

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

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、その後2007年には総額520兆ドル、金利・通貨関連デリバティブだけで400兆ドルを超える市場規模に達した。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、幅広い企業と投資家が財務活動の手段としてデリバティブを利用している。

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(MacKenzie & Millo, 2003)。

しかし、現代ファイナンス論（効率的市場論、資本資産評価モデル(CAPM)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。

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(2010)、Bryan & Rafferty(2006))

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、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、ウォール街に代表される大手金融機関の過大な利潤欲に端を発し、金融市場をグローバルなカジノに変貌させ、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ムリスクの温床であった。

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。マルクス経済学の陣営は、この間の資本蓄積と利潤率の回復を、一方では搾取の強化によって (Shaikh,2010)、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 (井村、前掲) 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。

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。今回の金融恐慌では債務担保証券(CDO)を中心とする仕組み証券市場が恐慌の震源地となったことから、現代のデリバティブ市場とグローバル金融危機との関連が専門家の関心を集めているが、全体としてのデリバティブ市場が今回の恐慌を契機に崩壊したわけではない。確かに AIG やリーマンブラザーズ破綻の要因となった仕組み証券市場は事実上崩壊し、信用デリバティブ(CDS)市場も半減したが、本来の通貨・金利関連のデリバティブ市場は伸び率こそ低下したものの、恐慌後も依然増加を続けている。

したがってわれわれは、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一時的な「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解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*”(2006)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。しかし、かれらの論述には、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点が惜まれる。かれらの議論の最新かつ簡潔な要約としては、Bryan & Rafferty(2010)がある。また、かれらの主著の書評には Harvie(2006)がある。

本稿の主要な目的は、このような現代資本主義とデリバティブ市場の関係を理論的に解明するための一つの観点を試論的に提示することである。この課題を筆者なりに果たすために、本稿では以下の論点を順次とりあげる。

まず始めに、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かに検討する。ここでは、経済取引、とりわけ金融取引にはさまざまな不確実性とコストがともなうこと、したがって資本主義の歴史的発展に信用制度の機能が照応するためには、金融取引にとともなう不確実性とコストを軽減し、これらを個別企業と投資家が合理的に管理するための仕組みや制度の発展が不可欠であり、この課題を解決する方途として信用制度の内部からさまざまなリスク管理の仕組みと技法が生み出され、そうした歴史の延長線上でデリバティブ市場が発生した経緯を考察する。

第二に、以上のようなリスク管理手法としてのデリバティブ発生の際緯は、主流派経済学の内部に「デリバティブ＝保険」説と呼ぶべき言説を生み出したこと、しかしながら、本来の保険制度と金融「保険」としてのデリバティブ市場の間には両者を同一視できないいくつかの根本的な違いがあるということ、したがって、デリバティブ市場の成立と発展を理論的に解明するためには、「デリバティブ＝保険」説の不十分性を克服する別の観点からの考察が必要であることを説明する。

第三に、以上の問題意識にもとづいて、デリバティブ市場を保険機能に即してではなく、旧来の架空資本(株式、債券)市場に代わる virtual (非現物的)な架空資本市場として考察する観点を試論的に提示する。この観点からは、デ

デリバティブが金融機関と企業に、旧来の架空資本の現物取引に依存したポートフォリオが提供し得なかった弾力的で可塑的なリスク管理手段を提供すること、さらにデリバティブは、それ自体が投機取引の対象であるだけでなく、その大きな弾力性と可塑性を通じて、企業と投資家が、現代の極度に変動的な金融市場で価格変動を利用した投機取引と裁定取引を行うための格好の手段を提供していることが重視される。こうして、現代の企業と投資家が、「経済の金融化」が進むもとの、現実資本の蓄積から遊離した——平均利潤に拘束されない——独自の価値増殖の方途を見出し、資本蓄積の制限を克服してきたことを明らかにする。

最後に、デリバティブは、その” virtuality”（現物からの遊離性）の故に、架空資本の形態としては過度の投機性と市場弾力性を備えており、デリバティブ市場の積極的役割を担保する監督体制の不備、デリバティブの組成で利用される金融工学の理論的・技術的欠陥その他によって、デリバティブ市場の膨張には、グローバル金融市場のシステム的な危機を引き起こす可能性が付随するという問題点に触れる。ただし、この論点についての立ち入った検討は別の機会に譲られる。

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。その理由は、現代の金融デリバティブ市場は、歴史的に見れば、資本主義の発展にともなって急速に複雑化と多様化を遂げる金融市場の不確実性を制御し、資本蓄積を促進する信用制度の利用可能性を拡張する新しいリスク管理の仕組みとして発展したからである。

ところで、資本蓄積の形式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 $G \cdots W(P_m + A) \cdots P \cdots W' \cdots G'$

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、 P_m 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・無媒介的に表現しているのは利子生み資本の循環式 $G \cdots G'$ 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やそれらの間の形態転換（メタモルフォーゼ）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' の実現によ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、還流した 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、利子生み資本としての貨幣資本の運動は、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端的に表わしている。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潜在的な 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、次の循環過程を開始するのに必要な貨幣資本が準備されるのを待たないで、何らかの方法で必要な貨幣資本を入手し、新しい循環を開始することである。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（を開始するための資本）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性質を”**virtual**”と呼び、その意味で、デリバティブを”**virtual**”(非現物的)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。かれが示唆したこの視点は、「虚の価値」の膨張を意味する資産バブルの理論的分析にも有益と思われるが、この問題は別稿で議論する。

