における「証券化」とそれによってもたらされた諸現象について独自に解明したものとしての意義をみとめることができるのではなからうか¹⁴。

以上のような証券資本主義についての「理論的」説明の後に、証券資本主義においてもっとも注目すべき現象ないしはメカニズムとしてリーフマンが注目する、「証券代位」に基づく参与と融資さらにはそれを専門的に遂行する「参与と融資会社」の問題に取り掛かるのである。次にその問題に進むことにする。

IV 参与と参与会社

リーフマンによれば、証券資本主義の本質的特徴は、1) 投資を求めている貨幣資本がますます証券に投資されるようになること、それにより物的・自然的資本が証券に化体されるという現象をもたらすのであるが、2) 投資資本の増大する部分が、容易に譲渡可能な証券形態においてあらわれるようになること、さらに3)、国民経済の中で、貯蓄のますます増大する部分が証券に投資されること、であった (S.38)。つまり証券資本主義における「資本の証券化」は、現代的な表現としては、直接金融化の拡大、証券形態による企業金融、個人金融資産に占める証券関連資産の

¹⁴ 後にリーフマン自身、その証券資本主義論について、歴史的段階を画するものという主張を後退させるに至った。「証券資本主義という概念は、私が初めから主張した通り、経済生活の一歴史的段階を示すよりも、もちろんそのように使っても良いのであるが、むしろ今日の流通界を特色付けている現象すなわち今日の国民経済において存在する資本の大部分が証券化している事実を示しているのである」と。(R. Liefmann, a.a.O., 5Auf. 1931)

比重増大に他ならない。

証券資本主義における「資本の証券化」は、資本の取引にかかわる二つのグループ・群に大きな影響・変化をもたらすこととなった。つまり、(1) 投資を求める貨幣資本所有者に対しては、投資の選択と分割について、大きな可能性を与えると同時に、今日のつまり20世紀初頭・世紀転換期の資本主義の段階に特徴的な、参与Beteiligungという現象をもたらし、それが急速に拡大したことである。次節で詳しく見るが、参与(ないし参加)とは、証券投資による証券保有を通じて証券発行企業の利益や経営に関与・参加することをさしている。さらに(2) 他面では、貨幣資本を求める企業等(資本需要者)にたいしては、資金調達・「融資Finanzierung」の手段・方法・可能性の著しい拡大と多様化をもたらしたことである(S.39)。

リーフマンによれば、「参与と融資」は、証券を媒介とする投資と資金調達にかんする二つの特徴として、証券資本主義がもたらした顕著な現象であるというのである。

彼がこのことを強調する理由・根拠は何であろうか。さらに彼は、「参与と融資」という目的をできるだけ完全に達成するために、特別な会社企業が形成されるようになったことに注目し、そのような会社を、「参与会社と融資会社Beteiligungs-und Finanzierungsgesellschaft」と名付けたのである。リーフマンの研究対象がこれである。それゆえにまず、その基礎になっている現象「参与と融資」を検討することが必要である、としている。以下、証券資本主義における「参与と融資」の意義について、「参与会社と融資会社」の役割について考察するために、その点に関する主張を見ていくこととしよう¹⁵。

【参与について】

まず参与についてであるが、物的資本の証券への化体(証券化)とその小断片への分割は、証券の取得や売却が容易に可能となることによって、経済的利害の著しい絡み合いをもたらすことになる。どのような経済主体や企業でも、他のどのような経営体Wirtschaftenの利得に参加・参与することができる状態におかれているからである。実際に、企業それ自身が、他の企業の証券に投資して証券を保有し、その企業の利益分配に参加することは以前には見られなかったことである。その意味では証券資本主義のもとでこそ発生した現象であり、しかもそれが急速に広がってきていることである。それによってリーフマンの指摘するように、経済的利害の著しい絡み合いが進展しており、その点からは「参与」現象の持つ意味は現代資本主義にとって相当に広範な問題を提起していることは否定できない。ところでリーフマンによれば、一般的には参与の概念

¹⁵ R・リーフマンの参与と融資会社について検討した文献・資料としては以下を参照。上田貞次郎、『株式会社経済論』大正14年。向井鹿松、『証券市場組織』総論、各論、丸善株式会社、昭和2年。江口行雄、『証券資本論』、森山書店、1937(昭和12)年、増地庸治郎、『株式会社』、昭和12年

