

(翻訳) 現代資本主義と金融デリバティブ (引用不可)

Deriving Capital's (And Labour's) Future

By Dick Bryan & Michael Rafferty, *Socialist Register*( 2011)

訳者 高田太久吉 (参論倶楽部/金融労働研究ネットワーク)

( 訳者解題 )

ここに参考資料として訳出したのは、オーストラリアの二人の研究者 ディック・ブライアン/マイケル・ラファティによる金融デリバティブの経済的役割に関する新しい論文である。この論文は、レオ・パニッチ他(Leo Panitch, Greg Albo and Vivek Chibber)編の *Socialist Register*(2011) “*The Crisis This Time*”(pp196-223) に掲載された。因みに、同誌 2011 年版には、彼らの他に、Hugo Radice, Anwar Shaikh, Doug Henwood, Julie Froud, Ben Fine, Greg Albo, Bryan Evans, などの著名な経済学者が寄稿しており、さらに新自由主義とアメリカ帝国主義に対する容赦ない批判者である Noam Chomusky の辛辣なエッセイも含まれている。

ブライアン/ラファティは、彼らの共著 “*Capitalism with Derivatives*”(Palgrave 2006) によって、現代資本主義におけるデリバティブの経済的役割についての理論的研究で、開拓者的業績を挙げたマルクス経済学者として、国際的な評価を獲得した。かれらの業績は、同書に続いて公表された多くの論稿を含め、それ以降、マルクス経済学者がデリバティブに関して立ち入った議論をする場合、必ず引用あるいは言及される、いわば必読文献となっている。

かれらの著作 “*Capitalism with Derivatives*” はそれほど大分な著作ではない (索引を含めて 236 ページ) が、残念ながら、我が国ではまだ邦訳が出版されていない。これは、訳者の見方では、我が国のマルクス経済学者が、総じて現代資本主義の資本蓄積におけるデリバティブの役割について必要な関心を払ってこなかったし、現在も払っていない事情を反映しているのではないかと思われる。しかし、これら二人の著書がかねてより、この書物を含め数多くの論稿で繰り返し強調しているように、また、今回のサブプライム問題からリーマンショック、さらには欧州金融・財政危機につながる一連の金融危機が証明しているように、デリバティブは、現代資本主義の蓄積様式、したがって、その結果としての現代の恐慌の発現形態と深く結びついている。したがって、われわれは、デリバティブの諸形態、役割、市場構造などについて十分な理解を持たないで、現代資本主義の構造と運動を理論的に解明することはほとんど不可能と言っても過言ではないのである。

デリバティブについての彼らの研究の要点は、デリバティブを現代資本主義の腐朽化がもたらした単なる投機的仇花として扱うのではなく、とりわけ 1970 年代以降ブレトンウッズ体制崩壊によってアンカーを失ったドルの、基軸通貨としての不完全性と不安定性を補完する、新たな基軸通貨の機能形態として考察することである。かれらの見解によれば、デリバティブを単に「金融の大量破壊兵器」(ウォーレン・バフェットの造語) と見なし、

その厳格な規制によって投機的機能を封じ込め、金融市場を健全化しようとするのは、不合理で非現実的な対応である。

ブライアン／ラファティによれば、過去 30 年におけるさまざまなデリバティブ市場の急激な膨張は、一方で従来は金融市場に取り込まれていなかった家計・労働者をふくむさまざまな経済主体と彼らの所得および資産を「金融化」する（投資の対象に作り替える）ことで、金融依存の資本蓄積の可能性を拡張しようとする現代の資本の強い欲求によってもたらされた。それと同時に、デリバティブに対する巨大で不断增加する資本の需要は、変動相場制とグローバル化の下で、ますます不確実性を強める金融市場における投資リスクを、秤量し、値付けし、商品化して自由に売買・移転するための共通の評価尺度の必要性からもたらされている。言い換えれば、国際金融市場における膨大かつ多様な取引が基軸通貨ドルの役割なしには成立しないのと同様に、現代の金融市場の拡大を支えているさまざまな金融革新と新商品の取引は、多様な金融資産の換算標準としてのデリバティブ無しに成立しない。したがって、金融的利得によって支えられている現代の多国籍企業と金融産業の資本蓄積も、デリバティブ無しには持続不可能なのである。

したがって、デリバティブに対する資本の需要は、現代の資本蓄積のますます強まる投機的性格と密接に結びついているとはいえ、単なる投機手段に対する重要ではない。それは、新しい金融取引の形態で資本蓄積の新しいフロンティアを拡張しようとする現代資本の衝動の表われなのである。それゆえ、別の言い方をすれば、労働者や年金生活者が、デリバティブに対する厳格な規制を求めることは、政府監督機関に対して、金融機関と投資家の反社会的で破壊的な投機的活動を困難にする制度的歯止めの構築を求めることに止まらないのである。デリバティブの膨張は、現代資本主義の単なる病理現象あるいは逸脱ではなく、資本の本来の資本蓄積衝動から直截に発した新しい現象である。したがって、デリバティブの根本的な規制を目指すことは、現代資本主義とその蓄積様式に対する根本的な変革の要求と同じなのである。

以上のような、デリバティブ研究を、現代資本主義の理論的研究の不可欠・不可分の作業として提起するブライアン／ラファティの所説が、理論的に十分な正当性を備えているか否かの判断は、マルクス経済学の陣営における現代資本主義とデリバティブに関する理論的・実証的研究の今後の発展に委ねなければならない。とりあえず、指摘しうるのは、デリバティブの研究を不十分にしか深めてこなかったマルクス経済学が、今回の金融恐慌の分析において、例えばポストケインジアンを始めとする、かねてよりデリバティブを含めて金融市場の構造と運動の歴史的变化に着目してきた陣営に比べて、必ずしも優位性を発揮することができなかった事実である。

あれほどの経済的惨禍をもたらした金融恐慌が、いまだ完全には過去の歴史になっていない現在、ウォール街、東京、ロンドン、フランクフルトその他の国際金融センターを拠点とする大手金融機関と機関投資家は、ますます活発なデリバティブ取引によって再び以前に劣らぬ巨利を挙げている。しかも、デリバティブは単に大手金融機関が追加的利益を

上げるための手段であるに止まらず、ますます複雑な財務活動に依存して利潤を確保し、株価を維持している現代の企業によっても、依然として活発に利用され続けている。

こうした状況を目の当たりにすれば、マルクス経済学の理論的発展の障害の一つ——現代資本主義分析の理論的装置としての架空資本・デリバティブに関する理論の不備——を取り除くために、ブライアン／ラファティが提起するデリバティブ研究の含意を検証してみることは、試みる価値の在る作業であろうと思われる。デリバティブに関する研究のもう一つの意義は、これらの著者によれば、新自由主義に助けられた現代資本の労働者と家計に対する追加的収奪に抵抗するための重要なアジェンダを提示するということである。労働者と家計の所得流れを金融市場に取り込み、資本のための金融的利得に変えるためには、デリバティブとそれを利用した証券化のスキームが不可欠であり、その意味で、デリバティブに対する規制は、大手金融機関と多国籍企業の資本蓄積に対する規制につながっているのである。本稿の原題が *Deriving Capital' s (And Labour' s) Future* となっている所以である。

本論文の訳出は、かねてよりマルクス経済学の金融理論のいっそうの発展、とりわけ架空資本とデリバティブに関する理論的・実証的研究の進展を待望してきた訳者の問題意識から発した作業の一部である。

なお、彼らは上述の共著以外に、近年各種雑誌その他に多くの論文を精力的に公表している。それらの業績リストは、訳文の文末に添付しているので合わせて参照してほしい。

(翻訳) 現代資本主義と金融デリバティブ (引用不可)

金融デリバティブは今回の金融危機の最大の要因とされてきた。デリバティブの分析を仕事にしていない人にとって、デリバティブが原資産の金融リスクを粉飾する可能性ないし機能があるということが最初に判明したのは、21世紀初頭に起きたLTCM、エンロン、それにワールドコム事件である。次いで、2007—08年のサブプライム金融危機が発生し、ここでは、デリバティブに依拠した「証券化」プロセスが、サブプライムローンの略奪的貸し出し方法と関連して、金融危機のグローバルな波及経路であることが明らかになった。さらにこれに、企業のデフォルトを賭けの対象にする信用デリバティブ(CDS)が続いた。デリバティブは、他人の不幸を賭けの対象にすることがやがて必ずみんなの不幸になることを明らかにしたように思われる。デリバティブが多くの人に危険極まりないもの——しばしば、ウォレン・バフェットの言葉として引用される「金融の大量破壊兵器」——と考えられているのは何ら不思議ではない。

(訳注) ウォレン・バフェット(Warren Buffett)は、米国の著名な保険会社グループと投資家集団Berkshire Hathawayを主催する伝説的投資家で、ビル・ゲイツと並ぶ世界有数の富裕者。最近では、富裕層への増税を主張していることでも知られる。

