

(研究ノート) 現代資本主義の蓄積様式とデリバティブ市場

高田太久吉 (参論倶楽部)

はじめに

1970年代以前にはほとんど存在しなかったか、あるいは違法であった金融デリバティブ取引(本稿では、特に断らない限り商品デリバティブではなく、先物、オプションおよびスワップを中心とする金融デリバティブを問題にする)は、2000年代初頭には総額(想定元本ベース)で200兆ドルを超える世界最大の金融市場に成長した。現代では、国際金融活動に従事する金融機関や機関投資家、さまざまな通貨建ての取引に従事する多国籍企業だけではなく、それほど深く国際経済に組み込まれていない中小規模の金融機関や企業を含めて、何らかの種類のデリバティブ取引を利用しない企業は存在しないといつてよい状況になっている。

しかし、デリバティブとは何であるかについて明確な定義は存在しないし、この膨大な規模に成長した市場が現代資本主義の蓄積様式とどのように関連しているのかという重要な問題について体系的に解明した研究は筆者の見る限り存在しない。デリバティブに関する解説書のほとんどは、スワップやオプションに代表されるデリバティブ取引の仕組み、価格、損益等についての数学的・技術的な説明に終わっている。

デリバティブ市場は、後述するように、現代資本主義の蓄積様式の変化に照応した信用制度の発展から歴史的に派生した市場であると同時に、新古典派経済学の応用分野としてのファイナンス論および金融工学の目覚ましい発展によって「人為的に」作り出された市場でもある。多くの専門家が認めているように、1970年代におけるファイナンス論、とりわけブラック＝ショールズモデルに代表されるオプション理論の画期的な発展がなければ、現在の規模のデリバティブ市場は成立しなかったであろう。

しかし、現代ファイナンス論(効率的市場論、CAPM、株価のゴードンモデル他)も、その理論的基礎としての新古典派経済学の教義も、今回の金融恐慌とこれを契機とする世界不況によって、その虚構性が露わになった。そのため、金融専門家やウォール街関係者も、それ以前のように、デリバティブを現代の金融市場における最大のイノベーションとして無邪気に礼賛することはできなくなった。

(注) グリーンスパン前議長は2005年ロンドンで行った有名なスピーチで、信用デリバティブを始めとする近年の複雑な金融商品のおかげで「金融システムはわずか25年前と比較してもはるかに弾力的、効率的、したがって回復力のある金融システムになった」また、「リスク

分散のための新しい金融手段はもともと洗練された最大規模の銀行が、信用供与に際してリスクを他の低レバレッジの銀行に移転することによって、自らのリスクを分散させることを可能にした」と述べてデリバティブの積極的な金融安定化機能を称賛した(Greenspan,2005)。Greenspan,A(2005)Economic Flexibility, speech to HM Treasury Enterprise Conference, London.

他方、デリバティブ市場の急激な成長を、主としてヘッジファンドや投資銀行の投機活動と結び付け、これを現代資本主義の腐朽化の表れとして批判的に扱ってきたマルクス学派は、一部の例外（井村、Dryan & Rafferty）を除いて、デリバティブ市場の成長を資本主義の蓄積様式の発展過程と結び付け、その歴史的意義を立ち入って考察することを怠ってきた。かれらの多くは、デリバティブ市場自体の仕組みや役割について立ち入った分析を行うことなく、この巨大で不断に成長する市場をいわば資本主義の腐朽化、金融化から生じた胡散臭い「あだ花」として取り扱ってきた。かれらにとって、デリバティブ市場は信用制度の歴史的発展の結果ではなく、個別企業と投資家のリスクを世界中に伝播させ、国際金融市場を震撼させるシステミックリスクの温床であった。

（注）後述する Bryan & Rafferty(2006,p.48)によれば、デリバティブ取引をもっぱら企業や投資家のヘッジと投機活動に関わらせて取り上げる議論は、1980年代の商品デリバティブの理解にもとづく古い議論であり、過去25年間のデリバティブ市場の歴史的発展、とりわけあらゆる金融市場と金融商品の間に変換性を提供し、それらに共通の評価基準を提供するスワップ市場の発展に照応していない。

さらに、デリバティブ市場の重要性に着目した少数の研究者も、デリバティブ市場の急激な成長によって可能になった1980年代以降の世界的な資本蓄積を、マルクス経済学の基礎理論である価値論や貨幣論との関係でどのように理解すればよいのか、という問題を解決するに至っていない。何人かの研究者は、この間の資本蓄積と利潤率の回復を、一方で搾取の強化によって、もう一方では資産価格のバブルによる架空的(fictitious)もしくは「虚(virtual)」の価値の利潤化として説明したが、これらはマルクス学派の内部でも十分な説明として受け入れられているわけではない。

（注）マルクス経済学が取り残している理論的課題はデリバティブの取り扱いに限られない。多くのデリバティブ取引で「原資産」として契約上に現れる株式、債券その他の有価証券、一般に架空資本（擬制資本）と呼ばれる金融資産とその運動、架空資本市場の歴史的発展が現実資本の運動に及ぼす影響についてもいまだ立ち入った考察がなされていない。このために、マルクス経済学はバブル現象について十分な理論的説明ができない——この点では古典派経済学も同様であるが——ままである。この理論的不備は、筆者の理解では、マルクス経

経済学が現代資本主義に特有の金融危機を分析する際の大きな障害になっている。

しかし、翻って現代資本主義の蓄積様式を冷静に観察すれば、現代の信用制度が全体としてデリバティブ市場なしには機能せず、総資本の蓄積様式自体がデリバティブなしには成り立たなくなっている現実を無視することはできないであろう。われわれは、現代資本主義と向き合うためには、デリバティブ市場を単に「あだ花」と見なすことをひとまず止めて、信用制度の歴史的発展とデリバティブ市場の関係を立ち入って考察することが必要である。また、今回発生した金融恐慌についても、現代ファイナンス論とデリバティブ市場についての理論的、実証的分析を踏まえることなく、その具体的メカニズムと歴史的特質を明らかにすることはできない。

要するに、マルクス経済学が現代資本主義の分析において引き続き有効性を発揮するためには、新古典派経済学とファイナンス論の理論的批判にとどまらず、現代資本主義の資本蓄積がデリバティブ市場の急激な成長を必要条件としている理由、さらに、世界最大の市場にまで成長したデリバティブ市場が、従来の信用制度に代わって、現代資本主義の運動に及ぼしている重要な作用を説明することが不可欠になっているのである。

(注) オーストラリアの二人の研究者 Dick Bryan & Michael Rafferty による労作 “Capitalism with Derivatives”は、マルクス学派における本格的なデリバティブ研究の空白を埋める先駆的研究である。以後、この書物はマルクス経済学者のデリバティブ研究において必ず言及される重要な書物になっている。かれらの業績は、マルクス経済学の観点からデリバティブ市場の発展を資本主義生産様式と国際通貨制度の矛盾に関わらせて分析した画期的研究であり、現代金融の理論的分析としても多くの示唆に富む労作といえる。とりわけかれらが、金融経済と実体経済の二元論的観点から現代資本主義を「金融主導型」と特徴づけるレギュレーション派に代表される見解を鋭く批判している点は評価できる。しかし、現代資本主義におけるデリバティブの重要性、不可欠性を強調するあまり、デリバティブを現代資本主義におけるドル体制の矛盾を補完する新しい基軸通貨、普遍的価値尺度、あらゆる資産評価のアンカーとして規定するなど、その役割についての過大評価が見られるだけでなく、理論的展開においてもやや難解な論証を残しており、かれらの議論の説得力を損なっている。なお、かれらの議論の簡潔な要約としては、Bryan(2006)がある。また、かれらの主著の書評としては Harvie(2006)があるので参照してほしい。

Bryan,D(2006) Real Finance: Finding a Material Foundation to Global Finance, paper presented at the Second Annual Conference of the International Forum on the Comparative Political Economy of Globalization(September)