は、持分権・出資持分 Anteil や株式の取得、共同経営者 Teilhaberschaft たることの取得のみでなく、債券・債務証券の取得によっても生じうるとしている。株式等の出資・持分権と債券の違いが無視されているのではなく、ここでは利益・利得への参加という意味で参与一般として理解されているのである。もっとも、広義の参与ということであれば、それは証券の取得によるだけでなく、直接の貨幣供与によっても、たとえば有限責任の出資 Kommanditisten や匿名組合員 stillen Gesellschafter になることによっても行われうる。しかしそこでは債権債務関係にしても、出資や組合員としての地位にしても、その基礎に人的な関係が形成されていることは明らかであり、そこでの「参加」にしても自由に行われたものではなく、しかもその所有の譲渡は著しく複雑なやり方でなければ可能ではなかった（ここではドイツにおける「鉱山保有組合 Gewerkschaften」が例として示されている）ことから、証券資本主義の下での「参加」の意義は容易に理解されるであろう。

リーフマンはここでは、証券取得の形態における「参与・参加」に考察を限定するとしている。証券形態での参与は、持続的な投資であり、利得に対する請求権の取得である。したがって短期的な証券投資・保有は、リーフマンの場合、対象からは除外されている。ここでの問題としては、今日では個々の経済主体に対して、証券資本主義においては、利得を求めて多数の他の経済主体が参加・参与できるという事実である。

そもそも証券への投資の最初の形態は、どの国でもそうであるが、公債への投資であった。それとらんで、土地所有者のための金融組合（地主金融組合 Landschaften）の負債整理、土地改良のための農業金融機関による証券発行、抵当銀行による不動産抵当信用に基づく抵当証券 Pfandbriefe への投資が行われた。しかし一般産業分野については、ドイツにおける証券化は、英米に比べて遅れていた。英米の場合は、株式会社制度の発展のための法的整備が進展し、持分証券・株式の普及が促進されたからであった。株式会社制度の発達にとっては有限責任制の原則による株式会社の設立の「準則主義」の導入が、一般産業分野への株式会社の普及を促したのである（SS.41-42）。

【2】参与の目的とその形態

ところで、ある企業が他の企業に参与するのはなぜであろうか、言うまでもなくその目的はきわめて多様である。現代であれば資産運用の対象として証券投資が大規模かつ広範囲にわたって行われていること、現代企業のバランスシートに占める保有証券資産のウェイトの高さについて、本業による利益とらんで金融収益の確保がきわめて重要な収益源泉をなしていることなどにかんしても言うまでもない。

しかしリーフマンが証券資本主義を主張した段階においても、金融的取引の目的での参与は広

く行われていたこと、後述するとおりであるが、それとやらんで、継起的な生産諸段階にある企業等にたいする参与の場合には、経済活動の安定や拡大の目的での参与が主要目的の場合も多かった。たとえば炭鉄業などにおいて、継起的な生産諸段階や関連産業にたいして、石炭産業や鉄鉱山業などの隣接する鉱区にたいする参与などに典型的に見られることであるが、原料調達及び価格の安定や販路の確保、利益の安定の目的での参与が広く行われた（SS.44-45）。また、参与が微弱なコンビネーションの形成や将来のトラスト形成の前段階としておこなわれることもしばしば見られたことである。また、参与の規模と参与の目的との関連も重要である。比較的に小規模な参与のケースでは、利益配当への参加がおもな目的であるが、より大きな参与の場合、当該企業間での重要な利害と深くかかわっていることが多い。たとえば両企業間の緊密な関係形成を目指して、その第一歩としておこなわれるケースや、危険の均等化、販売の割当、他企業のパテントや特別な設備の利用が目的である場合などがそれである。同業同種企業への参与のばあい、利害対立の緩和、利害の共通性・共同性への道を開いたり、カルテル契約による競争の排除が目的であったり、金融的な基礎上的共通の利益をめざして、「利益共同体 Interessengemeinschaft」の形成につながっていくケースも多かった。参与の規模が増大すればするほど、その企業に対する影響力が増大するのは当然である。半数以上の株式所有による参与は、完全なFusionの代替（合併費用の節約）である。完全な合併ではなく、相手・対象企業の形式上の独立性を残しつつ、経済的には実質的な共同を目指す理由は、将来の行動の自由、再分割や分離を容易にするためや、外国での支店設置のケースなど多様な目的に利用されることになる。さらには当該会社間での証券取引や証券保有、バランスシートの財産の所有変更や移動などのほかに、双方の会社間での債権債務関係をあいまいにしたり不透明にしたりするなどの財務的操作のためにも行われる。このように、参与はきわめて多様な目的のために行われるのである（SS.47-49）。前述したように、また今日でもそうであるように、非常にしばしば参与の目的は金融取引である。引き受けた会社の財務状態の改善や帳簿利得の獲得のためであったり、より大なる減価償却や秘密積立金の獲得を目指したり、他企業の証券を引受け発行プレミアムを獲得するなどがそれである。強制的性格の参与（債権取り立ての手段として）、銀行の産業企業への参与にその傾向が強いこと、多くの場合、銀行はその証券を永続的投資のためではなく取引目的のために所有する。それらの証券を可及的速やかに再び利益を得て売ることが目的である。この場合は継続的な証券保有が目的ではないケースである。しかし、リーフマンは近年の顕著な傾向として、銀行による永続的な参与が増加していることについて述べている（SS.50-52）。

