

# 資本主義経済の発展と金融革新

— シュムペーターとミンスキーの視角から —<sup>1)</sup>

横 川 太 郎

## はじめに

2007年8月のパリバ・ショックから5年が過ぎようとしている。サブプライム問題に端を発する金融危機は、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻を経て世界金融危機へと発展した。その後の欧州通貨危機への発展もあり、世界は今日においても出口の見えない不況の中にある。

この間、サブプライム金融危機の原因を究明する研究がなされてきた。その中で明らかになったことの1つは、金融市場の参加者が金融革新 (financial innovations) によってリスクの分散・転嫁が可能になったと認識したことだった。サブプライム金融危機の根底に存在する「組成販売」型金融仲介モデルやシャドーバンキングシステムには、CDO (Collateralized Debt Obligation) と CDS (credit default swap) を中心に SIV (structured investment vehicle)、資産担保コマーシャル・ペーパー (ABCP) といった金融革新が関わっていた。これらの金融革新は、高リスクなサブプライム・ローンの証券化を可能にただけでなく、投資家がそれを高レバレッジで運用することを可能にしていた。そして、危機を契機にこれらの仕組みが危機の要因として注目を集めるに至ったのである<sup>2)</sup>。

このような金融危機の視点に基づくと、金融革新は危機を引き起こす要因もしくは危機に繋がるブームを促進する役割を担っていると考えられる。そのため、金融危機の度に金融革新の問題点が大きくクローズアップされ、「ほとんどの技術的もしくは組織的な革新とは違い、金融革新は一般に経済全体に波及する生産性の向上や効率性の向上をもたらすことなく収益機会を作り出すことが可能である。それどころか、それらは創造的破壊 (creative destruction) の役割としてではなく、破壊的創造 (destructive creation) の役割によって、過酷で、破壊的な、景気後退をもたらす可能性がある」(Burlamaqui, 2000, pp. 16-17) といった厳しい批判に晒されている。

しかし、資本主義の発展の歴史を振り返った場合、金融革新を通じてもたらされた種々の新たな手段、新たな商品、新たな組織は、むしろ資本主義が発展する上で不可欠な創造的破壊の役割を果たしたのではないだろうか。すなわち、金融革新はプロダクトやプロセスにおける技術革新と並んで資本主義の発展の原動力を構成する要素だと考えられるのである。一

方で、近年の金融危機における金融革新の役割が、危機を深刻化させる一因になっていることもまた事実である。このような事象は1970年代末以降の新自由主義の時代の中で、金融の規制緩和が進むことでより深刻化してきた。これは、現実の経済で生起する金融革新が背後に存在する制度や慣行、政策に強く規定される可能性を示唆している。

これまで金融革新の具体的事例やそれが引き起こした危機に関する分析は数多く行われてきた。しかし、そこでは金融革新は自明のものとして扱われ、資本主義経済における金融革新を位置づけようとする研究は多いとは言えない。

例えば、藤井（2009）は、近年の金融革新を主導してきた要因を1970年代以降の変動相場制への移行と各国での金融自由化、グローバル化の結果として生じたマクロ経済変数の不確実性、すなわち市場リスクの著しい増大に求めている。市場リスクは経済全体に関わるリスクであり、伝統的な保険や分散投資などの個別リスクに対処する仕組みでは対応できない。デリバティブや証券化などの金融革新は、このリスクのヘッジや売買を可能にし、経済主体の負担するリスクの変更を通じて経済厚生を高めるとしている。さらに、金融革新は取引コストや情報コストなどの低下を通じて経済の効率性を高めるとする。そして、金融革新が予測できない新たなリスクを金融市場にもたらす可能性を認めつつも、それは人々の技術に対する過信がリスク管理や規律の緩みを招くためだとしている。そのため、市場リスクが高まる現代において、あくまで金融革新は必要だとする立場を取っている（同上、50-64, 81-84, 106-108, 118-120頁）。

また、藪下（2001）は、金融革新を「個人や企業が直面するリスクやそれらの金融取引に関わる費用を削減し、かつ資産の流動性を高め、異時点間の資源配分を円滑にすることによって」（同上、132頁）経済全体の効率を高めるものだとしている。ただし、金融革新の中には「政府による課税や規制を回避することによって利益を得ようとするもの」（同上）も存在しており、その場合に経済効率の高まるとは限らないとする。そして、出現する金融革新の性質やその頻度は、その時々金融制度の枠組みに依存するとし、「金融規制が厳しいときには、新しい金融商品や機関が登場することは少なく、また現れるとしても規制の抜け穴を探すような革新が多くなる」（同上）としている。

藤井（2009）の議論では、金融革新の背後に存在する制度の形成に関する視角が完全に欠落してしまっている。藪下（2001）も指摘するように、現実の経済で生起する金融革新は、その背後に存在する制度や政策、慣行の影響を受ける。制度形成の問題を十分に検討しなければ、金融革新の意義は十分に理解されないのである。一方、藪下（2001）の議論では、厳格な金融規制の存在が経済効率を高めるような金融革新ではなく、規制回避による経済効率を高めない「むだな金融革新」を生むとしている。しかし、果たして厳格な金融規制は経済発展にとって有害だろうか。むしろ、厳格な金融規制が存在している時期の方が経済発展は順調だったのではないだろうか。金融革新と制度、経済発展の関係を再検討する必要がある

と言える。

そのため、本稿では資本主義経済の発展に対する金融革新の意義についてシュムペーターとミンスキーの議論を中心に検討する。第1節では、金融革新の定義について検討する。次に、第2節では金融革新がどのような動機によって遂行されるのかについてみる。そして、第3節では金融革新が資本主義の発展の上で果たす役割について論じる。最後に、本稿の議論をまとめた上で、今日のアメリカ経済が直面している問題について論じる。

## 1. 金融革新とは何か

### 1.1. 1970年代以降の「金融革新の時代」

金融革新について論じる場合、まずそれを定義する必要がある。「金融革新」と言った場合、アメリカでは1970年代以降の金融市場における新種の金融商品の登場を指すことが多い。例えば、河村・柴田（1995）は、1970年代末にかけての高インフレ・高金利の下で、企業や家計の流動資産管理の重要性が高まったこと、また、金融仲介機関の短期負債管理の重要性が高まったことで、銀行預金類似口座の開発を中心とした種々の金融革新の進展が見られたと指摘する（同163-166頁）<sup>3)</sup>。また、高木（1986）は、1970年代後半からのディレギュレーションの進展、歴史的な高金利、コンピュータ技術と通信技術からなる科学技術の進歩によって、1980年頃からアメリカで「金融革命」が起こっているとみる。高木は、金融革命を「金融市場の変化、金融手段（＝金融商品）の革新、および金融制度の改革が、短期間で急激にしかも結合して起こっている現象」（同279頁）だとする。その中で金融革新には、(1) 金融機関の新たな資金調達方法<sup>4)</sup>、(2) 貸出債権の転売や証券化によるリファイナンス、(3) デリバティブなどの簿外業務、(4) 金融コングロマリットの提供する総合サービスが含まれるとしている（同278-283頁）。さらに、前述の藤井（2009）も、今日の金融革新は1970年代以降の市場環境の変化とその対応としての規制緩和によってもたらされた市場リスクの高まりに対処するためのもので、デリバティブや証券化など証券市場を中心に金融革新が進展したとする（同81-105頁）。