このようなレッテルあるいは評判は、当を得ているかもしれない。しかし実は、それらを説明的修辞として使用するのには、飛躍した判断であり、多くのことを見失うことになる。グローバル金融危機の原因を、金融デリバティブが主たる要因となった金融の歪みあるいは投機として記述する傾向は、われわれの見解では、生産的ではない。事実、われわれの理解では、デリバティブは資本主義の病理現象——何か「本当の」資本主義からの歪曲——ではない。それらは、資本主義に固有であり、資本主義に本質的な所有関係(property relations)であり、その創意性の表現である。デリバティブの矛盾は、資本主義の矛盾である。

金融危機の説明に際して、デリバティブの数学的境界、透明性の欠如、あるいは「有毒性」といった点に特に焦点を当てるとすれば、破局を必然と見る分析、あるいはデリバティブの登場以前をより安全で、金融的に無邪気な時代と見なしたいと言う、懐旧の念に取られた政治的分析にふけることになる。もしもわれわれがそのような解釈に甘んじるとすれば、われわれはデリバティブが今回の金融危機で果たした役割だけではなく、将来の役割についても真相を見失うことになるであろう。

デリバティブ取引の成長は金融危機に先立っており、しかも全体としては、驚くほど金融危機の影響を受けなかった。デリバティブは、金融危機の余波のなかでも依然として成長を続けている。これは次の反転を準備しているだけだと主張する人もいるが、マルクス主義は、(将来の反転を予想する金融用語を使えば)「空売り(shorting the future)」するだけで満足することはできない。われわれは、デリバティブが如何にして資本主義の現在と

在りうべき将来を形作るのかに目を向け、この進展の中に現在の金融危機を位置づける必要がある。

2007-08の危機を分析する目的は、単に危機の破壊的傾向を確認し、資本主義の脆弱性をもう一度暴くこと——これはジョン・グレイが指摘するように左翼の専売ではない——ではない。それは同時に、資本主義が新しい資本蓄積過程を構築する適応性を示すサインを見出すことでもある。本稿は、マルクスの危機の理論よりも、むしろ資本主義の最新の発展とこの発展の推進力を解き明かそうとするマルクスの希求に触発されている。したがって、われわれは、金融その他のデリバティブ市場が、如何にして現代資本主義に不可分に組み入れられたのか——その役割から見れば、今回の金融危機は、社会的には甚大であるが、分析的には非本質的と言える——について分析を進める。

(原注) ジョン・グレイ(John Gray, *Black Mass: Apocalyptic Religion and the Death of Utopia*, London, 2007.

本稿での立論において、われわれはまず、デリバティブの性質と役割を、それらがいかにして資本蓄積に不可分に組み込まれるようになったのかを明らかにする。とくに、デリバティブは、従来は単なる「流通」過程と見なされていた経済過程に新たな資本蓄積の可能性を提供する、新しい形態の商品あるいは商品化(commodification)である。次にわれわれは、デリバティブの発展および、それがグローバル金融危機で果たした役割を取り上げる。この役割を説明するにあたって、われわれは、今回の危機がデリバティブ市場の未熟さによってもたらされたものであり、一般に考えられているような、その行き過ぎた発展によってもたらされたものではないという解釈を提示する。事実、デリバティブは、資本蓄積の新しい可能性を提供してきた。われわれの結論によれば、2007-08危機は、デリバティブのこうした役割と関連して発生したが、この役割自体の危機として発生したわけではない。われわれは、今回の危機は、とりもなおさず、デリバティブのこの役割をより一層強めたと主張する。この違いは分析の上だけではなく、政治的にも重要である。なぜなら、それによって、制度改革のアジェンダが変わってくるし、労働者の政治的目標も変わってくるからである。

デリバティブ市場とは何か、なぜそれは大いに重要なのか？

デリバティブの単純で普遍的な定義は存在しないし、これまでの定義は金融市場が進化するのにもなって急速に役目を終えた。辞書的なワンセンテンスの定義では、デリバティブは、その価格が一つもしくは複数の原資産に依存している（あるいは、語源的に言えば、それらから派生する）資産あるいは証券である。この定義はデリバティブを歴史的に見た定義であるが、現代のデリバティブが果たしている役割の広範な社会的意味合いを言い表す点から見れば、それほど有益な定義ではない。いずれにしても、それは単にデリバティブの値付けについて定義しているに過ぎず、デリバティブが何であるのか、どんな役

割を果たしているのかを定義したものではない。

デリバティブは従来は金利や為替レートなどの金融商品と関連付けられてきたが、それは社会のさらに多くの側面に適用されている。それらのうちのいくつかはすでに、公式の金融市場で開発されており、他は将来の可能性に止まっている。重要なことは、デリバティブをそれらすべてを包含するものとして考察することであり、さらに、その将来の可能性を分析的に取り扱う方法を開拓することである。

デリバティブは、社会関係や経済関係を、これまで以上に細かく定義された属性に分解し、それらを値付けし、取引できる、測定可能な——とはいえ、時に異議申し立てに曝され、そしてしばしば脆弱な——商品に作り替える論理を提供する。この論理は少なくとも三つの次元で考察することが可能である。

1. セグメンテーション：社会関係および経済関係をますます細かく定義した構成「要素」あるいは「属性」に分解する。これは想像行為である。
2. 数量化：それぞれの要素をリスク属性を備えた測定可能な実在物(entity)として、原則として他の要素と比較可能である実在物として、設計すること。これは言い換えれば、社会的経済的関係の不確実性を、一つの認識可能な測定単位に作り替え、他の異なった要素や属性と相互に等値関係に置くことができるようにすることである。これは、リスクを意識的に設計し、計算すると言う意味で生産行為である。
3. コモディフィケーション：リスクのそれぞれの属性を証券市場、デリバティブ市場あるいは保険市場で売買すること。これは流通行為である。デリバティブの流通価格は変数であり、原資産の価格および、無邪気に「市場の気配」あるいは「予想」と呼ばれているものに依存して変化する。

これら三つの側面を明らかにするためには、いくつかの誘導的なQ & A形式で、デリバティブのより一般的な特徴を浮き彫りにすることが役立つ。

(Q)どのような原資産がデリバティブ形態をもつことができるのか？

(A)資産あるいは商品に類する属性を持ち、貨幣または指数によって独自に測定（値付け）が可能ないかなる物もデリバティブ形態をもつことができる。デリバティブの要点は、資産（あるいは証券のような資産の束）の価格/指数の変更、あるいは、価格/指数の運動（しばしばイベントと呼ばれる）の確率の変更である。そして、デリバティブの形態が、（価格/指数の、訳者）評価の上昇あるいは下降にともなって貨幣が持ち手を変える方法を規定する。通常の実行が行われているデリバティブが取り扱うのは、金利、為替レート、原油価格の運動である。しかし、もっと最近に開発されたデリバティブは、信用リスク、住宅価格の変動、あるいは気温の変化を取り扱う。

（仕組み、訳者）証券は、デリバティブそのものではないが、決定的にデリバティブの属性を備えている。（仕組み）証券は資産およびその資産から発生する所得の流列を基にし

て発行された債券である。モーゲッジ担保証券は、買い手がモーゲッジの束から発生する所得の流列を入手する債券である。これらが備えるデリバティブの属性とは、証券の買い手が、原資産を所有することなく、資産のパフォーマンス（例えば、モーゲッジの元利回収）に対するエクスポージャー（リスクの在る債権あるいは請求権、訳者）を入手する点に見られる。したがって、証券価格は、モーゲッジの返済率に依存し、住宅価格それ自体には依存しない。

それゆえ、デリバティブの本質的な属性は、変化の方向あるいは程度に関する競争的なポジションを含んでいるということである。経済的、社会的生活の多くの側面が評価可能な仕方に変化すれば、デリバティブ商品の開発可能性は大きくなる。その可能性は、本質的に、変化を評価する独自の（確証可能な）方法が存在するかどうか、その商品に対する需要がデリバティブ市場を運営して利益が得られるほど十分大きいかどうかにかかっている。

(Q)デリバティブの所有にはどのようなことが関係するか？

(A)デリバティブは、原資産のパフォーマンスに対するエクスポージャー、すなわち、価格/指数が変化した時に、原資産を売買する権利あるいは、支払いを受ける権利を所有者にもたらす。この意味で、デリバティブは不確定な(contingent)請求権であり、その価格は将来の（不確実な）事情に依存している。ただし、ここが決定的な点であるが、デリバティブは原資産に対する所有を要件としない。原油の先物やオプションについて言えば、たとえ最終的には原油の売買の必要から発した契約であっても、それ自体は1バレルの原油(原資産)も売買しない。もう一つ別の例として天候デリバティブについて見ると、取引される「原資産」には何らの曖昧さも含まれていない。市場で取引されるのは、降水量あるいは気温や霜の指数評価であり、市場参加者は天候自体を売買することはできない。同様に、モーゲッジ担保証券もデリバティブ類似の要素を備えていることが理解できる。この証券の所有者は、ひと束のモーゲッジのパフォーマンスに対する金銭的エクスポージャーを入手する。すなわち、かれはモーゲッジ自体の所有権ではなく、モーゲッジの元利支払いに対する所有権を入手する。