証券資本主義の段階での参与の目的や形態が、このようにきわめて広範かつ多様なものであることは、以上の説明からも明らかであろう。

【「証券代位」にもとづく「参与会社」の成立と拡大】

先進資本主義諸国においては、このような目的（参与と融資、又は投資、支配、融資）をできるだけ完全に遂行するために、特別の会社が設立されるようになり、その傾向はますます強まり拡大してきている。投資会社、支配会社、引受会社、それに融資会社である。リーフマンはこのような会社の成立とその機能について、それが証券資本主義における顕著な特質をあらわすものとしている。とくにこれらの会社の共通した特徴は、「証券代位 Effektensubstitution」のしくみ・メカニズムを基本としていることである。証券代位とは、リーフマンによれば以下のごとくである（S.75）。

「他会社の証券（株式、社債）を取得する目的で自社の証券（株式、社債）を発行すること」、つまり、自己の会社の証券を発行して広く社会的に資金を集めるが、それによって物的資本を調達するのではなく、「参与や融資」の目的で、他の会社の証券を取得することを「証券代位」と呼ぶのである。代位される他の会社の証券は社債でも株式でもかまわないとされるが、もっとも大きな役割を演じるのは株式の代位である。このような証券金融技術・操作が行われる目的は、「参与や融資」の遂行であるが、具体的には次のような場合である。

第1は、「**投資会社 Kapitalanlagegesellschaft**」であって、一般投資家から調達した資金を安全で有利に運用するために多くの証券・銘柄に分散投資する場合であり、少額の投資資金を保有する一般投資家が投資リスクを回避するために、その投資運用を専門家にゆだねるようになるが、そのような機能を果たすのが「投資会社あるいは投資信託」である。第2は「**支配会社 Kontrollgesellschaft**」であり、会社支配の目的で、証券発行により資金を調達して被支配会社の株式を取得する場合である。とくに企業支配のみを遂行する目的で設立された会社は、「支配会社」、または純粹持ち株会社である。事業会社が持株会社機能を兼ねる場合も多いが、企業の支配の目的のために設立され証券代位によって会社支配が行われるケースである。第3は、「**証券引受会社 Effekten-Übernahmegesellschaft**」であり、これは会社の経営状態や事業内容などの理由から、一般投資家から直接に証券発行によって資金を調達することが困難な場合に、それにかわって証券発行を行い資金を調達し、その会社の証券を引受けて所要資金を供給してやる場合がそれであり、これを「引受会社」と呼ぶ。新技術・事業分野への進出の場合や、リスクの高い分野等で証券の発行による資金調達が困難な場合に、信用力の高い会社がこの引受会社を設立して資金調達を支援するケースがこれである。さらにこの引受会社が、自ら会社を設立して創業資金の供与まで行うことも広く行われるが、その場合の証券代位会社は「**融資会社 Finanzierungsgesellschaft**」と呼ばれる。これについては次節で取り上げる。

このように、投資、会社支配、証券引受や融資という目的で証券代位によって資金を調達して他の会社の証券を取得・保有する特別の会社が多数成立し、証券資本主義において大きな役割と