そのため、一般的に「金融革新」という表現を用いた場合には、1970年代以降のアメリカなどでの証券市場を中心とした新たな金融商品の登場を意味することが多いと考えられる。確かに、活発な金融革新が見られるという意味で、1970年代以降は「金融革新の時代」だといえる。しかし、金融革新そのものは、経済の歩みと共に生起してきたものである。特に、本稿のように金融革新と資本主義経済の発展の関係を論じる場合には、金融革新をより一般化して論じる必要がある。

## 1.2. ハイマン・ミンスキーの「金融革新」とシュムペーター

金融革新について論じるために、ここではポスト・ケインズ派のハイマン・ミンスキーの議論を参照する。ミンスキーは「金融不安定化仮説 Financial Instability Hypothesis」の提唱者として知られる。その中心的な命題は、「資本主義経済は金融により安定的な状態から内生的に不安定化する」(Minsky, 1986a, 212 頁) というもので、その内生的な不安定化の過程において重要な役割を果たす要因の1つが「金融革新」だった。ミンスキーは、金融革新を「新しい金融手段の開発や旧来の金融手段の応用・発展」(Minsky, 1982, 106 頁) と定義している。そして、その具体的な形態として、1960年代に登場した不動産投資信託(REIT)といった新しい金融組織や1961年の譲渡可能定期預金証書(NCD)のような新たな金融手段の導入、1966年以降のコマーシャル・ペーパー(CP)の企業の短期資金調達手段としての積極的な利用などをあげている(Minsky, 1982, 105-106 頁; 西川・松井, 1989, 254-258 頁)。

つまり、金融革新には(1)新たな金融組織、(2)新たな金融手段、(3)新たな資金調達手段の導入もしくは旧来から存在するその応用・発展という3つの形態が存在することになる。しかし、前述のように金融革新には上記の3形態の他にも、銀行預金類似口座の開発による投資銀行の商業銀行業務(預金業務)への進出、コンピュータ技術と通信技術の進歩の導入による金融機関の経営効率化やサービス拡充などが存在している。そのため、金融革新について論じる場合、さらなる議論の精緻化が必要である。

それには、シュムペーターの技術革新に関する議論が導き糸になると考えられる。オーストリア学派のシュムペーターは、「新結合 new combinations」の議論で知られる。彼は『経済発展の理論』の中で、経済発展は経済の内生的な運動の結果によってのみもたらされるものであり、その発展は非連続的な「新結合の遂行」によってのみ可能になると論じている(シュムペーター, 1977, 182 頁)<sup>5)</sup>。ミンスキーは1986年以降の論文で度々、シュムペーターの議論を統合することの重要性に言及していた。例えば、1986年の論文では「資本主義のさらなる理解の進展は、まさに資本主義過程のダイナミクスと革新的な企業家の役割についてのシュムペーターの洞察を分析枠組みに統合すること次第」(Minsky, 1986b, p. 113) だとしている。さらに、1990年の論文では「企業家精神を持った事業家と金融家間の交渉の結果生じる『新結合』が、プロセス及びプロダクト・イノベーションと同時に新たな金融関係と新たな金融制度につながり、この「生産と金融における二組の『新結合』が経済発展の原動力となる」(Minsky, 1990, p. 52) と論じるに至っている<sup>6)</sup>。直接的な言及は存在しないものの、ミンスキーの金融革新の議論はシュムペーターの技術革新の議論に影響を受けていると考えられ、シュムペーターの議論を統合することで金融革新の議論の精緻化が可能になると考えられる。

表 1 金融革新の種類とその例

(1) 新たな金融商品, 新たな金融手段の導入
借手向け 商業貸付, タームローン, シンジケートローン, モーゲージ, コマーシャルペーパー (CP), レバレッジド・バイアウト (LBO), デリバティブなど
預金者向け 定期預金, 小切手, 電子マネー, 電信振替, ATM, MMMF, CMA, 電子バンキングなど
投資家向け 株式, 社債, 証券担保貸付, 投資信託 (オープンエンド, クローズドエンド), デリバティブ, ジャンクボンド, 証券化商品 (MBS, ABS, CDO) など
(2) 新たな取引手法の導入 プログラム・トレーディング, 裁定取引, オフバランス取引など
(3) 従来参加していなかった市場への進出 証券子会社, タームローン, MMMF, CMA など
(4) 新たな資金調達手段の獲得 定期預金, フェデラル・ファンド, 買い戻し条件付取引 (レポ取引), NCD, CP, ユーロ市場, MMMF, CMA, ABCP など
(5) 新たな組織の導入 株式会社, 証券子会社, 手形交換所, CHIPS, 投資信託 (オープンエンド, クローズドエンド, REIT), 私募ファンド (ヘッジファンド, プライベート・エクイティ・ファンド), SIV, など

### 1.3. 「新結合」の5形態と金融革新

シュムペーター (1977) の新結合には5つの形態が存在する。(1) 新たな財貨, 新しい品質の財貨の生産, (2) 新しい生産方法の導入, (3) 新たな販路の開拓, (4) 原料・半製品の新たな供給源の獲得, (5) 独占的地位の形成やその打破による新しい組織の実現である。これらの新たな財貨, 市場, 販路, 供給源はいずれも全く新規に開発・発見する必要はなく, それまでその市場や販路に存在しないものを新たに加えることも新結合の遂行に含まれる (同上, 上巻, 182-183 頁)。ただ, 彼の新結合の議論は, プロダクトとプロセスに関わる革新についてのものであるため, そのまま金融革新に応用することはできない。

そこで本稿では, 前述のミンスキー (1982) や高木 (1986) の議論を踏まえ, 金融機関を中心に金融革新を次の5つの形態に分類することを試みる (表1)。

すなわち, (1) 新たな金融商品, 新たな金融手段の導入, (2) 新たな取引手法の導入, (3) 従来参加していなかった市場への進出, (4) 新たな資金調達手段の獲得, (5) 新たな組織の導入である。これらの新たな金融革新には, 在来のものを応用したり, 発展させたりすることも含まれる。

単に金融革新と言ってもその形態は様々である。次節以降で論じていくように金融市場に参加する経済主体は利潤動機に基づいて各種の金融革新を遂行する。その最も基本的なものが、(1)の新たな金融商品や金融手段の導入、もしくは既存の金融商品や金融手段の新たな利用法の考案である。これはさらに、預金金融機関の預金者向け、金融市場における投資家向け、双方の借り手向けの3種類に別れる。そのため、借り手向けには銀行貸付のような基本的なものからリスクヘッジのためのデリバティブまで、預金者には小切手や定期預金から電子バンキングまで、投資家向けには株式・社債からCDOを含む証券化商品までが含まれることになる。

