

証券化についての原理論的考察

松 本 朗

1. はじめに——2008年恐慌が問いかけるもの——
2. 証券とはなにか
 - (1) 擬制資本としての証券——基本的なとらえ方——
 - (2) 発行面と流通面
3. 証券化とは何か
 - (1) 貨幣資本の蓄積およびインフレーションと証券化
 - (2) リスク転嫁形態としての証券化——80年代後半以降のバブル現象と証券化——
4. 小 結

1. はじめに——2008年恐慌が問いかけるもの——

2008年3月に大手証券会社・投資銀行ベア・スターズが事実上破たんし、それに続いて9月15日にリーマン・ブラザーズが破たんしたことで広がった世界的な金融危機は、証券化（セキュライゼーション）とは何だったのかを改めて問う結果となった。2008年恐慌の直接的な原因は、住宅価格下落とサブプライム層を中心とする住宅ローン債務者の延滞および破綻の増加から始まった。しかし問題の重大性は別のところにあった。すなわち、これらのサブプライムローン層への貸出しが焦げ付いたことによって、証券会社がサブプライムローン債権を担保にし、それを組み替え組成したサブプライム証券の価格が下落し、さらにデフォルトに陥ったことにある。元来、信用度の低い（サブプライム層向けの）債権はリスクが高い。しかし、それらが仕組み証券化され、組み換えられていくことによって、そのリスクが隠ぺい、分散されたところに問題の根はあった。

さらに大きな問題は、証券化商品が世界中に販売されたため、サブプライム証券を震源とする世界的な金融危機へと広がったことにある。情報化が進んだ中での証券化によって、経済変動のグローバルな影響が極めて瞬時にしかも世界中に展開することを改めて示した結果になった。

今次の金融危機を生み出した証券の流れは1970年代以降進行したものであった。その意味で、証券化は金融革新のひとつの象徴的な出来事であったといつてよいであろう。証券化によって資本市場は拡大し、金融の世界が拡大した。従来の理論では解けないような役割と機能が金融の世界に広がったことも事実である。

それとは裏腹に今次恐慌という事態は、証券化によって発展してきた金融革新の限界を示したとも評価できそうである。にもかかわらず、これまで証券化の本質を問い、その問題点を考察するという課題に接近しようとする研究は少なかったように思われる。というのも、近年の、特に

80年代に入ってから金融技術革新のスピードはめまぐるしいものがあり、証券化の仕組みや機能、効果を追求し、研究することで多くの力を費やさざるを得ず、証券化についてそれを評価するための原理論的検討ができる余裕はなかったといえる。そこで今次恐慌によって金融資本市場の拡大にブレーキがかかった現在、この問題について改めて考える機会がきたといえるのではないだろうか。本研究はこうした問題意識から、原理論的な視点で証券化について検討を加えるものである。しかし、その仕組みの複雑さや課題の奥深さを考えると本稿だけで課題のすべてを捉えることはできない。そうした意味で本稿は、証券化を原理論的に考える出発点とし、課題の析出を主眼に置きつつ、論を展開することとする。¹⁾

2. 証券とはなにか

証券化をどのようなものとして捉えるべきかという課題に接近する上で、まずは証券とは何かという点について明らかにしておく必要がある。本稿の最初の部分ではその点を整理していくことにする。言い換えれば、「擬制資本としての証券」の定義を明確にすることから始める。

(1) 擬制資本としての証券——基本的なとらえ方——

もっとも基礎的に金融を定義すれば、資金の余剰主体から資金の不足主体への資金の融通である。これを資本という概念でとらえれば、利子生み資本の運動として定義できる。すなわち、可能的資本の価値の一時譲渡（貸し付け）と利子を伴っての還流である。利子生み資本として貨幣は、利子を取得することを目的に可能的資本として貸し出される。

このような利子生み資本が成立すると定期的に得られる収入は、利子生み資本として観念され、その収入を生み出す元手は、それが単なる権利証券であっても、その定期的収入を生み出す資本としてみなされるようになる。つまり、実際に価値物でなくても資本とみなされるようになる。周知のようにこれが擬制資本である。

たとえば、株式証券は資本主義経済社会が発展し、個別資本にとって必要な充用資本が大きくなるにつれて調達必要額が大きくなり、広く資金を吸収する手段として登場した（本源的証券）。この本源的証券のうち、例えば、株式証券などは、利潤の一部を配当として請求することができる貨幣請求権の一種であるが、元本返済の請求ができるわけではない。²⁾したがって、第三者に譲渡することによって資金を回収できるようにする流通市場が出来上がる。株式証券は単なる権利証券であるから、価値を持たない。したがって、流通市場ではその権利証券の価格（擬制資本額の大きさ）が決定される。このとき、配当を利子率で除することによって資本還元された（擬制された）価格が、株式証券という擬制資本の大きさとして理論的に想定される。つまり、本来価値のない権利証券が配当という利潤（剰余価値）の分配を受けることによって擬似的な「価値」をもつのである。