影響をもたらすこととなった。このような会社をリーフマンは、「証券代位会社 Effekten-substitutionsgesellschaft」と呼んだのである。そして証券代位によって他の会社の証券を取得することを目的とする会社形態として、さきに挙げた投資会社、管理・支配・持株会社、引受会社、融資会社がそれぞれ生まれたのであった。とくに発達した国々の中で、イギリスにおいては投資会社（投資信託、インベストメントトラスト）が、アメリカにおいては持株会社（管理・支配会社、ホールディングカンパニー）が、ドイツにおいては融資会社（引受会社も含めて）形態がもっとも大きく広がったこと、これはそれぞれの国の金融・銀行・証券制度の発達の相違や、法律制度の相違とかかわっているものと考えられ、きわめて興味ある事実である（SS.79-80）。

純然たる証券代位会社が、投資、支配、引受、融資の複数の機能・性格を持つ場合も、たとえば投資会社と支配会社など、多かつたわけであり、さらには産業・事業会社が、投資・資産運用、持株支配、新規事業への融資や証券の引き受けを行う場合なども、今日においても極めて一般的に見られる事態であることは言うまでもない。ここで問題なのは、このような証券代位会社の成立の背景や根拠についてであるが、金融・証券制度の発達の相違や法制度上の要因等が考慮される必要がある。さらにまた証券代位会社が金融・証券制度に及ぼす影響であるとか、各種の金融媒介機関その他の関連をより明確にする必要があろう。証券化のメカニズムは、市場を媒介とする多様な証券関連の機構を登場させること、それらの果たすべき役割が問題となるからである。このことは現代の証券化メカニズムの解明につながる論点である。

V 「融資」と「証券代位にもとづく融資会社」の成立

資本の証券化は、このように投資を求める貨幣資本家に多様な種類の投資の機会や、各種の企業の利益への参加、他の会社を支配・管理する可能性などを広げるとともに、資本調達を求める際の証券による調達の可能性をも大きく広げることとなった。ここでは「融資」についてのリーフマンの主張を取り上げる。資本の証券化や証券資本主義が未発達な段階では、資本の調達は投資家との人的な関係に基づいて初めて可能であった。投資家・出資者は資本調達者との人的な信頼関係にもとづいて出資を行うのであるから、経営が軌道に乗らない場合や経営方針をめぐる対立が生じたりした場合に、出資をやめて資本を引き揚げることは、経営それ自体の基礎を動揺・崩壊させかねないこととなるために、きわめて困難なことであった。証券化・証券資本主義以前には、大規模な資本結合により企業の規模拡大を行うには、資本の調達において大きな困難と制約が横たわっていた。これにたいして、資本の証券化・出資持分の証券化によってはじめて、出資持分の譲渡の可能性、出資分の回収の可能性がひらかれることになり、従ってまたこの譲渡の可能性がひらかれたからこそ、人的な関係を超えて、広く社会的に資本の動員・調達の可能性が

拡大したのである¹⁶。

ところでリーフマンは、「融資Finanzierung」の概念について、通常用語法で行われている資金調達や貸付とは概念的に明確に区別すべきと主張する (SS.84-87)。というのは第一には、彼によれば融資という概念を金融一般と同義に使用するのではなく、長期の資金調達に関することとして明確にする必要があるというのである。これによって原材料の仕入れの際の流通信用の利用、手形の割引による信用供与とは異なって、長期の設備資金の調達つまり企業の資本規模の拡大をもたらす「資本信用」と関連するものと解すべきであるというのである。第二に、融資概念については、企業の創業もしくは拡張に関連する内容として理解することが必要であるという。リーフマンの言う融資とは、企業の新設や拡張のための有価証券による資本調達であり、手形を用いた事実上の長期貸し付け、たとえば銀行引受手形の更新による産業金融などは除外される。このように融資概念を限定することによって、融資の本質を企業の創業や拡張のための証券形態による貨幣資本の調達と考えるのである。このような指摘は、資本信用と証券発行の関連をめぐる重要な理論問題にほかならないものである。

【創業発起、引受、発行と融資について】

融資の概念をこのように明確にしたうえで、次にこれとしばしば混同されることの多い二つの概念との関連・異同についても述べている。それは創業 (Gründung) と発行 (発行売出し Emission) との関連である (SS.87-93)。