Harvie,D(2006) Capitalism with Derivatives, *Economic Issues*, Vol.13, Part 2

本稿では、このような現代資本主義とデリバティブ市場の関係を解明するという問題意識にもとづいて、以下の論点を順次とりあげる。

(1) まずはじめに、資本蓄積とデリバティブの理論的關係を理解する手がかりとして、資本の循環と信用制度との關係を手短に検討する。ここでは、資本の循環との關係で信用制度が果たす役割を明らかにし、その役割にともなう不確実性とコストをいかに軽減するかという課題が、デリバティブ市場の發生の契機になった事情を考察する。言い換えれば、現代資本主義とその蓄積様式を支える信用制度の發展が、信用制度に伴う不確実性を高め、それに対応するための効率的な「保険制度」としてデリバティブがビジネス化された経緯を説明する。その際のキーワードは、将来の貨幣（キャッシュフロー）の先取り（資本の回転の加速）、貨幣資本の循環($G \cdots G'$)、資本循環および信用の不確実性（リスク）である。

(2) 第二に、1970年代以降の資本主義の歴史的変化の中で、資本蓄積様式と国際金融市場のどのような変化が、信用制度の内包する不確実性を極度に増大させ、資本蓄積を促進する信用制度の役割を制約するようになってきたのかを検討する。その際、もっとも重要な歴史的要因としては、ユーロダラー市場の發展、ニクソンショックによる金廃貨と変動相場制(non-system)への移行、マネタリズムによる金融政策と金利自由化、金融の規制緩和、金融の証券化等が挙げられる。これらの変化は、企業、金融機関、機関投資家の行動に対する従来の制度的制約を取り払うと同時に、為替、金利、証券価格の変動を増幅させた。そのために、これらの変動にともなうさまざまなリスクを効率的に軽減し、自由化・グローバル化された金融市場の条件を有利に利用することが、資本の競争において決定的な重要性をもつようになった。これらが、資本の金融的リスクを管理する「保険制度」として、多様なデリバティブ市場が發展した歴史的背景である。

(3) 他方、豊富な貨幣資本を管理する金融産業に対しては、デリバティブ市場は、現実資本との取引や従来の証券業務に代替する新しい利益獲得の機会を提供した。デリバティブ市場の發展は、それを全体として見れば、金融のグローバル化、金融の証券化、金融自由化という金融市場の構造変化、ファイナンス論の目覚ましい發展、さらにファイナンス論をビジネス化するのに必要なIT化の進展などさまざまな歴史的諸要因が結び付いて實現した金融市場の一大変化であった。金融産業と投資家は、このようにして發展したデリバティブ市場を利用して、莫大な利益を上げただけでなく、政府による課税を回避し、業務・活動に対する規制・監督を回避し、情報公開や会計基準などのコンプライアンスコストを合法的に軽減し、バランスシートを粉飾する手段として利用

した。その結果が、ウォール街が主導する「金融革命」、カジノ資本主義、金融規制・監督の形骸化、企業会計と課税制度の変容である。

(4) 最後に、以上のようなデリバティブ市場の発展が、一方で個別資本に効率的な「保険」機能を提供し、金融機関、企業、機関投資家が利用できる金融取引の機会を拡大すると同時に、資本蓄積を個別資本のリスクマネジメントでは対処不可能なシステミックな市場リスクにさらすようになった事情を検討する。デリバティブの特徴的な機能は、金融資産のリスクと利回りを分解し、投資家があれこれの金融資産から、必要なリスクと利回りだけをえり好みして利用することを可能にすることである。しかし、デリバティブを利用して自分が望まないリスクを第三者に移転あるいは転嫁しようとする金融機関と投資家の行動は、リスクそのものを削減せず、結果的には個別のリスクをグローバルなリスクの連鎖と錯綜関係に組み入れて一体化する。しかし、多くのデリバティブ取引に関わる契約は当事者の私的情報であり、監督機関もその具体的内容を直接知ることはできない。その結果、どの国の監督機関も監視や規制ができない複雑かつ不透明で、巨大なシステミックリスク——従来の大手銀行破綻や決済システムの混乱などを原因として発生するシステミックリスクとは根本的に異なる、いわば異次元のシステミックリスク——が形成されるようになった。

第1節 資本の循環と信用制度

現代資本主義の資本蓄積とデリバティブ市場の関係を分析する出発点は、資本の循環と信用制度の関係である。なぜなら、現代の金融デリバティブ市場は、なによりもまず資本蓄積を促進する信用制度の矛盾を制御し、その限界を克服するための新しい仕組みとして発展したからである。

資本の循環は、なによりも貨幣資本の循環によってもっとも一般的に表現される。なぜなら貨幣資本の循環では、「価値増殖する価値」としての資本の本質が、もっとも直接的に表現されるからである。

貨幣資本の循環は、以下の三つの形態をとる。

商業資本の循環 $G \cdots W \cdots G'$

産業資本の循環 $G \cdots W(Pm+A) \cdots P \cdots W' \cdots G'$

貨幣資本（利子生み資本）の循環 $G \cdots G'$

(注) 上記の循環式で、Gは前貸し（投下）された貨幣資本、WはGの形態変化としての商品資本、G'は価値増殖を終えて還流した貨幣資本、W'は剰余価値を含んだ商品資本、Pmは生産手段、Aは労働力である。

これら三つの貨幣資本の循環式の中で、価値増殖する価値としての資本の本質を直接的に表現しているのは貨幣資本の循環式 $G \cdots G'$ である。

この循環式は、資本の運動の目的が価値増殖であること、さらに資本の価値増殖は資本自体の物的な存在形態とは基本的に無関係であること、言い換えれば、貨幣資本の運動は、商業資本や産業資本の運動から自立した、独自の価値増殖の形態であることを表わしている。

しかし、資本の本質を表現する循環式としては、 $G \cdots G'$ はなお不完全である。第一に、資本の価値増殖は、 G' の実現に拠って完結することはできないからである。価値増殖は資本の本性であり、価値増殖を停止すれば、 G' は単なる貨幣に転化する。 G' が資本であるためには、 G' は出発点にもどり、再度価値増殖を再開、継続しなければならない。したがって、貨幣資本の運動は、正確には、 $G \cdots G' \cdots G'' \cdots G''' \cdots G'''' \cdots$ である。

連続的な価値増殖を表わす循環式 $G \cdots G' \cdots G'' \cdots G''' \cdots G'''' \cdots$ は、資本が循環を停止することができないだけでなく、一つの循環に要する時間（および費用）＝回転時間が価値増殖と競争の重要な決定要因であることを表わしている。利潤率 $(G' - G) / G$ が一定であれば、同一期間中の価値増殖の大きさは回転速度によって規定される。したがって、個別資本の価値増殖の観点からは、 G であれ、 W であれ、同一の価値形態で休止することは、価値増殖を妨げる障害であり、回転時間を可能な限り短くすることが競争上の要件である。

価値増殖を促進するための資本の回転の加速は、二つの方法で達成される。第一は、循環のそれぞれの段階で、次の段階の貨幣、要するに自分自身が将来その形態を獲得することを予定している貨幣、ただし、まだ現実には獲得していない G を、現実の循環の推移を待つことなく、なんらかの方法で先取り（貨幣表示された価値、あるいは、貨幣資本として利用可能な形態で取得）することである。典型的には商品の譲渡と引き換えに入手した手形を銀行で割引くことがこれに当たる。

第二は、手元の G が次の循環過程を開始するのに必要な準備期間を飛び越して、新しい循環を開始することである。要するに、手元に還流してくる貨幣資本を、片時も休止させることなく、新たな価値増殖に振り向けることである。たとえば、新しい設備投資を実行するのに十分な資金が蓄積される前に、銀行信用や証券発行を利用して投資に必要な資金を調達することである。

以上の二つの資金調達のうちで、第一の方法が将来の貨幣の先取りであるとするれば、第二の方法は、将来の循環の先取りということができる。

ここで一つの重要な理論問題に触れておく。それは、上記のような意味で信用によって「先取り」される貨幣は、単なる「架空の貨幣」、現実の貨幣とは何の関係も持たない空想上の貨幣ではないということである。なぜなら、ここで

先取りされる貨幣は、資本の循環において実現ないし還流が予定されている将来の貨幣であり、この場合資本は循環の完了を待たずに信用の助けを借りて将来の貨幣を先行取得し、資本の循環を先に進めているのである。言い換えれば、ここで先取りされる貨幣は、まったく何の根拠もない空想上の貨幣ではなく、現実の貨幣ではないが資本の循環に実現の根拠をもち、貸し手と借り手との間の契約に明記され、一定の手順で価値評価が可能などという意味で **virtual** な貨幣なのである。