原資産に対する所有権を持つことなく、資産のパフォーマンスに対するエクスポージャーを入手することには、二つの特別な利点がある。第一に、それは原資産に対するレバレッジの掛かったエクスポージャーを創り出す（少額の元手で多額の取引契約が可能になる、訳者）。これは所有権に付随する収益に低コストで与ることを可能にする。第二に、それはこの種の所有権の移転を容易にする。すなわち、原油のデリバティブ契約の所有権を売買することは、1バレルの原油を売買するよりもはるかに簡単である。リスク所有権の移転を容易にすることによって、デリバティブは異なったリスクを分割したり、逆に新しい「合成的」商品として結合したりすることを可能にする。この資産を代替可能にする（資本の属性をブレンドする）機能が、デリバティブ市場に大きな流動性を生み出す。したがって、

デリバティブを所有することの要点は、資本の価格競争力を、物理的あるいは法的な資産の所有に付随する障害から開放して、強化する点にある。

(Q)誰がデリバティブを取引しているのか？

(A)デリバティブは一般に、その運動を容易に予測することが難しく、同時にそれが金融に広範なあるいは重大な影響を及ぼす、価格や指数に関連している。一方に、価格や指数が下落するのを恐れている人が在り、他方にそれが上昇するのを心配している人がいる。かれらの心配が重大なものであれば、その心配を除去する金融手段を購入しようとするであろう。さらに、通常「投機筋」と呼ばれる、価格や指数の変動に賭ける人々が存在する。したがって、デリバティブはリスクと、厳密に言えばリスクおよび不確実性と、不可分に結びついている。しかし、企業は（個人もまた、訳者）あらゆる種類のリスクに直面する。かれらの中には、リスクは企業戦略に不可分であるとして、あえてリスクを取り入れる者がいる。しかし、リスクを望まない者もいる。実際、あらゆる企業（あるいは個人、訳者）は、ある種のリスクは売却（中立化）し、そうするために少なくとも一定のコストを支払うであろう。この契約には、取引相手が存在しなければならない。これらは、反対のリスクを抱えている人たちであるか、さもなくば、エクスポージャーを取ることでプレミアムを手に入れようとする投資銀行、ヘッジファンド、ソブリンファンド他である。

要するに、殆どのデリバティブ商品は、価格/指数変動が利潤を左右するビジネスと関連している。これらの商品を誰が取引しているのかを知るうえで、国際決済銀行(BIS)が3年ごとに行っている外国為替とデリバティブに関するサーヴェイが概要を与えてくれる。直近のサーヴェイである2007年版は、大手銀行による取引の占めるシェアが1998年の60%から2007年には38%に減少したことを示している。他方、「その他の金融機関」のシェアは総取引高の20%から43%に増加している。「その他の金融機関」の中心は年金基金とヘッジファンドである（これについてはすぐ後で述べる）。

とりわけ、(仕組み)証券は民間債務増加の重要な要因になってきた。1990年から2008年の間に、資産担保証券(ABS)は、先進資本主義経済の民間債務の43%を占めるようになり、年間増加率は19%に達している。逆に、企業債券は、企業債務の8%を占めるに過ぎず、年あたり増加率は6%に止まっている。これは、企業関連の債務エクスポージャーを取り入れようとする投資家が、企業債券よりもABSを重視するようになっているためであり、同時に、企業自体も借入れを行うのに金融機関からの融資ではなく、ABSにますます依存するようになっているためである。企業が発行するABSの他にさまざまな資産担保証券や債務担保証券が存在する。これらの証券は、主として2種類の投資家グループ、すなわち、一つは投資銀行、年金基金、ヘッジファンド、もう一つは、アジアと中東など経常収支黒字国のソブリンファンドによって購入されている。

すぐ後で見ると、これらの証券は必ずしもまったく企業世界と金融界に固有と言うわけではない。証券化プロセスは、それらの投資家と家計を結びつける——ただし、家計



は証券の所得流列の提供者であり、市場取引の当事者としてではない。

(Q)デリバティブはどのようにして値付けされるのか？

(A)決定的に重要な技術上の問題はその値付けである。言い換えると、手放したいリスクをコストが高すぎるために手放さないでいるとすればそのコストはいかほどであるのか、逆に、売却を控えさせるコストとはどれほどなのか。歴史的に見ると、経験と直観に頼った計算が利用されてきたが、1980年代以降、市場で、デリバティブの値付けは技術的解のある、正規かつテクニカルな問題と考えられるようになった。年金数理データと並んで、ブラック/ショールズ・オプション・プライシング・モデルが解答を提供すると考えられた。しかしながら、今回の金融危機によって、以前から存在した二つの問題が浮かび上がった。一つは、デリバティブの買い手には、計算されたリスクだけではなく計算不能なリスクも移転されるという問題である。市場が不安定になり、これまでにない状況が生じると、計算不能なリスクがますます顕在化してくる。第二は、市場が取引するリスクには現在のリスクだけではなく、将来のリスクに対する期待、したがって将来のリスクが誰に帰属するのかが含まれるという問題である。ドナルド・マッケンジーによれば、いったん計算式がデリバティブのトレーダーによって利用されると、それは価格の予想手段ではなく、価格がそれをめぐって変動する指標になる。事実上、トレーダーは市場の次の動きを出し抜こうとし、あるいは少なくともそれを予想しようとするために、リスクの値付けは、技術的計算の先を行くことになる。

(訳注) ドナルド・マッケンジー(Donald McKenzie, *An Engine, Nopt a Camera: How Financial Models Shape Markets*, Cambridge, 2006. マッケンジーは1970~80年代のブラック/ショールズモデルを中心とするファイナンス論とりわけオプション理論の発展が、単に金融市場の発展を後追いたしたものではなく、逆に、これらが米国ついで世界の金融市場に大きな変化を引き起こしたことを指摘した。

(Q)なぜ、資本蓄積の理解においてデリバティブが重要なのか？

(A)デリバティブは独特の種類の商品として分類されるために、それを副次的なもの、言い換えると、通常の商品とは概念的に異なるマージナルな商品、したがって無視しうるものとして取り扱われる傾向がある。しかし、これまで述べてきたことは、まったく異なった取り扱いを目指している。デリバティブが独特なのは、資本蓄積の新しい部面を創り出すということ、資本の循環を分解し、結合する新しいやり方を創り出すということにある。デリバティブは、広範な新機軸の商品をイメージさせ、いったんそれらがデザインされて生産されると、需要はほとんど無限であるように見える。このイメージで重要なことは、われわれがこれまで公式には独立の完結した実在物と考えてきたものが、構成要素に分解され、さらに、それぞれの要素が別個のリスクと見なされ、したがって、別個のリスクを伴う商品と見なされるということである。単にクレジットと見なされてきた融資は、いまでは、金利リスク、為替リスク、デフォルトリスクに分解される。金利リスクは、例えば、

変動金利を計算する異なった基準レート(ロンドン銀行間出し手金利(LIBOR)やUSプライムレートなど)の分散リスク(ベーススリスク)、融資が前倒しで返済されるリスク(オプションリスク)、長短金利差が変動するリスク(イールドカーブリスク)等々に分解される。これらのリスクのそれぞれは、別々に値付けされ、一日当たり何十億ドルの単位で取引される。さらに、それらのリスクは、さまざまな部分リスクに分解され、さらに細密に加工され、新しい商品の可能性をもたらす。

(訳注) ベーススリスクは、原資産とそれを元に発行されるデリバティブ商品の金利の決定方法が異なる場合に発生する一種の金利リスクである。例えば、短期プライムレート金利で契約されたローンを実質資産にして、LIBORに連動する変動金利の仕組み証券が発行される場合である。この場合、円建て債務の金利をドル建てで支払う場合(通貨スワップ)に類似のリスクが発生する。ベーススリスクは金融機関とのスワップによって解消できるが、金利の種類によってはスワップが難しい場合もある。

ここで問題になるのは、このようなデリバティブ商品における分解、数量化、商品化のプロセスが、新しい価値の創造という意味で資本蓄積に貢献すると考えられるのか、それとも、単に「実体」経済で創り出された剰余の再分配に過ぎないのかと言う問題である。この問題の全面的な考察は本稿の範囲を超えるが、とりあえず言いうることは、そこにはこれら二つの面がいずれも含まれているということである。しかし、もしデリバティブの成長を単なる剰余の再分配とのみ見なすとすれば、われわれは新しいデリバティブ商品を生み出している原動力と、この技術革新がとる独特の形態を見失うことになる。このように考えると、デリバティブは、一般には既存の活動に含めて考えられている資本の活動に、新しい商品化の領域を提供することで、資本蓄積の新しいフロンティアを切り開いていると見なすことが可能になる。

