

現代の錬金術

—リスク・レバレッジ・ゼロサムゲーム—

矢澤 健太郎

I. はじめに

企業価値とは何か。企業価値の評価方法は、学術的に3つに大別されてきた。①コスト法（過去→現在価値）、②マーケット法（現在の市場価値）、③インカム法（未来→現在価値）。どの方法にも一長一短がある。だが、ここに来て企業価値の問題が根底から問われる自体となった。2008年9月15日、サブプライムローンに手を染めたアメリカのリーマンブラザーズが破綻、「リーマンショック」である。

このリーマンショックを発端として、世界経済は「世界同時金融大恐慌」へと突入し、現在に至るまでも金融経済の低迷、および実体経済の大規模な縮小、世界的経済危機を深刻化している。

企業価値の評価は、「健全な経済上で価値評価すれば」という基礎的前提がある。この前提条件がおかしければ、評価自体も無意味となる。今次の世界同時金融大恐慌とは何であったか。根本的な問題として、これが企業価値の評価とどのように関わってくるのか。

今次の世界同時金融大恐慌を理論的体系で捉えた学者がいる。三戸公「第四の資本形態」論である。三戸先生は次のように捉えた。

「情報社会といわれる現在、にわかに株券や借用証という権利証券が商品化され、これを金融商品として売買して儲けるという新たな資本形態が生まれて来た。これが情報によって投機市場をゲーム化し、巨費が投じられてコントロールされて来た。それはこれまでに存在していた生産・流通・貸付の三つの資本形態たる実体資本に対して象徴資本とでも表現すべき新しい資本形態を出現せしめ、その総量は実体経済の十倍とも言われている。現在のかつてない世界大恐慌の真因はここにある。」（三戸公「経済学における<不可分・不可同・不可逆>」『滝沢克己を語る』所収2010年 p.258）

捉え方がすごい。マルクス『資本論』において、生産・流通・貸付の三つの資本運動（本稿では実体経済・実体資本と呼ぶ）が説明された。三戸公は、今次の世界同時金融大恐慌の真因は「新しい資本形態の出現」であると捉える。それは、実体を離れて価格差を利得としてすくい取る、全く価値増殖する価値としての資本運動のこれ以上ない端的な資本運動の本質であるという「資本の象徴」という意味で、新しい資本形態＝象徴資本の出現であると三戸公は捉えた。

だが、私はこの象徴資本の概念は、今次の世界同時金融大恐慌においては該当しないと考える。本稿で詳述するが、今次の金融大恐慌は金融機関が主導した「ゆがんだデリバティブ金融経済の暴走」であったと思われる。換言すれば、一つの企業ではなく、国民経済の

全体が「虚像の破綻すべきビジネスモデル」に狂乱していた。この場合、象徴資本と捉えるのではなく、「ゆがんだ金融経済の暴走」と捉える方が適切であるように思われる。三戸「新しい資本形態の出現」とはどのようなものであり、今次の世界同時金融大恐慌とは何であったのか。以下、まず今次のリーマンショックを概説し、三戸「第四の資本形態」に沿いながら批判・補強を加えていく⁽¹⁾。

Ⅱ．現代の錬金術：虚像の破綻すべきビジネスモデル

①リーマンショックとは何であったか

2008年9月15日、サブプライムローンに手を染めたリーマンブラザーズが破綻、「リーマンショック」と呼ばれる世界同時金融大恐慌の発端となった。世界各国は「大きすぎて潰せない (Too Big To Fail)」政策を敢行し、大型金融機関の連鎖倒産は防げたかに思えた。だが、実体経済の低迷は続き、2010年のユーロ通貨危機を深刻化させ、過剰資本・激しい失業をもたらし、資本主義が根底から揺らいでしまった。今次の世界同時金融大恐慌は、「100年に一度」と呼ばれた1930年代の株価大暴落と同じ延長線上にあるのか。もし異なるとすれば、どの点が異なるのか。いずれにしても、大型金融機関の機能は大幅に縮小し、これが実体経済への連鎖反応をもたらし、世界的・同時的な大恐慌は今もって継続している。真因は何か。

アメリカではリーマンショック以降、5大投資銀行が崩壊し、①リーマンブラザーズ→破綻、②ゴールドマンサックス→銀行へ転換、③モルガンスタンレー→銀行へ転換、④メリルリンチ→買収対象へ、⑤ベアスターンズ→買収対象へ。世界的・同時的に株価が大暴落、経済は大規模な信用不安へ陥った。

これを数字で捉えてみる。リーマンショックの時、つまりリーマンブラザーズの破綻において、実体経済と金融経済との割合比率はいくつだったのか。「1:3.7」という比率であった。つまり、あの時、実質的には財産の4倍近い借金（多額のレバレッジ）を抱えながら、世界中は虚業の破綻すべきビジネスゲームに狂乱していた、ということになる。（この「1:3.7」という数値がいかにも不健全であったのかを容易な言葉で説明した文献は、NHKの特集を文字に書き起こした『NHK スペシャル：マネー資本主義』2009年であると思う。）

