

## 現代資本主義の「危機」論と金融化論の課題

高田太久吉(中央大学名誉教授)

はじめに

2007-10年危機を契機に、第二次世界大戦後久しく伏在していた資本主義の存続可能性をめぐる議論が国際的に活発化している。これは、いわゆる「全般的危機」が議論された戦間期以来の状況であり、資本主義の将来に関する国際的世論が大きく変化したことを示している。この歴史的に稀有な状況は、資本主義を歴史的に規定された社会体制として批判的に考察してきたマルクス経済学にとって、現代資本主義を改めて歴史的・世界的視野で考察し、現代資本主義の歴史規定性を分析する新たな方法と概念を模索する理論的な課題を提起している。

しかし、マルクス経済学を含む非主流派経済学は、総じて、今回の金融恐慌を現代資本主義の政治経済学の見地から十分に掘り下げて説明することに成功していない。現代資本主義の危機、あるいは資本主義の危機や終焉をめぐる議論は活発化しているが、今回の金融恐慌を資本主義の発展理論の文脈で一貫して説明できる理論枠組みは共有されていない。

こうした状況の中で、私が着目するのは、1990年代以降に発展してきた現代政治経済学の新しい系譜としての金融化アプローチの理論的可能性である。後述するように、金融化アプローチに関しては、いまだ金融化の用語についても明確な定義が存在せず、それを展開する理論枠組みに関しても合意が形成されていない。その意味で、発展途上にあるアプローチであり、またこれが、現代資本主義の批判的分析における唯一正しいアプローチと考えるべきではない。

しかし、金融化アプローチは、現代資本主義の矛盾が累積・顕在化する経済空間を金融システムの領域に求めており、金融システムの最新の発展段階とそれが企業・家計をふくむ実体経済に及ぼす大きな作用に着目している点で、金融主導型資本主義の様相を露わにしてきた現代資本主義分析における新しい可能性を提供している。

本稿では、以上のような問題意識に発して、(1) 現代資本主義論としての金融化アプローチの問題設定 (2) 金融化アプローチの基本概念としての貨幣資本の過剰、架空資本市場、金融不安定性の検討、(3) 金融化アプローチから見た金融制度改革の限界、(4) 資本主義の危機論と金融化アプローチの可能性、について検討する。

### I. 現代資本主義論としての金融化アプローチ (金融化論)

#### (1) 現代資本主義論の多様性

2007-10年の金融恐慌/世界不況を契機に、第二次世界大戦後久しく沈静していた資本主義の存続可能性をめぐる議論が国際的に活発化している。これは、世界の左翼陣営の間でいわゆる「全般的危機」が議論された戦間期以来の状況であり、資本主義の将来に

関する国際世論が、冷戦体制の終結で「歴史の終わり」が語られた1990年代前半期の局面から大きく変化したことを示している。

この歴史的に稀有な状況は、資本主義を歴史的に規定された社会体制として批判的に考察してきたマルクス経済学に、新たな発展を促す重要な機会を提供している。言い換えれば、今日の状況は、マルクス経済学に対し、現代資本主義を改めて歴史的・世界的視野で考察し、現代資本主義の歴史規定性を分析する新たな方法と概念を模索する理論的な課題を提起している。

周知のように、現代資本主義を政治経済学的に考察する方法には、さまざまなアプローチと理論枠組みが存在する。

第一に、現代資本主義に顕著に観察される基本的な変化ないし現象に着目し、その背景や作用を検討することを通じて、現代資本主義の歴史的特徴と規定性を明らかにしようと試みるアプローチがある。このようなアプローチとしては、報告者が重視する金融化アプローチの他に、新自由主義化、グローバル化、ICT化に着目するアプローチが存在する。

第二に、マルクス経済学およびその影響下で発展してきた、現代資本主義のトータルな分析のための理論枠組みに依拠して、現代資本主義の歴史的特徴の解明をめざす立場がある。このような理論枠組みとしては、独占資本主義論、帝国主義論、レギュラシオン理論、資本蓄積の社会構造(SSA)論、長期波動論、世界システム論などが挙げられる。

第一の重要な変化に着目するアプローチは、現実の変化に即して資本主義の変化を考察できる有利性を備えているが、それだけでは記述的論述に終わり、議論のインプリケーションが希薄になる。また、第二の理論枠組みだけでは、リアリティーを欠いた抽象的一般論に終わり、説得力に欠ける議論になる。このため、現代資本主義の政治経済学的分析を試みる論者の多くは、これらの内のいずれのアプローチと理論枠組みを組み合わせ、現代資本主義の歴史的特殊性を論じている。

例えば、P. M. スウィージーの業績を継承する米国のマンスリー・レビュー派は、独自の独占資本主義論に依拠しつつ、貨幣資本の蓄積と金融化に着目するアプローチ(独占・金融資本主義論)を提起している。他方、SSAの代表的論者として活発な発言を続けているD. コッツは、金融化論の知見と新自由主義批判をSSAの枠組みに組み込むことで、1980年代以降の新しいSSAを構想している。R. ボワイエを始めとするレギュラシオン学派の論者の多くは、金融化の諸現象に着目して金融主導型資本主義の概念を提起し、現代資本主義の運行を規制する金融市場の役割を重視している。さらに、フランスの経済学者M. ウッソンは、コンドラチェフ/マンデルの系譜を引く長期波動論の基礎の上に新自由主義化、ICT化の議論を組み込んで、1980年代以降の資本主義を、半世紀を超える長期波動の下降局面として位置づける議論を提示している。