融資は古くから存在したが、それを異なったリスク特性に分解し、商品化するの新しい技術革新である。さらに、融資に関して利用可能な技術は、経済と社会生活のさまざまな側面についても応用することができる。われわれは、このような新機軸がわれわれの生活を改善するか否かを議論することができるが、それは、広告会社や法律事務所の活動がいかなるメリットをもたらしているかを議論するのと同類である。デリバティブ市場の発展は、資本活動に不可分の精密な計算をめざす動機から理解することができる。その効果は、金融とリスクに関する計算を広範な社会的ドメインに適用することである。そして、おそらく、これが「金融化」と呼ばれる変動を呼び起こしている原動力なのである。われわれは、この観点から、近年如何にしてデリバティブが発展してきたのか、また、この計算論理の現象形態がどのような潜在的可能性をはらんでいるのかを、理解することができる。

金融デリバティブの発展  
貨幣デリバティブ

商品の生産および流通に関連するデリバティブは古い歴史をもっている。これに対して、金融デリバティブの歴史は、20世紀の最後の3分の1にようやく始まった。それ以前について言えば、いろいろな保険市場が19世紀に急速に発展したが、金ないし銀を本位とする商品貨幣はきわめて安定した為替レートを実現し、したがって、為替リスクをヘッジする必要はなかった。同様に、産業資本による信用の利用は限られており、金利の変動も緩やかであったために、金利デリバティブの必要もなかった。同様のことは、一般的に言って、固定レート制と、資本取引規制によってデリバティブの発展が封じられていた、戦後ブレトンウッズ体制についてもあてはまる。そこには、デリバティブを発展させるニーズも法的条件も存在しなかった。実際、デリバティブの多くの形態は、政府による資本取引の規制を回避するために生み出され、あるいは復活させられたのであるが、これによって、ブレトンウッズ体制の事実上の崩壊を促したのである。

貨幣関連のデリバティブ(通貨スワップや金利スワップ)は、1970年代以降に登場した。1971年にブレトンウッズ協定が公式に破棄された後、世界の為替レートは次第に変動するようになり、多くの国の資本取引規制が撤廃され、価格安定のための国際スキームは放棄された。自由市場を支持し、変動相場制と資本取引自由化に理論的根拠を提供する経済学者は、変動相場は「ファンダメンタルな価値」を、大雑把に言えば、それぞれの国民経済の「現実の」パフォーマンスを、反映するが故に安定的であると主張した。国民経済のパフォーマンスはゆっくりと変化するから、為替レートも緩やかに変化することになる。市場についてのこうした考えは、明らかに理論的に誤っているが、さらに重大なことは、その帰結が経験から大きく乖離しているということである。為替市場は安定せず、きわめて不安定で、かつ予測困難になった。さらに、時を同じくしたユーロダラー市場の発展が、急速に上昇する金利での国際的な貸借取引をもたらしたが、その際の金利と為替レートは、「公式」の市場レートとは異なっていた。

変動的な為替レートとグローバル債務市場の成長は、異なった通貨の将来の不確実な価値への新たなエクスポージャーに対する民間のヘッジ手段を提供する、外国為替デリバティブ市場および金利デリバティブ市場の拡大を引き起こした。このために一般的に必要な精密な計算方式は、地理的に異なった市場の間での増大する裁定取引の機会を創り出した。コンピュータ技術の発展とデリバティブを値付けする「科学的な」モデルは、このようなデリバティブ市場発展の不可分の要因であった。

かくして、1980年代以降、金融デリバティブを取引する市場が急速に成長した。それらは、資本が将来の為替レートや金利の変動——これらは収益に大きな影響を及ぼす——にともなうリスクと不確実性を取引するヘッジの場として成長した。原資産ではなく、価格変動へのエクスポージャーを取引することで極めて高い流動性を備えた市場であるデリバティブは、投機のための格好の機会を提供した。ヘッジファンドだけではなく、産業企業や金融機関も、成功の度合いはさまざまながら、投機取引を行うためのますます大規模な部門を抱えるようになった。投機取引が市場でどの程度大きな割合を占めているのかを評

価するのは困難である。ヘッジファンドはその投機的役割から一般に目の敵にされている。ヘッジファンドは 2002 年あたりから急速に成長したが、2006 年段階で、それらが管理している資金は、あらゆるファンドが管理する資金総額のわずか 2.5%に過ぎないことは憶えておいた方がよい。ただし、ヘッジファンドは活発なトレーダーであり、取引ベースでは 2.5%をかなり上回る——いくつかの市場では取引額の 50%に達する——シェアを占めている。

1987 年から 2009 年間のデリバティブ市場の成長は〈表 1〉(訳文では省略、訳者)に示した通りである。ここには、3 種類の最も大きなデリバティブ商品、すなわち、貨幣(金利および通貨)デリバティブ、信用デリバティブ、それに株式デリバティブが示されている。それらはいずれも、年末契約残高で表わされている。これによると、契約残高総額は毎年急成長を遂げ、2009 年末には 415 兆ドルに達していることがわかる。デリバティブの有害性が露わになった今回の金融危機の真ただ中において流布された予測とは逆に、デリバティブは、これまでよりも緩やかなペースではあるが、成長を続けた。信用デリバティブは目立った例外であるが、これについてはすぐ後で取り上げる。

資本活動のグローバルな拡大に伴う最も重要なリスクは、地理的・時間的に貨幣価値(為替レートおよび金利)が異なることであるから、過去 30 年間の取引と成長の中心が貨幣デリバティブ——金利先物と為替先物、オプションおよびスワップ——であったことは驚くに値しない。実際、これら貨幣デリバティブは極めて重要であったから、表 1 では、貨幣デリバティブは他のデリバティブとは異なった単位で表わさなければならなかった。例えば 2007 年に、貨幣デリバティブの残高(殆ど 400 兆ドルに達する)は、信用デリバティブの 6 倍であり、株式デリバティブのほとんど 40 倍に上っている。2009 年までに、信用デリバティブが半減したために、貨幣デリバティブはさらに相対的に大きくなった。

貨幣デリバティブはかなりはっきりしたものである。しかし、われわれが先に示したデリバティブの定義は、デリバティブの論理が広範な社会・経済生活に適用できるように、デリバティブの革新的側面を取り扱えるように考えられている。金利デリバティブと為替デリバティブは数量的に依然大半を占めているが、他の形態のデリバティブも同時に発展している。それらは、前述した分解、数量化、商品化という活動である。これらは、リスクを特定し、分割する新しいさまざまな意匠の中で、ますます目につく、華々しいものになっている。金融機関が利回りを求めて、あるいは、ポートフォリオを分散するために活動している金融市場では、これらの新しいデリバティブ商品はとくに魅力的である。われわれは、これらを二つの範疇に分類することができる。一つは、資産から作られるデリバティブであり、もう一つは所得の流列から作られるデリバティブである。ただし、多くのデリバティブ商品は、これら二つをブレンドする機能を備えている。

#### 資産から作られるデリバティブ

金融市場における技術進歩の結果、新しい商品を考案し、金融取引所に上場することが容易になった。取引所は、従来の商品先物やオプション、さらに貨幣デリバティブの取引

を処理する機能に加え、Eurex やシカゴ・マーカンタイル取引所など既存の取引所では、最近では従来よりも多様なデリバティブを導入しており、あらゆる物を金融資産として取引に取り込むことに力を注いでいる。株式、天候、金属価格、エネルギー価格、不動産、賃金変動のようなマクロ経済指標、これらさまざまな対象の特定の属性を評価する多様な指標、それらの属性を結びつけて作り上げる複合的な属性のためのデリバティブ市場が発展している。さらに加えて、主として投資銀行で働いている店頭市場ディーラーは、特定の当事者間のユニークであるが取引可能なあらゆるリスクの取引スキームを考案し、取引に乗せている。

(訳注) Eurex (ユーレックス) は、ドイツ取引所とスイス取引所が共同運営している欧州の電子取引清算システムの呼称。

これらの新しい金融商品の登場は、直接的なリスク・エクスポージャー——例えば、エネルギー供給者が気温の変動に、農家が降霜に、企業が賃金変動に対して抱える——に対するヘッジ手段を提供する。もっと広義には、これらの新しいリスク商品は、ポートフォリオ分散の手段を提供する。

信用デリバティブ、とくにCDSは、この点で決定的に重要で、その急激な膨張と、グローバル金融危機の以前および渦中で果たした中心的な役割によって、注目に値する。信用デリバティブは、信用事象（とくに、ローンの返済不能）の可能性を取引する。それは、2001年～07年間で、もっとも急速に増大したデリバティブ商品となり、2008年に発生したその崩壊は、大手投資銀行の支払い不能の主要因になった。

先に挙げた多くの新金融商品と異なり、信用デリバティブは、長期的目的（基本的には信用リスクをヘッジしたい企業の）のためにも、短期的目的——分散されたポートフォリオの一部として活発に取引される——のためにも、組成される。標準的な信用デリバティブでは、プロテクションの売り手は買い手から定期的な支払いを受け取るが、その代わり、もしもデフォルトあるいは何か支払い不能の事態が発生すれば、買い手に対して約定された支払いを保証しなければならない。