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。

銀行による貨幣前貸しは、前述の資本の循環・回転を加速する二つの方法の区別に即して見れば、いわゆる「通貨の前貸し」と「資本の前貸し」という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」の前貸しであり、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。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(2000)の業績である。

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、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。なおさまざまな経済活動に付随する不確実性を”fictionality”として概念化し、さまざまな不確実性の形態を理論的に考察した興味深い論稿に Bechert(2011)がある。

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一般に複合的かつ大きな不確実性をともなっている。

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、貸し手の立場から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。他方、借り手の立場からは、利子は信用を利用して得られる便益の一部が貨幣資本の提供者に分与されたものである。

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、貸し手の立場からの「利子論」である。

他方、マルクスは、利子の成立を、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、平均利潤とゼロとの間で、資本貸借の需給関係によって決定される。

(注) 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、利率についての興味深い理論問題に関係する。利子と剰余価値との関係をひとまず置いて利率に注目すれば、現実に市場で成立する利率は、無リスク利子

とリスクプレミアムの合成として、つまり、無リスク利子に借り手の個別的信用度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、いいかえれば貨幣資本の相対的豊富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す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。銀行が前貸しした資本が利潤をともなつて無事に還流するかどうかはさらに不確実である。これらの不確実性は、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。貸し手の立場からは、借り手がこの費用を負担しうると合理的に判断できることが金融取引に応じるための前提条件である。他方、借り手の立場からは、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（平均利潤）と、信用制度の利用に必要な費用との秤量によって決定される。

資本主義が歴史的に発展し、資本の過剰蓄積が進むにつれて資本間の競争が激化し、平均利潤率が傾向的に低下すれば、信用に依存した資本蓄積のリスクが増大し、平均利潤とリスクプレミアムが抵触するようになる。このために、信用に付随する不確実性（信用のリスク＝コスト）を如何にして軽減するかが、信用制度に依存した資本蓄積にとって大きな課題になる。現代の資本市場における貨幣資本の運動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信用の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。それは、貸し手としての金融産業の立場から見れば、収益機会の隘路として現象する。

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の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作り出すことが、円滑な企業活動にとっても、金融産業の価値増殖にとっても、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た歴史的な契機である。

(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。

II 「デリバティブ＝保険」説の批判的検討

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(M&A、自社株買い、株式分割や配当政策、資産負債管理、ストックオプション、オフバランスビークルの活用他)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への依存を強めるようになっていった(「経済の金融化」「金融主導型経済」他)。

以上に列挙した現代資本主義の特徴付けは、国によって当てはまりの程度は異なる。また、論者の間で、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よって回復した企業の利潤率をどのように評価するのか、これを資本主義が70年代に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、70年代に顕在化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。

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見れば、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、世界的な資本の過剰蓄積

を背景にした経済成長率と利潤率の傾向的低下、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の停滞であり、さらに、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、同時に過去 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複雑な状況であった。

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。

したがって、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。より基本的な問題は、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、失業率の上昇と厳しい賃金抑制、金融・財政政策による景気刺激にもかかわらず、現実資本の継続的蓄積によって高度成長を維持することがいずれの国でも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、財政依存、金融緩和などをテコとして生み出された企業利潤は、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、さまざまな経路を通じて金融機関と年金を始めとする機関投資家の手元に、さらにはヘッジファンドに代表される投機組織の手元に、現実資本から遊離した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を実現する機会を見出せないという意味で過剰な——貨幣資本は、現実資本の蓄積に依存しない貨幣資本として、自立的な循環あるいは価値増殖を実現する方途を開拓する必要に迫られた。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て国内投資が停滞し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。

(注) 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、国内的か国際的かを問わず、あらゆる金融取引に付随する不確実性、あるいはリスクが、平均利潤の制限や個別企業のリスク管理能力を超えて増大する。

さらに、1980年代以降、国際的競争に直面している大手企業では、生産活動よりも次第に財務活動に依存して財務的利潤を追求する傾向を強めるようになった。言い換えれば、あらゆる分野の大手企業が、機能資本ではなく貨幣資本としての価値増殖に傾斜するようになった。その結果、企業の業績と競争力が、生産管理や研究開発よりも、むしろ財務活動に依存する度合いが高まった。企業経営者にとっては、財務的利益を増進するために最適の金融取引の機会を追求し、こうした金融取引にともなうリスクを最適に管理することが、厳しい競争に勝利するための至上命令になってきたのである。米国のフォーチュン誌リスト 500 社に代表される大手企業の経営者の多くが、マネジメントではなくファイナンスの学位をもつ人々で占められるようになったのは、こうした事情を反映している(Fligstein 1990)。