(注) 周知のように”**virtual**”には「虚の」「仮想上の」「擬似的な」という意味と同時に、「事実上」あるいは「實際上」という意味がある。また、「虚の」という意味で使用される場合にも、それはまったく根も葉もないという意味ではない。たとえば、**virtual image**は虚像と訳されるが、虚像は空想上の像ではなく、視覚で確認することができる可視的な像である。厳密な意味では実在しないが、実際の・機能的には存在する何かを”**virtual**”と呼び、その意味で、デリバティブを”**virtual**”な資産、あるいは”**virtual**”な財として理論的に考察することを試みた興味深い研究に **Arnoldi(2011)**がある。本稿はかれの研究から貴重な示唆を得ている。**Arnoldi,J(2011) Derivatives: Virtual Values and Real Risks, *Theory, Culture & Society*, Vol.21(6)(August).**

本論にもどれば、これら二つの意味での、資本循環の加速と効率化を助ける社会的仕組みは、銀行制度を中心とする信用制度に他ならない。

信用制度は、これら二つの役割を、最初は銀行(貨幣取り扱い資本＝両替商)を通じて社会的に集中された個別資本(および個人)の蓄蔵貨幣を基金とする貨幣前貸しの形態で果たす。しかし、近代的な銀行制度が十分に発展した資本主義のもとでは、銀行は、集中した蓄蔵貨幣の限度を超えて、信用貨幣の創造に拠って、要するに信用創造——自らの債務の貨幣化あるいは自らの債務を現実の貨幣に代替させること——によってこの役割を果たす。因みに、信用創造は、単なる架空の貨幣創造ではなく、銀行自身による、特殊な意味での「将来の貨幣の先取り」である。したがって、この場合の貨幣も、前述のような意味で、**virtual** な貨幣である。

(注) こうした意味では、およそあらゆる信用取引は何らかの意味で将来の貨幣を現在の貨幣に置きかえること、言い換えると **virtual** な貨幣による現実の貨幣の代替を意味している。つまり、信用制度の基本的な役割は、現金の供給に代えて **virtual** な貨幣を供給することによって、総資本の蓄積を現金供給の制約(金の生産および中央銀行の通貨発行による制約)から解放することに帰着する。これは、預金、融資、手形や小切手、為替、株式や債券、現先取引その他の短期金融市場取引などすべての金融取引に共通に妥当する。デリバティブ市場の成立は、このような信用制度の基本的機能の歴史的発展の帰結である。ただし、デリバティブの機能は、このような貨幣代替機能に限定されるものではない。

ところで、銀行による貨幣前貸しは、いわゆる「通貨の前貸し」と「資本の前貸し」という、資本の循環との関係で異なった二つの内容を含んでいる。前者は、すでに生産され、流通過程に存在する商品の貨幣形態の先取りであり、後者は、新たな循環を開始する資本、循環の出発点としての貨幣資本の前貸しである。

これら二つの貨幣前貸しの区別は、信用制度が資本蓄積との関係で果たす役割の点で基本的に異なっているが、ここではこれ以上立ち入らない。

(注) 貨幣前貸しは、資本が貨幣形態で循環過程に投入されることを意味している。その際、すでに商品形態で存在している貨幣価値の先取りとして貨幣が投入される場合が「通貨の前貸し」であり、新たな価値増殖過程としての循環を開始する資本として貨幣が投入される場合が「資本の前貸し」である。貨幣がこのいずれの契機において循環過程に投入されるかによって、再生産・流通過程に及ぼす影響は異なってくる。銀行による貨幣貸し付けも、借り手資本の貨幣需要の内容に応じて、これら二つの形態の貨幣前貸しに対応する。この貨幣と資本循環との関連をめぐる重要な理論問題を最初に立ち入って考察したのは久留間健の業績である。

久留間健『貨幣・信用論と現代不換制の理論』(大月書店 2000年)

本稿の目的との関連で重要なことは、貨幣前貸しはそれら二つのいずれであっても、貨幣資本(利子生み資本)の観点からはさまざまな不確実性(リスク)を含んでいるということである。

(注) 周知のように、経済過程における将来の不確実性あるいは予測困難性を、過去のデータに基づいて確率的な予測が可能なリスクと、必要なデータや情報が利用できず確率的にさえ予測困難な不確実性とに区別する議論がある。これらの議論では、ケインズとナイトの言説が参照されることが多いが、本稿ではこの議論には立ち入らず、不確実性＝リスクとして議論を進める。なおリスクの定義をめぐる諸説の検討としては Holton(2004)を見られたい。また、不確実性をめぐるケインズとナイトの議論については、それぞれ Weatherson(2002)、および Langlois & Cosgel(1993)を参照されたい。

Holton, G.A.(2004) Defining Risk, *Financial Analysts Journal*, Vol.60-5(Nov/Dec)

Langlois, R.N. & M.M.Cosgel(1993) Frank Knight on Risk, Uncertainty, and the Firm: A New Interpretation, *Economic Inquiry*(July)

Weatherson, B.(2002) Keynes, Uncertainty and Interest Rates, *Cambridge Journal of Economics*, No.26.

貨幣の前貸しにおいては、主として流通過程における商品の実現の不確実性が問題になる。マルクスのいわゆる「命がけの飛躍」である。他方、資本の前

貸しにおいては、二つの流通過程(G---W および W'---G')の実現、および生産過程(---P---)の順調な進行をめぐる不確実性が問題になる。したがって、資本の前貸しは貨幣の前貸しに比べて複合的かつ大きな不確実性を伴っている。

貨幣前貸しを、このような不確実性を含めて考えれば、それは、不確実性のない現在の貨幣と、不確実性をともなう将来の貨幣（正確には確定された金額の貨幣ではなく、一定期間にわたるキャッシュフロー）との交換に帰着する。

これら二つの異質な貨幣の交換が市場取引として実際に成立する要件は、貸し手と借り手の双方に、これら二つの貨幣を等価と考える合理的理由が存在することである。言い換えると、借り手が支払う「資本」の代価＝利子は、将来の貨幣の先取りに付随する不確実性（＝リスク＝コスト）に見合うものでなければならない。

例えば、通貨の前貸しの不確実性は、資本の前貸しの不確実性に比較して一般には小さいから、前者の利率は後者の利率よりも低くなる。この利率は、将来の貨幣の不確実性に比例するから、借り手が借り入れた資本を利用して上げる利益とは無関係である。この問題を、ケインズは、「利子は流動性を手放す代償である」という言い方で説明したが、これは信用の本性としての不確実性＝リスクに着目した「利子論」である。

(注) ケインズの「利子論」は、なぜ利子が支払われるのかを説明する一つの仮説であるが、利子の何であるかを説明する理論ではないという意味で、無概念的な利子論であり、本来の利子理論とは言えない。したがって、ケインズの学説を継承するイギリスのポストケインジアンの間で利子をめぐる混乱した議論が続いたのは必然的なことであった。

他方、マルクスは、この問題を、平均利潤を生むという貨幣資本の「使用価値」概念を導入することで説明する。マルクスによれば、貨幣の貸借は、平均利潤を生むという独特の使用価値をもつ商品（貨幣資本）の売買である。したがって、借り手が払う利子の最高限度は平均利潤である。しかし、マルクスによれば、平均利潤は、利率の基準＝アンカーではない。利率には自然的利率は存在せず、平均利率とゼロとの間で、資本貸借の需給関係によって決定される。

マルクスの利子概念では、剰余価値の現象形態としての利子の説明に焦点が当てられており、ケインズが重視した将来の貨幣の不確実性＝リスクという契機はとりあえず考慮の外に置かれている。マルクスが利子とリスクの関係に無関心であったとは考えられないが、この点について立ち入った説明は残されていない。このことは、マルクス学派の信用論が利子論を「剰余価値の利潤と利子への分割」という議論から先に進むことを妨げ、その後ケインズの利子論や現代ファイナンス論を批判的に考察することを困難にした一つの原因ではない

か、と思われる。しかし、これはマルクスの責任ではなく、後世のマルクス学派の責任である。

なお、利子に関するマルクスの説明とケインズの説明の差異は、無リスク利子とリスクプレミアムの関係という、利子率についての興味深い理論問題に関係するが、これもここでは立ち入らない。