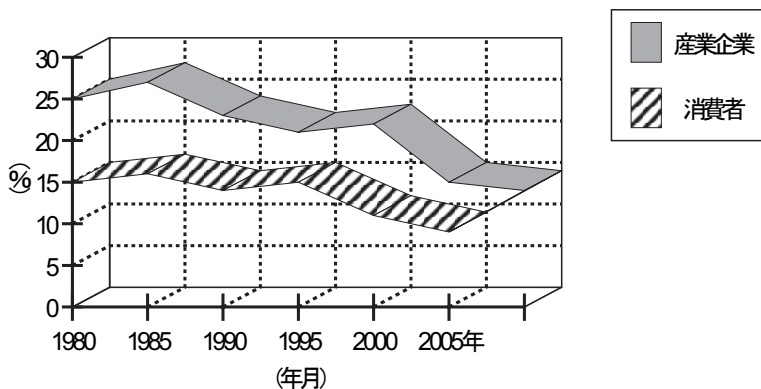
金融経済とは一体何か。その社会的役割とはいかなるものか。銀行で考えてみる。かつて「銀行」と言えば、新しい企業に投資（融資）し、資本を社会還元する役割を担っていた。今、銀行を中心とした金融機関は主に何をやっているか。今や銀行自体が勝手にリスクを負って、ファンドを設立して儲けるだけになった、と言っても過言ではないように思う。コンピューターの性能が深化し、資金量も取引量も膨大なものとなり、全ての取引が

(1) 「資本主義が何かおかしくなっている」。先生に述べたのは、大雨の土曜日のことだった。もう何年前のことであったか。三戸公先生は博士課程での演習が終わった後、市川駅まで徒歩で帰られる。先生の自宅がある秋津まで見送りながら、8年間、電車の中で指導を受けてきた。その日は大雨で、市川駅までバスで向かった。「資本主義が何かおかしくなっている気がします。投資ファンドが差額で儲けて、何か市場をおかしくしていると思います。」「何？もう一度言ってごらん」「ファンドが差額で儲けて、市場をゆがめていると思うんです」「それじゃー！」、先生がバスの中で叫ばれたこと、今でも想い出す。

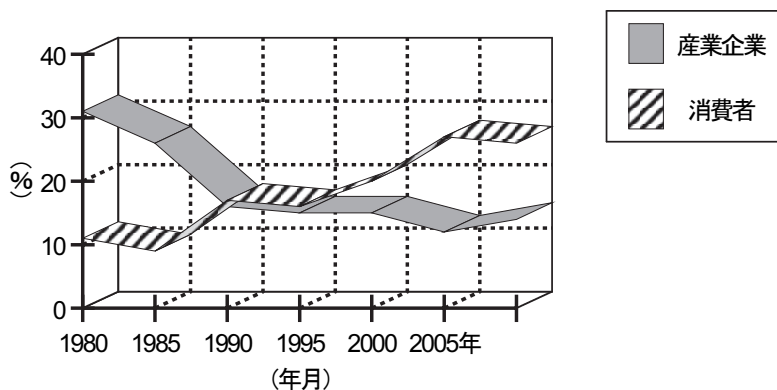
コンピューターを通じて行われる。かつてマルクスは『資本論』で、銀行が企業に資金を貸出して社会が発展していく様子を描いた。銀行資本（貸付資本）が産業資本に融資し、この他人資本で剰余価値を拡大・再生産していく産業資本。そして、銀行資本に対して安定した利払いを行うという、かつて存在した銀行資本・産業資本との相互的・促進的な安定関係はもはや過去のものとなった。

銀行から「貸し渋り・貸しはがし」なる用語が生じたように、商工業向け融資比率が大幅に低下し、それに代わって消費者への貸付比率が高まった。この現象は日米両国において共通している。図表で示せば、図表1（アメリカ）と図表2（日本）となる。

図表1：アメリカにおける銀行の主要貸出先比率の推移
 (出典：「世界経済危機とマルクス経済学」 p.76)

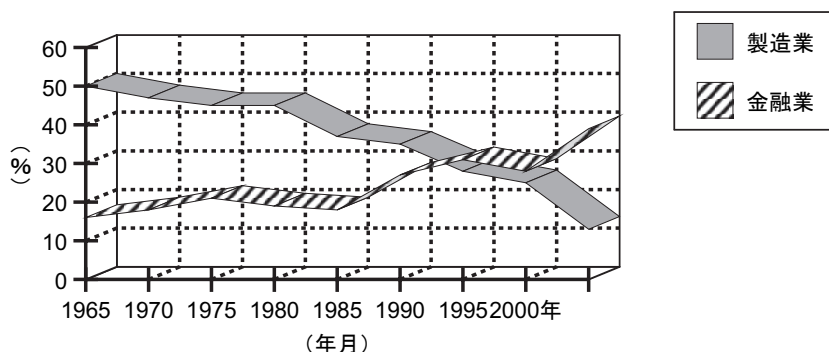


図表2：日本における銀行の主要貸出先比率の推移
 (出典：「世界経済危機とマルクス経済学」 p.75)