(2)の新たな取引手法の導入は、シュムペーターにおいては新たな生産技術の導入であるが、金融革新の場合、生産された商品とその生産技術を分離することは困難である。ただその一方で、金融では金融機関が自ら資金を調達し、投資をして利潤を得ることが行われる。金融市場に利潤機会が存在する場合、それを使い尽くすような金融革新が引き起こされることになる。価格差や金利差を利用して利鞘を稼ぐ取引である裁定取引の他、金融規制が存在するために一定規模以上、投資を拡大できない状態にある中で規制を回避して高レバレッジの運用を行うオフバランス取引などがその例である。

(3)の金融革新による従来参加していなかった市場への進出は、進出した金融機関に新たな利潤機会を与えると同時にその市場の競争環境を変化させる。その結果、進出した市場に新たな資金を供給してブームを引き起こす要因になると同時に、金融機関の間での競争激化やそれに伴う収益性の悪化などを引き起こす。ブームの結果、金融危機が生じた場合には、新たな環境に合わせた規制や制度の見直しが必要となり、競争激化が金融機関の経営に深刻な影響を及ぼした場合には、組織の再編や業務の見直しなどに繋がっていくことになる。このような金融革新の例には、1920年代の商業銀行の証券子会社を通じた証券引受業務への参入や1970年代の高金利下に証券業が短期金融資産投資信託(MMMF)やその総合口座版であるCMAを導入して銀行業務へ進出したことなどがあげられる。

(4)の金融革新による新たな資金調達手段の獲得は、金融機関や企業がより多くの資金をより低い金利で集めることを可能にする。新たな資金調達手段は、特殊な事情の元で生じたとしても規制を通じてその利用に制限が加えられなければ、恒常的な資金源となり投資に利用可能な資金を増大させることになる。資産保有のための資金の増大は、景気上昇期における投資拡大を後押しして高い経済成長を実現する一方、資本資産価格を引き上げる効果を有する。このような新たな資金調達手段には、前述の商業銀行によるNCDの発行開始やフェデラル・ファンドの貸付・投資の資金源としての利用、CPの積極的発行などがあげられる。

金融革新の遂行には、上記の(1)~(4)の金融革新を実現するために新たな金融組織の導入や金融組織の新たな利用法を見出すことが必要な場合がある。それが(5)の金融革新による新たな組織の導入で、資本主義の発展上欠かせないリスクの社会化を可能にする株式会社

制度の導入や<sup>7)</sup>、1960年代以降に家計に新たな貯蓄手段を提供すると同時に、証券市場や資産市場に新たな資金を供給した MMMF や不動産投資信託 (REIT) を含む各種のオープン・エンド型投資信託などがあげられる。また、金融機関の経営効率化やサービス拡充に必要な手形交換所や CHIPS などのインフラも含まれる。その一方で、1920年代の株式ブームの際に見られた証券子会社やクローズド・エンド型投資信託、2000年代のサブプライム・モーゲージ・バブルで見られた商業銀行による SIV の活用など金融的なブームを促進する役割を果たした金融革新も存在する。

## 2. 金融革新の遂行

### 2.1. シュムペーターの新結合の遂行と金融革新

金融革新の遂行はいかなる動機によって為されるのか。新結合の遂行の場合、それは企業者利潤を獲得すること、すなわち事業経営における収入と支出の差額を得ることにある。シュムペーターの想定するオーストリア学派のモデルでは、企業者利潤は新結合の遂行によってのみ得られる。そのため、新結合を含まない日々の循環的な生産の繰り返しの中では、収入と支出は原則として一致し、生産者の所得は経営の賃金のみとなる (シュムペーター、1977、下巻、10-11 頁)。しかし、この循環に中である生産者が、費用を超過する剰余を得られるような新たな生産方式の導入に成功すれば、企業者利潤を手に入れることが可能になる。この新たな生産方式の登場は、「魅惑的な利潤の刺激のもとで…新しい生産方式を続々と成立」させ、「この産業部門の完全な再編成が、生産の増加、競争的闘争、旧式経営の排除、ときには労働者の解雇などをともなって」(同上、下巻、15 頁) 進むことになる。このようにして、この新結合が群をなして出現するが、新結合の遂行によって得られた剰余は新たな生産方式が定着し、その下で生産物価格と費用が再調整されることで、次第に消滅していく。そのため、企業家は新結合を繰り返し遂行し、それが経済を発展させていくことになるのである。

では、金融革新の遂行についてはどうか。シュムペーターは、プロダクトやプロセスに関する新結合の重要性を論じると同時に、その遂行における金融の重要性を強調する。しかし、それは銀行家による貨幣創造の重要性などに限定され、金融革新については基本的に言及していない<sup>8)</sup>。

シュムペーターは、金融市場を「資本主義経済のヘッドクォーター」だとしており、「将来価値の実現のための信用流通あるいは発展に対する金融は、金融市場ないし資本市場の主要機能」で、「発展がこの市場をつくり、この市場は発展によって生存する」(同上、上巻、361 頁) としている。シュムペーターのモデルには日々の循環に利潤が存在せず、したがって新結合に用いることのできる大規模な貯蓄も存在しない。つまり、過去の発展の結果として生

じた貯蓄を除けば、「新結合は既存の結合と違って、すでに流入しつつある収益によってまかなうことはできないから、新結合を遂行しようとするものは、貨幣あるいは貨幣代替物についての信用を求め、これによって必要な生産手段を購入しなければならない」（同上、上巻、188頁）のである<sup>9)</sup>。そのため、貨幣の調達方法として銀行による貨幣創造が重要となる。そして、銀行に積立金や貯蓄のことがとくが集中し、既存の購買力も新規に創造される購買力も銀行家の下に集中することで、銀行家は私的資本家に代わり、唯一の資本家として、「新結合の遂行を可能にし、いわば国民経済の名において新結合を遂行する全権能を与える」「交換経済の監督者」（前掲、上巻198頁）の役割を担うとしていた。

このようにシュムペーター（1977）では、信用創造を可能にする銀行家の重要性を論じる一方、金融革新については言及がない。しかし、ミンスキーも指摘するように「交換経済の監督者」としての銀行家は、決して企業家の需要に応じて金融を再構成するだけの存在ではない。銀行家は企業家との間での交渉を通じて、プロセスやプロダクトの新結合を遂行すると同時に、その実現のために新たな金融商品や金融手段、組織を導入するのである。そして、そのプロセスは銀行家が利潤を獲得するために行われていた（Minsky, 1990, p. 56, 63）。そのため、シュムペーター自身は金融革新について論じていないが、「シュムペーター的な創造と破壊は、プロダクトとプロセスと同様に金融においても発生して」（*ibid.*, p. 61）おり、それは銀行家の利潤獲得を動機として遂行されると考えられるのである。