(注) 利子と剰余価値との関係をひとまず措いて利子率に注目すれば、現実には市場で成立する利子率は、無リスク利子とリスクプレミアムの合成として成立している。つまり、無リスク利子に、個別取引の諸事情に照応するリスクプレミアムを上乗せした利子率として成立している。一般に、無リスク利子は政府短期証券などリスクが無視しうる安全資産に付される利子であり、金融市場の全体的な需給関係、いかえれば貨幣資本の相対的豊かさを反映して変動する。他方、リスクプレミアムは個別取引の期間、確実な担保や保証の有無、借り手の信用度、借入目的その他の諸要因の全体的なリスクに照応して、先の無リスク利子に上乗せされる。つまり、リスクプレミアムは借り手のリスクの大きさを無リスク資産との関係で相対的に評価した相対的利子率である。したがって、本来の利子概念は、これら二つの利子の複合物として成立する利子を説明しうるものでなければならない。

本稿の目的との関係で言えば、本節の議論は次のように要約することができる。

信用制度は、二つの意味での将来の貨幣の先取りを可能にすることによって、借り手にとって資本の回転時間を短縮し、資本循環を早め、資本の価値増殖を促進する。

しかし、現実の貨幣と交換される将来の貨幣はさまざまな不確実性を含んだ **virtual** な貨幣である。すでに手元にある商品が生産者の望む価格で貨幣に転化する保証はない。この不確実性は、取引の当事者の観点からは何らかの対処が必要になるという意味で費用である。そのために、信用制度を利用するかどうかの判断は、信用制度を利用することによって期待される資本蓄積の利益と、これに付随する不確実性 (= リスク = 費用) との秤量によって決定される。

資本主義の信用制度が一定の段階に発展すると、信用に付随するこの不確実性の問題 (信用のリスク = コスト) は、資本蓄積にとって大きな制約になる。現代の資本市場はリスクと利回りの関係によって律せられているために、不確実性から派生するコストが限度を超えて大きくなれば、金融取引が、言い換えれば信用の利用自体が資本にとって不可能になるからである。とりわけ、金ドル交換の停止によって基軸通貨ドルの貨幣価値が不安定化した状況のもとでは、あらゆる通貨の価値基準が不明確になり、その結果増幅される為替レート不安定性が国際取引の大きな障害になる。さらに、現代資本主義に特有の「経済の金融化」、「金融の証券化」、「金融のグローバル化」が大きく進展した段階で

は、企業活動が資本市場の予測不可能な変動から大きな影響を受けるようになり、この不確実性を効率的に調整し、資本による信用制度の利用を促進する社会的仕組みを新しい市場として生み出すことが、円滑な企業活動にとって不可欠の条件になってくる。これが、デリバティブ市場を発展させる基本的な契機である。

(注) 金ドル交換停止と変動相場制移行がもたらした国際通貨制度の不安定性、金との関連を失った国民通貨が国際通貨の役割を担い続けることの矛盾を克服し、ドル基軸通貨制度の統合性を回復する方途としてデリバティブ市場が発展したと論じたのは前述の Bryan & Rafferty(2006)である。

第2節 資本の過剰蓄積と信用制度の限界

1970年代のスタグフレーションを画期として、資本主義の高度成長期が終焉し、その後資本主義は、耐久消費財部門や素材産業部門など基幹産業における慢性的な過剰生産能力、その結果としての実物投資の停滞、高失業率と労働組合の組織率低下、生産性上昇率を下回る賃金の上昇、経済成長率と利潤率の傾向的低下、拡大する国際不均衡、深刻化する財政危機、これに伴う福祉国家の後退、資本取引の自由化と活発化、これによる金融グローバル化、金融産業の業務・再編の自由化、金融「革命」と金融産業の肥大化、株価と財務的業績を重視する企業経営等々の現象を特徴とする新しい段階に入った。こうして、1980年代以降、大手企業の収益と資本蓄積は次第に本来の生産・サービス活動から金融・財務活動にシフトし、これにつれて企業活動は金融市場、とりわけ証券市場を中心とする資本市場に依存するようになっていった（「経済の金融化」「金融主導型経済」他）。

(注) 1980年代以降に強まった、新自由主義的な政策パッケージ（金融自由化を始めとする規制緩和、資本取引の自由化を梃子とするグローバリゼーション、企業利潤を確保するための労働者への負担と犠牲の転嫁、継続的な金融緩和とインフレ抑制の矛盾した金融政策、景気刺激のための財政膨張と企業・富裕者向け減税、その結果としての財政赤字の拡大その他）は、一面で、「経済の金融化」の原因であり、同時に、その結果でもあった。

以上に列挙した現代資本主義の特徴付けは、国に拠って当てはまりの程度は異なる。また、論者の中で、それぞれの現象の捉え方には差異がある。例えば、80年代以降に新自由主義政策の導入、IT化の進展、賃金低下その他の歴史的要因に拠って回復した利潤率をどのように評価するのか、これを資本主義がスタグフレーションとして発現した資本の過剰蓄積を一応克服した証拠と見るのか、

それとも、この時期の利潤率の回復は一時的でスタグフレーションとして発現した資本主義の矛盾は基本的に克服されなかったと見るのか、をめぐって論争がある。この論点は、今回の金融危機と世界不況の歴史的特徴付けに関わる重要な論点であるが、ここでは立ち入らない。

(注) 多くの経済学者は 1970 年代を現代資本主義の歴史的な構造変化の局面としてとらえ、上記にあげたような資本主義の蓄積様式の変化が今日われわれが目当たりしている低成長、高失業、財政危機、金融危機他の諸現象の根源的要因であると考えている。これに対して、70 年代にスタグフレーションの形態で発現した資本主義の危機は 80 年代に新自由主義的な一連の政策によって一応克服され、90 年代以降 IT 化、グローバル化、金融化を梃子にして資本主義の新しい循環が始まったと見なす見解もある。たとえば、Lapatsioras,S(2009a;2009b)を見られたい。

Lapatsioras,S(2009a) Marxist Theory, Financial System and Crisis of 2008.

----- (2009b) On the Character of the Current Economic Crisis(April)

論者の間に残るこうした理解の相違をさしあたり措いて、1970 年代以降の世界資本主義の動向を大きく特徴づけたのは、経済成長率と利潤率の傾向的低下のもとで、それまでの高度成長をけん引してきた装置産業を中心とする実物投資が停滞し、経済循環の波動が比較的穏やかになる「大いなる平穏(great moderation)」(バーナンキ FRB 議長)と呼ばれる実体経済の見かけ上の安定と、過去 30 年間で 100 回を超える国際通貨・金融危機に象徴される金融市場の極度の不安定性が、並存する状況であった。

この実体経済の「平穏」と金融市場の不安定性と危機という一見相反する現象は、別個の現象としてではなく、現代資本主義の蓄積様式がはらむ歴史的・構造的矛盾のいわば表裏として一体的に理解する必要がある。金融市場の不安定性と金融危機の頻発をもたらしている貨幣資本、とりわけ短期資本の大規模で激しい国際的移動は、他方における慢性的な過剰設備の存在、その結果としての実物投資の停滞の結果だからである。

このことは、現代資本主義論の論述においてしばしば見られる、実体経済と金融経済を経済の二つの側面、あるいは階層として、対立的、二元論的に考察するアプローチが正しくないことを意味している。実体経済と金融経済を対立的、二元論的に対比した上で、現代資本主義の病理現象の原因を主として金融市場の制度的欠陥と金融産業の問題含みの行動に求める観点は、現代資本主義の蓄積様式を全体的に捉えることを妨げるだけでなく、結果として、経済危機の克服の方途をもつばら金融制度改革、とりわけ投資銀行と機関投資家の投機活動の抑制に求めるポストケインジアンと同様の視野の狭さに陥ることになる。

現代資本主義の蓄積様式が直面している基本的かつ構造的問題は、単なる金融市場と金融産業の「失敗」ではない。基本的な問題は、50～60年代の高度成長によって資本の過剰蓄積が世界的に顕在化し、国際競争が激化した結果利潤率が傾向的に低下し、賃金上昇の厳しい抑制にもかかわらず、現実資本の追加的蓄積によって経済成長を維持することが次第に困難になったことである（成長率の長期的低落と利潤率の傾向的低下）。