この図表が示すこと、すなわち銀行による産業企業への貸出比率の低下は、産業の生産能力の大幅な低下を意味している。例えばアメリカでは、下記の図表3が示すように、GDPに占める利潤率において「製造業：金融業」の割合は、1990年代に逆転してしまった。換言すれば、「アメリカはモノ作りをしなくなった」と呼んでも過言ではない状況へ陥っている。

図表 3：アメリカにおける GDP の「製造業：金融業」比率の推移
 (出典：「世界経済危機とマルクス経済学」 p.30)



アメリカはモノ作り（製造業）ではなく、金融業でカネを稼ぐようになった。この場合の「金融」とは、これまでの意味、もはや従来までの意味ではない。

もともと金融とは、貨幣を所有してこれを自ら使用せずに他人に貸出すことであった。貨幣がその提供者から需要者へ貸借という形式で移動する現象を「金融」（英語でファイナンス）と呼んでいた。その移動は金融機関が大部分を媒介していた。だが、1990年代以降の金融は、これまでの「融資」（資本を社会還元する役割）という意味ではなく、銀行自体が積極的にリスクを負って、ファンドを設立して儲ける意味へと変貌したように思える。その結果が、2008年の「サブプライムローン崩壊→リーマンショック→世界同時金融大恐慌」である。次節で、この真因を述べていく。

②特異な擬制資本商品：CDO（証券化商品）

サブプライムローンの崩壊は、CDO の存在なしには語れない。CDO（Collateralized Debt Obligation：債務担保証券）、この極めて特異な擬制資本商品は、簡潔に言えば「証券化商品」と呼ばれている。「証券化」とは債権を証券化して販売すること。金融機関がリスクある債権を保有するよりも、債権を市場で販売して、＜自らリスクを保有することを避ける＝リスク分散＞という位置づけを持っている。

問題は、証券化にあるのではない。サブプライムローン自体が「ゆがんだ金融の暴走」であった、ということだ。CDO（債務担保証券、以下 CDO と略す）である証券化商品は、アメリカのサブプライム・ローン組成においては、債務不履行率の高い危険な投資不適切である MBS（不動産担保証券）や ABS（資産担保証券）を雑多に混入して、リスクの所在が不明瞭のまま CDO 組成が行われていた。

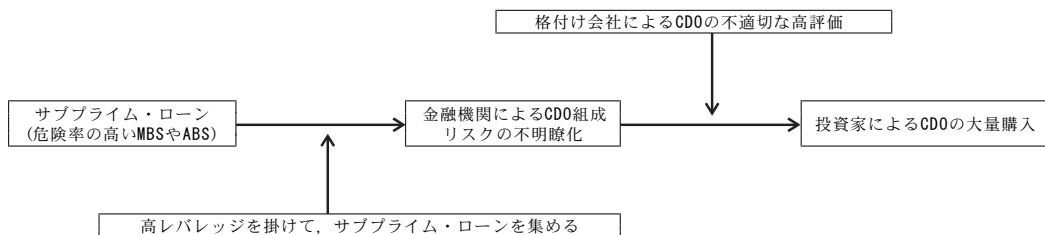
換言すれば、危険率の高い MBS や ABS を金融機関が保有するのはイヤなので、それを証券化して CDO を組成して、これを投資家へ販売・売却することでリスクを分散し、金融機関は自らリスクを回避した、ということになる。

本来であれば、①CDO を販売する金融機関それ自体が、危険率の高い債権を二重・三重にもして CDO に組成すべきではない。また、それによってリスクの所在が不明瞭になった旨、投資家へ説明する責任が金融機関にはあった。②通常は、S&P・ムーディーズ・フィッチなどの大型格付け会社が「この CDO は危険だ」と、投資不適格の警鐘を鳴らす

べきであった。だが、サブプライム・ローン金融危機においては、CDO を高く評価することで手数料を大幅に手に入れ、客観的にリスクを測定しなかった、という格付け会社と金融機関との「癒着」が問題点として指摘されている。

そして、最も大きな問題点がレバレッジだ。レバレッジ (leverage : てこの原理) とは資金調達の一つの方法で、何かを運用する場合に「借金」を多く使うことで「自己資本の収益率を高める」ことを意味する。今次のサブプライム・ローン金融危機においては、凄まじく高いレバレッジを掛けて CDO 組成を行っていた。NHK の取材では、この時、43 倍から 45 倍のレバレッジを掛けていた、と証言されている。(『NHK スペシャル マネー資本主義』 p.39) これらを整理すると、次の図表 4 のような手順で CDO が組成・販売されていたことになる。