実際には、株式証券の価格（株価）は市場の需給関係によって変動する。本来的に価値を待たず、価格は市場の需給関係によって変動するのであるから、現実資本の価値生産とまったく無関係に証券価格が変動するように見える。しかし、現実には株価は資本還元によってその理論値が

算出される以上、擬制資本の大きさは配当という利潤（剰余価値）の一部に制約されるから、理論的には（あるいは法則的には）、実際の価値生産（利潤＝剰余価値生産）に制約されているといえる。

このように株式証券の発行主体は、資金調達手段として株式証券を発行する。そして、株価の基礎になる配当は利潤を源泉とし、その限りで価値生産との関連をもつ。しかし、その一方で、発行後の株式証券の流通局面では、株式は擬制資本として、価値生産とは無関係に流通し³⁾、価格変動する。

債券という証券ではどうだろうか。債券は、発行主体が最終的な資金の出し手から借り入れをする場合に発行される本源的証券（債務証券）である。したがって、表面利率プラス超過分（額面マイナス発行価格）は、発行市場で債券を買った買い手が満期まで所有した場合に取得する利子である。発行主体に貸し付けられた資金は、事業会社の場合、資本として機能し、剰余価値を生産する機能資本へと転換される。そして、満期になれば、利子を伴って債券の購入者の元に還ってくる。

一方、同じ債券であっても、国債の場合、それに投下された資金は、「もともと…（中略）…決して資本として支出され、投下さるよう予定されていなかった」。しかし、それでも、国債は発行主体から購入主体に資本（投資家にとっての利子生み資本）として購入され、流通市場で転売されていく。その意味で架空な資本（擬制資本）である。流通市場で「国家の債券証券を売る可能性は、（国債の販売者…引用者）にとっては、元金の還流の可能性を表し、…（中略）…、（国債の購入者…引用者）にかんして言えば、彼の資本は、利子生み資本として投下されている」。このように、国債に投下された資金は、決して資本として投下される予定のないものであるがゆえに、「幻想的な、架空資本にとどまる」⁴⁾。

債券は長期性資金の貸借に係る債務証券である。したがって、その購入者は長期間現金化できないという流動性リスクを負う。そこで株式と同様に流動性リスクを避けるために第三者との間で債券を売買できるようにする流通市場が出来上がる。

流通市場ではその時々需要と供給の関係で価格（利回り）が決められる。この利回りは株式価格と同様に実体の経済活動（価値生産）とは無関係に決まる擬制的なものである。債券は、本源的証券の発行者とその購入者との間の貸借関係の結果として発行されるものであるが、流通市場で流通することによってその擬制性が現象化する。

このように資本調達手段として発行された証券であるが、外部資金の調達手段として認識され、広義の債権債務関係を示しているといえる。ところで近年の証券化の特徴は、金融機関が持つ原資産（貸出債権など）を証券化し売却するという形態での証券化に焦点が移ってきている。この場合、債権債務関係が証券化し、第三者に譲渡可能な状況になったという点では、資産証券は社債などの債務証券と差異はない。同時に、第三者に譲渡され価格が付与されて流通していく時点で擬制資本化する⁵⁾。

(2) 発行面と流通面

（発行面）

以上、第一に、株式証券にせよ、債券にせよ、本源的証券としては資金調達手段として発行さ

れることを確認しておきたい。証券発行の背景には、資本主義の発達とともに必要な資本規模が大きくなり、不特定多数の経済主体から、多額で長期の資金を集める必要が出てきたことがある。また、国民経済における国家の役割が大きくなると、財政的必要から多額で長期の資金が必要となり、決して資本としてつかわれぬ資金であっても、それを調達するために債券が発行された。

このように発行部面からみれば、証券は利子生み証券としてのそれと、擬制資本としての証券という二つに分けられることがわかる。資本として支出される貨幣を調達するために発行された債券（社債）は、確定利付きの債券である。このことは、債券が明らかに価値の一時譲渡と将来の資本の還流に依存した利子を伴っての返済（債権債務関係）を基本としており、利子生み証券であることを示している。

しかし、国債の場合、すでに述べたように資本として使われる予定のないものであるから、「架空資本」（擬制資本）なのである。単なる債券（債務証券）が転売可能な利子生み証券として販売される（貸借関係が生まれる）にすぎない。一方、株式の場合、出資証券として元本請求権がないため、返済請求権がある証券ではない。したがって、貨幣請求権をあらゆる証券としてのみ発行主体から販売されるから、擬制的資本である。ただし、これもすでに述べたように配当請求権を示す権利証券であるから、その限りで実際の利潤（剰余価値）生産との関連性を持っている。