CDSは、その成長の当初には、ヘッジ目的で開発された。銀行は、融資勘定や証券化がらみのエクスポージャーをヘッジするためにCDSを利用した。こうして、銀行の融資は前倒し返済やデフォルトリスクから解放され、事実上金利の鞘取りゲームに転化した。産業企業もCDSが有用であることを発見した。まったく異なったデフォルトリスクを保有する二つの企業は、お互いのデフォルトリスクに対するエクスポージャーを交換することによって、自分のリスクを分散することができた。CDS市場では、こうしたヘッジングは、主として「シングルネーム商品」と呼ばれるCDSを利用して行われた。これは、しばしば数年間（通常は5年間、訳者）に及ぶ契約であった。

2004年ごろから、信用デリバティブは、直接的なヘッジ目的以外に急速に広がった。デリバティブは、デフォルトに対する価格エクスポージャーを、デフォルト事象(信用リスク

の在る債権や資産、訳者)を直接保有することなく取り入れることを可能にするために、デフォルト事象の当事者ではない第三者にも保有することができる。第三者からのこのような需要に応じて、信用デリバティブは第三者のポートフォリオにより適合する形態——信用連動型ノート（中期債、訳者）やポートフォリオ関連商品——に発展した。

これらの商品はまた、広範な「イベント（事象）」や証券化された債務に適用されるようになった。それらの中には、「マルチネーム商品」と呼ばれるものが含まれている。マルチネーム信用デリバティブは、本質的には、モーゲッジ担保証券や他の債務担保証券(CDOs)に関して広く知られている「組成・販売モデル」と同じプロセスによって、多様な信用リスクを一まとめにし、トランシュ（原意は「一切れ」の意、リスク・利回りの異なる証券のクラス、訳者）に分割し、格付けし、商品としてグローバル金融市場で販売される商品、もしくは、デフォルト指数の取引をベースにした商品を含んでいる。こうして、マルチネーム信用デリバティブは、分散されたポートフォリオの資産の一部になる。それらは、魅力的な利回りをもたらし、それらの価格は他の種類の資産とは別個の予測可能なサイクルを描くと予想されている。ある意味では、それが付加する特定のエクスポージャーは、それが他の金融商品と異なっており、リスクの分散と関係しているという事実と比較すれば、副次的問題に過ぎない。

今回の金融危機で被った汚名にも拘わらず、その後のCDSの減少が穏やかであったことは注目に値する。2009年現在、CDS市場の契約残高（想定元本ベース）は、シングルネームでもマルチネームでも、依然として2006年のレベルに留まっている。信用デリバティブは、リスクの商品化がリスクポートフォリオの分散を可能にし、利回り指向を強めることを証明したと言う点では、他のあらゆるデリバティブと異なるところがない。リスクの分散に伴って、特定のリスクに対するエクスポージャーも増幅され、リスクは大幅に間違って値付けされ、連鎖的な信用不安の可能性が飛躍的に高まる。にもかかわらず、信用デリバティブは、資本のために信用リスクのヘッジおよびポートフォリオ分散の効果的手段を提供しているのである。

#### 所得流列に依拠するデリバティブ

所得流列に依拠するデリバティブは、資産価値の変動や信用事象に依拠するデリバティブとは異なり、一般に証券の形態をとり、そのプロセスは証券化と呼ばれる。この種のデリバティブには実は古い歴史——本来の金融デリバティブよりも古い——があるが、歴史的にはデリバティブと見なされなかった。実際、それらをデリバティブの中心に押し出したのは、グローバル金融危機であったと言っても良い。なぜなら、まさにこの範疇のデリバティブこそ危機の基本的要因であったからである。この特殊な問題はすぐ後に取り上げる。

1980年代に、新たに取り上げられるようになった資産に依拠するデリバティブと並んで、所得流列に依拠するデリバティブが、とくに政府発行証券を利用して、増加したが、1990

年代までに、民間発行証券が増加するようになった。<表2> (省略、訳者) は、2000～2009年の期間に全世界で発行された、各種証券化証券の発行額を示している。この中には、資産担保コマーシャルペーパー(ABCP)、資産担保証券(ABS)、モーゲッジ担保証券(MBS)、および債務担保証券(CDO, CDO2)が含まれている。全体としてみると、それらは1990年代初めには殆ど存在しなかったが、2000年には1.3兆ドルに、さらに2006年には4.7兆ドルに増加し、その後2009年には1兆ドルに減少した。2000年以来、証券発行の増加とそれに続く収縮の大半は、MBSとCDOの増減によって引き起こされた。

モーゲッジを別とすれば、どのような所得流れが証券発行の根拠になったのであろうか。ムーディーズは、ABSの担保になった資産の種類として次のようなものを挙げている。航空機リース、ホーム・エクイティ・ローン、自動車ローンと自動車リース、プレハブ住宅、クレジットカード貸越、中小企業向けローン、ディーラー・ローン、学生ローン、設備資金ローンと設備リース、フランチャイズ・ローン、タイムシェア・ローン、ヘルスケア受取債権、タバコ訴訟の受け取り金。

<表3> (省略) は、ムーディーズが挙げた主な証券の、1996～2010年の期間の発行額の推移を示している。これによれば、2000年から2007年の間、ホーム・エクイティ関連証券が急増し、全証券発行額の65%を占めるようになっていく。金融危機の過程で、ホーム・エクイティ関連証券の発行額は、ピークとなった2006年の4830億ドルから2009年にはわずか20億ドルに激減している。表3はまた、所得流れに依拠した証券の大半が、家計のホーム・エクイティ、自動車ローン、クレジットカード貸越、さらに2001年以降は学生ローンから組成されていることを示している。実際、表3の「その他の項目」は、家計所得以外の所得流れに依拠した証券であるが、期間全体を通してわずかの割合に止まっている。

2007年までの証券発行の急増を支えた家計債務の増大は、いまでは二つの要因によって説明されている。第一は、伸び悩んだあるいは低下した賃金であり、これは、労働者階級が生活水準を維持するために借入れを増加させる要因になった。第二は、金融会社による略奪的なマーケティング方式であり、これは、とりわけ経済的に脆弱な階層に対して実行された。これら二つの要因は、すくなくとも短期間証券市場において補完的に作用した。証券産業の「組成・販売モデル」は、家計向けローンの基本的なリスクである債務不履行リスクを、ローンのオリジネータ(住宅金融会社あるいは銀行、訳者)から証券購入者に移転することを意味している。このため、オリジネータは、組成される証券に対する需要が存在する限り、融資に際して慎重を期す必要がなかった。この証券を誰が、何のために購入したのかは後述する。

前記のムーディーズのリストは、証券化の対象として単に家計からのキャッシュフローだけでなく、その他様々な信頼できる所得流れをもたらす資産を挙げている。特に、空港(および航空機)、道路、電力、水道、電信、病院などのインフラがもたらす所得が新しい金融算術の対象に挙げられている。これらの「インフラ」ないし「準独占」資産は、相対的に安定したキャッシュフローをとらない、経済変動との相関が小さいために、それら

の安定した収益流れは、金融市場で大量に証券化され、売却された。例えば、有料道路の所有者は、通行料金としてもたらされる所得流れを基にした証券を、金融市場で販売することができた。

これら仕組み証券のデリバティブ的側面は、繰り返しになるが、この場合、売却されるのは所得流れ（あるいは、将来の信用事象に関する請求権）であり、その所得流れをもたらす原資産そのものではないということである。有料道路のケースで言えば、証券の買い手は有料道路からの所得を手に入れるが、道路自体を所有するわけではない。MBSについて言えば、証券の所有者はモーゲッジに対して支払われる金利を手に入れるが、モーゲッジ自体を、したがって、モーゲッジの背後にある住宅に対する請求権を、手に入れるわけではない。

証券の発行体にとっては、証券化のメリットは、将来の——したがって多かれ少なかれ不確実な——所得（通行料、電気料金、学生ローンの返済など）を保証された、しかも前払いされる収入（証券販売の代わり金）に転換し、収益流れがはらむリスクを売却することができる点にある。こうして、発行体は、債権が完済されるまで待たなければならない場合に比べて、より多くの有料道路を建設し、より多くの電力を供給し、より多くのローンを提供することができる。証券の買い手は、銀行預金や財務省証券よりも有利な利回りをもたらす流動性のある資産に対するエクスポージャーを手に入れることができ、その結果、原資産を実際に所有することなくリスクを分散することができる。このような証券は、多くがAAA格付けで、財務省証券とほとんど同程度に安全で、しかもより高い利回りをもたらすために、財務省証券に代替する投資対象になる。

重要な技術的問題は、どれほど大きなリスクがこれらの証券に含まれているのか、また、それらの値付けのもとになっているリスク/利回り計算がどうなっているのか、である。我々は、モーゲッジ担保証証券の歴史、および、グローバル金融危機の説明を通じて、証券の発行体が「本当の」リスクをしばしば認識していなかったか、あるいはそれを隠そうとしていたことを知っている。同様に、格付け会社、監査事務所、投資銀行など、そうした計算の専門家と目されている「ゲートキーパー」がひどい間違いを犯したことも明白である。