大手企業のこうした活発化する財務活動は、M&A やストックオプションに見られるように、なによりも外国為替市場や株式市場を始めとする金融市場の動向に大きく左右される。現代の大手企業にとっては、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、経営的視点から対処を迫られるという意味でコストである。しかも、個別資本の信用リスクとは異なり、金利や為替レートの変動にともなう市場リスクは、事柄の性質上予測が不可能であり、それらを旧来の財務操作に依存した個別的なリスク管理で処理することは至難の業である。

こうして、1980年代以降、金融取引にともなう多様で予測困難な市場リスクを効率的に管理し、リスク管理にともなう財務的コストを軽減するための新しい金融技術に対する需要が急激に増大した。したがって、この需要に応える新しい金融技術が金融産業によって競争的に開発・商品化され、このような金融商品の取引自体が新しい金融産業として急激に発展した歴史的経緯それ自体は、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。

(註)「今回の金融危機の特異性は、過去 35 年間に不確実性の商品化が極度に普及した経過によってもたらされている。リスク、保険、銀行業、投資、担保、資本引当義務等が意味する内容がこの短期間に根本的な変化を遂げた。・・・グローバル化の進展に付随するあれこれ

の新しい不確実性を取り扱うために、新しいリスク市場が作り出されるのにもなって、これまでよりもはるかに広範な種類の不確実性を商品化するための数量化、値付け、交換、集積、流通、ヘッジ、第三者への転送を可能にするビジョンが開発された。・・・交換価値が使用価値から抽象され、抽象的人間労働が具体的労働から抽象されたように、ますます多くの不確実性が特定の資産と結び付いた具体的リスクから抽象されて商品化された(Lohmann, 2009, p.162)」

主流派経済学とその応用分野としてのファイナンス論の専門家は、以上のような金融市場の不確実性の高まりとそれに付随する金融取引のコストを管理する金融手段としてのデリバティブの役割に着目し、この面から、デリバティブ市場の基本的な役割を「金融保険」機能として説明してきた。

例えば、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) さらにかれば、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。

以上のように、主流派経済学によれば、デリバティブ市場の成立と発展を促したのは、現代資本主義に特有の信用制度（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、デリバティブ市場を、このような意味での保険市場として考察する「デリバティブ＝保険」説の是非を評価するためには、検討しなければならない幾つかの問題点が存在する。

まず第1に、本来の保険とデリバティブが取り扱うリスクの間には根本的な違いがある。本来の保険が取り扱うのは、同質の事故に遭遇するリスクを共通にかかえた多数集団で繰り返し発生し、その予測に大数法則が適用できる類のリスクである。これに対して、金融リスクは、通常事故とは異なり、純粋リスク（想定上の事象が発生すれば必ず経済的損失をとらなう）ではなく、不確実性すなわち投機的なリスク（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、そのうちどちらが発生するかは不確実で操作不能という意味でのリスク）であり、その中でも最も深刻な

システミックリスクは大数法則が適用できないカタストロフィックなリスクである。

また、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り、それ自体はただちに投機取引の手段とはならない。これに対してデリバティブは損失の発生を前提とせず、契約当事者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はずれた側から計算上の「差金」が支払われる契約である。従ってデリバティブ市場には、将来の価格変動を予想して積極的にポジションをとる投機取引だけでなく、割高な資産を売ると同時に割安な資産を購入することで売買差益を獲得する裁定（サヤ取り）取引のさまざまな機会も存在する。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、デリバティブを利用した投機取引や裁定取引は、金融的収益を上げるための格好の取引手段となるのである。

（注）ただし、大手金融機関を含む企業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、そのうち大手 23 社が信用デリバティブを利用、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)」この点に関しては、合わせて FitchRatings(2007)を参照されたい。

第 2 に、デリバティブ市場には、本来の保険制度のような、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。たとえ、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高めるために、要するに、本来は損失のバッファーとして必要な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。このため、デリバティブ市場の内部には、大規模なバブル崩壊や大手金融機関の破綻などによって現実に巨額の損失（証券価格の暴落、先物契約の失効他）が発生した場合に、それらの損失を市場内部で吸収する仕組みが存在しないのである。

第3に、デリバティブ市場では、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ム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反復して発生することは珍しいことではない(De Grauwe,P, 2008 ; Cook Pine Capital LLC, 2008)。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。

第4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。デリバティブ取引の 8 割を占めると言われる OTC 取引を取引所に集中し、監督機関の監視下に組み込む必要があるという提案は、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) OTC デリバティブの米国内取引所への集中の必要性を議会に訴えた商品先物取引委員会委員長(当時) B. ボーン(Brooksley Born)の提案を当時のグリーンSPAN FRB 議長、ルービン財務長官、レヴィット SEC 委員長、ルービンの補佐官であったサマーズなどウォール街に近い有力者が協力して葬っただけではなく、議会も先物取引への監督機関の規制を禁止する立法措置(商品先物近代化法)を制定した事件(1996-97)がある。この結果、後に「エンロン・ループホール」と呼ばれるようになった、米国の監督機関の監視が届かないロンドン市場を通じる先物取引が膨張し、LTCM 破綻(1998)、エンロン事件(2001)、さらには 2008 年の異常な原油先物価格の暴騰他の国際的金融スキャンダルの重要な要因となった(Goodman,P. 2008)。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。