（流通面）

長期性の多額な資金調達手段として発行された証券（資本証券）は、単なる権利証券として、その後、流通市場で流通していく（第三者に譲渡される）。長期的な証券であるがゆえに、また出資証券であるがゆえに、これら証券は第三者に譲渡されるのである。そして、流通市場では、たとえそれが単なる権利証券であったとしても、資本として認識される。例えば、国債（債務証券）の場合、国債を所有者 A が、それを流通市場で販売しようとするときは、国債は「A にとっては、元金の還流の可能性を表している」。また、それを購入しようとしている B にとっては、「彼の資本は、利子生み資本として投下されている」。しかし、この国債は「純然たる幻想的な資本を表していない場合にも、この証券の資本価値は、純粋に幻想的なものである」。

株式の場合、出資証券であるがゆえに元本の満期請求権は存在しない。したがって、株式証券が価格を持って流通するのは、それが配当という剰余価値の一部に対する請求権にすぎないからである。配当請求権をしめす権利証券であるのだから、株式は資本価値の実体をもたない。この限りにおいて流通市場では現実の価値生産とは無関係に価格が付されていく。この点で、価格が付される株式は究極の擬制資本といえよう。

このように、流通市場では、証券は実際の価値生産（資本の運動）とは無関係に流通していき、幻想的な「資本を表す所有権証券とみなされて」、流通する。その証券の価格（架空資本の大きさ）は実際の資本価値に基づいているのではなく、幻想的な資本の価格として形成される。この場合、この資本の価格は、平均利率で貸し出された資本がもたらした収益として認識される、規則的・反復的に得られる所得に基づいて算出される（資本還元）。その限りで、何らかの形で実際の価値生産との関連を保ちながら、幻想的な資本は形成されていく。

3. 証券化とは何か

前章では、擬制資本という視点から「証券とは何か」という点を見てきた。そこで明らかにしたことは、資本市場の発展と流通市場の形成によって、証券は資金調達手段としての所有証券（株式）の擬制資本化と、債権債務関係を示す債務証券（あるいは証券。例えば、債券等）の擬制資本化という二重の意味で擬制資本化したことである。証券化（セキユイタイゼーション）とは、この二重の意味での証券の擬制資本化が広く展開していくことと捉える事ができる。この点を本章でみていく。

現実には証券化とは、二つの面にとらえられてきた。⁶⁾一つは、企業の資金調達の比重が、間接金融機関等からの借り入れから、資本市場での本源的証券へと移っていくことである。⁷⁾同時に、資本市場での証券の取引が拡大することを指している（つまり、資本調達、資産運用における証券の割合が増加することを意味する）。いわゆる、「貯蓄から投資へ」という言葉で比喩されているものである。

証券化のもう一つの側面は、債権債務の証券化である。その一つは、金融機関や企業の自らの債務の証券化であり、自らの負債を証券化し、売却する証券化である。第二は、金融機関等が持つ貸出債権などの資産が証券として組み替えられ、転売されていくことである。これらを総称して債務と資産の証券化という。

このように「証券化（セキユイタイゼーション）」においても二重の意味での展開があることを確認したうえで次節では、後者の面、すなわち、債務、資産の証券化について理論的に検討していく。

(1) 貨幣資本の蓄積およびインフレーションと証券化

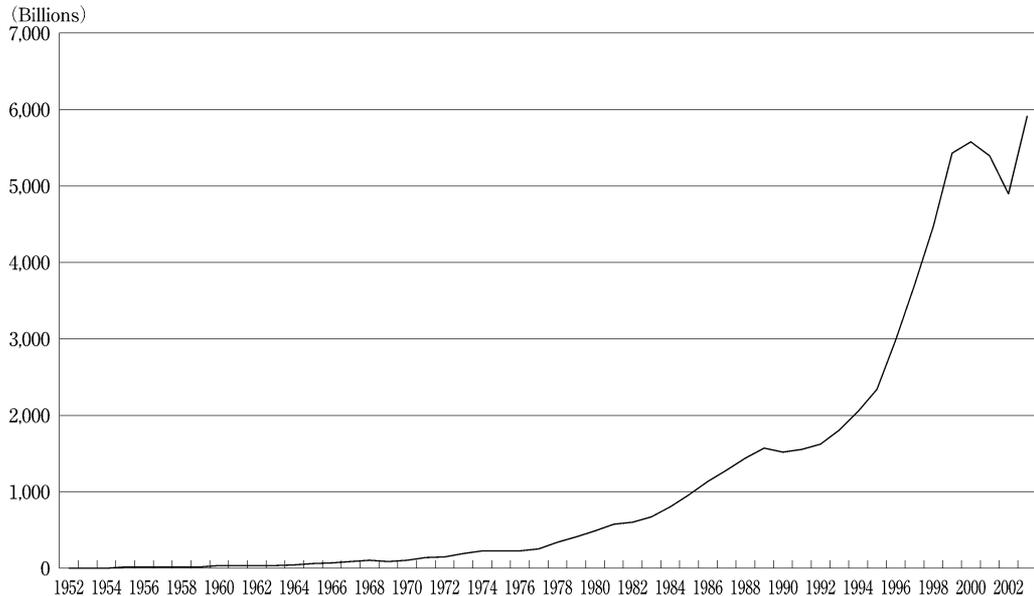
（利子生み資本論からみた証券化の意義）

すでに述べたように、債権債務関係の証券化には金融資産の証券化と自己宛て債務の証券化という二つの面があることを述べた。どちらにしても、資金調達運用手段が多様化することにその意義がある。