1980年代以降、賃金圧縮と財政依存をテコとして過剰に蓄積された資本は、現実資本として新しい循環を開始することができないまま、金融機関と年金を始めとするさまざまな機関投資家の手元に貨幣資本の形態で集中されるようになった。この過剰な——現実資本として価値増殖の機会がないという意味で過剰な——貨幣資本は、現実資本の運動に依存しない、貨幣資本としての自立的な循環、価値増殖を実現する方途を開拓する必要性に迫られた。こうした傾向（貨幣資本の過剰蓄積）は、国際貿易で次第に劣位に立たされた米英だけではなく、輸出依存の経済成長を遂げてきた独・日を含む各国でも顕著に見られるようになった。

たとえば日本では、1970年代中期以降銀行貸し出しにおける企業向け融資比率の顕著な低下（国債保有、住宅ローンを含む不動産担保融資の増加）と、資金循環勘定（マネーフロー表）における非金融企業部門の資金不足（赤字）幅の顕著な収縮さらには資金余剰の発生、いわゆる企業の「減量経営」と銀行離れ(dis-intermediation)、証券市場や不動産市場への急激な資金流入とバブル現象、その後のバブル崩壊と金融危機、これらに続く長期不況が見られたが、これらはいずれも貨幣資本の過剰蓄積を表す典型的な現象である。

しかし、成長率と利潤率が傾向的に低下し、投資部面の隘路が伝統的な基幹産業から周辺のセクターにまで広がり、グローバル化の下で国際不均衡が拡大し、金融危機と通貨危機が常態化し、金利、為替、金融資産価格の変動が通貨当局の国際的協調によっても満足にコントロールできなくなった状況下では、信用に固有の「将来の貨幣の先取り」に付随する不確実性、あるいはリスクはきわめて大きくなる。

このような不確実性に対して企業や投資家は先物契約の利用などによって一定程度まで対処が可能であるが、金融市場と取引される金融資産の多様化が極度に進行した現代資本主義のもとでは、金融機関や企業が取り扱う金融資産の種類、決済期間と決済通貨、その他の付帯条件が複雑になりすぎて、個別的な取引にそれぞれの条件に合わせたヘッジやカバーを取ることは事実上不可能に近くなる。こうして複雑化と多様化の度合いを深める金融取引の不確実性を従来の信用制度の枠組みの中で管理することは、それらに伴うコストと作業が過大になり、次第に資本蓄積の要件と整合しなくなったのである。

デリバティブ市場は、なによりもこのような金融市場のますます増大する不安定性という資本蓄積の障害を、個別資本が政府・監督機関による上からの規制に依存することなく、競争にさらされながら個別の責任で調整する必要性から発展したリスク管理の市場である。生産活動よりも次第に財務活動への依存を深める現代の大手企業にとって、証券市場や外国為替市場の不安定性はそれ自体が大きなリスクであり、コストである。しかも、個別資本の信用リスクとは異なり、金利や為替の変動が引き起こす市場リスクは、企業自身の個別的なリスク管理で処理することが困難な問題である。

したがって、このリスクを軽減し、コストの節約を可能にする金融技術が金融商品として市場化され、この技術と商品の取引き自体が新しい金融産業として発展したのは現代資本主義の蓄積様式を念頭におけばきわめて自然な成り行きであった。この面から、デリバティブ市場が提供する基本的な役割は一般に「金融保険」機能あるいは「リスクの商品化」機能として捉えられる。

(注) 我が国を代表する金融工学の専門家の一人刈谷武昭は、デリバティブに限らず金融業の一般的な機能を「リスクの商品化」としてとらえたうえで、デリバティブ市場の発展を現代の消費者や投資家が必要としながら、既存の市場ではその需要が充足されないリスク商品が存在するという意味での市場の「不完備性」を埋める合理的な発展の結果として位置付けている。刈谷『金融工学とは何か』(岩波新書)

世界の先物市場の中心であるシカゴ先物市場(CBT と CME)の「教祖」的存在で、デリバティブ市場とその理論の熱烈な擁護者であるマートン・ミラーは、この点について次のように述べている。

「先物とオプション取引の組み合わせと、それらが取引される市場——形式の如何を問わず——は、巨大な保険会社のようなものとなったのであり、まさしく保険会社そのものであった。先物、オプション革命とは、効率的なリスク配分を達成したものだといっても過言ではなかろう」(M.ミラー『デリバティブとは何か』邦訳、11頁) さらにかれは、金融先物市場をここまで急激に膨張させた理由は何かと問い、「何が世間で広く求められている商品なのか? 応えは「保険」である。人々は、価格リスクに対する保険を欲しているのである」(同上 126頁) と答えている。

(注) シカゴ先物市場の開拓者であるミラーが指摘するように、デリバティブ市場成立の重要な要因が、増大する金融市場の不安定性＝リスクを管理する効率的な手段を求める金融産業と企業の需要であったことは間違いない。しかし、デリバティブ市場の成立を促したのは、リスク管理のための保険に対する需要だけではなかった。もう一つの重要な要因は、金融自由化と金融グローバル化によってもたらされた金融市場と金融商品の急激な多様化であった。金融市場と金融商品の多様化は、グローバルな金融取引に従事する金融機関と企業の立場か

らは、金融取引に伴う不安定性＝リスクの多様化を意味している。さまざまな支払期日、支払い通貨、利回り、決済条件での多様で膨大な金融取引が、自社の財務に全体としてどのようなリスクをもたらすのか、それらをどのような統一的な原理で評価・比較し、管理するのかが金融機関と企業の競争力あるいは企業価値に重大な影響力を及ぼすのが現代資本主義の特徴である。異種の金利・通貨・資産の間の交換を容易にするスワップ市場の発展を促したのは金融機関と企業のこうした必要性であった。「スワップは、単に未来（の貨幣、資産、資本、引用者）を将来のそれらに結びつけるだけではない。それはまた、異なった種類の資産（固定金利資産と変動金利資産、ある通貨建て資産と別の通貨建て資産・・・引用者）を結びつける。スワップは、異なった借入の選択枝および異なった貨幣形態をグローバルに等値化する現代デリバティブの能力の典型である」「1980年代初期以降のデリバティブ取引の増大は事実上、異種の形態の通貨と金融（金融先物、オプション、とりわけ金利スワップと通貨スワップ）の間の取引であり、単なる通貨同士あるいは商品同士の取引ではなかった」（Bryan & Rafferty, *ibid*, p.50 ; 55）ただし、本稿では異種の通貨と金融資産を同一尺度で還元し、交換可能にするデリバティブの役割についてはこれ以上立ち入らない。

第3節 デリバティブ市場とシステミックリスク

以上のように、デリバティブ市場の成立と発展を促したのは、1970年代以降の「経済の金融化」「金融の証券化」および「金融グローバル化」のもとで明らかになった信用制度（金融市場）の不安定性の高まりであり、この不安定性をコントロールするための新しい保険制度の必要であった。

しかし、デリバティブ市場が、このような意味での保険制度として現実にとどのような機能を果たしているのかを評価するためには、検討しなければならないさまざまな歴史的要因が存在する。

各国の通貨当局は、大規模な金融危機が発生するたびに、国際協調による危機の封じ込めをかかげて G7、G20、金融安定化フォーラムなどの会議を開いてきたが、これまでほとんど期待した成果を上げることはできなかった。こうした状態は、部分的な形で、株式市場や為替市場の安定化を求める現実資本と、金融市場に対する政府の介入を嫌う大手金融機関や機関投資家との間の利害の相反を生み出してきた。

金融市場の安定性を回復するために各国政府が検討し、実施に移した政策の中で、その後の金融市場の動向に重要な影響を及ぼしたのは、BIS規制と時価会計基準の導入である。

BIS規制は、1980年代後半期の金融グローバル化と、金融機関の国際競争の高まりという背景のもとで、各国バラバラの基準で規制されている金融機関

の競争条件を平準化し、合わせて、金融自由化が急激に進む状況のもとで、銀行経営の安定性を確保するための唯一当局に残された包括的規制の手法として検討され、導入された。

周知のように、BIS規制は、国際競争に参加する銀行に対して、リスク資産の8%相当の自己資本保有を義務付けることで、銀行によるレバレッジ利用に上限を設け、損失に対する相当程度のバッファを確保することを目指した、各国金融当局の間の合意であった。