リスクの値付けの正確さについて、また、誰が商品の品質や不適切な格付けについて知っていたのか、知らなかったのかについてのこれまでの分析は、モラルハザードと市場の失敗に焦点を当ててきた。これは、これらの市場をより透明にするための、情報開示及び消費者保護に向けての検討課題を浮かび上がらせた。しかし、これらの課題は、それらの市場がなに故に急成長を遂げたのかと言う問題を取り上げていない。金融市場がどのように発展するのか、また金融市場の発展が労働者にどのような影響を及ぼすのかということの理解を踏まえた政策論議は、金融市場の働きを制御するという（本質的に保守的な）課題を優先するのではなく、金融市場の発展理由を明らかにしなければならない。

ポートフォリオ分散と利回りの追求



新しい資産タイプと所得流れに関係した製品開発によって生み出されたデリバティブ形態が、とりわけ 1990 年代以降に急成長した理由は、どのように説明されるのか。われわれは、家計債務が、緩やかな規制環境に促されて、新しいアイデアの働きや技術革新と結び付いて増大したことについて検討した。この側面は、サプライサイドの要因と見なすことにする。これに対して、ディマンドサイドの要因も存在する。すなわち、アジアや産油国のソブリンファンド、超富裕層や最近では年金基金によってもますます利用されるようになったヘッジファンドなどに蓄積された余剰資金である。これらは、いずれも富の形態として保有すべき資産を物色している。とくに、これらディマンドサイドの関心は、高い資本の利回りであり、これと関連するリスク分散の戦略である。

ディマンドサイドにおける高い利回りの追求を加速させたのは、低金利、言い換えるとソブリン債務の低利回りである。オーストラリア中銀は、2004 年に次のように指摘している。

低リスク投資の利回りが多くの国で低下したのにもない、投資家は企業債務や新興国債務など高リスク資産に向かうことで利回りを維持しようとしてきた。かれらがそうするのにともなって、高リスク資産のリスクスプレッドが縮小し、投資家が高リスクと引き換えに受け取る報酬は減少した。

同様に、イングランド銀行総裁は 2007 年に次のような所見を述べている。

高利回りに対するこの要求は、伝統的な投資機会によっては充足されなかった。そのため、革新的で、不可避的によりリスクな金融商品と、より高いレバレッジに対する需要が強まった。そして、金融産業は、ますます多くのリスクを取ることによって利回りを高くする進んだやり方を提供することでその需要に応えた。

このような変化を説明するにあたって、ヘッジファンドとソブリンファンドの役割は特筆に値する。オーストラリア中銀は、2004 年に次のように指摘した。「低金利は投資をヘッジファンドにシフトさせた。それは、ヘッジファンドがこれまでの伝統的な投資管理と比べて、より大きなリスクと引き換えにとは言え、より高い利回りを達成してきたからである」さらに、利回りの追求は、分散投資を促進する。「ヘッジファンドは、かれらの典型的な投資戦術が普及すると、利回りを維持することが難しくなってきた。このため、ヘッジファンドの中には、投資対象を広げ、より多くのリスクを取るものが現れた」やはり高い利回りを追求して、ソブリンファンドが運用資金のますます多くを、デリバティブや仕組み証券と並んで、ヘッジファンドに投資していることを示す証拠もある。

利回りの追求は、投資家がより大きなリスクを取り入れるようになったことを説明する決定的な要因である。しかし、それ自体は、金融イノベーションの説明としては不十分である。結局、利潤への欲求とそのためにより大きなリスクを取り入れることは、今に限ったことではない。この説明のためには、さらに二つの要因が必要である。

第一に、新種の金融商品の開発は、世界にはいかなる意味でも「客観的な」金融的アンカーが存在しないという文脈で理解されなければならない。不安定な為替レートと金利のもとでは、特定の通貨建てで保有される現物資産(cash)は、それ自体が無視しえないリスクを抱えている。米財務証券の利回りが低下すれば、その利回りは不安定なドルの価値——これは米国のマクロ指標の悪化によって増幅される——に伴うリスクに見合わなくなる。リスクなしに資産を保有する方途が無ければ、投資家は投資の分散を図り、株式市場やその他の標準的市場の値動きとは異なった値動きをする資産を求めるようになる。その当然の結果として、デリバティブや仕組み証券への投資が増加するが、すぐ後述べるように、家計部門の所得流列（モーゲッジや他のローンを担保とする証券）への投資が新しい投資機会を提供する。

第二に、投資分散の目的でデリバティブを取得することは、利回り追求の当然の帰結である。債券（例えば、国債）は一定の利回り（利払い）をもたらす資産であるが、デリバティブはそれとは異なっている。別の資産のパフォーマンスに対するエクスポージャーであるデリバティブの価格は、原資産のパフォーマンスにともなって変動し、またデリバティブのパフォーマンスは、他の資産ないし指数のパフォーマンスに伴って変動する。しかし、デリバティブは、それ自体としては利回りをもたらさない。デリバティブは、（利子や配当など、訳者）利回りが付属している資産ではなく、競争的に計算された利回りが埋め込まれた資産である。資本を同値化(capital commensuration)する契約としてのデリバティブでは、利回りの追求（および、それに付随する計算）は本質的である。

分散投資の必要、およびデリバティブに本質的な利回り追求ということを念頭に置けば、バブルや規制緩和に関わりなく、デリバティブを累積させる資本の要求が存在する。すくなくとも幾分か安全な資産が欠乏している条件で、分散投資の必要から投資家が新奇なデリバティブを買ったとすれば、それは投機と見なすべきか、それとも価値の安定的な単位の不足を表わしているか、問うてみる必要があるであろう。もしも、利回りの追求がデリバティブの構造的な本性であるとするならば、その場合の利回り追求は、あらゆる道徳的意味合いや規制上の含意において「投機」と見るべきか、それとも、新しい利回り計算と不可分の行為と見なされるべきか。

#### デリバティブと危機対応政策

リスク管理の失敗、市場の透明性欠如、投機と富裕者救済は相俟って、投機と過剰を抑制し、金融を経済の僕（しもべ）に変えるための一連の規制上のアジェンダを浮上させた。これらは、銀行業の効用関数を「賭博」関数から切り離すこと、金融取引と金融セクターの俸給に対する課税を呼び掛けている。

これらのアジェンダのどれ一つとして、デリバティブの内在的ロジックに踏み込んでおらず、資本に内在的な衝動——グローバルな金融危機を引き起こしながら、依然として現代資本主義のこれまでの特徴を変えようとせず、引き続き金融革新を追求する——につい

での認識に基づいた展望を切り開くものではない。逆に、最近見られるデリバティブ取引の回復を、多くの人々は、投機的ポジションの再構築、次なるバブル崩壊の前提条件の準備と解釈している。

著者はここで、市場をより透明にすることや金融関係者の俸給を妥当な額にすることに反対しているのではない。問題は、それらのアジェンダが、金融市場と金融監督制度の欠陥に目を向けるあまり、金融革新が引き起こしている変化とそれに伴う矛盾に目を向けていないということである。それらのアジェンダは、金融が「実体」経済に対して二次的であるような関係を作り上げるための危機対応策を目指している。実際のところ、それらは、デリバティブが発展する以前の資本主義の理想像への回帰を目指している。しかし、「実体」経済と「金融」経済との二元論は、せいぜい機能主義的で、悪くすれば作画的で、非歴史的な議論である。それは、分析的に無理があり、規制としては効力を持たない。

デリバティブとしての資本の形態は、異常形ではない。それは、資本主義を決定的に変化させている。なぜなら、それは流動性を必要とするものに流動性(fluidity)を与え、固定的なものを競争上脆弱にするからである。しかし、流動性は規制の標的である。スワップは一つの形態の資産が、別の形態の資産として現れることを可能にする。例えば、短期金融が長期金融の形態に変化することを可能にする。デリバティブは、当の資産を所有することなく、その資産の競争的なパフォーマンスに対するエクスポージャーの獲得を可能にする資産であり、これによって、資本主義の下での所有の概念は変化する。デリバティブは株式と債務の境界を取り払うことによって、「所有」の意味を変化させる。資本家階級はそれらしい人物像（肥満したお腹を抱える人間）から乖離し、(大規模株式会社のような)機関でさえも、一般にマルクス主義者が考えがちな表象とは異なったものになる。「労働者は資本との対決において、いったい誰に対決するのか？」というのは常に明確に答えるのが難しい質問であるが、これも一層複雑になる。労働者はいまでは、われわれが「資本」と呼ぶところの、競争的な計算システムと対決するのである。