以上のように、デリバティブ市場成立の歴史的な要因が、単に新しい投機手段に対する投資家の需要だけではなく、増大する金融市場の不安定性＝金融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にも見出せることは間違いないとしても、そのことはただちに、デリバティブ市場を保険市場と同一視する主流派経済学の見解を正当化する理由にはならないのである。

(註) デリバティブ取引による保険機能の代替現象、およびこの現象が本来の保険産業に及ぼした影響については、知見邦彦(2012)を参照されたい。

Ⅲ 架空資本としてのデリバティブのリスク管理機能

現代のデリバティブ市場の急激な成長と、その構造的および機能的特徴をより適切に記述するためには、「デリバティブ＝保険」説に代わる、もっと別の観点からの説明が必要である。筆者の理解では、このためにはデリバティブを保険制度との共通性という観点ではなく、株式・債券市場に代わる架空資本市場の新しい発展という観点から考察することが有益である。

株式や債券に代表される架空資本(資本証券、あるいは狭義の有価証券)もまた、あらゆる金融取引と共通の不確実性(リスク)含んでいる。貨幣資本家が株式や債券に投入した資本の価値増殖は、機能資本家あるいは債務者が契約義務を履行するかどうかにか懸っており、後者が契約義務を履行できるか否かは、

企業の将来の業績に依存している。その場合、機能資本家は、貨幣資本家に対して、将来の事業から期待できる利潤の一部を配当あるいは利子として還元することを約束するだけで、事業の失敗に対して個人的に無限責任を負うわけではない。

したがって、業績が期待を下回れば株主への配当は見送られ、万一事業が失敗すれば株式は無価値になる。債券所有者の場合にも、事業が失敗して支払い不能になれば、投下資本を予定通り回収することは困難になる。一般に株主や債券保有者の場合、前貸しした資本を必要に応じて機能資本家から直接回収することができないだけでなく、株主の場合には失敗した事業の残余財産に対する請求権に関しても他の債権者に劣後する。このような関係の内部では、株主や債券保有者が自らの資本の価値を保全するために、言い換えれば投資リスクを管理するために、自立的になしうることは限られている。

このような自ら管理できない投資リスクは、貨幣資本家にとって重大な制約であり、資本蓄積の制限である。この制約を突破し、貨幣資本家の投資を促進するためには、貨幣資本家が必要に応じてポートフォリオを組み替え、必要な場合には、機能資本家からの返済とは別途に、前貸しした資本を回収し、自ら投資リスクを管理できる方途を制度的に準備することが必要になる。このためには、当該事業からの利益に与る貨幣資本の権利自体を、事業に投下され、建物や機械設備などの形で生産過程に固定されている現実資本から分離し、新たな資本形態として自立化させ、さらに、貨幣資本家がこの自立した権利を市場で第三者を相手に自由に売買することを保証する制度が必要になる。

貨幣資本が、現実資本とは別に受け取る、新しい自立的な資本形態は架空資本(fictitious capital)と呼ばれる。株式や債券などの架空資本は、現実資本から分離された想定上の資本であるという意味ですでに架空であり、virtualな資本である。現実資本とは異なり、即物的な価値を持たない架空資本は、配当や利子を資本価値に還元する「資本化 (capitalization)」と呼ばれる手法によって貨幣資本として独自の価値を獲得し、現実資本の価値増殖から遊離した自立的な価格変動を展開する(Nitzan & Bichler, 2009, Part 3)。

架空資本の成立によって、事業に投下(前貸し)された貨幣資本は、第一に、工場や機械設備その他の形態で生産過程に固定された資本の形態で、第二に、これらの固定資本を利用して遂行された事業から上がる利潤に与る権利を表わす資本証券の形態で、同一の資本が二重の形態で登場する。これによって、価値増殖する資本自体が2倍に増加するわけではなく、生産される剰余価値が2倍になる訳ではないが、同一の資本が、一つには現実に剰余価値を生む資本として循環し($G-W(Pm+A)-W-G'$)、もう一つには、その剰余価値の一部に与る貨幣資本として循環($G-G'$)する。

こうして資本の二重化によって、本来は生産過程に投じられた同一資本が、一方で生産過程に固定され、流動性を持たない現実資本と、他方で生産過程から解放され、それ自体商品として市場価格および「流動性」を備えた架空資本、言い換えれば virtual な貨幣資本とに分裂する。架空資本は、それ自体が商品として市場での価格変動に曝されるために、価値増殖する貨幣資本の存在形態となるだけではなく、それ自体が直接に貨幣資本の投機取引および裁定取引の対象になる。

このように、一つの事業に投下（前貸し）された同じ資本が現実資本と架空資本に分離し、後者が、現実資本とは別の自立的な商品形態を与えられ、資本市場の独自の論理(資本化)で値付けされて流通するための制度化された市場は、証券取引所に他ならない。

証券取引所が十分に発展すれば、貨幣資本家は、取引所に上場された株式の中から自らの希望する銘柄の株式を随時、任意の規模で、自由に売買することができるようになる。証券市場における上場銘柄の価格情報を集中し、それをすべての投資家がリアルタイムで利用できる方法で公表する証券取引所は、架空資本の値動きを利用した投機取引と裁定取引の機会を飛躍的に拡大する。こうして、証券取引所の成立によって、貨幣資本家は機能資本の価値増殖過程から遊離した——機能資本の平均利潤から乖離した——独自の価値増殖のための制度的条件を獲得する。