(注) 付言すれば、8%という自己資本比率には、経験的にも理論的にも、合理的な根拠はなかった。それは、米・日銀行の相対的に低い自己資本比率と、欧銀の相対的に高い自己資本比率との中間をとり、合わせて、実施に際して各国金融当局に相当程度の裁量の余地を与えることで、いずれの国の銀行も受け入れられるように配慮された、ご都合主義的基準にすぎなかった。

BIS規制には合理的根拠がなく、また、条約としての正式の強制力はなかったが、金融当局の間で合意され、いったん各国政府を通じて実施に移されるといずれの国においても事実上の強制力を発揮し、銀行経営の在り方に甚大な影響を及ぼすことになった。

BIS規制がもたらした銀行経営の大きな変化の一つは、オフバランス取引という形態でのデリバティブ取引の利用の急激な拡大であった。BIS規制では、直接資産として計上されない取引には自己資本を引き当てる必要が免除されたために、為替、証券その他のさまざまな金融取引がバランスシート上に現れないデリバティブ取引に形を変えられ、オフバランスで膨らんでいった。

このような変化のもっとも大きなものは、ローンのオフバランス化、すなわち、ローンの証券化であった。BIS規制の実施と並行して、米国を中心にローンを証券化して市場で売買する仕組みが発展するようになり、その最大部分は、モーゲッジ担保証券をふくむ資産担保証券(ABS)市場を形成した。資産担保証券自体は、原理的には投資信託に類似の仕組み証券で、それほど新奇なものではないが、原資産、リスク、利回りの異なるきわめて多様な資産担保証券が大量に取引される市場の拡大は、オプションを始めとするデリバティブ取引の一層の拡大を促す要因になった。

証券化と並んでオフバランス化の効果的な方途として利用されたのは、SPV、SPCその他さまざまな名称で呼ばれるようになった、ペーパーカンパニー(ビークル、特定目的会社)の利用であった。これらのペーパーカンパニーの多くは、課税忌避と会計操作の目的で、監督機関の監視が届かないタックスヘイブンに設置された。大手金融機関と企業は、おびただしい数のペーパーカンパニーを設立し、親会社のバランスシートから取り除きたい資産や負債をそれらに

移転した。

こうしたペーパーカンパニーのいわば金融版が仕組み投資ビークル(SIV)であった。SIVは、母体である大手金融機関の高格付けを利用して金融CP市場を始めとする短期金融市場で低利資金を調達し、それを格付けの高い仕組み証券に投資することで安定的に利ザヤを稼ぐように設計された投資ビークルであった。これらの、短期借りで長期投資をする「ビジネスモデル」は銀行に類似していたが、親銀行のバランスシートには現れず、いわゆるシャドーバンキングの代表的存在となった。

証券化を利用した資産のオフバランス化とSPVやSIVを利用した見かけ上の資産移転は、一方でこれらの操作に必要な新しいデリバティブ市場を成長させると同時に、銀行リスクの内容を大きく変化させた。いまでは、銀行リスクはバランスシートに計上された債権資産の信用リスクや期間構成の不一致にともなう流動性リスクだけではなく、むしろその最大部分は、証券化やSIVを通じて簿外に移された取引に伴う潜在的リスクであり、その中心は、金利や為替の変動にリンクした「市場リスク」、バランスシートの規模を何倍も上回る膨大なデリバティブ取引に潜む「レバレッジリスク」さらに、デリバティブ契約の相手方が契約不履行に陥る「カウンターパーティーリスク」であった。

(注) レバレッジリスクは、金融機関や企業が他人資本(債務)に大きく依存して運用資金を膨らませている場合、収益率のわずかな変動が損益の大きな変動として現れる現象——キャッシュフローの不安定性の高まり＝リスク——である。カウンターパーティーリスクは、相対で契約されるデリバティブ取引の相手方が債務不履行に陥って、予期していた保証や支払いが得られなくなる可能性である。金融機関は信用リスクに対する保証が得られなくなれば、自己資本を積み増さなければならなくなる。また、デリバティブ契約の仲介をする大手金融機関は、債務不履行に陥った企業に代わる新しい契約相手を急きょ見つける必要に迫られる。こうした資本増強や契約変更は無視できないコストを伴う。

銀行経営にとっての市場リスクの重要性は、もう一つの制度変化である時価会計制度の導入によって、いっそう際立ったものになった。時価会計制度は、銀行のポートフォリオ投資に対して、時価に拠る価値評価(mark to markets)と、それに基づいた損益の適宜組み入れを義務付けた。

その上、1990年代後半期から始まったBIS規制の改定をめぐる議論では、デリバティブ取引を含めた市場リスクが、自己資本比率の計算に含められることになった。しかも、新しいBIS規制では、リスク評価と自己資本比率の算定根拠に、格付け会社に拠る格付けの利用が求められるようになった。その結果、金利や為替レートの変動に伴う証券価格の変化が、銀行や企業のバランスシートと収益に甚大な影響を及ぼすようになった。銀行や企業は、収益とキャッシ

ュフローを安定化させるために、保有する証券の価格変動の影響を調整する必要から、さまざまなデリバティブを利用するようになった。

以上のような一連の変化によって、銀行を含めた金融機関の財務活動は従来以上にデリバティブ市場に依存する度合いを高めたが、そのことが銀行経営の安全性と健全性を向上させた証拠はない。それは、金融機関がデリバティブをリスクを軽減し安全性を確保するための保険制度としてではなく、むしろ、残された政府の規制を回避し、課税を忌避し、自己資本比率を嵩上げし、格付けを有利にし、利潤や損失を隠蔽し、バランスシートを粉飾し、危険な投機取引を健全な取引に見せかけるための手段として利用している状況を反映している。要するに、金融機関にとってデリバティブは潜在的に累積するリスクをバランスシート上では見えなくし、合理的なリスク管理を不可能にし、結果として限度を超えたリスクの取り入れを招く自滅的トラップとして機能したのである。

(注) 大手金融機関がリスク管理の手段としてデリバティブを実際にどのように活用しているのかについて信頼できる実証的な研究は極めて少ない。米国の銀行持ち株会社による信用デリバティブの利用状況について貴重な実証研究を行った Minton et al(2009) は、かれらの調査を踏まえて次のように結論付けている。「われわれがサンプルとして取り上げた銀行持ち株会社（資産規模が 10 億ドル超の 395 社、そのうち信用デリバティブを利用しているのは大手 23 社、引用者）の開示情報によれば、これらの金融機関の信用デリバティブの契約高はそれらの与信総額を上回っているが、与信残高のうち信用デリバティブによってヘッジされているのは 2%以下である。・・・信用デリバティブが銀行の健全性を向上させるという議論は多いが、われわれの結論によれば、こうした議論はもっと慎重になされる必要がある。信用デリバティブが銀行に自己資本を圧縮し、その価値を最大化する方途を提供する限りでは、その利用は銀行の健全性を高めない。われわれが見出した証拠が全体として示しているのは、銀行の信用デリバティブ利用が、銀行融資のヘッジ目的ではなく、圧倒的にディーラーとしての役割（手数料と投機目的の取引、引用者）に関係しているということである(p.21-22)」
Minton,A, René Stulz, Rohan Williamson(2009) How Much Do Banks Use Credit Derivatives to Hedge Loans, *J Finan Serv Res*, No.35.