さらに、労働者それ自体が、いまでは、強められた競争的計算がもたらす労働現場での規律だけではなく、証券化のプロセスを通じて、新しい仕方で資本に組み込まれている。これを新しい発展と受け取る人もいるが、これらの人々は、家計部門の増大する債務を念頭において、労働者の収入から金利が差し引かれるのを、更なる剰余価値の「搾取」と見なしている。しかし、これは新しい発展の決定的な側面ではないし、新しい事態と言うわけでもない。労働者は、(地代その他同類の賃金からの控除と並んで)何千年もの昔から金利を払ってきた。デリバティブがもたらした新しい発展で決定的なことは、労働者が、資産の分散と利回り追求を促進する、証券のための所得流列の提供者として見直されていることである。急速に増大するモーゲッジ、自動車ローン、クレジット・カードローン、学生ローン、電話料金の契約、光熱費や医療費他一切合財が、グローバルな投資家の需要に応えるための証券を組成する原材料の提供と見なされている。まさに、2003年にロバート・シラーが述べている通りである。

「世界経済にとって株式市場よりも重要なのは、賃金と俸給であり、家屋やアパートの経済的価値など非金融的な生活手段である。われわれの富の大半はこれらの形態で存在している」

労働者の支出は、現在では、ケインズが経済政策の基本的カテゴリーとして有効需要を挙げた時代と比較して、資本の利潤およびリスク管理に、いっそう不可分に結びつけられている。労働者階級の生活条件——複数所得家計のニーズ、高齢者のニーズ、教育、健康その他——は、証券のベースとなる支払いを優先的に確保するための条件に作り替えられる。今では「労働者階級とは何か」という問いに答えようとするれば、金融革新がともなうシステミック・リスクの移転という問題を念頭に置かなければならない。国際通貨基金(IMF)が、家計を金融システムにとって「最後のショック吸収者」と記述しているのは、以上のような関係を言い表しているのである。

資本の観点からは、労働者は単に働くことで剰余価値を生産する階級ではない。労働者はいまでは、資本によって一種の「資産」、ただしブッシュ大統領が促進しようとした「所有社会」の意味での資産ではなく、株式、債権、信用デリバティブなど他の種類の資産と並ぶ、ポートフォリオ投資の対象と見なされている。利回りの追求と分散投資においては、家計とその賃金収入は、資本が利益の上がる資産を保有するための新しい機会を意味する。特に、我が家を持ちたいと言う労働者階級の欲求は、金融危機の前後を通じて、資本にとって特に魅力的な投資機会を提供する。家屋は労働者の立場からは生活の場（非流動的な資産）であるが、資本は、自宅を保持したいと言う労働者の欲求に投資することが、他の多くの投資よりも安全であると予想するのである。AAA格付けのモーゲッジ担保証券が大量に組成販売された状況は、こうした資本の予想を表わしているのである。

この間の事実経過は、一種の資産としての労働者は、資本によっても、国家によっても、うまくリスク管理されていなかったことを証明した。2003年ごろから、ローンは過大に拡張され、家計は、弁済ができそうもないローンを取り入れたが、これが、今では周知の「サブプライムローン」と「組成販売モデル」の顛末である。相当数の労働者が、モーゲッジ担保証券の所得流列を構成する債務弁済をすることができなかった。その不可避的な帰結は、多くの証券の価格暴落であった。2007年までに、担保家屋の差し押さえが増大を続け、モーゲッジ担保証券の保有者は急速な損失に見舞われた。したがって、ある重要な意味で、グローバル金融危機を引き起こしたのは、一種の資産としての労働者の失敗であり、労働者階級としての労働者の力ではなかった。

「労働者は金融危機に責任はない」という言説に対して、われわれは、危機に関する労働者の役割に焦点を当てる必要があると主張したい。この点に焦点を当てることによって、われわれは、より厳しい国家の規制を求めるだけではない、組織された労働者の階級的力量を見出すことができる。事実、金融との関係で労働者の力を理解する場合、そこには労働過程との明らかな関係が存在する。労働者がその労働力——生産のための独自かつ決定的

な投入物としての労働者の属性——から切り離せないように、労働者は彼のローン返済にともなうリスクから切り離されることはない。この金融リスクとの不可分離性が、労働者に政治的潜在能力(capacity)を与える。他の生産投入物や資産形態と異なり、労働者は生産と金融の内部で抵抗する能力を行使する。生産過程における、労働者に対する資本の脆弱性は、同時に、金融における資本の脆弱性でもある。

資本は、労働者の所得をすくい取り、しかも労働者をおとなしくさせておける投資の機会を求めている。しかし、そのような投資は、労働者を持続不可能な債務弁済によって短期的あるいは中期的な窮乏化に追いやること——コスタス・ラパヴィタスのいわゆる「金融的搾取」——と長く両立することはできない。これが、資本（そして国家）が冒した、労働者を証券化を通じてグローバル金融に組み入れることの誤謬である。ここで資本が望むのは、積極的に金融市場に参加し、証券市場の需要に応える長期的（金融）商品を持続的に提供する労働者階級である。これに関連して、市場の透明性を高めるための規制を始めとする様々な規制が、資本の自己防衛のために実施される。

（原注）コスタス・ラパヴィタス(Costas Lapavistas), *Financial Capitalism: Crisis and Financial Expropriation, Historical Materialism*, 17(2), 2009.

一種の資産としての労働者の失敗から自分を守るために、資本は労働者がうまくリスク管理することを必要とする。消費者保護と並んで金融リテラシーが、金融危機の要因としての労働者問題への対応として、国家が資本のためになすべきことになる。資本の観点からは、労働者（および家計）が、金融的主体としてもっと効果的に振る舞い、資本の求めに一種の資産として適切に応じることが必要である。資本自体は、金融市場の浮沈から労働者を守る保険として販売するための新しい金融商品——不動産の先物市場や所得と年金の保険市場など——に関心を移している。国家にとっては、政策の焦点は、金融リテラシーに当てられている。金融リテラシーのためのプログラムは、労働者が自らの利益をよりよく達成することができるために提供されている。しかし、ここで目指されている目的は、労働者をより安全な投資対象に作り替えることである。IMF は、この意図をとりわけはっきりと声明している。

「全体として、銀行セクターから家計部門を含む他のセクターへのリスク移転は、——主としてリスクを家計部門を含めて広く分散することによって——金融市場の弾力性と安定性を高めたと考えられる。政策担当者は、次の論理的ステップとして、家計が金融教育を改善し、自らの財務問題を管理するのに必要な良質のアドバイスと手段を手に入れるのを支援する必要がある。事実、公的部門と金融サービス産業の双方に、家計向けの金融教育を促進することの重要性について、これまで以上のコンセンサスが形成されている」

ここで待望されている金融リテラシー教育の成功はおぼつかない。シュバース/シュルツは、金融リテラシーの効果についてのレビューの中で、「金融リテラシープログラムの本来の目的は、知識のない低所得層に訓練を施して、公的規制の必要をなくし、問題の解決を市場の力に委ねることができるようにすることである」と主張しているが、この主張に反論するのは難しい。しかし、この問題に関してわれわれが懸念するのは、金融リテラシーが果たして市場をより効率的にし、労働者をより賢明にするか否かではなく、それが、労働者を資本のイメージに沿って改造することを目的にしていることである。

(原注) Helene Schuberth & Martin Schurz, *Rewards for the Rich, Rhetoric for the Poor? Financial Governance Mechanisms for the U.S.*, ONB Workshop Series, No.1, *Paradoxes of Financial Systems*, Vienna, 2004.

金融リテラシーの労働者にとっての意味は、上記の目論みに労働者がどう対応するかにかかっている。本稿で展開された議論は、リスクの商品化のプロセス、および、労働者を資本のリスク移転の戦略に組み込むことに焦点を当てている。これは、1980年代以降のデリバティブの成長のもう一つの側面を表わしており、そこでは、労働者とともに資本のイノベーションが犠牲にされたことを示している。

このような脈絡で考えるなら、金融リテラシーに対置すべき政策は、リスク移転に対する抵抗である。すなわち、必要なのは、公的住宅、公的年金および公的教育のための闘いであり、融資やモーゲッジ、授業料を証券化するやり方を改善したり、労働者の貯蓄をより賢明なやり方で運用することではない。もちろん、それは新しい戦略と言うわけではない。実のところ、それは古くからの、政府の機能を重視する戦略である。しかし、今日では、これは政府を防衛することではなく——なぜなら、政府自体はリスク移転のプロセスに組み込まれている——、資本蓄積の新しいフロンティアに対して攻撃を仕掛けることである。別の言い方をすれば、それは日常的な闘争にグローバルな文脈とインパクトを与えることである。さらに、リスクの商品化（および商品としてのデリバティブ）を意識することは、リスク移転に反対するあらゆる闘争——賃金、労働条件、年金、モーゲッジ返済、銀行手数料などをめぐる——が、資本制的生産の場における闘争であることを思い起こさせるのである。

労働者は、金融危機が資本蓄積の新しいフロンティアと不可分であることを、金融危機を通じて学習する。このフロンティアでの労働者の失敗——ローンを返済できなくなること——は、グローバルな金融危機の触媒である。それは労働者の潜在的可能性を、意図せざる形で、示している。われわれは、金融革新を通じて、資本が労働者を必要としていること、しかも、新しい差し迫った理由で必要としていることを見出す。

製造業の衰退と金融の勃興は、階級としての労働者の終焉ではなく、労働者の再発見の可能性を示している。これは、個別労働者の所得を引き上げるための労働組合や、より大きな移転所得を獲得するための労働者党という意味での階級的組織（の限界）を乗り越え

る必要性を含意している。これが示唆しているのは、階級的利益を、個人所得の支出や借り入れに依存しない、無料の公共財や公共サービスの形で獲得することを重視する階級的組織を構築する必要性である。これは、労働力それ自体を含めて、社会関係の非商品化を目指すことを意味している。これが、デリバティブ形態に抵抗する労働者の政治戦略の基本である。

### 原著者の業績リスト

2012

#### **Refereed Journal/s**

**Bryan, D.**, Martin, R., Montgomerie, J., Williams, K. 2012 An important failure: knowledge limits and the financial crisis. *Economy and Society*, 41(3), 299–315.