図表 4 : サブプライム・ローン金融危機のフローチャート図



以上、今次のサブプライム金融危機からリーマンショックが生じ、それが世界同時金融大恐慌へと至る過程をまとめると、次の 5 つの問題点が浮かび上がってくる。

- (1) 証券化の手法によって、危険率の高い MBS や ABS が二重・三重にも信用操作が加えられ、金融機関が意図的に CDO 組成に際してリスクの所在を不明瞭にされたこと。
- (2) CDO 組成に際して、凄まじく高いレバレッジが仕組まれたこと。
- (3) 格付け機関が手数料を稼ぐために、CDO の高評価を強行したこと。
- (4) 世界中の投資家が危険な CDO を大量に保有し、これが世界的・同時的な金融大恐慌へとつながったこと (これを「システミック・リスク」と呼んでいる)。また、各国の金融機関が保有していた様々な CDO が、その種類に関係なく一挙に原価割れを起こしたこと。
- (5) 適切な価値評価が行われなかったことが原因で、誰もが自ら購入した CDO が実際にどれほどの価値を持っているのか把握できなくなってしまい、CDO 市場が転売不能という事態へと陥ったこと。(いかに金融工学が発達し、適切な価値評価の方法が見つかって、そもそも証券自体の信用操作が行われてしまえば、前提条件が狂ってしまってもリスク管理に全く役立つ。)。

これらをまとめると、今次のサブプライム・ローン金融危機は、ローンの借り手の自己破産が十分に予想できていたのに、金融機関および格付け会社がグルになって「虚像の破綻すべきビジネスモデル」である危険極まる CDO 組成を行い、サブプライム・ローンの

借り手、CDOを購入した投資家、および金融機関それ自体すらも自滅した。まさに「現代の錬金術」に踊り踊らされ、大損害を被ったという「金融経済の暴走」と位置づけられる、と考える。

ところで、今次の世界同時金融大恐慌の真因を、マルクス『資本論』で描かれた生産・流通・貸付の三つの実体資本に対して、「新しい資本形態の出現」として捉え、体系化した研究者がいる。三戸公「第四の資本形態」論である。以下、これを探っていききたい。

Ⅲ. 新しい資本形態の出現：三戸公「第四の資本形態」論

①三戸理論の全体像

三戸公「第四の資本形態」を取り上げるため、本節では引用文が多くなる。まず、本稿の冒頭でも引用したが、三戸理論の骨格となっているため、以下の部分を今一度、再掲する。

「情報社会といわれる現在、にわかに株券や借用証という権利証券が商品化され、これを金融商品として売買して儲けるという新たな資本形態が生まれて来た。これが情報によって投機市場をゲーム化し、巨費が投じられてコントロールされて来た。それはこれまでに存在していた生産・流通・貸付の三つの資本形態たる実体資本に対して象徴資本とでも表現すべき新しい資本形態を出現せしめ、その総量は実体経済の十倍とも言われている。現在のかつてない世界大恐慌の真因はここにある。」(三戸公「経済学における<不可分・不可同・不可逆>」『滝沢克己を語る』所収2010年 p.258)

次に、経営行動研究学会での報告原稿を引用することで、三戸理論がより鮮明になってくと思う。

「資本主義の新しい段階とは、新しい資本形態の出現である。既存の資本形態は、生産資本・商業資本・貸付資本の三形態であった。この三者は経済の実体に直接的にかかわる。これに対して、新しい第4の資本形態は、実体より派生した。金融より派生した商品取扱い資本であり、実体資本より派生した新しい資本であり、情報を手段として投機的領域をゲーム領域にかえ利を得んとする情報資本であり、実体資本が組織維持・社会性を内包する資本であったのに対して、ひたすら資本の象徴性たる利潤追求のみをこととする象徴資本とも言えるべきものである。その額、実体資本の10倍にも及ぶとも言われる。この新たな資本形態に対して、諸国家・諸国民がこれをいかに統御するか、現在の大恐慌を脱する決め手はこれにおいてほかにあるだろうか。」(三戸公「経営行動研究学会・第25回中部部会での報告原稿、2009年12月12日配布 p.2)

以上の理論的骨格を基軸として、三戸「第四の資本形態」論は、次の2つの理論と相互関係の関係の中で深化を遂げた。一つは馬場克三(個別資本5段階説)であり、今一つはドラッカー(デリバティブ=金融派生商品=架空商品=架空資本)への理論的問題提起である。

引用文は長くなるが、まずは個別資本経済学の重鎮・馬場克三「個別資本五段階説」とのからみ合いの部分引用していく。

「冷戦体制の終結とともに、新自由主義イデオロギーによる〈官から民へ〉の資本主義の復活となった。そして新しい資本形態が出現して来た。それは新しい商品形態であるデリバティブ＝金融派生商品の売買によって利潤を獲得する新しい資本形態である。それは、従来の商業資本・貸付資本・産業資本の三者を実体資本というのに対して架空（バーチャル：virtual）資本とでも名付けて把握すべき資本形態であると言うべきものと考えからである。」（三戸公「個別資本説の新次元」『中京経営研究』2011年、第20巻第1・2号 pp.11-12）