証券取引所が有価証券に付与する大きな「流動性」によって、株主は特定の事業に対して固定的に結び付けられたステークホルダーではなくなり、事業の推移を見ながらステークホルダーとして留まるか、それとも株式を売却して事業との関係をひとまず切断するかを自ら決定することができる「流動的な」ステークホルダーに転化する。言い換えると、株主は企業のインサイダーから、ポートフォリオ投資家に変化し、当該企業に対するかれの利害関係は自分で管理可能なポートフォリオのパフォーマンスにすぎない関係になる。

（注）株主が企業の業績に不満を持つ場合（投資リスクが利回りに比べて高いと判断した場合）、株式を売却することで利害関係（リスク）を排除する行動を選択する傾向は、ウォールストリート・ルールと呼ばれる。このような傾向は、大手企業の主要株主が創業者株主ではなく、他人の資金を預託されて運用する機関投資家に移行した現代の株式会社に関して一般的に指摘されている。その場合、このような株主の行動が経営者の行動に、また企業の業績にどのような影響を及ぼすのかについては論争がある。この問題をめぐっては、有名なハーシュマン(Hirschman)の「退出と抗議」の理論が参照されることが多いが、ここでは取り上げない。

このように、証券取引所は、貨幣資本家が必要とする自立的なリスク管理の

可能性を提供し、投機取引と裁定取引の機会を飛躍的に拡大することで、擬制資本市場を銀行制度にかわる新たな信用制度＝資本市場として発展させる。しかし、架空資本と証券取引所が提供するこのようなリスク管理と市場取引の可能性は、貨幣資本のリスク管理と資本蓄積の立場からは、なおさまざまな限界をもっている。

第一に、株式においても社債においても、貨幣資本家は投資対象のリスクと利回りの関係をみずからの必要に応じて弾力的に調整することができないという問題がある。市場で容易に売買できる株式のリスクと利回りの関係が、貨幣資本家の目標と一致する保証はない。高度に発展した証券取引所においても、投資家はつねに自分の目標に完全に合致する銘柄を希望する分量で随時購入できるわけではない。株式においても社債においても、市場で流通している銘柄のリスクと利回りのプロフィールは投資家にとって所与である。

第二に、投資家は、新しいポートフォリオを組成しようとするれば、証券取引所を介して現物の証券を購入しなければならない。逆に、既存のポートフォリオを組み替えようとするれば、保有する現物を売却しなければならない。現物証券の売買は、取引時間や売買手数料が必要になるだけでなく、追加的現金を必要とする。さらに、売買が不活発な証券の場合には、当該証券の売り手もしくは買い手を随時見つけることが難しい場合がある。したがって、投資家は証券取引所を利用していつでも自分の思い通りのポートフォリオを作り上げることができるとは限らないのである。

第三に、個人投資家の場合にも、年金基金や保険会社に代表される機関投資家の場合にも、投資に関する制度的な制約が課せられている。例えば、投資信託市場が完全に自由化されていない国では、個人投資家がヘッジファンドやエキイティファンドなどいわゆる「代替的投資」に資金を運用することにはなんらかの規制が加えられる。また、年金基金など機関投資家の場合にも、株式投資や代替的投資に関する規制が加えられる。周知のように、一般に商業銀行は企業の株式保有に関して厳しい制約を受けている。要するに、個人投資家も機関投資家も、市場に出回っているあらゆる架空資本を自由に売買し、保有することができるわけではない。

第四に、近年の株式市場で顕著に見られるように、莫大な資金を運用する年金基金に代表される機関投資家の場合には、ブロック取引と呼ばれる大規模な売買を行った場合、その取引が当該銘柄の価格に大きな変動を誘発し、市場にかく乱的な影響を及ぼすだけでなく、みずからのポートフォリオにも大きな評価損などの影響がでる可能性がある。このために、一般に機関投資家の場合には、ネガティブな判断を下した企業の株を前述のウォールストリート・ルールにもとづいて自由に売却することが困難になっており（ウォールストリー

ト・ルール)の終焉)、分散投資の観点からも株価指数などを利用した指数取引が一般化している。言い換えると、機関投資家の場合、その規模が巨大であればあるほど、現物の自由な売買が制約され、ポートフォリオの流動性が低下するという結果になる(日本貿易振興会海外調査部、2003)。

以上のように、貨幣資本家による架空資本市場に依存した投資リスクの管理は、この市場自体の機能的、制度的制約によって依然として不完全であり、貨幣資本家は自らの目標に応じてポートフォリオを随時自由に調整し、管理することができるわけではない。また、現物取引に付随するさまざまな制約は、企業や貨幣資本家が金融市場の変動に即応して大規模な投機取引や裁定取引を実行することを困難にする。