## 2.2. ミンスキーにおける金融革新の遂行

ミンスキーの議論における金融革新の遂行の動機も基本的にはシュムペーターと同じである。資本主義経済の運動は利潤動機によって原動力が与えられるものであり、このような利潤動機は金融においても例外ではない。金融革新の遂行者には巨大な富がもたらされることから、「銀行その他の金融機関、企業、および家計は、つねに新しい金融活動の方法を探し求めている」（Minsky, 1986a, 243頁）のである。ただ、ミンスキーがシュムペーターと違うのは、この金融革新が経済成長上の必要に応じて生じる一方で、経済全体の流動性の低下を引き起こし、金融不安定性を高めることを論じたことにある。

ミンスキーは貨幣市場における金融革新について検討した1957年の論考で、次のように論じている。金融革新は、法制度の改定の結果か市場の生成・発展の結果によって生じるもので、「このような金融上の変化は利子率が高い水準にあるか、あるいは利子率が上昇しつつあるときに最も頻繁に生じるものと予想される」とする。そのような状況は、「利用可能な資金供給に比して活発な資金需要が存在すること」を示唆し、金融機関や専門的な貨幣市場ディーラーが、「貸出能力をいっそう効率的に生かすすべを見出」（Minsky, 1982, 240頁）そうとするからである。「貨幣市場は極めて競争的であり、金利格差を裁定するための何らかの新しい方法が発見されれば必ず大きな見返りが得られる」（*ibid.*, 254頁）ため、利潤機会に応

じる形で金融革新が遂行されるのである (*ibid.*, 241-254 頁)。

その一方で、新しい資金調達手段や現金資産に代わる新しい代替的運用手段を生む金融革新は、「経済全体の流動性の低下」を招くとする。ミンスキーは、その例をフェデラル・ファンドの調整による準備の節約と、買い戻し条件付取引（レポ取引）の利用による商業銀行と非金融法人の保有資産の流動性の低下に求めている。フェデラル・ファンド市場を通じて加盟銀行間の準備の過不足を調整すれば、一定量の準備でより効率的に預金残高を維持できる。つまり、一定量の準備で貸出を最大化できることを意味するが、金融市場に存在する超過準備は最小の状態に調整されることになる。また、政府証券のディーラーがレポ取引を使うことで資金調達を商業銀行から非金融法人にシフトさせることは、余剰となった貸出能力を元に商業銀行が政府証券より流動性の劣る民間債務などを保有することに繋がる。レポ取引に応じた非金融法人についても要求払い預金などの流動性の高い資産に投資されていた資産を、政府証券ではあるが、より流動性の劣る資産に置き換えることを意味する。

つまり、商業銀行が準備節約的な金融商品、金融手段を導入する場合、もしくは商業銀行や金融機関、非金融法人が保有する金融資産が金融革新によって生まれたより流動性の低い金融商品に置き換えられる場合に、経済全体の流動性の低下が生じることになる。このような変化は、中心的な経済主体の支払不能や一時的な流動性不足でも連鎖的な経済全体の支払能力や流動性に深刻な影響を及ぼすリスクを高める。貨幣市場の参加者や中央銀行は、新しい金融機関や金融手段の限界を先験的に知ることはできない。加えて、ブームの最中には彼らが金融危機の可能性に特別注意を払うことは困難である。そのため、「新しく発見される利潤機会は貨幣市場が不安定な状態になるまでとことん汲み尽くされ」(Minsky, 1982, 258 頁)、最終的に金融危機が生じることになる。

このような現象は、金融が逼迫した時や利子率が高い時に限ったものではない。このミンスキーの議論は、1957年に書かれたものであるため、金融革新が高金利や規制の存在による金融逼迫などをきっかけに発生すると考える歴史的制約を有している。実際には、金融市場に利潤機会が存在する場合、それを汲み尽くすまで活用しようとするインセンティブは常に存在する。また、金融革新の意義についても、資金需要に応じて投資向けの資金供給を増加させるとは論じているが、その資本主義経済の発展に対する含意については論じるには至っていない。これらの問題は、「金融不安定化仮説」で詳細に論じられている。

### 3. 金融革新と金融危機

#### 3.1. ウォール・ストリート・パラダイムと安全性のゆとり幅

金融不安定化仮説は、資本主義経済でみられる深刻な景気循環が金融によって内生的に引き起こされるとする議論である。金融不安定化仮説を論じるに当たって、ミンスキーは「ウ

「ウォール・ストリート・パラダイム」と呼ばれる視角を導入した。これは、金融契約をウォール・ストリートの金融機関の視点からみるもので、彼らにとって「資本資産は、物的な意味で生産的であるゆえに価値をもつのではなく、利潤をもたらすがゆえに価値をもつ」(Minsky, 1986a, 252 頁) ものとなる。すなわち、金融機関にとって融資もしくは投資の対象は重要ではなく、それを購入した企業が特定の市場や特定の経済的な状況の中で、いかにして利潤を上げるのかが重要なのである。この議論をさらに敷衍すると、金融機関の融資の対象は生産に関わる実物資本である必要はなく、証券などの金融資産でも良いことになる。金融機関にとって重要なのは、投資した資金が十分な利潤を上げることができるかどうかであり、それには「期待費用と期待収入の計算」が決定的に重要な役割を果たすことになる。

その場合、ケインズが使った意味での「不確実性 uncertainty」の存在が問題となる<sup>10)</sup>。金融契約は現在の貨幣と将来の貨幣との交換を意味する。そのため、金融契約を結ぶ時点で将来を扱わなければならない、推測的な要素を含まざるを得ないという問題が生じる。そのため、資金の貸し手と借り手の間で結ばれる金融契約は、不確実性に対応するための「安全性のゆとり幅 margins of safety」を加味して決定されることになる<sup>11)</sup>。

技術的に決定される投資の水準は、水平な投資の需要曲線と一定水準から右上がりの投資の供給曲線の交点となる。投資財の需要価格は、その資本資産を用いて生産を行った時に得られる期待収益(準地代)を資本還元したもので短期的には一定である。投資財の供給価格は、稼働率の変化にともなって変化すると仮定すれば、ある水準までは一定だがそれを超えると供給価格が上昇する形になる。しかし、不確実性を伴う現実世界では、資金の借り手も資金の貸し手もそれに備えて安全性のゆとり幅に基づいた貸借を行う。企業・銀行間での貸借を想定すれば、安全性のゆとり幅は借り手の企業の投資による期待収益と一定期間の債務の元利払い額の差に基づくことになる。資金の借り手は、投資を進めるに従い、「外部金融あるいは流動性を減らすような金融の比重が増加」(Minsky, 1986a, 235 頁) し、「借り手のリスク」が増大することになる。そのため、借り手は資本資産の需要価格を引き下げ、期待収益の債務の元利払いに対する比率を高めて安全性のゆとり幅を増加させようとする。一方、資金の貸し手も投資が増加するに従い、借り手のレバレッジが増大して、将来のキャッシュ・フローが不確実化し、安全性のゆとり幅が低下する「貸し手のリスク」に直面する。そのため、貸し手は借り手の安全性のゆとり幅が低下しないよう、契約条項や貸付利率を引き上げて供給条件を厳格化する。