「さて、投機の対象としての株券の売買は投資の対象とはならない。投機は、確実に利益を得る可能性が低いからである。この投機対象としての株式の売買が確実に儲かる領域となり、資本投下の対象となって来たのである。それは企業の優良性・健全性・成長性の権利証券としての株式投資とは直接関係のない株式売買である。企業の株価の上下の未来予測にもとづいて上ると予測されれば買い、下ると予測されれば売る、空売り空買いの先物取引である。この投機領域が資本投下の領域と化したのは、予測の精度が高まって来たからである。それは、ひとえに情報社会化・IT 社会化の進展によるものである。

情報社会は情報公開が求められ、財務諸表のグローバルスタンダード化、情報処理のIT化、加うるに企業価値評価の科学化（ノーベル賞受賞領域）により、山勘が科学的領域と化し、投機が予測の精度を競うゲームの領域となって来たのである。」（三戸公「個別資本説の新次元」p.12）

「金融商品は、企業の実態を反映した権利証券そのものの売買であるのに対して、デリバティブ＝金融派生商品は現在の株価と未来予測の株価の差額に対して、空売り空買いする対象であり、それは情報にコストをかけるとともに情報の本質的意味が〈差異〉であることからして情報商品と名付けることも出来よう。この情報商品の売買によって利得をうる資本を情報資本と言うことも出来よう。」「更に言えば実体資本は生産・流通・分配に直接に関係し直接に支援する資本であるが、情報資本は経済の実体とは直接的には全く無関係であり、ただそれは実体を離れて価格差を利得として収取する全く価値増殖する価値としての資本運動のこれ以上ない端的な資本であり、資本の本質をこれ以上なく示す象徴的形態であり、象徴資本とも言うべきか。なお、情報は実体＝実態の象徴であり、この観点から情報資本を象徴資本と言うことも可能である。」（三戸公「個別資本説の新次元」pp.12-13）

最後に、ドラッカーへの理論的問題提起の部分引用しておく。

「それは、経済の実体から離れた差額だけの処理である。実体から遊離した差額のみを追求し拡大してゆく市場経済は、実物経済と次元を異にしながらも、完全には切斷

されていない現実市場であり経済である。ドラッカーは、電子マネーの乱舞にまかせて生起する実物経済の不健全制を憂慮する。(中略)そしてその延長である2008年のリーマン・ブラザーズ大恐慌である。ドラッカーが生きていたら、デリバティブ=金融派生商品をバーチャル・コモディティ=架空商品と把握し、実体なき架空商品の売買によって利潤を得る資本、バーチャル・キャピタル=架空資本の概念をたてたであろうか。(中略)そしてその架空資本は実体資本に対して、リーマン・ショックの時点で既に10倍に及んでいたと言う。この事実をドラッカーが生きていたら、何と言うであろうか。<大風が吹いたら桶屋が儲かる>の論法で言えば、彼の言う投機家資本主義、架空でありながら現実的なバーチャル・マネー、架空商品、架空資本の横行を生み出したのはドラッカーである、と言うのである。」(三戸公『ドラッカーの思想』2011年、文真堂 pp.31-32)

②三戸「第四の資本形態」論：まとめ

三戸「第四の資本形態」をまとめてみる。冷戦の終結(ソ連型社会主義の崩壊)、新自由主義の貫徹(抑制なき資本主義の市場原理第一主義化)、情報社会・IT技術の進展(ノーベル賞金融工学の深化)、これらが「第四の資本形態」を登場させた、と論じる。

第四の資本形態とは何か。それは、株式そのもの、商品そのものが売買の目的ではない。株式そのものを売買するのは「証券」である。証券は「金融商品」と呼ばれる時代へと突入した。どこが違うのか。単なる株式の売買ではない。それは商品化された株式の売買であり、商品化された債券の売買であり、商品の先物取引である。現在値と将来値との「価格差」をすくい取ることをのみを目的とした投機である。投機は確実に儲ける保証がない。だが、不確実とされる領域を、情報化・IT化・ノーベル賞金融工学の深化が不確実性を確実に利益が出る領域へと変えた、と三戸は言うのである。

規制緩和された年金基金などの膨大な資金が投資ファンドへと流れ込み、投資ファンドは膨大な資金量と精密な情報分析によって対象物の売りと買いを操り、価格の上下をコントロールすることによって、予測に基づいて売買し確実に膨大な利益を上げる事業を生み出した。

すなわち、投資ファンドは情報をコストとする「情報資本」と呼ぶことが可能である。また、既存の商業資本・貸付資本・産業資本が実体経済に直接関わる資本であるため「実体資本」と呼ぶのであれば、実体経済と直接関わらずに、実体から完全に遊離した<情報=差異>という架空の商品化であり、「架空資本」と呼ぶことも可能である。更に、実体経済とは全く無関係で、価格差を利得として収取する完全に価値増殖する価値として資本運動この上ない端的な資本形態であり、資本運動の本質を示す象徴的資本であり、「象徴資本」と呼ぶことも可能である。なお、情報は<実体=実態の象徴>であり、この視点から情報資本を象徴資本と呼ぶことも可能である、と三戸は論じる。