1980年代以降に顕著になった、金利と為替レート的大幅かつ頻繁な変動に備えるための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急激かつ持続的な拡大は、とりわけ国際金融市場を利用して大規模かつ頻繁な投資・財務活動を展開する大手金融機関、機関投資家さらには多国籍企業における、現物取引を必要としない自由なポートフォリオ組成を可能にする新たな金融手段に対する需要と、極度に変動的な通貨市場や金融市場における投機と裁定の機会を積極的に利用するための取引手段に対する需要の著しい増大を反映しているのである。

このような理解に立てば、新しい架空資本市場としてのデリバティブ市場の役割は、以下の点に整理することができる。

(1)デリバティブ取引は、企業と投資家が恣意的に操作できない既存の金融資産のリスクと利回りを、アンバンドリング(分解)という手法で切り離し、企業と投資家が求めるリスクおよび利回りだけを選別的に取り出して別の架空資本に組成し、投資家の多様な投資目標に適合する virtual な金融資産を作り出すことができる。こうして、企業と投資家は、デリバティブを利用して、市場に実在する金融資産(現物)の組み合わせだけでは実現できない理想的なポートフォリオを実現することが可能になる。

(2)企業と投資家は、デリバティブ取引を利用することで、既存のポートフォリオの組み替えを、現物資産を売買することなしに行うことができる。この結果、貨幣資本家は、ポートフォリオの組み替えに際して、証券取引所における現物取引に付随する制度的制約、時間、および売買手数料などのコストを軽減することができる。また、企業はバランスシート上の資産・負債構成を組み替えることなしに、バランスシートの財務リスクを修正することが可能になる。さらに、銀行を始めとする金融機関は、現物での証券保有にとまなう自己資本積み増しの必要を緩和される。

(3)デリバティブ契約では、株価指数や標準的な債券など virtual な資産を「原

資産」として約定することが可能である。さらに、取引所取引においても、大手金融機関のディーラーを介する店頭取引(OTC)においても、企業や投資家は比較的少額の証拠金を提出することで、自己資本の準備を大幅に上回る取引が可能である(大きなレバレッジの利用)。レバレッジの利用可能性は、極めてマージンの薄いサヤ取りを巨額に行うことで大きな利益を上げる投機的・裁定的投資家にとっては、限られた自己資本で大きな利益を上げるための不可欠の条件である。

(4)現代のデリバティブ取引の中心である店頭取引においては、国際スワップ・デリバティブ協会(ISDA)が作成した基本的フォーム(雛形)が約定書作成の参考にされるが、具体的な契約内容は当事者間の合意に基づいて自由に決定することができる。これは、OTC市場の不透明性を高める要因であり、カウンターパーティのどちらかに事故が発生した場合の事後処理の不確実性を高める要因であるが、現代の金融市場における投資家や企業のきわめて多様な金融ニーズに柔軟に応えるオーダーメイドの取引を成立させるのに適している。

1980年代以降、旧来の先物市場だけではなく、スワップ、オプションに代表されるデリバティブ取引が爆発的に増加し、その増加傾向は、大方の予想に反して、今回の金融恐慌の過程でも逆転しなかった。このようなデリバティブ市場の継続的な拡大を促している重要な経済的理由の一端は、以上のようなデリバティブ取引が備えている大きな利便性と可塑性に見出すことができる。デリバティブ市場は、一方で、多様かつ複雑なリスク管理や財務操作を日常的に迫られている現代の金融機関、機関投資家、さらには企業のリスク管理の必要に適応し、他方で、経済の金融化が進み、現実資本の価値増殖から自立した独自の価値増殖の方途を必要とする「過剰な貨幣資本」に、さまざまな投機取引と裁定取引を利用した価値増殖の機会と手段を提供する。

ところで、投機取引も裁定取引も、同一の貨幣資本の運動が、さまざまなカウンターパーティの間に波及的・連鎖的に関連取引を誘発し、見かけ上の市場規模を急激に膨張させる傾向を備えている。例えば、外貨建ての受取勘定を保有する企業が、為替リスクをヘッジするために取引銀行との間で先物契約を結べば、銀行は自行のポジションを調整するために、別の銀行や企業との間で逆の先物契約を結ぶ。その場合、銀行のポジション調整の必要から、最初の取引が複数の派生取引に分割されることもある。さらに、これらの取引のカウンターパーティが、自らのリスク調整のために、新しいデリバティブ取引を別の銀行と結ぶこともあり得る。こうした取引は、一部はヘッジ目的で、他の一部は投機目的で、さらに他の一部は裁定目的で行われるが、こうした取引の波及と連鎖には理論的な限界は存在しない。

(注) オプション理論の金字塔とされるブラック＝ショールズモデルでは、投機取引や裁定取引を可能にする市場の「不完備性」やアノマリー（歪み）は、市場でオプション取引が繰り返されれば、投資家によって利用し尽くされ、市場には裁定機会の無い「無裁定価格」が成立することになる。金融工学の立場からは、一般にデリバティブはこのような意味で市場の不完備性やアノマリーを取り除く機能を果たすことで、経済資源の最適配分に寄与するとされる（刈谷武昭、2000）。しかし、現実の市場は閉鎖的ではなく、不断の技術革新、政策的介入、人々の期待や予想の変化その他無数の要因の影響を受けて変動し、進化するシステムであり、そこには「無裁定価格」が成立する可能性は存在しない。