創業とは会社を設立 (創設) Errichten することで、会社を設立する人を創業者Gründerと呼ぶ。創業が現物出資で行われても現金の払い込みで行われてもそれは問わない。ただし、現物出資のみでの創業、たとえば個人企業から株式会社への組織変更の場合、ここでは融資は必要とはならない。つまりこの場合は創業はあるが融資はない。これに対して現金出資のみで創業が行われる場合には創業と融資が同時に行われることになる。ところで法律的には会社の設立 (創業) には、同時設立 (Simultangründung) と漸次設立 (Sukzessivegründung) がある。前者は創業者 (発起人) が株式の総数を引き受けることによって会社が設立されるもので、これに対して後者の場合、株式の公募によって会社が設立されるので、創業者 (発起人) の株式引受とは関係がない。ドイツでは同時設立の制度が採用され、英米では漸次設立が一般的である。ドイツの場合、創業と融資が同時に行われるから、融資が重要なものとなるし、融資が行われるか否かが創業の成否を左右することともなる。それゆえにドイツでは融資の問題が重視されるのだという。リーフマ

¹⁶ G・エドワーズは、このことを指して個人的資本主義から証券資本主義への移行というのであるが、彼の証券資本主義論とは、リーフマンの言う証券資本主義と内容的にはほぼ同様である。しかし彼の著書ではなぜかリーフマンへの論及がなされていない。Edwards, Georg W., The Evolution of Finance Capitalism, 1938を参照のこと。

ンが「融資」に関してこのように明確化する必要を強調するのは、会社の設立に関する法制上の事情が強く影響していたとみることができる。実際に融資を専門的に行う証券代位会社は他国ではあまり見られないが、ドイツではこの形態がきわめて重要な役割を果たしたからである。

次に、融資と「証券の発行・売出し」についてである（SS.91-94）。

融資を行うものが被融資企業に永続的に参与するとは限らない。むしろ融資者が銀行である場合などでは、融資によって取得した証券を可能な限り速やかに、高い利得を得て転売却することを目指すことが多い。したがって融資は、ある企業の証券の買いであり、他面ではまた融資によって取得した証券の売りと密接な関係を持っており、証券取引の一種なのである。この証券の売り・販売がすなわち証券発行・売り出しEmissionである。ここでも融資と発行・売り出しとの区別が必要になる。たとえばゾンバルトは「新しい証券を生み出す行為が発行である」（『19世紀のドイツ国民経済』、S.226）とし、アドルフ・ウェーバーは「発行業務とは法律的にいえば、有価証券によってあらわされている資本額を調達し、仲介する法律業務である」と説明しているが、いずれも当を得ていないとする。むしろドイツの法律学者たちが商法典に基づいて、「発行する」という言葉を「流通に投ずる」という意味において用いているのは正しいとする。証券の引受と発行は全く別のことであり、証券の引受は融資の一種である。したがって発行・売り出しとは「証券を流通に投じる」というドイツ商法典の定義が最も適切であるという¹⁷（SS.91-92）。やや形式論に傾斜した煩瑣な議論のようにも思えるが、このように融資と発行・売出しは、リーフマンによれば概念的に全く異なるもので、融資を行うことと証券を発行・売り出すことは全く別個のことであるということを確認することは、証券資本主義の諸現象やメカニズムを理解する上で不可欠のことであるという。たとえば銀行は融資をするが、その融資資金を直ちに証券発行によって回収しようとするか、融資先企業の経営状態が順調に軌道に乗ってから証券発行を行うかは、それぞれ独自の判断によってなされることは明らかである。このように、融資と発行・売り出しとははっきりと区別されることなのである。また協調融資団を形成して融資を行う場合、引受シンジケートを形成して引き受ける場合、それぞれの活動と、証券を発行・売り出すことがイコールではないことなども自明のところであろう。

【融資活動の担い手・主体】

融資活動を行う担い手・主体としては、多くの場合、銀行がその活動の中心を占めるものと考えられる。しかし今日、銀行の助けを借りないで融資を行う主体が登場していることにも注目する必要がある。リーフマンは融資活動を行う主体として、およそ以下の3種類のものが挙げられる