前者の金融資産の証券化には、銀行が持つ貸出債権（金融資産）を担保に新たな証券を組成し、市場で売却していく例であり、今回問題になった住宅ローン担保証券もそれに当たる。その代表例がモーゲージ貸し付けの証券化（MBO）などである。こうした金融資産が証券化され、転売可能になったことで、金融機関の短期の資金繰りがゆるくなり、新たな融資が可能になる条件が開かれた。

後者の自己宛て債務の証券化の代表的な事例は、CP（コマーシャル・ペーパー）や譲渡性預金（CD）である。このうちCDは1961年に、ファースト・ナショナル・シティ銀行が発行したことをきっかけに、拡がり始めた。また、前者のCPは、企業が発行する短期・無担保の約束手形であり、これを市場で発行することによって企業は短期の資金を調達することができる。また、両者ともに流通市場で第三者に譲渡される。アメリカでは古い歴史を持つが、その拡大は70年代に

図1 CREDIT MARKET INSTRUMENTS



原資料) IMF, *International Financial Statistics CD-ROM*

入ってからである。通常はどちらも短期の資金調達手段として発行される。図1ではアメリカにおける短期金融資産の蓄積の程度を示しているが、70年代以降急速に拡大していることが分かる。

さて、繰り返し述べているように自己宛て債務が市場での売却を目的に証券化され、そして不特定多数の投資家によって売買されるということは、あらたな資金の調達・運用が行われるチャンネルが出来上がることを意味する。次にそのことの原理論的な意義を考えてみたい。

CPやCDといった自己あて債務の証券化であれ、金融資産（貸し付け債権）が証券化されたものであれ、それを購入する投資家と証券の発行者の間には貸借関係（債権債務関係）が出来上がる。投資家は証券という形の債務証券を購入することで貸し付けを行っているのであり、満期日には元金の返済を期待している。つまり、投資家は利子生み資本の投下部面としてその証券を購入する。本来、貸し付けを行い、債権を得るということは、利子生み資本として自己の貨幣資本を運用することである。それは、「将来の資本の還流を信頼した、価値の一時譲渡」である。したがって、債務が証券化したものを購入する場合も、その本質は変わらない。購入するという形で自己の貨幣資本を利子生み資本として運用しているわけであり、債券の購入という行為は証券の将来の満期日にかかわらず元利ともに還ってくるという「資本の還流に基づいた価値の一時譲渡」(貸し付け)以外のなにものでもない。このことを第一義的に確認しておきたい。⁸⁾

（債務の証券化の効果）

次に、債務の証券化の経済的効果を考察する。資本家にとって自ら購入した債務証券を市場で販売できるということは、満期以前に（つまり、約定の期限より前に）自らが投下した利子生み資本である元金が、手元に還流してくる可能性を示している。つまり、原債権の所有者にとって、自らの利子生み資本の貸し付け一回収の期間を短期化したことを意味する。このことは現象的に

は、資本家の資金繰りの容易さとなって現れる。同時に、貸し付け一回収期間の短期化は資本の回転数の増加を意味するから、利潤率の上昇要因であり、資本家が貸し付けと売買を繰り返すインセンティブがここに生まれる。また、社会全体で（マクロ経済的に）みると、こうした利子生み資本の回転数の増大は、信用膨張による貨幣資本の増大となって現れる。ここに資本市場の膨張の可能性があらわれる。証券化の一つの側面、つまり資本市場の拡大はこのような証券化による売買回転数の増大と信用膨張を意味しているといえよう。

さて、証券化によって、もうひとつの効果がそこに生まれる。次にこの点についてみていく。利子生み資本として貨幣資本を貸し付けた場合、貸し手と借り手の間には信用関係（債権債務関係）が生まれる。繰り返しになるが、この場合、貸し手は「資本の還流そのものへの信頼」に基づいて、価値（貨幣資本）を一時譲渡することになる。もし、資本の還流が滞り、返済されなかった場合、貨幣資本家は、利子生み資本としての活動を続けていくために、「彼らが自由に使用できる準備資本」を必要とする。貸し倒れに対する費用がこれにあたる。つまり、貸し手である貨幣資本家は、貸し出した利子生み資本の返済が滞った場合のリスク費用を絶えず抱える必要がある。

しかし、証券化によって原債権において約定されている貸し出し期間より前に利子生み資本が「還流してくる」ので、貸し倒れに備えた準備資本は少なくて済むことになり、費用の削減につながる。リスク費用は、転売によって購入者の手に転嫁される。このようにリスク転嫁効果も証券化のインセンティブになる。