今回の金融恐慌を契機に、仕組み証券市場と信用デリバティブ市場が事実上崩壊し、大手投資銀行、格付け会社、モノラインなど金融証券化に関わってきた金融産業に対する企業や投資家の信頼が大きく損なわれ、一般にハイリスク投資に対する警戒感が著しく強まった。これにも関わらず、全体としてのデリバティブ市場は大幅な収縮に見舞われることなく、現在なお急速な拡大を続けている。このようなデリバティブ市場の大きな弾力性あるいは復元力は、この市場を単に資本主義の腐朽性を示す「あだ花」と見ることで説明できないであろう。このような現況を合理的に説明するためには、デリバティブ市場が世界中の金融機関、企業および投資家に提供しているリスク管理と金融取引の大きな利便性を評価し、現代資本主義のデリバティブ市場への依存関係を具体的に検討することが必要である。

(注) 米国最大手投資銀行ゴールドマン・サックス社の会長兼 CEO であるロイド・ブランクファインは、2009年2月8日付 *Financial Times* 紙に寄稿した記事の中で、今回の金融危機に先だって多くの金融機関が採用していたリスクモデルには、「ポジションは全てヘッジできるという誤った認識があった」と述懐しているが、このような誤った認識が広がった背景に、リスク管理手法としてのデリバティブのリスク調整機能および金融取引としての利便性に対する、市場関係者の過信と同時に強い需要があったことは間違いないであろう。

まとめ

本稿では、近年におけるデリバティブ市場の目覚ましい発展を、「金融のグローバル化」と「経済の金融化」さらには「金融の証券化」という現象をともなっており変化する金融産業、機関投資家ならびに大手企業の投資・財務活動の変化との関係で考察するための一つの観点を試論的に提示した。

このため、本稿ではまず始めに、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かに検討した。ここでは、信用制度は資本の循環を貨幣の制約から部分的に開放することで資本蓄積を促進するが、こうした信用制度の機能は、資本が信用を利用するコスト

(不確実性とリスク)が平均利潤を上回らないという前提条件に制約されていること、したがって、極度に不安定で脆弱な現代の金融市場に依存した現代企業の資本蓄積を支えるためには、金融取引にともなう不確実性とコストを軽減する課題が避けて通れず、このリスク管理の隘路を突破するために、旧来の金融市場に代わる新しい弾力的で可塑的な金融取引がデリバティブ市場として成立した事情を考察した。

第二に、以上のようなリスク管理の新しい手法としてのデリバティブ市場成立の経緯が、主流派経済学の内部に「デリバティブ＝保険」説と呼ぶべき言説を生み出したこと、しかしながら、本来の保険制度と金融「保険」としてのデリバティブ市場の間には理論的にも制度的にも両者を同一視できない根本的な違いがあるということ、「デリバティブ＝保険」説には保険制度に関する重大な理論的誤解が含まれていること、さらに、金融産業や現実資本が実際にデリバティブを保険目的で利用している度合いは、利用可能な証拠に拠る限り「デリバティブ＝保険」説を裏付けるものではないことを論じた。

第三に、「デリバティブ＝保険」説の限界を克服するアプローチとして、デリバティブ市場を架空資本の新しい発展形態として考察する筆者の観点を試論的に提示した。この観点によれば、架空資本と証券取引所の成立によって、貨幣資本は現実資本の価値増殖から遊離した独自の価値増殖の条件を獲得し、資本市場の論理によって平均利潤の制約から解放される。しかし、貨幣資本の過剰蓄積が深刻化し、金融市場の不安定性が極度に高まった現代資本主義の下では、大手金融機関、機関投資家および企業からは、現物取引に依存した伝統的なリスク管理の手法に代わる、より柔軟で可塑的なリスク管理手段に対する需要が高まってくる。デリバティブ取引は、その大きな弾力性と可塑性によって、そうした金融機関や企業の需要に応える金融技術の提供を可能にし、それを梃子に急激な拡大を遂げた。さらに、デリバティブ市場は、過剰な貨幣資本の運用をめざす企業と投資家に対して、金融市場の変動を利用する投機取引と裁定取引の効果的な手段を提供したが、これらの取引はその特異な波及性と連鎖性によって、デリバティブ市場の膨張を加速させた。

最後に、在り得べき誤解を解くために付言すれば、現代資本主義におけるデリバティブ市場の経済的役割を明らかにしようと試みる筆者の意図は、これまでマルクス経済学者やポストケインジアンが多くが厳しく指摘してきた、デリバティブ市場の投機市場としての性格、さらには、デリバティブの組成に関わる「金融工学」の理論的・技術的欠陥を軽視するものでも、弁明するものでもない。また、デリバティブ市場を支配する大手金融機関の業務が、本文で説明した意味でのリスク管理サービスの提供を主たる目的としていると主張するものでもない。

改めて指摘するまでもなく、デリバティブはその二重の意味での” virtuality” の故に、本稿で取り上げた積極的なリスク調整機能の裏面として、過度の投機性と市場弾力性を備えている。だからこそデリバティブは、機関投資家や投機組織の投機取引や裁定取引の格好の手段として膨張したのである。その意味で、拡張されたリスク管理機能と裁定機能は、拡張された投機性と表裏一体になっている。