¹⁷ 江口行雄『証券資本論』327-329頁

としている。それは銀行・銀行家、生産・商業企業・運輸企業等の一般産業企業、さらに融資活動を特別な目的とする、証券代位にもとづく「融資会社」がそれである。

まず銀行または銀行家は、他人によって創業された企業や他人の提案によって銀行が創業した企業に対して融資する（SS.95-97）。ドイツの銀行はこの融資活動を自ら積極的に行ったことで知られるが、銀行が新規の企業に対して融資を認めるのは、その活動を契機として、さらにそこから正則業務としての能動・受動の信用取引、交互計算取引が成長・発展することを期待するからである。さらには創業融資によって、莫大な創業利得の獲得を目指すからである。20世紀初頭のベルリン大銀行の総粗利益の15～18%は証券や共同参加からもたらされたという（S.95）。いわゆる預金銀行業務、正則銀行業務と融資活動や証券業務一般との結合の危険がしばしば強調されるが、それは一面では証券の発行・売り出しによって回収することを前提にして、そうでなければ融資に慎重になるような信用供与をも積極的に展開しがちであることと、融資を行った企業の証券の売出しが困難になった場合に、銀行資金の固定化や流動性の悪化に見舞われることにある。さらに証券投機が銀行信用に支えられて、過度投機が促進される危険も指摘される（S.96）。

リーフマンはドイツの銀行の兼営制には批判的である。「ドイツに特徴的な融資業務と正則銀行業務の結合は、所得の資本形成への行き過ぎた流入（吸収）をもたらし、これによって恐慌の発生を容易にすることには疑いの余地がない」とのべている。銀行が融資した企業の株式を売り出さないというケースについて、今日では珍しいことではないが、以前にはそのようなことは、創業が金融市場の沈滞状態の時期にあたっていて、発行・売り出しによっても証券の買い手が見いだせないような時に生じた。しかし今日では、銀行が融資先企業の株式の一部を保有し、売出価格・相場以上に価格を吊り上げ発行利得を得ることを目的としたり、その企業に対する影響力・支配を及ぼす目的で株式を所有することは全く広く行われることである（S.97）。

しかし一般的には銀行は、融資を行った企業の証券を出来るだけ速やかに市場で売却しようとするであろう。とりわけ銀行・銀行家が短期の資金の基礎のもとで融資を行った場合にはそのことが当てはまるであろう。だが、銀行の融資対象が拡大していき、融資企業の証券が市場で直ちに売却することが困難なケースが増大していった場合や、銀行の融資が資金の長期にわたる固定化や銀行流動性の悪化をもたらす危険性が増大していく場合には、そのような企業の証券を引受けたり、融資を行うことを目的とする特別な会社が設立される必然性・背景が容易に理解されることになろう。第一次大戦前のドイツでは、電力・電気産業、地方・市街地鉄道、鉱山業、巨大製作所、建設業などの分野では創業・融資資金の調達と証券の発行・売り出しが直ちには結び付かないケースがむしろ一般的であり、そのような場合には銀行資金の固定化を回避するために、融資にたいして銀行が消極的にならざるを得ない事態も生じた。

このような場合、産業企業が自ら融資を行うことも必要であった。電機産業における大企業、

AEG、ジーメンス・ハルスケは電気会社、発電所、蓄電池製造会社はじめ膨大な関連企業の設立が製品の販路拡大と電機産業全体の拡張のために必要であった。産業会社が自ら融資者としても登場した代表的なケースがこれである¹⁸。しかし産業企業による融資活動の展開は、事業活動によって圧迫要因であり、資金の固定化や証券保有の増大によって負担を増大させることとなったために、融資活動を特別の目的とする融資・引受会社の設立の必要性が高まることとなった。

銀行にとっても、「融資業務と証券発行・売出し業務が順調に・好都合に結合しないで融資者の資金がかなり長期に固定化する場合には、それら融資業務・証券発行・売出し業務を本来の銀行業務から分離し、証券の速やかな売却が困難な企業の融資を専門的に営む特別な会社を設立しようとする努力がますます求められることとなった（S.97）。ドイツにおいて融資会社が大きな役割を演じたのは、銀行及び産業企業の双方の側からの、産業発展のための融資の課題をいかに解決するか模索の中から、双方の共同利害として、創業融資資金を調達する特別の会社を設立したのである。この会社は自らの証券発行によって創業融資の資金を調達し、融資先企業の証券取得と引きかえに創業融資を行うのであって、証券代位にもとづく会社であり、このような会社をリーフマンは「融資会社Finanzierungsgesellschaft」と名付けたのである。

これら融資会社は、背後に大銀行と大会社の後ろ盾を擁するために、その証券は市場で良好な消化・流通が可能であった。また、融資会社はあくまで融資が目的であるが、それによって経営が軌道に乗った段階で発行・売出しが行われることも多かったのであり、あるいは支配会社として株式保有にもとづく会社支配を実行する「融資・支配会社」としての機能を果たすことも多かった（SS.104-110）。