そのため、金融を考慮した投資の決定は、技術的に決定された水準に「貸し手のリスク」と「借り手のリスク」を考慮した水準に決定される。つまり、投資に伴う不確実性の存在は、資金の貸し手と借り手の双方に危険から身を守りたいと考えさせることから、投資の意思決定は双方の考える安全性のゆとり幅に基づいた水準、それは次項で見ると技術的な水準より低い点に決定されるのである。この安全性のゆとり幅に基づく投資水準を超える、すな

わち借り手が外部金融を通じてさらなる投資を行うには、資金の借り手と貸し手が借り手の安全性のゆとり幅の増加を期待するか、従来からのそれが大きすぎると判断する必要がある (*ibid.*, chap. 8)<sup>12)</sup>。

### 3.2. 景気の変動による安全性のゆとり幅の内生的縮小と金融革新

金融不安定化仮説に基づけば、金融革新は経済が順調に推移している時期に生起する。金融危機の直後の時期には、危機で大きな打撃を受けた銀行家などの貸し手や企業家などの借り手は投資に慎重になり、安全性のゆとり幅を大きくとるようになる。しかし、経済が回復軌道に乗り、順調に機能する期間が続くとウォール・ストリートの銀行家たちは2つのことを認識する。第1に、現存する負債の履行が順調に進み、安全性のゆとり幅が侵食される機会がほとんどないことである。第2に、負債に大きく依存している借り手の方がより大きな利潤を上げていること、すなわち負債発行によるレバレッジ効果が効いているということである。そのため、銀行家たちは従来からの安全性のゆとり幅が過大であったのではないかと考えるようになる。その結果、貸し手と借り手の間の交渉で決定される負債構造が変化し、資本資産ポジションの保有、すなわち投資をより多く負債で行うことが許容されるようになる。負債発行による資本資産ポジションの保有の増大は、資本資産への需要増加を通じてその価格を引き上げることになる。それは投資家に資本利得を与えると同時に、期待収益を上回る収益が実現することで見かけ上、安全性のゆとり幅が増加することを意味する。その結果、負債発行による投資がますます増大し、借り手のレバレッジが高まることになる。これらの行動は、経済主体の流動性を低下させることを通じて、彼らの安全性のゆとり幅を次第に低下させ、期待利潤が実現しなかった場合や利子率が上昇した際の債務履行を困難にする。そして、そのような事態が現実化することで金融危機が発生する (Minsky, 1982, 100-109頁; 1986a, chap. 8)。

金融革新は、このような経済が順調に推移し、貸し手と借り手の安全性のゆとり幅に対する態度が変化する中で生じると考えられる。金融危機の直後には、貸し手も借り手も投資に慎重になっており、資金需要もないことから金融革新も停滞的になる。しかし、経済が順調に推移し、貸し手と借り手が安全性のゆとり幅を見直すようになると、次第に負債による資金調達の高まる。しかし、負債発行による資本資産ポジションの保有は、本来、資金の貸し手にとって危険の高いものである。そのため、安全性のゆとり幅を基準とする経済では、従来から存在する金融手段での投資の拡大には一定の限度が存在することになる。それを越えて負債発行による資金調達を可能にするためには、借り手と貸し手を満足させる新たな金融手段が必要である。金融革新は、貸し手と借り手が求めるような条件を満たす新たな金融手段か金融手段の新しい利用法を開発することでこれを可能にする。金融革新は、投資の拡大を可能にし、経済成長を促進する役割を果たしているのである。金融革新により資本

資産ポジションの保有に利用しうる資金が増加することは、資本資産価格の上昇と資本利得の発生を意味し、それがさらなる投資を呼ぶという循環が発生する。ただ、この循環の継続は、経済主体の安全性のゆとり幅に対する態度を次第に侵食し、より投機的な、実物的な投資ではなく資本資産価格の上昇益を得ようとする金融革新をも促進することになる。その結果、借り手の流動性の低下とレバレッジの上昇が、利潤機会が消滅するまで継続することになる。

ミンスキーは、1957年の論文では金融革新は金融逼迫や高利子率の時に最も頻繁に生じるとしており、経済が順調に推移している時期と一見矛盾しているように思われる。しかし、そもそも1950年代には金融危機は生じていないのであり、ここで言う金融逼迫や高利子率が現出する時期はあくまで経済が順調に推移している時期の範疇になる。前述の通り、そのような時期でも従来からの金融手段での資金供給には隘路が生じるのであり、そのような旺盛な資金需要があり、金利が高い時こそ金融革新を行う動機が強まると言える。

### 3.3. 金融危機と最後の貸し手の介入、制度の再構築

金融危機が発生すると、企業家は資金を調達するために、緊急の借入か在庫や資本資産の売却を行うことで支払いのための流動性を確保しようとする。しかし、これは在庫や資本資産の投げ売りを意味しており、それがさらなる利潤の減少と資本資産価格の下落を引き起こす累積的な下落過程をもたらすことになる。この時、危機が恐慌に発展するのを防ぐには、中央銀行が最後の貸し手として介入するしかない。このことは中央銀行の「最後の貸し手」機能を際限なく肥大化させる危険性があり、それを防ぐには経済の安定化を果たした後、望ましくない制度や慣行を立法権限や行政的手段で排除する必要がある。また、金融革新は多くの場合、従来の金融制度や金融慣行の枠組みが想定しない新たな金融手段か金融手段の新しい利用法を開発することで達成される。そのため、金融革新の進展は、従来から存在する金融制度や金融慣行の妥当性を失わせ、金融危機の発生後には金融制度の再構築が必要となる。特に激烈な恐慌と深く長い景気後退に見舞われた経済では、金融制度や金融慣行の理論的基礎が破壊されて、その再構築が進められる結果、「頑強な金融構造」が登場することになる (Minsky, 1982, 259-261 頁; 1986a, 243-244, 265-266 頁)。

この制度の再構築は、その国が歴史的に経験する成長経路を決定づける上で重要な役割を果たす。なぜなら、ミンスキーも指摘するように「制度の発達にともなって現実に生起する事柄も変化するので、たとえ景気循環と金融危機が資本主義の不変の属性であるとしても、経済がたどる現実の径路は、制度、慣行、および政策に依存する」(Minsky, 1986a, 213 頁)からである。そのため、現実に生起する金融革新もまた、このような各国で形成される制度・慣行・政策の影響を受けることになる。

金融危機の背後には多くの場合、ブームを促進した金融革新の存在があり、危機後に金融

革新にいかなる規制が行われるかでその後の経済が辿る経路が変化することになる。ミンスキーは、「現代の洗練された、複雑で、ダイナミックな金融システムは、危険な不安定化要因を内生的に創出し、その自然な結果として、不干渉主義下にある資本主義を深刻な不況に陥れる。すなわち、金融を自由市場に委ねることはできない」(Minsky, 1986a, 363頁)としており、制度の再構築は政府による規制と介入を伴う必要があることを論じている。1929年の大恐慌のような深刻な金融危機を経験した経済では、抜本的な金融制度の再構築が行われる。そのため、危機を教訓に金融規制のあり方が変化することに加えて、危機で大きな損失を被った経済主体は投資に慎重になる。その結果、安全性のゆとり幅を大きくとる経済が出現し、金融革新は停滞的となる。