（資金調達・運用の多様化の背景）

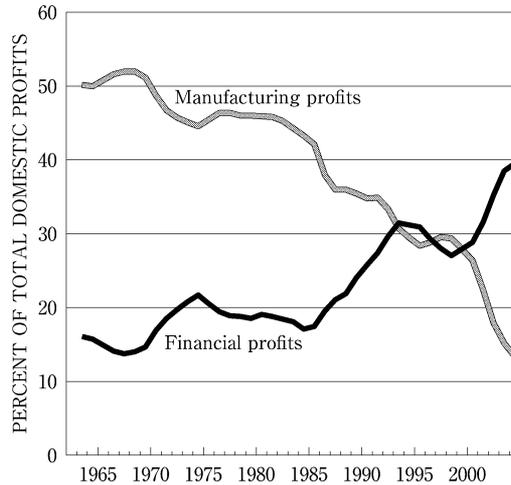
金融機関や企業の資金調達面における証券化は、前節では特に触れなかった、企業が株式を発行する形で株式市場からの資金調達をおこなうエクイティ・ファイナンスも、60年代後半以降拡大し、証券化を示す特徴的な現象として指摘されてきた。⁹⁾このように資本市場での証券の売買を通して資金調達・運用を行う証券化は、証券化の一つの側面を表している。そして、前節で考えてきた金融負債、資産の証券化ともう一つの証券化、すなわち、金融機関や企業の資金調達・運用面の証券化は、共に60年代後半以降並行して進行してきた。本節では、このような二重の意味での証券が進んできた経済的背景を考えることで、70年代までの証券化の理論的な意義について明らかにしていく。

すでにみたように流通市場で証券化商品が流通すると、それは擬制資本として流通するようになる。そうになると、擬制資本の価格の算定が問題になる。60年代以降の証券化を支えたその一つの根拠は、現在価値法による資本還元である。これは、マルクスが想定した、現在獲得できる収入を現在の市場金利で資本還元する資本還元法ではなく、将来のキャッシュ・フロー、将来期待できる収益額を資本還元し、現在価値を求める評価法である。¹⁰⁾

この評価法では、将来期待される収益が拡大すれば擬制資本価格は上昇する。また、市場に流れ込んでくる資金も大きくなり、資本市場規模も大きくなる。したがって、将来の収益拡大の予測が整うことが、証券化の条件ということになる。それでは、60年代後半以降こうした条件はどのように整えられていったのであろうか。

その第一は、インフレーションの進行である。現代資本主義における擬制資本をめぐる経済環

図2 Five-Year Running Average of Manufacturing and Financial Sectors as Percent of Domestic Profits



Source: Calculated from *Economic Report of the President, 2006, Table B-91.*

境の特徴は、「擬制資本そのものが管理通貨制度の体系に組み込まれ」¹¹⁾ていることにある。管理通貨制のもとでは、金兌換が停止され、財政スペンディング政策が常態化するから、インフレがビルトインされる。したがって、金利概念にもインフレが加味される（名目金利と実質金利）。こうした事態は、還流してくる期待収益を名目分だけ前提させることになる。債権の場合、還流が滞る可能性は希薄化し、インフレ進行分だけ収益が織り込まれる。こうして、インフレに伴って上昇することを前提とする将来利益が、資本還元する現在価値法（DCF法）に依存していく根拠となったと考えられる。

第二は、財政スペンディングと救済融資の効果。この効果には二重の効果がある。第一は、有効需要政策による効果である。少なくとも「黄金の60年代」には、国家による経済への介入の効果が表れ、経済成長が達成された。このことが、将来の期待収益の裏付けとなった。第二は、赤字財政に伴う国債累積と国債流通市場の形成、拡大である。先進資本主義国では戦後、ケインズ主義政策の定着によって国債の発行が繰り返され、国債が累積した。その結果、国債流通市場が拡大し、擬制資本の運動の場が新たに形成された。

次に、戦後管理通貨制の特徴である中央銀行による救済融資があげられる。管理通貨制では、金と銀行券との兌換が停止されているため、中央銀行は金準備に制約を受けずに「最後の貸し手機能」を果たすことができた。とくにこれは、恐慌の一形態としての貨幣・金融恐慌時における救済融資として表れた。恐慌に伴う急激な支払い手段需要に対して中央銀行が救済融資をつづけることで、金融市場の急激な縮小は避けられ、資本市場における価格下落圧力を抑えることができた。

さらに、中央銀行が事実上の国債管理政策を続けることで、資本市場に国債と見返りの資金が供給され、これが資本市場における貨幣資本運動を支えたといえよう。

第三は、70年代に明確になってくる、独占資本主義化における経済停滞と金融資本の自律化で

ある。 balan, スウィーギーさらに H. マグドフは、すでに60年代後半に独占資本主義段階における産業資本の停滞（余剰吸収の限界）を指摘していた¹²⁾。その後70年代に入ると、産業資本の利潤率低下傾向から、金融資本が自律的に運動展開することを指摘している。事実、アメリカでは60年代以降、産業資本における利潤率の低下と、金融資本における利潤の傾向的増大とが社会的な分配面で観測されている（図2を参照）¹³⁾。