VI 証券資本主義論から現代の証券化・セキュリタイゼーションの解明に向けて —結びにかえて—

以上、リーフマンの所説にしたがって、証券資本主義とそこにおける証券代位にもとづく特別な証券代位会社である「参与会社と融資会社」の成立の背景やその役割、意義について考察した。

証券資本主義のもとでの「資本の証券化」は、リーフマンの説くごとく資本取引の領域、とりわけ長期の投資資金の調達をめぐる、固定資本の設備投資が大きな問題として前面に現れる資本主義の発展段階に対応するものとして、投資家側と資本調達側の双方にたいして、きわめて大きな変化をもたらすものであったと言える。いわば、銀行信用中心のシステムの限界を打破して、

¹⁸ 抽稿「ドイツ電機工業の独占形成過程」上・下、(北海道大学『経済学研究』、第20巻4号、第21巻4号、1971-72年)は電機工業における融資と支配をめぐる銀行と産業の関係、さらに独自に融資会社を設立して、証券的機構を構築し、A. E. G. とジーメンスを頂点とする電機コンツェルンの形成過程を解明したものである。

証券を媒介とする直接金融システムの展開・拡大をもたらすものであった。株式会社制度の一般産業分野への拡大と、公債取引中心の取引所が産業証券のための証券市場へと発展していったこと、これに対応して銀行を中心とする信用制度の側での貸付可能な貨幣資本の累積、貯蓄性預金の増大などのもとで、投資と資金調達の変遷が進行したのであった。経済・産業構造における重化学工業化やそこでの経営の規模拡大が、企業・資本集中運動の展開と複雑に絡み合いながら、独占・寡占体制の成立に向けた激しい企業間競争の中で進められていった。リーフマンの証券資本主義論は、このような現実を背景としていたものであり、証券に着目して、その経済的な諸特徴や諸機能に考察の力点を置いたものであった。「資本の証券化」や「代替性」、「資本の非人格化」、「資本の流動化」などの諸概念を明らかにしたこと、それによって、現代資本主義の証券を中心とした諸特質に光を当てるものであったとの評価が可能であろう。

もちろんその主張については、基礎理論そのものや、独特の資本概念などについての批判は必要であろうが、証券資本主義それ自体に関して言うと、株式価格はじめ証券の価格変動論の展開がきわめて不十分であることについては指摘しておかなければならない。理論的な関心がそこに向かっていかないというだけでなく、彼の議論には貸付貨幣資本の運動や利子率形成の議論が欠落していることが、このことにかかわっている。利子うみ資本や擬制資本などについても同様である。むしろ彼の関心は、証券を通じた投資や融資、資本調達メカニズムの問題にあったからであろう。

証券資本主義の下での、「証券代位会社」、「参与会社と融資会社」の成立の背景やその意義についてはどのように理解されるべきであろうか。証券資本主義における「資本の証券化」が、投資と資本調達の双方に注目すべき変化をもたらしたことについての彼の指摘については、既述のところであるが、証券化・セキュリタイゼーションの進展と拡大の過程で、新たに発生した課題の解決を担う役割を果たす組織・機構として、証券代位にもとづく「参与と融資会社」が注目されたのである。このことは、証券が持っている諸機能、役割とかかわっているものと思われる。いうまでもなく証券は「投資の対象・手段」であり、「融資や調達の手段・対象」であり、株式の場合は「支配の手段」でもある。証券への投資にはリスクが避けられないが、証券資本主義にとって、一般投資家層にまで証券投資を拡大するためには、リスクや証券についての専門的知識をもった機関に依存して運用を委ねることが不可欠となる。投資会社や投資信託はこの問題を「解決」するものとして成立したものであり、リスクの縮減を目指して危険分散が図られるのである。企業の資本調達は、自己金融とともに、間接金融や直接金融の方法で行われるが、証券を媒介とする調達は、その意味で資金調達の可能性を著しく拡大したのである。優先株や無議決権株、転換社債、新株引受権付き社債などの証券種類の多様化が、投資家や調達者側にも大きな選択可能性を与えることとなった。「融資会社」及び「引受会社」は、証券発行による創業資金調達が困難な