一方、規制の見直しが行われなければ、ブームを促進した金融革新は資金調達のための恒常的な資金として存在し続け、経済はインフレ的拡張を引き起こす傾向を強めることとなる(Minsky, 1982, chap. 9)。また、中央銀行が恐慌の発生を事前に食い止め、その後、政府が財政赤字を増加させて企業の利潤を支えることになれば、経済主体は大きな損失を被ることもない(同上, 108-109頁)。その結果、経済主体の投資に対する意識も変化せず、安全性のゆとり幅を大きくとる契機にもならない。安全性のゆとり幅が変化しない場合、景気後退の終了と同時に投資が活発化するため、金融革新も活発となる。そして、利潤が生まれる限り、金融的な利潤を求める金融革新が市場や形態を変えて生起し、資本資産価格を引きあげてブームを促進することになる。

このような事象が、実際に進行したのが第2次世界大戦後のアメリカ経済だった。アメリカ経済の「戦後期の進展に伴う金融構造の進化は、第2次世界大戦以前に導入されていた規制アレンジメントの衰退への反応」(Minsky, 1990, p. 63)だったとあるように、戦後のアメリカ経済では大恐慌を契機に形成された「頑強な金融構造」が次第に脆弱なものへと変化していった。すなわち、金融危機が中央銀行による最後の貸し手により阻止され、財政赤字を伴う大きな政府により景気後退も早期に終了した一方で、規制の見直しは十分に行われず、むしろ規制緩和へと向かっていった。その結果、1970年代以降、金融危機が繰り返されることとなったのである。

金融革新は、貸し手と借り手が共に求める新たな金融商品や金融手段を生み出すことを通じて資本主義経済の発展を促進する一方、その副産物として金融不安定性を高める。ただ、その発生速度や規模、経済に与える影響は制度のアレンジメント次第である。今日の資本主義経済が、金融による絶えざる不安定化に晒され、金融革新がそれを促進する役割を果たしているのは、この制度のアレンジメントの結果と言える。そのため、金融革新の経済への負の側面を抑えつつ、経済成長を促進するような制度・慣行・政策の再構築が求められる。しかし、金融革新を経済成長に結び付けつつ、その金融不安定性の高まりを抑える制度とはいかなるものか。この問題に1つの方針を示してくれるのが、ウォール・ストリート・パラダ

イムである。なぜなら、ミンスキーのウォール・ストリート・パラダイムに基づけば、実物的な投資を促進する制度・慣行・政策の確立が、経済成長に結び付く金融革新を促進する上で不可欠となるからである。

### 3.4. ウォール・ストリート・パラダイムと制度のアレンジメント

ミンスキーのウォール・ストリート・パラダイムは、金融革新の対象が実物的な投資のための金融には限られないことを示唆している。ウォール・ストリートの金融機関にとって重要なのは期待収入と期待費用の差額であり、彼らにとっては実物的な投資も金融的な投資も同様の利潤が得られれば無差別ということになる。ミンスキーの金融不安定化仮説には、ヘッジ金融、投機的金融、ポンツィ金融の金融契約の3形態で知られる「キャッシュ・フロー・アプローチ」が存在する (Minsky, 1986a, chap. 9)。この議論は、ウォール・ストリート・アプローチの延長上に存在し、「すべての経済主体をあたかも銀行であるかのようにみなす」 (Minsky, 1986a, 244 頁) ことから、実物的な投資に基づかない金融的な景気循環の可能性が示される。

しかし、多くの経済理論がそうであるように、ミンスキーの金融不安定化仮説自体は基本的に企業による実物的な投資を前提に構築されている<sup>13)</sup>。そのため、ミンスキーの金融革新の議論も、基本的に実物的な投資に必要な資本資産ポジションの保有のための資金調達を可能にするものとしての側面を有している。

確かに、金融革新の全てが直接的に実物的な投資に関わるわけではない。しかし、金融革新が家計に新たな製品やサービスの購入を可能にすることを通じて需要を喚起する場合、もしくは金融サービスを近代化し、より優れたサービスやインフラの提供を可能することを通じて金融の円滑化を進める場合、金融革新は間接的に実物的な投資を促進したり、その実施を円滑化したりすることになる。さらに、金融的な投資を促進する金融革新であっても、資金調達が金融革新によって代替され、従来からの金融手段が解放されることで実物的な投資に用いることができるようになれば、間接的に実物的な投資が促進されることになる。もちろん、実物的な投資に直接・間接に結び付く金融革新が大半を占めるとしても、純粋な金融的な投資を促進する金融革新も常に存在する。特に安全性のゆとり幅の低下する好景気の後半には、資本資産価格の上昇を元に実物的な投資よりも金融的な投資によって利潤を得ようとする動機が強まると考えられる。しかし、それらが金融革新全体の一部に過ぎず、ブームを破綻に導く好況末期の出来事であるならば、その影響は限定的であり、金融危機という重大な結果も利潤動機に基づく資本主義の性向によるものである。

すなわち、金融革新が資本資産の価格を引き上げ、金融的な脆弱性を高める一因になっているとしても、それは資本主義経済が有する「投資および金融のプロセスを通じて不安定化要因を内生的に生み出す」 (Minsky, 1986a, 358 頁) 性向の結果に過ぎないのである。そして、

金融革新は「経済成長の必要に応じて生起」(Minsky, 1982, 261頁)し、資本主義経済の成長を支える重要な役割を果たしているのである。

しかし、金融革新全体に占める純粋な金融的な投資のための金融革新の比重が高まっていく場合、金融革新が持つ経済成長を促進する効果より、その不安定化作用や破壊的側面が問題となる。すでに見てきたように、現実の経済が辿る歴史的な経路はその国の制度のアレンジメント次第となる。そして、戦後のアメリカ経済では、純粋な金融的な投資のための金融革新が次の3つの理由によって比重を高めてきたと考えられる。

第1に、金融危機に際して中央銀行が最後の貸し手として介入して金融革新に暗黙の裏書きを与えることは、危機後に規制によって金融革新に制限を加えなければ、資本資産ポジション保有のための資金を増加させることを意味する。すなわち、景気回復期に経済がインフレ的拡張を引き起こし易い状況が作り出される。そして、資本資産価格の上昇は、資本利得(キャピタルゲイン)を求める金融革新が誘発されやすい環境を作り出す。

第2に、中央銀行による最後の貸し手と財政赤字を伴う大きな政府による介入は、経済主体の破産を回避し、債務履行の継続を可能にする一方で、経済主体の安全性のゆとり幅を変化させないことになる。このことは、景気回復と共に積極的な投資が展開されると同時に、金融革新が活発化することを意味する。特に、この時の安全性のゆとり幅は、好況末期の投機的な投資を推進する時期のそれに近い<sup>14)</sup>ため、金融的な利潤を求める金融革新を誘発しやすくなる。