以上、三戸「第四の資本形態」論は、次の四つの概念が対等(イコール)の関係で捉えられた。すなわち、「デリバティブ資本=情報資本=象徴資本=架空資本」である。

だが、今次の世界同時金融大恐慌において、この捉え方は適切なのであろうか。デリバティブにおいては、ヘッジング(損失回避)と投機(価格差のすくい取り)という2つの目的が想定されるが、これらをセットとして「デリバティブ資本」と呼んでも良いのかど

うか。

また、マルクスは『資本論』第3巻で「利子生み資本」と「架空資本」(fictitious capital)を区別して論じたが、三戸「第四の資本形態」論では新たに「架空資本」(バーチャル・キャピタル：virtual capital)という概念が提起された。これはいかなる概念なのか。本稿ではいかなる場合に「バーチャル・キャピタル」という用語が想定できるのか、そのケースを考えてみたい。

三戸先生は昔、先生の師・馬場克三「個別資本5段階説」を学界に紹介・批判し、馬場先生から激怒された、と私におっしゃった。私も今、先生の立論に批判・補強を加えようとする。三戸先生の「第四の資本形態」論を批判するのは間違っているのかも知れない。だが、私は、今次の世界同時金融大恐慌を「第四の資本形態」として捉えることに、次の諸点で問題があると考え。以下、その理由を述べていく。

Ⅳ. ゼロサムゲームは「資本形態」として捉えることが可能かどうか

①投機とデリバティブ

投機(英語でスペキュレーション)は、社会的に蔑視されてきた。それは生産に基礎を置かず、社会的富の拡大・再生産とは離れたところで生じる現象であり、単なる私利私欲の追求として古来から見なされてきたからである。簡潔に表現すれば、投機とは「既存の富を単に奪い合う行為」に他ならない。これを現代的な用語で「ゼロサムゲーム」(zero-sum game)と呼んでいる。ゼロサムゲームとは何か。それは誰かが勝てば、誰かが同じ金額だけ負けることを意味する。

投機とデリバティブとは、重なる部分と根本的に異なる部分とがある。投資が「実需取引」であるのに対して、投機は「思惑取引」と呼ばれるように、投資はその商品の使用価値を、投機は単なる価格差の追求に目的を置いている。

デリバティブとは、根本的にはオプション(権利予約)・スワップ(交換予約)・先物取引(先物予約)の3種に大別され、例えば天候予測や地震予測まで、あらゆる全ての「商品」がデリバティブの対象となる。もともとデリバティブはリスクを軽減するヘッジング(損失回避)のために発案されたものだが、デリバティブの全てがうまく行くわけではないと最初に見抜いたのは、紀元前の哲学者・アリストテレスであった。つまり、紀元前という古来から、デリバティブは存在していた。

アリストテレスは『政治学』の中で、哲学者・ターレスがオリーブ栽培でオプション契約を結んだとする記録を残している。ターレスは金持ちになるには哲学は無用だという冷笑に憤慨し、自らの天文と気候の知識を活かして、オリーブ栽培業者たちを出し抜いて大儲けした。これ以降、デリバティブは市場を混乱させたり崩壊させるという意味で社会的に悪いイメージを広めてきた。

このデリバティブへの認識が変わってくるのは、わずか30年ほど前、1980年代以降である。大型コンピューターの登場、および確率統計解析の技術的向上によって、ボラティリティ(過去のデータから変動率を予測すること)の算出が飛躍的・理論的に求められるようになった。それまでは過去の経験・山勘・需給に対する感覚に頼るという、その場しのぎの方法であった。だが、1980年代以降「未来予測の精度」が飛躍的に向上し、デリバティ

ブの状況も一変するに至った。例えば、それまでは「商品先物」取引のみであったが、「金融先物」という概念が登場するに至る。この背景には、1944年締結のブレトンウッズ協定の崩壊（1973年）によって移行した、変動相場制の影響が大きい。

1980年代以降、デリバティブ市場が一変したことは、実体経済への変化をも生じさせた。アメリカでは1990年代にGDPにおける金融利益と製造業利益の割合比率が逆転した（これを「金融の肥大化」と呼んでいる）。グローバル経済の金融化現象が見られる中、今次の世界同時金融大恐慌である。デリバティブ金融資本主義の問題をいかに捉え、これをいかに制御するのか。ここまで巨大化してしまったデリバティブを、もともと規制することが可能だったのかどうか。また、規制するならばどこまでルールブックを作るべきなのか。問われるべき問題は尽きない。