このように金融機関がデリバティブ市場をリスク管理のための保険ではなく、当局の規制と監視を回避し、投機目的で取り入れたリスクをバランスシートから隠ぺいする手段として利用する状況は、偶然でも予想外のこともない。それは、第一に、本来の（損害）保険と金融保険としてのデリバティブの基本的な違いによるものであり、第二には、デリバティブ市場の発展を促した現代資本主義の蓄積様式の特異性から生起する当然の帰結なのである。

まず第一に、本来の保険とデリバティブの間には根本的な違いがある。資本がリスクを管理するために必要とする保険は、個人や個別企業の損害保険とは

まったく異質の「保険」である。金融リスクは、通常の事故とは異なり、絶対的リスク（想定上の事象が発生すれば必ず経済的損失をとまなう）ではなく、不確実性すなわち相対的なリスク（想定上の事象が発生すれば損失だけではなく、逆に予想外の利益が発生する場合もある。しかし、それらのうちどちらが発生するかは不確実である）である。

本来の保険は、想定事象が生起して実際に損失が発生した場合にその損失の範囲内で保険者が補てんする契約であるが、デリバティブは損失の発生を前提とせず、契約の双方が市場の将来の動向を予想し、予想が的中した側に対してはずれた側から計算上の「差金」が支払われる契約である。しかも、デリバティブ契約はきわめて小額の証拠金で巨額の契約を結ぶことができる投機性の高い取引であり、財務的操作による利益を重視する金融機関や企業を含む機関投資家にとっては格好の投機手段なのである。

また、現代の金融機関と企業は従来のような業務利益を基準に営業されているわけではなく、基本的にはファイナンスの論理に基づいて業績評価を行っている。ファイナンスの論理が金融機関や企業に求めるのは、さまざまな取引に伴うリスクを完全になくすることでも、現実には発生したリスクを完全に取り戻すことでもない。金融機関と投資家が目指すのは、同一のリスクのもとで最大限のリターンを確保すること、あるいは、同一のリターンのもとでリスクを最小限度に抑えること（資産負債管理：ALM）、要するにリスクを上回るリターンを得ることだからである。

利益を確保して資本価値を高めるためにあえてリスクを取り入れる必要性は、資本の過剰蓄積が顕在化し、企業間の競争が激しくなれば、一層強まってくる。とりわけウォール街のような容赦ない競争にさらされている大手金融機関の場合、リスクを徹底的に回避することは、健全性の確保ではなく、逆に企業としての死滅を意味する。

さらに、「信用制度の保険」としてのデリバティブ市場には、上記以外にも、制度自体として少なくとも三つの大きな問題がある。

第一に、デリバティブを市場には、本来の保険制度のような、同種のリスクを抱える多数の保険加入者の拠出金から積み立てられる、保険金支払いのための基金が制度的に存在しない。デリバティブが実現するのは、個別企業や投資家のリスクを金融工学の手法で加工し、他の企業や投資家に移転することだけである。デリバティブ市場が財・サービス市場の何倍もの規模に膨張した現在においても、この無数のグローバルな契約連鎖で構成されている市場を支える共通基金の必要という考えは市場関係者や監督機関の視野には入ってこない。あるいは、基金の必要性は認めても、そのために金融機関の収益を犠牲にするつもりはない。むしろ金融機関と機関投資家は、かれらが運用する貨幣資本の

投資効率を極限的に高めるために、要するに、本来の損失のバッファーとしての自己資本を徹底的に圧縮するための手段としてデリバティブを利用している。

第二に、デリバティブ市場には、予想されるリスク事象に、交通事故や個人の死亡の場合のような、「独立の定理」は成立しない。深刻で大規模な金融危機は、市場参加者全体の心理と行動に影響を及ぼし、その結果多かれ少なかれ広範で連鎖的な市場変動を誘発する。特定の企業や個人が、相互に独立に一定の確率でリスク事象に遭遇するわけではない。金融危機は、本来連鎖的でシステミックな現象であるから、危機なのである。それにも拘わらず、デリバティブ取引が一般に想定するリスク移転は、個別的な企業間あるいは個人間の関係であり、その場合のリスクは、一般的には、過去の市場データにもとづいて、死亡表と同様に、確率的に算定される。(その確率が、正規分布しているという仮定の問題はここでは立ち入らない)

(注)「独立の定理」とは、ある事象の発生が、同様の事象の発生の頻度や程度に影響を及ぼさないという原則で、現代ファイナンス論が依拠する確率論の大前提である。たとえば、サイコロを振ってある数字が出た場合、次にサイコロを振って同じ数字が出る確率はやはり 1/6 で、その確率は何度サイコロを振っても変わらない。したがってサイコロを使った賭博には確率論が妥当する。しかし、連鎖的な契約の集合として構成され、将来の市場の動向に市場参加者の予想が大きく影響する金融市場では、いくつかの実証研究が証明しているように、株価暴落や為替下落などの深刻な金融危機の発生は、その後に同様の危機を誘発させる可能性を孕んでいる。例えば、確率的には極めて稀にしか起きないはずの株価暴落が実際に発生すると、それに近い暴落が短期間に複数回発生することは珍しいことではない。なお市場の不確実性を扱う上での、現代ファイナンス論が依拠する確率論の限界については、du Toit(2004)を参照されたい。

Du Toit,B(2004) Risk, Theory, Reflection: Limitation of the Stochastic Model of Uncertainty in Financial Risk Analysis(June)

第三に、デリバティブ市場には市場全体を実効的に監督できる監督機関は存在しない。大手金融機関や多国籍企業によるデリバティブ取引の多くがタックスヘイブンに置かれたペーパーカンパニーや関連会社を通じて行われているが、これらの会社を直接監視する権限をもった監督機関は存在しない。取引所を介して行われる取引はその取引情報が取引所に集中され、一応所管監督機関の監視下にあるが、これらの監督機関は市場の活発化と拡大に関心をもっても、取引の実態、とりわけデリバティブ商品が金融機関や企業によってどのように利用されているのかについてはほとんど関心がない。そのために、全体としての市場はきわめて不透明なまま放置されてきた。OTC 取引を監督機関の監視下にある取引所に集中すべきであるという提案はこれまでも事情に通じた専門家に

よって繰り返しなされてきたが、それらはいずれもウォール街のロビー活動と監督機関の反対で葬られてきた。

(注) 信用デリバティブを始めとする OTC 市場の不透明性と監督体制の不備が大手金融機関のリスク取り入れを促進し、金融市場のシステミックリスクを高めるという問題については、GAO(2009), Singh(2010) 他を参照。

US Government Accounting Office(GAO)(2009) *Systemic Risk: Regulatory Oversight and Recent Initiatives to Address Risk Posed by Credit Default Swaps*, Testimony(March 5)
Singh,M(2010) Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market, IMF Working Paper.

このように、デリバティブ市場の、保険制度としての役割には大きな疑問があるが、他方で確実なことは、デリバティブ市場で「競争優位」をもつ大手金融機関にとって、デリバティブ市場が従来のローン市場や証券市場に並ぶ、第三の巨大なビジネス分野を提供するようになったことである。

デリバティブ市場には、取引所を介する定型化された取引と、取引所を通さずディーラー間の交渉で相対的に契約される店頭取引(OTC)がある。デリバティブ取引の中で大手金融機関の大きな収益源になっているスワップ取引や信用デリバティブは、後者である。さまざまな統計が示しているように、OTC デリバティブ市場は文字通り一握りの大手金融機関とそのディーラーによって支配されている。そして、2000年代には、これら大手金融機関の非金利収入の半分近くが、デリバティブ取引から生み出されている。

ディーラーが競争的な市場で巨額の手数料を上げ続けるためには、従来にない新しい魅力的な商品（リスク移転の手法）を顧客に提示し、取引額を増やし続けることが必要である。近年のデリバティブ市場において新しい手法の商品化が急激に進む最大の理由はこれである。

しかし、こうした新たに開発される魅力的な取引手法が、すでに述べたような意味での信用制度の役割を補完し、その効率性と安全性の向上に寄与してきたか否かはまた別の問題である。金融機関と機関投資家にとって魅力的な金融商品とは、リスクに比較して利回りの高い商品、あるいは利回りに比較してリスクが小さな商品である。しかし、現代の金融工学は見掛け上のリスクや利回りを、まるで錬金術のように操作することができる。さらに、大手投資銀行と結びついた格付け会社は、格付け手数料を得るために発行体の意向を忖度し、危険な証券に進んで高い格付けを与えて「商品価値を高める」手助けをする。実際には、現代の複雑な仕組み証券の多くについて、その組成プロセスの不透明性のために、格付け会社自身でさえ適正な評価ができない状態に陥っている。

資本の過剰蓄積の結果長期的な低成長と貨幣資本の過剰蓄積が表裏一体で

進行する現代資本主義のもとでは、企業からの資金需要が減少し、年金基金を始めとするさまざまな機関投資家、企業、富裕な個人の手元にますます多くの貨幣資本が集積される。従来の株式、債券、不動産など資産市場から溢れた貨幣資本は、ヘッジファンド、エクイティファンドその他の専門的な投機組織（いわゆる代替的投資）の手元に集中され、これらのファンドは投機活動による利益を確保するために、ますます複雑で不透明なデリバティブを利用するようになる。