第3に、1970年代以降に顕著となった金融自由化と規制緩和の進展は、金利や為替、株価のボラティリティを増大させ、金融の不安定性を高めることとなった(藤井, 2009, 81-82頁)。その結果、デリバティブなどの市場リスクに対処するための金融革新が誘発された。これらの金融革新は、リスクヘッジを可能にすることなどを通じて実物的な投資を促進するものであるが、実態としては金融的な利潤を追求する側面が強い<sup>14)</sup>。また、同時にボラティリティを利用して純粋に金融的な利潤を追求するポートフォリオ・インシュランスや裁定取引などの金融革新も誘発されることとなった<sup>15)</sup>。

このように、金融革新は資本主義経済の発展を促進する役割を果たすが、それには金融革新が直接・間接に実物的な投資に結び付き、金融革新全体の大部分を占めている必要がある。近年のアメリカ経済が、金融革新による不断の不安定化に曝されているのは、戦後の景気変動の中で実物的な投資に根差した制度の再構築が十分に行われなかったことにある。その結果、金融的な利潤を求める投資の比重が高まり、それに合わせて金融的な投資のための金融革新が増加したと考えられる。金融機関にとって実物的な投資も金融的な投資も利潤を得られれば等しい存在であり、投資を促進する金融革新も同様であることから、金融革新の傾向を決定づけるのは、その経済を構成する制度となる。そのため、金融革新が実物的な投資に結び付き、資本主義経済の発展を促進するような制度の再構築が求められているのである。

## 最後に

本稿では金融革新について、シュムペーターとミンスキーの議論を元に検討してきた。その中で得られた主な結論をまとめると次の5点となる。

第1に、「安全性のゆとり幅」に基づく経済では、投資に伴う不確実性や経済主体の主観的な判断の問題により、投資の意思決定が安全性のゆとり幅の範囲内に限定される。それは既存の金融商品、金融手段に基づく資金供給に一定の限度をもたらす。そのため、資本主義の発展には金融革新が不可欠となる。

第2に、金融革新は資本資産ポジションの保有に用いることのできる資金を増大させ、資本資産価格の上昇、投資財の需要価格上昇と利潤増大の循環を発生させる。そのため、金融革新は経済成長の副産物としてインフレ的拡張を引き起こし危機の一因となるが、この過程で経済発展が成し遂げられる。

第3に、金融革新は従来の金融制度や金融慣行の枠組みが想定しない新たな金融資産や金融資産の新しい利用法を開発することで達成される。そのため、金融革新の進展は、従来から存在する金融制度や金融慣行の妥当性を失わせ、その見直しを必要とする。

第4に、制度の再構築において、金融革新で生じた規制の綻びを修復し、新たな金融手段に問題がある場合には恒常的な投資のための資金調達手段とならないよう規制を行い、さらに経済主体の安全性のゆとり幅をより健全なものへ変化させる必要がある。この再構築が不十分な場合、純粋な金融的な投資が活発化して金融革新の不安定化作用や破壊的側面が強まる。

第5に、金融革新が資本主義の発展に寄与するのは、それが直接・間接に実物的な投資に結び付く場合となる。そのため、制度の再構築の際には実物的な投資に結び付く金融システムの構築が必要である。

サブプライム金融危機では、サブプライム・ローンの証券化商品を中心に膨大な損失が発生し、多くの金融機関が経営危機に陥っただけでなく、サブプライム層の家計の金融商品に対する知識不足を悪用し、返済できない貸付や著しく不利な条件で貸付をする「略奪的貸付 predatory lending」が社会問題となった<sup>16)</sup>。また、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻以降の金融機関に対する救済の増加は、金融自由化・規制緩和によって巨額の利潤を得ていた金融機関に対する批判を増加させることとなった。さらに、メイトフ事件にみられる巨額の投資詐欺事件の発覚<sup>17)</sup>、CSEプログラムがベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズを含む大手投資銀行の監督に失敗したことなど既存の規制枠組みの限界が示され<sup>18)</sup>、その改革の必要性が生じることとなった。

そのため、リーマン・ショック以降、全般的な金融規制の再検討が進んでおり、それが形となったのが2010年7月21日に成立した「ドッド＝フランク・ウォールストリート改革及

び消費者保護法」だと言える。同法の内容は、(1) システミックリスク、Too Big to Fail 問題への対処、(2) デリバティブ、ヘッジファンド、格付機関、証券化に対する規制の強化・改善、(3) 銀行・保険の規制システムの改革、(4) 役員報酬、コーポレート・ガバナンスの改善、さらに(5) 消費者・投資家保護の強化と非常に多岐に渡っている<sup>19)</sup>。同法により、金融システムの抜本的な改革が行われ、再び「頑強な金融構造」が構築されることが期待されるが、問題は再構築された金融システムの下で実物的な投資が促進されるかである。

近年、金融革新の破壊的側面が強くなっているのは、实体经济への投資に基づく成長を可能にする制度が構築されておらず、実物的な投資が停滞し、金融的な投資が増加しているためだと考えられる。そのため、実物的な投資を促進する金融システムが構築される必要がある。そうすることで、金融革新も実物的な投資を促進するものとなり、資本主義経済の発展に資するものとなる。その場合、実物的な投資を促進する金融システムとは具体的にいかなるものかという問題が生じる。ただ、これを論じるには实体经济における投資機会の問題や長期の技術革新による資本主義経済の発展経路の変化などに関するさらなる検討が必要なため、この点については改めて論じたい。

#### 注

1) 本稿は、経済理論学会第 60 回大会 (2012 年 10 月、於愛媛大学) における報告「金融革新と金融危機」を元にしたものである。コメンテーターの一橋大学大学院経済学研究科の石倉雅男教授をはじめ、フロアの方々、東京大学大学院経済学研究科の柴田徳太郎教授から多くの有益なコメントを頂いた。ここに感謝の意を表したい。ただし、本稿での誤りは全て筆者の責任である。

また、本稿は 2011 年度東京経済大学個人研究助成費 (研究番号 11-34) による研究成果の一部である。

- 2) サブプライム金融危機に関する分析は、Kregel (2008)、横川 (2010) などを参照。
- 3) まず、投資銀行であるメリルリンチが、投資信託の一種でありながら小切手振り出しの可能な短期金融資産投資信託 (MMMF) を開発して多くの資金を獲得し、それに対抗する形で NOW (Negotiable Order of Withdrawal) 勘定や「シェア・ドラフト」勘定など種々の利子付きの決済性預金が開発されていった (同 164 頁)。
- 4) 金融機関の新たな資金調達方法には、前述の NOW 勘定に加え、1978 年に FRB が全ての金融機関へ導入を認めた市場金利連動型定期預金 (MMC) や 1982 年のガン・セイントジャーマイン預金金融機関法で全ての金融機関への導入が認められた短期金融市場金利預金 (MMDA) などが含まれる。詳しくは同 269-274 頁を参照。
- 5) この「新結合の遂行」は、『資本主義・社会主義・民主主義』では、『創造的破壊 Creative Destruction』の過程」と表現されている (シュムペーター, 1995, 130 頁)。
- 6) 晩年、ミンスキーはケインズとシュムペーターの理論の融合を試みており、その結果生まれたのが「資本主義の金融的発展段階」の議論だった。詳しくは Minsky (1990), (1993) を参照。
- 7) 株式会社制度の「有限責任制は『リスクの社会化』を提供する最も強力なメカニズムの 1 つで