企業や分野において、銀行もリスクの大きさから融資に消極的にならざるを得ないが、産業全体の発展にとって不可欠な分野での「融資」を可能とする機構であった。ドイツの例として、大銀行と大企業の後ろ盾・支援によって「融資会社」が設立されたことについても、指摘したところである。企業支配をめぐって、企業内外での熾烈な対抗関係の展開する中で、株式所有による会社の「支配」を目的とする「支配会社」・「持株会社」は、支配資本の節約と支配の安定に大きな役割を發揮するものであった。つまり証券代位に基づく「参与と融資会社」の展開とは、以上の説明によって、「資本の証券化」・セキュリタイゼーションの進展に伴って生じた新たな課題に対応するものとして登場し、注目すべき役割を果たしたことが明らかであろう。

そこではいずれも「証券代位」という方法が採用されていたことが特徴的であった。そのことをどう理解すべきかが問題である。証券代位は、証券の信用度、収益可能性、リスク評価などの証券に固有の質的差異の存在するもとの、より評価の高い証券によって、市場性のより低い証券を代位したり、リスクの低い証券によって危険分散のために多様な証券に分散投資したり、持株支配に証券代位を採用して支配資本を節約するなどを可能とすることによって、「資本の証券化」・セキュリタイゼーションの進展をいっそう促進する役割を果たすものであった。このように理解することができるであろう。

最後に、これまでに見た証券資本主義の論理や証券代位による参与と融資会社の役割についての理解を踏まえて、現代のセキュリタイゼーション問題の分析・解明にとって、どのような課題が浮かび上がってくるか、いくつかの問題点を指摘することとしたい。それによって、サブプライム金融危機論に接近するための手がかりを探してみたい。

まずは、今日のきわめて多様でかつ複雑化している証券化商品のおびただしい膨張についてである。現代の管理通貨制のもとの過剰流動性の累積メカニズムは、国内的・国際的なチャネルを通じて創出される過剰資本の運用先の拡大と多様化をはからざるを得ない状況にあるし、金融商品開発をめぐる激しい競争がその背景にあることはいうまでもない。サブプライムローン債権もそこに含まれる各種債権の証券化を始め、債務の証券化、さらには証券化商品をもとにさらに新たな証券化商品が創出されているが、その膨張のかなりの部分が、証券をもとに新たな証券が創出されるメカニズムに基づいているという事実注目する必要がある。これはまさしく、「現代における証券代位の展開した姿」にほかならない。指摘したように、証券の特徴である信用度や収益可能性、リスクの度合いなどの証券の質的差異を、あらたな証券化商品の創出によって「分解」、「変容」させられて、証券化市場の拡大がはかられているのである。現代の投資銀行の「証券化ビジネス」によって行われている、「証券代位による証券化商品創出のメカニズム」にメスを入れて、その商品の真の姿を広く「情報公開」するとともに、「格付け・評価機関」の役割と責任の明確化が不可欠のものとなっている。

このこととかがわって、今日における「証券代位会社」の展開の現実について具体的に分析する必要性についてである。証券化の進展状況から容易に推察できることであるが、投資会社・投資信託や、融資・金融会社、持株会社などの古典的な証券代位会社にたいして著しく複雑化し、はるかに多面的な証券化ビジネスを展開するものとなっているからである。しかも今日においては、純粋な証券代位会社としてよりも、事業会社による証券代位関連業務が展開されていること、企業支配・持株支配の目的とも当然絡み合っていることである。このことを、従来までの「金融媒介機関」分析の成果とどのように連携して展開するかが大きな課題である。また、近年、急激な拡大を見せている、ヘッジファンドや各種の投資ファンドの活動とその役割の分析も急務である。

さらに、証券化や証券化商品の膨張とその動揺は、資産運用に関連する広義の金融機関だけでなく、一般企業や、地方公共団体、財団、教育機関をも巻き込んでその影響が深く広がっている。現代における証券化・セキュリタイゼーション研究の対象もそれにしたがって拡大しているのであるが、なかでも決済システムを担う商業銀行システムがこれによって深刻な動揺の淵に立たされていることは重視しなければならない。証券化の進展は商業銀行の業務展開構造にも大きな影響を及ぼしているだけでなく、自ら積極的に証券化の進展を促進するものともなっているからである。ここでは古くて新しい「銀行と証券の問題」が改めてクローズアップされざるを得ない。その際、今日における「信用代位」と「証券代位」の構造的連関についての分析が求められることとなろう。

(2008年11月27日、脱稿)