このように金融資本が産業資本から自律的に運動すると、絶えず金融資本市場で貨幣資本が運動展開することになる。このような状況の下、管理通貨制度という枠組みの中である程度金融資本の動きがコントロールされれば、金融資本市場に流入する貨幣量が維持され、取引額、価格ともに傾向的に上昇する。こうした現象が将来の価格の上昇を前提とする収益還元法に基づく擬制資本価格形成を支えていくことになるといえる。

（2）リスク転嫁形態としての証券化——80年代後半以降のバブル現象と証券化——

前章で見てきたように、60年代後半から70年代前半までの証券化を支えた基本的な国内要因は、管理通貨制度下での、インフレと財政赤字（および金融政策）であったといえよう。こうした証券化の流れは、変動相場制とスタグフレーションを経て、80年代に一気に爆発する。本章ではその背景を探ると同時に、80年代以降の証券化の意味について考えてみたい。

（80年代以降の証券化の経済的背景）

80年代以降の証券の特徴を規定する第一の要因は、経済の構造変化である。すでにのべたように60年代半ば以降、独占資本段階での経済の停滞が進み、同時に金融資本の自律的運動が徐々に進み始めた（産業資本から分離した金融資本の活動¹⁴⁾）。こうした状況は70年代後半以降加速する。経済の停滞を示し、同時に金融資本の自律化の基礎条件となった現象が、スタグフレーションの発生である。また、こうした現象の制度的基礎には、変動相場制への移行がある。スタグフレーションに伴う経済停滞は、直接的には、変動相場制の移行によって爆発したインフレーションを沈静化させるためのマネタリスト的な金融政策がその原因と考えられるが、経済の構造的要因としては独占資本段階における投資機会の不足、そしてグローバル化の進行とともに激化した国際競争を原因とする利潤率の低下傾向があるといえよう。こうしたなかで、停滞する実体経済における価値生産とは無関係に動き回る貨幣資本としての金融資本は、無国籍でボーダーレスな存在として国際金融市場へと展開した。そのためには、各国の金融規制が運動の障壁になるのでそれを取り払うための自由化、規制緩和を求めていくようになった。80年代以降の国際金融部面で規制緩和の要因はここにあるといえる。

次に、第二の要因として挙げられるのが、インフレの鎮静化と低金利状態の継続である。80年代に入るとインフレは急速に沈静化し、同時に世界的な低金利状態が生まれた。その結果、貸し付け—返済による利子生み資本としての運動部面から、資産価格の変動によって利益を得る擬制資本部面へと貨幣資本が移動する。さらに、低金利で借り入れた貨幣資本をより有利な擬制資本へと投資し、資本市場が拡大する。このように低金利状態から金融機関の信用創造を通して規模の大きな貨幣資本が資産市場へ流れれば資産市場の価格は上昇する。こうして期待収益を担保する前提条件が確立した。擬制資本の質的变化の第二要因はこのように整えられたといつてよい。

低金利状態で、金融市場に貨幣資本が還流し続ける限り、証券価格の実現問題は回避され、価格が上昇し、市場規模が大きくなるプラスのスパイラル（信用膨張）へ向っていく。実際に、80年代後半以降資産市場は急速に拡大した。

第三に、金融資本が自律化し、擬制資本市場が拡大するとしても、現実の価値生産とまったく無関係とはいかない。株式の場合、配当の確保が求められるし、債権が証券化した場合でも、擬制資本としての証券は利子生み資本を基礎とし、そして利子生み資本から派生した形態であるのだから、価値実現に伴う原債権の回収（返済）は必ず求められる。そこで仕組み証券であっても、原債権は不動産貸付などから生まれた債権を基礎にし、そこから生まれる多くの債権を組み込んで証券化していくのである。したがって、原債権の形成（例えば、不動産貸付）→証券化→証券の転売と資金の回収→原債権の形成（例えば、不動産貸付）という形で、擬制資本と実物経済での貸し付け—投資がスパイラル的に自己膨張するメカニズムをもっている（資本市場における流動化機能による信用膨張メカニズム）。このメカニズムが資産価格の上昇とキャピタル・ゲインに基づく期待収益の裏付けになるのである。

（リスク転嫁形態としての証券化）

上記のような経済的背景のもとで、擬制資本化の拡大として特徴づけられる証券化は、リスク要因が加味された擬制資本化へと変化する。本項ではこの点に触れていく。すでに述べたように、貸し倒れのリスクは貸し手（貨幣資本家）の「準備資本」で処理される。したがって、信用（貸借）の限界は、「還流そのもの」＝円滑な貸し付け—返済のプロセスと、貸し手の準備資本量に依存することになる。これを前提と考えれば、リスク・プレミアム（上乗せ金利）は、貸し倒れ費用の借り手への転嫁形態と考えることができる。