**Bryan, D.** 2012 Capitalism's punters: how workers are becoming like capital. *Polygraph: an international journal of culture and politics*, 24.

**Bryan, D.**, Rafferty, M. 2012 Fundamental value: a category in transformation. *Economy and Society*, forthcoming

**Bryan, D.** 2012 Going forward: The perpetual crisis of finance. *Culture and Organization*, 18(2), 171–176.

**Bryan, D.**, Wickham, G. 2012 Money, Post-Crisis Financial Regulation, and the Fragility of Civil Peace: Maintaining Order in the Face of Chaos. *Griffith Law Review*, 21(1), 190–208.

**Bryan, D.**, Rafferty, M. 2012 Why We Need to Understand Derivatives in Relation to Money. *Historical Materialism: research in critical Marxist theory*, 20(3), 97–109.

2011

#### **Chapters in Edited Collection/s**

**Bryan, D.**, Rafferty, M. 2011 Monetary Equivalence and Functionalism: Implications for Central Banking. In Heiner Ganssmann (Eds.), *New Approaches to Monetary Theory: Interdisciplinary Perspectives*, (pp. 171–190). London, United Kingdom: Routledge.

**2010**

**Chapters in Edited Collection/s**

**Bryan, D.**, Rafferty, M. 2010 A Time and a Place for Everything: Foundations of Commodity Money. In M. Amato, L. Doria, and L. Fantacci (Eds.), *Money and Calculation: Economic and Sociological Perspectives*, (pp. 101–121). USA: Palgrave MacMillan.

**Bryan, D.**, Rafferty, M. 2010 Deriving Capital's (and Labour's) Future. In Leo Panitch, Greg Albo and Vivek Chibber (Eds.), *The Crisis This Time: Socialist Register 2011*, (pp. 196–223). London: Merlin Press.

**Bryan, D.**, Rafferty, M., MacWilliam, S. 2010 The Global Financial Crisis: Foreclosing or Leveraging Labor's Future? In Martijn Konings (Eds.), *The Great Credit Crash*, (pp. 353–369). United Kingdom: Verso.

**Refereed Journal/s**

**Bryan, D.** 2010 Australian Populism and the Global Financial Crisis: Finding a Place for Labour. *Labour and Industry*, 20(3), 250–269.

**Bryan, D.** 2010 The duality of Labour and the financial crisis. *The Economic Labour Relations Review*, 20(2), 49–60.

**2009**

**Refereed Journal/s**

**Bryan D, Martin R and Rafferty M** 2009 'Financialization: Giving labour and capital a financial makeover', *Review of Radical Political Economy*, Volume 41 no 3.

**Other Publication/s**

Bryan D 2009 Globalization and the World Financial Markets, *Ecodate* Vol.23 No.1: 6–9

**Bryan D** 2009 'Marketing opportunities from the global financial crisis' *Australia Review of Public Affairs*, April  
<http://www.australianreview.net/digest/2009/04/bryan.html>

**Bryan D** 2009 'The underlying contradictions of capitalist finance Workers' *Liberty* June  
<http://www.workersliberty.org/story/2009/06/30/dick-bryan-underlying-contradictions-capitalist-finance>



### **Commissioned Report/s**

**Bryan, D** Considine, G, Ham, R, and Rafferty, M 2009 Agents With Too Many Principals? An Analysis of Superannuation Fund Governance in Australia, Australian Institute of Superannuation Trustees, March  
[http://www.aist.asn.au/Pages/PolResAdv/documents/AIST\\_Agents\\_with\\_too\\_many\\_principals\\_consolidated\\_final.pdf](http://www.aist.asn.au/Pages/PolResAdv/documents/AIST_Agents_with_too_many_principals_consolidated_final.pdf)

**Bryan, D** Ham R and Rafferty M 2009 Does Good Money Go After Bad in the Australian Superannuation Industry?, Workplace Research Centre, University of Sydney for Industry Superannuation Network, June.

### **2008**

#### **Refereed Journal/s**

**Bryan D**, Martin R and Rafferty M 2008 'Financialization, Risk and Labour', Competition and Change, vol 12, No.2: 121-133

**Bryan D** 2008 'The Global Foreign Exchange Market: An Interpretation of the Bank for International Settlements' Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity', 2007 Global Society Vol 22, No.4:491-505

**Bryan D** 2008 'Minimum living standards and the working class surplus: Higgins, Henderson and Housing', Labour History No.95

#### **Other publication/s**

**Bryan D** 2008 '[The Key to the Crash](#)', New Matilda, January

**Bryan D** 2008 '[A pending crisis](#)' ABC online, Unleashed July 2

**Bryan D** 2008 '[The inflation fall guy](#)' ABC online, Unleashed July 31

**Bryan D** 2008: The RBA's line in the sand ABC online, Unleashed 8 October

**Bryan D** 2008 The inventiveness of capital Workers' Liberty , July  
<http://www.workersliberty.org/story/2008/07/13/marxists-capitalist-crisis-6-dick-bryan-inventiveness-capital>

### **Commissioned Report/s**

**Bryan, D** Ham R and Rafferty M 2008 Governance and Performance in Superannuation Fund Management – An Issues and Research Design Paper, Australian Institute of Superannuation Trustees, May

[http://www.aist.asn.au/Pages/PolResAdv/documents/GovernanceandSuperannuation\\_Fund\\_Management\\_Issues\\_Paper.pdf](http://www.aist.asn.au/Pages/PolResAdv/documents/GovernanceandSuperannuation_Fund_Management_Issues_Paper.pdf)

**Bryan, D** Ham, R and Rafferty M 2008 Fund Performance in the Australian Superannuation Industry, Australian Institute of Superannuation Trustees, September

[http://www.aist.asn.au/Pages/PolResAdv/documents/WRCSuperannuationFundPerformancefindings\\_final.pdf](http://www.aist.asn.au/Pages/PolResAdv/documents/WRCSuperannuationFundPerformancefindings_final.pdf)

## 2007

### Chapters in Edited Collection/s

**Bryan D** 2007 ‘Global is National: An Economic Perspective’ in James Goodman, Paul James (eds) Nationalism and Globalism Debating Future Projections London: Routledge (November) Translated into Turkish and reprinted in Economics, June

**Bryan D and Rafferty M** 2007 ‘Financial derivatives: Bubble or anchor?’ in L.Assassi, A.Nesvetailova and D.Wigan (eds) Global Finance in the New Century, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

### Refereed Journal/s

**Bryan D and Rafferty M** 2007 ‘Financial derivatives and the theory of money’, *Economy and Society* Vol. 36 No. 1 February: 134 – 158

**Bryan D and Wilson S** 2007 ‘Inside the crystal ball of finance: Understanding financial economists’ attitudes to market and society’ *Australian Economic Review*, Volume 40 No.4: 353–68.

## 2006

### Book/s

**Bryan D and Rafferty M** 2006 *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*. London: Palgrave Macmillan (248pp)

### Chapters in Edited Collection/s

**Bryan D and Teicher J** 2006 'The Australian state and the global economy' in J. Teicher, P. Holland and R. Gough (eds.) *Employee Relations Management: Australia in a Global Context*, 2nd edition Sydney: Pearson Education

**Refereed Journal/s**

**Bryan D and Rafferty M** 2006 'Money in Capitalism and Capitalist Money, *Historical Materialism*, Vol 14 No1.

**Bryan D and Rafferty M** 2006 'Financial derivatives: The new gold? Competition and Change', Vol. 10 No.3: 265-282.

**Bryan D and Rafferty M** 2006 'Can Financial Derivatives Inform HRM?: Lessons from Moneyball', *Human Resource Management (US)* Vol.45 No.4

**Other Publication/s**

**Bryan D** 2006 The Social Calculus of Financial Derivatives (review of Lee and LiPuma *Financial Derivatives and the Globalization of Risk*), *Southern Review* Vol.38 No.2

**Bryan D** 2006 'Tired and Emotional Finance' *Australian Review of Public Affairs*, 17 July