しかも投機組織はレバレッジを効かせて運用資金を大きく膨張させるだけでなく、投機取引においては、同一の貨幣資本が高速で取引を繰り返し、これに伴ってデリバティブ取引も繰り返される。さらにデリバティブ取引を仲介する大手金融機関のディーラーは、その都度、別の顧客との間に逆のデリバティブ契約を結ぶために、同一の投機取引がもとの取引の何倍ものデリバティブ取引を誘発する。この結果デリバティブ市場全体が急膨張を遂げる。

しかも、投機組織はそれらの取引を当局の監視が届かないタックスヘイブンで記帳するために、市場関係者はもとより監督機関にもデリバティブ市場はその全貌が把握できない迷宮のような市場になる。こうしてグローバル化し、迷宮化したデリバティブ市場では、一握りの大手金融機関を結節点とし、世界の主要金融機関と機関投資家が見えないデリバティブ取引の連鎖で「カウンターパーティ」として結びあわされる。

この連鎖のなかで、個別金融機関と機関投資家には、ディーラーを介して向こう側にいる自分のカウンターパーティがだれであるのかさえ定かではない。そしてこの巨大なリスク移転の網の目の中で、何時、何処で、何が生起するのか、それが自分にどのように影響するのか、最初の衝撃がどのように市場全体に伝播するのか、そのプロセスの最終的帰結はどのようなものなのか、もはやだれにも予想がつかない。これは、システム全体の不透明性、システム的な不確実性であり、まさにシステムリスクに他ならない。

このようなシステムリスクを現実の金融恐慌として発現させる最大の要因は、デリバティブ市場を支配する巨大金融機関の間の激しい競争である。これらの金融機関が上げるデリバティブ取引の仲介手数料は、金融機関の間の競争が激化すれば、デリバティブの買い手である機関投資家からの要求が強まり、次第に薄利になる。その結果、大手金融機関は手数料目的のディーリングだけではなく、市場における独占的立場と情報優位を利用して一挙に巨利を上げるために、自己勘定での大規模な投機的取引に乗り出さざるを得なくなる。

大手金融機関の自己勘定取引は、まずはバランスシートに計上されるディーリング資産の積み上げによっても行われるが、むしろ主要には顧客ヘッジファンドへの積極的な資金提供によって、あるいは、関連会社としてタックスヘイ

ブンに開設した投機組織や SIV を始めとするペーパーカンパニー、投資ビークルその他を通じて迂回的に実行される。わずか数社で膨大なデリバティブ市場を独占する巨大金融機関には、膨大なデリバティブ取引が集中し、それらがグローバルな取引連鎖の決定的な結節点を占めているために、いったん重大な齟齬が生じ、それら金融機関の支払い能力や保証能力に懸念が生じると、市場全体が一挙に梗塞状態に陥る（グローバルな流動性消失、ただしそれは流動性危機にとどまらず、巨額損失による銀行破綻に発展する）システムリスクが潜んでいる。2008年9月に発生した世界的な金融恐慌は、まさにこのような大手金融機関の自己勘定での投機取引——その中心は SIV と呼ばれる巨大な投資ビークルによる仕組み証券取引であった——の失敗を契機とする史上最悪のシステムリスクの発現であった。

まとめ

貨幣資本の過剰蓄積と肥大化した金融産業を抱える現代資本主義は、極度に多様化した金融市場と金融資産の複雑なリスクを制御するために、あらゆるリスクを加工し、商品化し、市場化する巨大なデリバティブ市場を必要とする。現代の大手金融機関と企業は、デリバティブ市場なしにグローバルで多角化した財務活動を効率的に遂行することはできない。その意味で現代の信用制度もまたデリバティブ市場と切り離せない関係にあるが、デリバティブ市場はそれ自体の構造的脆弱性、監督体制の致命的欠陥、およびこの市場を支配する大手金融機関の競争の結果、信用制度に対して積極的な安定化機能を提供することはできない。

デリバティブ市場が信用制度の安定化機能を果たすためには、デリバティブ商品にアンカーとなる内在的価値が存在し、デリバティブの取引価格が内在価値から乖離した場合にそれを内在価値に引きつける自動調整メカニズムが備わっていないなければならない。

現代ファイナンス論とりわけブラック・ショールズモデルに代表されるオプション理論は、金融市場を支配する「神の見えざる手」をコンピュータプログラムに取り込むことを可能にする究極の人智として称賛されてきた。しかし、デリバティブの取引価格は、それ自体とは別の金融資産や架空資本の利回りや価格の相関関係に依存しており、後者はまた、代替的資産や証券の利回りや価格の相関関係に依存している。それだけではなく、金融取引にはファイナンス理論が前提とする独立の定理は存在せず、したがって金融取引の利回りに単純な正規分布を仮定することもできない。

デリバティブ市場で取引される商品の価格は、どこまでも他の金融商品のリスクや利回りの相関関係に連動しており、すべてが相対的で不確実であり、そこには価格運動のアンカーとなるべき内在価値は存在しない。したがって、オプション価格を含めてデリバティブ市場の価格変動は、さまざまなデリバティブ価格の相対関係をリスクと利回りに照らして比較することはできても、変動する価格をアンカーに引き寄せて安定化させる機能を果たすことはできない。要するにそれは、市場全体に対して保険を提供することはできないし、システムリスクを明示的に映し出すこともできない。現代ファイナンス論にはシステムリスクはもとより、資産バブルを始めとする金融市場の全体的な「異常」現象を取り扱う論理は含まれていないのである。

制度としてのデリバティブ市場は信用制度に内蔵された保険制度として機能するための条件が備わっていない。このような役割を果たすためには、予想される損失に対してそれを十分に担保する莫大な基金の積み立てが必要である。しかし、個別取引の連鎖でしかないデリバティブ市場にはこのような共通の基金は基本的に存在しないし、この市場の本性からして、そのような基金を機能的に確保することは不可能である。デリバティブ市場に存在するのは、連鎖的に繋がり、錯綜したヘッジの網の目だけであり、その何処にもショックを吸収するバッファは用意されていない。要するに、デリバティブ市場は、一方で、市場参加者のあらゆる個別的风险を加工・商品化して市場に提供し、そうすることで多数の市場参加者をリスクの連鎖で結び付けながら、その結果発生する金融システム自体の巨大なリスクに対しては、まったく感知機能を持たず、その発現に対しては完全に無防備なのである。

今回の金融危機と世界不況を踏まえて、主要国の議会と監督機関はデリバティブ市場の不透明性を改善し、金融機関のリスク取り入れを制限し、デリバティブの健全な利用を促すための制度改革について多くの議論を重ねてきた。そうした議論の中心的なテーマは、現在監督機関不在のまま放置されている OTC デリバティブを何らかの集中された清算機構に集中することによってカウンターパーティーリスクの発現を防止し、合わせて証拠金を集中して共通基金として管理しようとする方策である。

この種の提案は今回が初めてではなく、これまでもさまざまな提案が議論の俎上に上ってきたが、いずれもデリバティブ市場を支配する大手金融機関や機関投資家からの反対とロビー活動、金融業界の利益を優先する監督機関の消極的な姿勢によって日の目を見ないままになってきた。今回の危機を契機とする米国の包括的な金融制度改革をめぐる議論に際しても、連邦政府は当初、連邦準備制度理事会にデリバティブ市場に関する包括的な監督権限を与えようとする提案を行ったが、改革案を審議する下院の二つの委員会（農業委員会および

金融サービス委員会)は、これだけの規模の金融的惨事の後になお連邦政府の提案を骨抜きする修正案を提案した。

デリバティブ市場の改革をめぐる議会や監督機関の間での議論は、デリバティブ市場におけるシステミックリスクを基本的に解消しようとするものではなく、見掛け上の規制強化と「市場の効率性」を天秤にかける曖昧な議論に終始している。翻って各国の専門家によるさまざまな提案を見ても、その内容は制度的・技術的な手直しに終始しており、現代資本主義の歴史的構造にまで踏み込んだ議論はほとんど見るできない。これらの議論に決定的に欠落しているのは、デリバティブ市場の機能不全として現れている問題は、現代資本主義における貨幣資本の過剰蓄積であり、現代資本主義自体の歴史的限界性に他ならないという認識である。

しかし、**Bryan & Rafferty**が強調するように、現代資本主義とその国際決済制度・信用制度がもはやデリバティブ市場なしには存続しえないとすれば、デリバティブ市場の安定化機能を確保することができるか否かは、資本主義それ自体の存続可能性をめぐる議論にかかわる根本問題の一つと言わなければならないであろう。