さて、60年代後半から70年代にかけては、インフレの発生と財政スペンディングの効果によって、資産価格上昇と期待収益を前提とする条件が整った。しかし、70年代後半以降、経済の停滞傾向と資本市場で自己完結する投機的資本運動の結果、債権の未実現（貸し倒れ）の危険性が高まってくる。同時に、証券化した債権のデフォルト・リスクが高まる。また、貨幣資本が資産市場で自己完結する運動を高めることは、資産市場価格のボラティリティーを一層大きくし、価格変動リスクも発生する。価格変動リスク、具体的には、キャピタル・ロスは価格低下という形で資本の還流が滞ったことを（証券所有者にとっての価値破壊）を意味する。

これら二重のリスクから証券価格にリスク・プレミアムという概念が入り込んでくる。証券価格には、リスク・ファクター（貸し倒れ費用）が取り込まれ、擬制資本価格形成の要因になっていく。現在価値法（DCF法）にはリスク・ファクターがとり込まれ、分母は $r_f + r_p$ （国債利回り＋リスク・プレミアム）へと拡張された。また、その後の金融工学においてもリスク・ファクターがさまざまな形で方程式の中に組み込まれていく。例えば、ブラック・ショールズ・モデルなどの資産価格理論では、非危険利率を一方でおきながら、他方でボラティリティー（予想変動率）という形で価格変動リスクを確率論的に処理しようとする。このようにリスク・ファクターが証券価格に取り込まれると、基礎的リスク（デフォルト・リスク）が価格変動に隠れいされる。また、リスク・ファクターを価格変動に織り込むことで、価格上昇局面では価格変動リスクそのものも希薄化する。したがって、資産市場における売買回転数の増大と、市場規模そのものの拡大の中

で、リスクが先送りされ、いずれかの経済主体に転嫁される。現代資本主義経済における、擬制資本価格の質的変化の一つの側面¹⁵⁾は、このようなリスク（経済的矛盾）の転嫁形態への変化であるといえる。

4. 小 結

証券化とは、金融資産、負債の擬制資本化の拡大ととらえられてきた。本報告ではそれをさらに一歩進めて、次のような結論を導いた。

まず、証券化とはその定義によっていくつかの分類が可能である。もっとも大きな枠組みで分類すれば、(1)金融機関、法人の資金調達、資産運用の証券化であるのか、(2)金融資産、負債の証券化とその流通であるのかという分類である。前者は、いわゆる「貯蓄から投資へと」という標語で語られる部分と言える。後者は、金融商品の技術革新としてとらえられる部分である。

次に、金融資産、負債の証券化は、(1)銀行などが持つ債権（住宅ローン債権）などが証券化され、発行流通市場で売買されていく場合と、(2)金融機関、企業の債務の証券化という面のふたつがある。

どちらの場合も、その時代的な背景が証券化の進展を促したといえる。

第1に、戦後復興を経た60年代後半からの証券化の拡大である。その要因のひとつは、インフレーションが進行し、政府のスペンディング増大によって実体経済活動が上向きに進んできたことにある。こうした中で現在価値法が跋扈することになる。現在価値法が前提とする期待収益は、インフレと有効需要政策による名目的及び実質的価値増加が前提であった。70年代までの証券化はこうした名目的価値増加（インフレ）によって支えられたといえる。

第2に、80年代に入るとインフレは沈静化し、財政スペンディングも効果を失う。そうした中で、貨幣資本は膨張し、資本市場で自律的に運動を始める。その結果、実体経済の停滞と実体経済から離れた金融資本の運動という二面からリスクが高まった。そのため、リスク・プレミアムという概念が考えだされ、金利にこの概念が導入された。結局このリスク・プレミアムは、貸し倒れ費用の貸し手への転嫁と規定できる。

その後発展拡大した証券市場では、証券が売買されることによってリスクが購入者へと転嫁され、それが証券価格に反映された。証券化に伴う擬制資本化の質的変化とは、80年代においてはこのことを指しているといえよう。こうして、資本市場の膨張によって証券取引規模と証券価格の増大が、リスクの転嫁形態を見えにくくする。しかし、証券化をしてもそれを成立させている大前提、原債権の実現可能性の問題からは逃れることができないので、その矛盾があらわれると急速にデフォルトが発生する。これが2007-8年恐慌の一つの側面だったといえよう。

注

- 1) 本稿をまとめるにあたって、証券経済学会第72回全国大会（松山大学）で報告する機会をいただいた。それを機会に広田真人氏（首都大学東京）から重要なコメントをいただいた。また、福光寛氏（成城大学）から貴重な質問をいただいた。記して感謝した。また、残された課題については今後研