②投機資本、擬制資本、デリバティブ資本、仮空資本

投機は、生産に基づかない既存の富を単に奪い合うことに他ならないため、社会的富の拡大・再生産とは全く関係ないところで生じる現象となる。だが、この投機が社会的に是認される場合がある。それは実需取引と思惑取引との区別が明確ではないことに起因する。まず、投機と賭博とは、投機は経済的取引の中で、売買形態をとっている点で賭博とは根本的に違う。しかし、投機が経済的取引として売買形態をとっているため、たとえ生産に基づかない既存の富の単なる奪い合いであったとしても、そこには資本運動が見られる。つまり、価格差をすくい取るという売買益の追求そのものが、資本運動の本質だからである。

簡潔に言ってしまうと、資本が最初に登場した「前期商人資本」の形態が、まさに「価格差の追求」そのものであった。前期商人資本とは、現在の裁定取引（英語でアービトラージ）と同じく、商品を安いところで仕入れ、同じ商品が高く売れるところで売る、というものである。だが、資本主義社会が発展してくるにつれ、前期商人資本は次第に成立することが難しくなってくる。そこで商人資本は、より安定的・継続的な貸付資本のような資本へと姿を変化させていく。

価格差を利得として得る、この売買益の追求そのものは、まさに資本運動の本質・根本に他ならない。そのため、生産・流通・貸付という実体経済の三つの資本形態の基礎であり、この三つの「実体資本」が実需取引として成立する限り、思惑取引として「投機資本」の形成が常に内在する。

そして、この思惑取引は、加工度の高い工業製品ほど大幅な価格変化が起こりづらいため、例えばテレビや自動車などの精密機械ほど投機対象とは成りづらい。逆に言えば、価格変動の予測が困難であって、その予測に多くの意見が分かれる商品ほど投機対象としてはふさわしい、ということになる。その典型が、株式などの権利証券＝「擬制資本」である。

擬制資本の価格は、配当が資本還元された価格とするのが一般的である（「株価＝配当÷市場利子率」）。だが、この「配当を利子率で割った値」というのは、一見すると客観的な価値であるかのように見えるが、実は決して一般商品価格と同じようなものではない。まず、市場利子率は、単に市場で需給関係が量的に示された比率に過ぎない。また、配当も現実的には単に所得利潤から社内留保分を除いた金額となるが、この分割比率もさほど

明確な数字ではない。

このような特徴を持つ擬制資本の価格であるが、他の商品にはない利点を持っている。それは、端的に「転売が可能」ということである。これは特に思惑取引の場合に効果を発揮する。すなわち、基本的には全ての商品が実需取引から出発するものであるが、ひとたび思惑取引に乗り出してしまうと、投機としての予測が外れた場合、もう簡単には元の実需取引には戻れなくなってしまう。例えて言えば、綿花を大量に投機買いたったものが、価格が暴落したのでやむを得ず処分しようにも、紡績設備を所有している紡績業者でもない限り、大量の綿花を生産的に利用することは不可能となってしまう。

だが、これに対して擬制資本は違う。擬制資本、例えば株券の売買は、思惑取引から実需取引へと移行することに何の障害もない。株券を所有していれば定期的に配当が入ってくるし（実需取引）、売却すれば売買益が入ってくる（思惑取引）。他の商品と異なり、株式にあっては実需取引と思惑取引との区別が明確には測りがたいのは、ここに起因する。

ところで、既述した通り、いかなる商品もデリバティブの対象となる。特に為替・株式・公社債の債権などは、その価格予測が困難なため、ヘッジング（損失回避）のためにデリバティブの対象とされてきた。だが、デリバティブにおいても、実需取引（ヘッジング）なのか思惑取引（投機）なのか、その区別が判然とせず、積極的・消極的のいずれにも利用される。すなわち、利益の得られる可能性を放棄しても損失の機会を回避しようというヘッジング目的にも、損失を被る危険を冒してでも利益を獲得しようという投機目的にも、どちらにも利用されることになる。ここにおいて、「デリバティブ資本」という表現が成立できる、と思われる。

最後に、「架空資本」（「仮空資本」）という表現である。三戸先生は「バーチャル・キャピタル」という表現をなされ、バーチャル・キャピタル即デリバティブと考えられている。もう一度、三戸先生の表現に戻ってみる。

「そして新しい資本形態が出現して来た。それは新しい商品形態であるデリバティブ＝金融派生商品の売買によって利潤を獲得する新しい資本形態である。それは、従来の商業資本・貸付資本・産業資本の三者を実体資本というのに対して架空（バーチャル：virtual）資本とでも名付けて把握すべき資本形態であると言うべきものとするからである。」（三戸公「個別資本説の新次元」『中京経営研究』2011年、第20巻第1・2号 pp.11-12）

架空資本（フィクション・キャピタル）という概念はあり得る。マルクスが『資本論』第3巻の中で金融には2つあり、「利子生み資本」と「架空資本」とに区別されると論じたように、擬制資本の運動それ自体が「fictitious capital＝架空資本」として成立することは考えられる。だが、ここで問題となっているのは「バーチャル」である。

バーチャルとは何か。日本語で「仮想」（事実でないことを仮に想像すること）という用語が当てられる。もし仮空資本（バーチャル・キャピタル）として捉えた場合、いかなる場合が想定されるか。この問題を考えてみる。