- あり、前例のない規模の投資を可能」(Chang, 2003, 163-165 頁)にする資本主義の発展に欠かさない存在である。株式会社制度を金融革新とみなせるかは議論の余地があるが、Minsky (1986a, 391-394 頁)及び藤井(2009, 83-84 頁)は、株式会社制度の導入を金融革新に含んでおり、本稿もその立場をとる。
- 8) そのため、金融革新について、ビュルラマキは「シムペーターは、金融革新について論じるのに時間をとったことや彼の理論的枠組みの中で「技術革新と」同程度の地位を与えたことはなかった」(Burlamaqui, 2000, p. 3)とさえ言っている。
  - 9) 詳しくはシムペーター, 1977, 第2章を参照。
  - 10) 不確実性とは、依拠できる明確な確率の存在しない、確率によって計算可能なリスクとは峻別されるものを指す(Minsky, 1986a, 227-228 頁)。
  - 11) 安全性のゆとり幅とは、「投資プロジェクトにおける期待収益と一定期間における資金調達コストの間の許容誤差 (margin of error) をカバーする」(Kregel, 2008, p. 4)ものである。
  - 12) ミンスキーの金融不安定化仮説と安全性のゆとり幅については、横川(2010)の46-48頁も参照。
  - 13) ミンスキーは、金融不安定化仮説を論じるにあたり、「企業負債は本質的に資本主義経済に特徴的なもの」(Minsky, 1982, 102 頁)として、その分析の焦点を企業の金融契約に集中させることを述べている。また、実際に前の2つの項での分析も企業の金融契約を基本に論じている。
  - 14) 例えば、国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) によれば、信用デリバティブの一種であるクレジット・デフォルト・スワップの想定元本は、2006年に62.6兆ドルに及んでいる (ISDA, 2012)。それに対し、証券・債券・公債・銀行預金を合わせた世界の金融資産は同年に167兆ドルであり、CDSの想定元本の規模がかなり大きいことが分かる(経済産業省, 2008, 第1-1-24図)。これは金融的な利潤を得るために、実需を遥かに上回るCDSが発行されていることを意味していると考えられる。
  - 15) 裁定取引とポートフォリオ・インシュランスに関する説明と事例については、藤井(2009)の第5章を参照。
  - 16) 略奪的貸付については、福光(2005)及び大澤(2007)を参照。
  - 17) メイドフ事件とそれを受けてのSEC改革については若園(2010)を参照。
  - 18) 二上(2009)は、破綻したベア・スターンズが、(1)CESプログラムの資本要件と流動性要件を満たしており、さらに破綻までの時期に流動性レベルを引き上げていったこと、(2)監督の実施母体であるSECがベア・スターンズのモーゲージ証券業務偏重やレバレッジの高さを認識していながら是正するよう要求しなかったこと、(3)ベア・スターンズのモーゲージのリスク管理に欠点があったにも関わらず、十分な注意喚起をしなかったことなど、監督プログラム自体と監督者に問題があったことを指摘している。
  - 19) 同法の内容に関する解説については、小立(2010)を参照。

#### 参考文献

- Burlamaqui, Leonardo (2000) "Schumpeterian Competition Financial Innovation and Financial Fragility," Paper given at the 8<sup>th</sup> Schumpeter Conference.
- Chang, Ha-Joon (2002) *Kicking Away the Ladder*, London: Anthem Press. (横川信治, 張馨元, 横川太郎訳『はしごを外せ』日本評論社, 2009年。)

- International Swap and Derivatives Association (2012) *Market Survey Notional amounts outstanding, semiannual data, all surveyed contracts, 1987–present*. <http://www.isda.org/statistics/pdf/isda-market-survey-historical-data.pdf> (2012年10月17日アクセス).
- Kregel, Jan (2008) “Using Minsky’s Cushions of Safety to Analyze the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market,” *International Journal of Political Economy*, Vol. 37, No. 1, pp. 3–23.
- Minsky, Hyman P. (1982) *Can “it” Happen Again?*, Armonk, N. Y.: M. E. Sharp. (岩佐代市訳『投資と金融』日本経済評論社, 2003年。)
- (1986a) *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press (吉野紀, 浅田統一郎, 内田和男訳『金融不安定性の経済学』多賀出版, 1989年。)
- (1986b) “Money and Crisis in Schumpeter and Keynes,” in Wagener, H. J. and J. W. Drukker ed., *The Economic Law of Motion of Modern Society*, pp. 112–122, Cambridge: Cambridge University Press.
- (1990) “Schumpeter: Finance and Evolution,” in Heertje, A and M. Perlman ed., *Evolving Technology and Market Structure*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- (1993) “Schumpeter and Finance,” in Biasco, S and A. Roncaglia, M. Salvati ed., *Market and institutions in economic development*, Hampshire: Mcmillan Press.
- 大澤和人 (2007) 『サブプライムの実相』商事法務。
- 河村哲二・柴田徳太郎 (1995) 『現代世界経済システム』東洋経済新報社。
- 小立敬 (2010) 「米国における金融制度改革法の成立」『資本市場クォーターリ』野村資本市場研究所, 14号1巻, 127–152頁。
- 経済産業省 (2008) 『通商白書』経済産業省。
- シュムペーター, ヨーゼフ A. 著, 塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳 (1977) 『経済発展の理論』岩波文庫 (Schumpeter, Joseph A., *The Theory of Economic Development*, Reprint Edition by New Brunswick: Transaction Publishers, originally published by Harvard College, 1926)。
- シュムペーター, ヨーゼフ A. 著, 中山伊知郎・東畑精一訳 (1995) 『資本主義・社会主義・民主主義』東洋経済新報社 (Schumpeter, Joseph A., *Capitalism, Socialism and Democracy*, Third Edition, 1950)。
- 高木仁 (1986) 『アメリカの金融制度』東洋経済新報社。
- 二上季代司 (2009) 「銀行証券分離撤廃後の『ゲームのルール』」『証券レポート』日本証券経済研究所, 第1653号, 1–12頁。
- 西川純子・松井和夫 (1989) 『アメリカ金融史』有斐閣。
- 福光寛 (2005) 「アメリカの住宅金融をめぐる新たな視点」『成城大学経済研究』成城大学, 170巻, 55–88頁。
- 藤井眞理子 (2009) 『金融革新と市場危機』日本経済新聞出版社。
- 藪下史郎 (2001) 『貨幣金融制度と経済発展』有斐閣。
- 横川太郎 (2010) 「サブプライム金融危機と金融不安定化仮説」『経済学研究』東京大学経済学研究会, 52巻, 45–59頁。
- 若園智明 (2010) 「バーナード・メイドフ事件とSEC改革」『証券レビュー』日本証券経済研究所, 第50巻2号, 92–107頁。