究を深める中で応えていきたい。

- 2) 「株式は、この資本によって実現されるべき剰余価値にたいする“比例的な”所有権証書以外のなものでもない。「(株式を含む)これらすべての証券は、実際には、将来の生産にたいする請求権・権原の蓄積以外のなものも表していない」(K. マルクス、『資本論 第三巻』, 邦訳809, 812頁)。
- 3) ヒルファーディング, 『金融資本論』, 邦訳175ページ。
- 4) マルクス, 『資本論 第三巻』, 邦訳806-807ページ
- 5) 資産証券と債務証券の理論的相違をさらに整理する作業は今後の課題として残る。
- 6) 「証券化 (securitization) という言葉は、通常 2つの意味で使われる。1つは、資金の調達・運用において従来、預金や銀行貸出のように取引主体が1対1で行う相対 (あいたい) での取引であったものが、市場で取引される証券 (債券, コマーシャル・ペーパー: CP など) という形に置き換わるという金融の動きのことである。もう一つは、金融機関などが保有する貸出債権などの資産をもとに、それを投資家向け証券という形態に組み替えることであり、資産の証券化と呼ばれる。原資産である貸出債権などを、証券を発行するための器 (ピークル) である SPV (special purpose vehicle) に移し、その資産を裏付けにした証券が SPV によって発行されるという形をとる」。北原徹「証券・証券化」福光, 高橋編『ベーシック証券市場論』2003年, 同文館出版, 36ページ。
- 7) しかし、現実には企業の外部資金依存度は90年代以降低下している。我が国の場合、80年代後半以降のバブル期には二桁まで伸びた外部資金依存度も、近年では1ケタに落ちてきている。株式依存度についてみると、日本はもとより米国においても著しく低くなる。企業の資金調達の圧倒的な部分は、内部留保である。こうした面から見ると資金調達面における「証券化」については再考する必要がある。この点はこうを代えて改めて考察してみたい。
- 8) 信用と利子生み資本の関係については、山田喜志夫『現代貨幣論』, 第1章を参照されたい。
- 9) 上記でも触れたがエクイティ・ファイナンスの拡大は、一般に「証券化」として捉えられる現象であるが、今日それが現実妥当かどうかは検討すべき課題である。
- 10) 佐合紘一「擬制資本化の展開」, 川波洋一「現代金融と擬制資本」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』大月書店, 2006年
- 11) 三谷進「金融資産の累積と擬制資本の国際的展開」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』大月書店, 2006年, 167ページ。
- 12) バラン・スウィージー『独占資本』岩波書店, 1967年
- 13) J. B. Foster & F. Magdoff, *The Great Financial Crisis-Causes and Consequences*, Monthly Review Press, 2009
- 14) 建部正義, 「国際金融危機=世界大恐慌とマルクス経済理論」『政経研究』(財)政治経済研究所, No. 92, 2009年
- 15) 「擬制資本という概念が、証券価格の形成メカニズムだけではなく、金融機関の貸付行動やそのオフバランス化、企業買収・合併、新金融商品開発、リスクヘッジ等、あらゆる文面に浸透してきた…(中略)…。これは、擬制資本価格をもった金融資産である諸種の証券が厚く累積する—擬制資本の量的拡大—だけではなく、金融取引や金融システムに広く浸透しているという意味で、擬制資本範疇の質的拡張ということが出来る」(川波洋一, 前掲論文, 179ページ)。

参考文献

- Paul A. Baran and Paul M. Sweezy, *Monopoly capital: an essay on the American economic and social order*, Monthly Review Press, 1966 (小原敬士訳『独占資本』岩波書店, 1967年)
- J. B. Foster & F. Magdoff, *The Great Financial Crisis-Causes and Consequences*, Monthly Review Press, 2009
- R. Hilferding, *Das Finanzkapital, eine Studie ueber die juengste Entwicklung des Kapitalismus*, Dietz

- Verlag, 1955, (林要訳『金融資本論』大月書店, 1961年)
- K. Marx, *Das Capital III*, (資本論翻訳委員会訳『資本論 第三巻』新日本出版社, 1997年)
- Paul M. Sweezy, *The theory of capitalist development: principles of Marxian political economy*, Monthly Review Press, 1956 (都留重人訳『資本主義発展の理論』新評論, 1970)
- 川合一郎, 『管理通貨と金融資本』川合一郎著作集第6巻, 有斐閣, 1982年
- 同, 『資本と信用』川合一郎著作集第2巻, 有斐閣, 1981年
- 北原徹「証券・証券化」福光, 高橋編『ベーシック証券市場論』2003年, 同文館出版
- 佐合, 大庭, 三谷, 川波「金融資産の累積と擬制資本」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』大月書店, 2006年
- 建部正義, 「国際金融危機＝世界大恐慌とマルクス経済理論」『政経研究』(財)政治経済研究所, No. 92, 2009年
- 山田喜志夫, 『現代インフレーション論—恐慌・金・物価—』大月書店, 1977年
- 同, 『現代貨幣論—信用創造・ドル体制・為替相場—』青木書店, 1999年