さらに、貨幣資本の過剰蓄積を背景として金融機関の競争が激化し、金融市場の不安定性と脆弱性が極度に高まっている現代資本主義のもとでは、大手金融機関がデリバティブをリスク管理の手段としてよりも、投機的・詐欺的利潤追求のための金融商品として組成・販売する機会が広がり、大手金融機関とそのディーラーがこの機会を合理的限度を超えて、詐欺的・犯罪的な形で利用したことも歴史的事実である。

デリバティブ市場、とりわけ仕組み証券市場や信用デリバティブなどの OTC 市場を支配する大手投資銀行と投機組織は、これらの市場に対する監督機関の不在と不作為に乗じて、また、格付け会社やモノラインを利用しながら、虚構的で詐欺的なデリバティブ取引を膨張させ、結果として、グローバル金融市場全体を崩壊の危機に迫りやる未曾有のシステムリスクを引き起こした。

しかしながら、このようなデリバティブ市場の膨張と金融市場のシステムリスクとの関連を解明するためには、本稿で取り上げた論点に加え、デリバティブ取引が作り出す信用とリスクのグローバルな連鎖の特異性と脆弱性、この市場の大半を占める店頭市場(OTC)における不透明性と情報の欠如、とりわけ店頭市場を仲介する少数の大手金融機関への取引の過度の集中、取引所取引を含め監督機関の消極的な監督姿勢あるいは監督権限の欠如、デリバティブ商品の組成に利用される「金融工学」の理論的、技術的欠陥、いわゆる BIS 規制や時価会計制度が内包する問題点、さらには、米国ウォール街と密接な利害関係をもち、大手金融機関の証券化(securitization)ビジネスをサポートすることで莫大な利益をあげてきた格付け会社やモノライン保険の利益相反問題など、多くの論点を立ち入って検討することが必要である。

本稿ではすでに許された紙幅を大幅に超えており、これらの問題点についての検討は、別の機会に譲る他はない。本稿における検討から引き出される一つの結論は、Bryan & Rafferty が夙に強調している通り、現代資本主義の蓄積様式がすでに不可分かつ不可逆的な形でデリバティブ市場に依存しており、デリバティブなしの資本蓄積が考えられない状況になっていること、したがって、全体としてのデリバティブ市場の今後の発展経路が、単に金融市場だけではなく、資本主義それ自体の帰趨に甚大な影響を及ぼすであろうということである。その意味で、デリバティブ市場の立ち入った研究は、マルクス経済学の理論的

発展にとっても不可避の課題になっているのである。

参考文献

- 井村喜代子 (2010) 『世界的金融危機の構図』 勁草書房。
- 刈谷武昭 (2000) 『金融工学とは何か』 (岩波新書)。
- 久留間健 『貨幣・信用論と現代不換制の理論』 (大月書店 2000年)
- 知見邦彦 「米国における保険の金融化」 経済理論学会編 『季刊経済理論』 第49巻第2号 (7月)
- 日本貿易振興会海外調査部 (2003) 『米国の企業統治 インタビュー調査報告書』 (5月)
- マートン・ミラー著斎藤治彦訳 『デリバティブとは何か』 (東洋経済新報社)
- Arnoldi,J(2011) Derivatives: Virtual Values and Real Risks, *Theory, Culture & Society*, Vol.21(6)(August).
- Beckert,J(2011) Imagined Futures: Fictionality in Economic Action, MPIfG Discussion Paper(August)
- Bryan,D & M.Rafferty(2006) *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*, Palgrave.
- (2010) Deriving Capital's (and Labour's) Future, *Socialist Register*(September)
- Cook Pine Capital LLC(2008) Study of Fat-Tail Risk(November)
- Goodman,P(2008) Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy, *The New York Times* (October 9)
- De Grauwe,P(2008) The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies, CEPS Policy Brief(November)
- Du Toit,B(2004) Risk, Theory, Reflection: Limitation of the Stochastic Model of Uncertainty in Financial Risk Analysis(June)
- FitchRatings(2007) CDx Survey: Market Volumes Continue Growing While New Concerns Emerge(November 17)
- Fligstein,N(1990) *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press.
- Harvie,D(2006) Capitalism with Derivatives, *Economic Issues*, Vol.13, Part 2.
- Lohmann,L(2009) Regulatory Challenges for Financial and Carbon Markets, HeinOnline, *Carbon & Climate Law Review*.
- MacKenzie,D & Y.Millo(2003) Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange, *American Journal of Sociology*(July)
- Minton,A, René Stulz, Rohan Williamson(2009) How Much Do Banks Use Credit Derivatives to Hedge Loans, *J Finan Serv Res*, No.35.

Nitzan,J. & S.Bichler, *Capital as Power: A Study of Order and Creorder*, Routledge(2009)

Shaikh,A(2010) The First Great Depression of the 21st Century, *Socialist Register*.

Singh,M(2010) Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market, IMF Working Paper.

US Government Accounting Office(GAO)(2009) *Systemic Risk: Regulatory Oversight and Recent Initiatives to Address Risk Posed by Credit Default Swaps*, Testimony(March 5)