私は、今次の世界同時金融大恐慌こそ、この「バーチャル」概念が適用できるのではないかと考える。既述した通り、今次のサブプライム・ローン崩壊においては、驚くべき

ほどのレバレッジを仕込んでCDO組成を行った。また、二重・三重にもCDO組成を行うことでリスクの所在を不明瞭にした。まさに虚像の破綻すべきビジネスモデルに狂乱した、「ゆがんだ金融経済の驚くべき暴走」であった。このような場合こそ、仮想資本＝架空資本という表現が適切になってくるのではないか。この点については、まだ問題を掘り下げる必要があると思う。

V. 結びに代えて

本稿は、まずリーマンショックを発端とする世界同時金融大恐慌において、デリバティブがどのような位置づけにあったのかを概観した。次に、このデリバティブを「新しい資本形態の出現」(＝第四の資本形態)と捉えた三戸公「デリバティブ資本＝情報資本＝象徴資本」に沿いながら、どこまでが正しく、どこに問題があるのかを批判・補強した。結論を簡潔に述べれば、今次のデリバティブ金融は大きく2つの問題があった。一つは、二重・三重ものCDO組成によって、リスク管理と価値評価が適切ではなかったこと。今一つは、自己資本比率に対して、驚くような高レバレッジをCDO組成に仕込んだこと。このような現代の錬金術かのごとくリスクの隠蔽、その結果としての金融経済の急激な縮小、それに止まらず実体経済をも巻き込んだ世界的・同時的金融大恐慌が現在も進行中である。

以上の検討を踏まえ、私は、今次の世界同時金融大恐慌は三戸公「第四の資本形態」として捉えるよりは、むしろ「ゆがんだ金融経済の暴走」、金融経済の投機化現象として捉える方がより適切ではないか、と考える。

デリバティブはリスクを減少させるのではなく、市場に参加している投資家間でリスクが分配されると考えるべきである、と思われる。デリバティブはゼロサムゲームであり、これに改めて注視した時、誰かの利益は同時に誰かの損失となる世界であり、ヘッジング(損失回避)目的であったデリバティブが、結果的には投機の売買益をすくい取ろうとするマネーゲームへと変貌していく様は、その真因は結局、リスクを十分に理解できればそれをコントロールできる、と我々が考えたことにあるのではないか、と思える。

デリバティブ金融経済を含めた企業価値、価値評価の問題が急務の課題として浮かび上がってきた。新たな問題提起として述べ、本稿の結びの言葉とする。

参考文献

- ・伊藤誠『資本主義経済の理論』1989年、岩波書店
- ・NHK取材班『NHKスペシャル：マネー資本主義 暴走から崩壊への真相』2009年、NHK出版
- ・川合一郎『川合一郎著作集第三巻 株式価格形成の理論』1981年、有斐閣
- ・基礎経済科学研究所『世界経済危機とマルクス経済学』2011年、大月書店
- ・新保恵志『デリバティブ』1996年、中公新書
- ・千種義人『経済学入門』1978年、同文館
- ・名和隆央『経済学入門コース』2004年、緑風出版

- ・日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン』2007年，清文社
- ・日本公認会計士協会東京会『デリバティブ入門』1996年，オフィスワン
- ・三戸公『ドロッカー，その思想』2011年，文真堂
- ・三戸公「経営学の現在を越える ドロッカー経営学の位相」『経営行動研究学会：第25回中部部会・発表原稿』（2009年12月12日）
- ・三戸公「個別資本説の新次元」『中京経営研究』第20巻第1・2号（2011年）
- ・三戸公「経済学における＜不可分・不可同・不可逆＞」『滝沢克己を語る』2010年，春風社
- ・山中隆次『マルクス資本論入門』1976年，有斐閣新書
- ・ヴィラル・アチャリア，マシュー・リチャードソン『金融規制のグランドデザイン：次の「危機」の前に学ぶべきこと』2011年，中央経済社
- ・ロベール・ボワイエ『金融資本主義の崩壊』2011年，藤原書店
- ・リチャード・トムソン『デリバティブの非情な世界』1999年，TBSブリタニカ
- ・矢澤健太郎「企業と財務諸表：企業価値における乖離の視点から」『千葉商大論叢』第48巻第2号（2011年3月）

〔抄 録〕

現代の錬金術

—リスク・レバレッジ・ゼロサムゲーム—

矢 澤 健太郎

リーマンショック以降、実体経済から大きく乖離した金融経済が、金融の投機化によって実体経済をも巻き込んで「世界同時金融大恐慌」を引き起こした。本稿は、この真因であるデリバティブ金融の位置づけを、三戸公「新しい資本形態の出現」（＝第四の資本形態）に沿いながら批判・補強する。今次の金融大恐慌は現代の錬金術と化しており、むしろ「ゆがんだデリバティブ金融経済の暴走」と捉えるべき旨を述べた。