以上の状況からも明らかなように、現代資本主義分析のアプローチには多くの選択肢があり、「金融化」アプローチは、唯一正しいアプローチというわけではない。

## (2) 「金融化」概念の多義性と金融化アプローチの多様性

金融化アプローチは、現代資本主義における金融市場、金融産業、投資家など、総じていえば金融システムが資本主義の運行におよぼす役割の顕著な増大に着目し、この現象の背景、作用、問題点を考察することを手掛かりにして、現代資本主義の歴史的・構造的特徴を明らかにしようとする試みである。

その際、研究者が着目する金融市場と金融産業の変化および役割の増大はきわめて多岐にわたるが、主要な内容を要約すると次のようになる。

1. (金融資産の増大) 企業の生産設備や在庫、家計の住宅や耐久消費財などの実物資産に対して、預金、さまざまな証券、投資信託、デリバティブ、保険など金融資産が総体としてはるかに急速に増大する傾向、言い換えれば、金融市場で運用される貨幣資本が実体経済に比べて急速に増加する傾向。
2. (金融イノベーションの加速) それらの金融資産を加工し、「商品化」するためのファイナンス論と金融工学の目覚ましい発展、商品としての金融資産(架空資本)の取引増大が、新しい金融市場、取引所、店頭取引(OTC)の仕組みを作り出す傾向。要するに金融イノベーションが急激に進展する傾向。
3. (高まる機関投資家の重要性) 従来の金融産業や投資家の範囲を超えて、ますます多くの機関投資家、事業法人、家計、政府関係機関などが金融市場に参加する傾向。合わせて、金融取引における年金基金、投資信託、保険会社、各種ファンドなどの機関投資家の重要性が高まる傾向。その結果、富裕層や機関投資家の資金を組織的に管理する資産管理ビジネスが金融仲介の中でますます重要性を高める傾向。
4. (金融業の肥大化) 運用資産、雇用、収益、株式時価総額その他のさまざまな指標において、企業全体に占める広義の金融業(金融・保険・不動産)の占める割合が顕著に増大する傾向。
5. (金融自由化、金融グローバル化政策) 以上のような傾向が、政府・監督機関の金融自由化政策、年金制度改革、税制改革など政策的・制度的変更、ならびに国際資本取引の障害を取り除く金融グローバル化政策によって強力に促進される傾向。
6. (金融市場におけるカオス現象) 以上の結果、金融市場の規模、多様性、相互連関が政府・監督機関の監視能力を超えて広がり、外国為替市場を含む金融市場で発生する何らかの変化が震源地となった金融市場にとどまらず、マクロ経済あるいは国際経済全体に予想を超えた甚大な混乱を引き起こす傾向。

以上のような金融市場と金融産業における変化は、金融化アプローチにおいて重要であるが、金融化アプローチは、金融システムの変化と並んで生じた、企業の財務活動、企業統治、配当政策他の企業活動における変化、家計の貯蓄/投資行動の変化、さらには、イデオロギー/文化の領域で生じた変化を念頭に置いている。

一般の事業法人においては、過剰設備を抱えるもとの、実物投資や研究開発のテンポ、

したがって資本蓄積率（投資に充当される利潤の割合）が低下し、企業の留保利益、資本剰余金、さらには減価償却積立金など内部資金が増大する傾向が見られる。このため、生産や流通などの本業に対して、内部資金を活用する資本構成の組み換え、自社株購入や配当政策、株式交換によるM&A、ストックオプションを組み込んだ報酬制度の導入、さらには金融子会社の運営など、広い意味での金融・財務活動の重要性が高まる。

この結果、大手企業の経営者には、伝統的な経営管理能力だけではなく、ファイナンスの論理と資本市場の動向に精通し、自社の金融・財務活動を管理できる能力が必須の能力となる。こうした財務重視の経営は、金融化の進展とともに、金利や為替レートの変動が企業利潤や株価に影響する度合いが高まる結果、ますます多くの企業に広まることになる[1]。

また、家計部門では、その貯蓄のますます大きな割合が年金基金、投資信託その他のさまざまな「投資スキーム」を通じて、金融市場、とりわけ証券市場に動員されるようになり、家計部門の将来の所得と福利が金融市場の動向（金融資産の価格変動）によって左右される度合いが高まる。同時に、賃金・所得が伸び悩むもとの、住宅ローン、消費者ローン、自動車ローン、カードローンその他の形態で家計の金融市場へのアクセスの機会が増加し、これらの負債に依存した住宅取得と消費行動が積極化するのに伴って、全体として家計部門の負債が増大する[2][3]。

これら一連の変化は、企業や家計の経済活動だけではなく、金融システム自体の複合的な変化を伴って進行する。「金融化」は、金融機関の業務を、従来の預金・貸出しを中軸にする単純な仲介機能から、リスク評価、証券化、資産譲渡、証券貸借、担保設定、保管、保険、リスクの加工や移転など複雑な一連の作業に媒介された「金融仲介」に変形させ、それらを当局の規制や監視が希薄なシャドバンキングや当事者間の店頭取引(OTC)に委ねることで、金融取引の大半を監督機関の監視外にシフトさせ、結果として金融市場の不透明性と脆弱性を高めてきた。

さらに、以上のような金融システムの変化は、金融政策にも変化を引き起こした。金融政策では、これまで最大の目標とされてきた通貨価値（物価）安定に代わって、株価を始めとする証券価格の持続的上昇が優先されるようになり、証券価格の下落を回避するための金融緩和政策、自国金融市場への海外投資家の資金の流入を促進する政策、企業と家計の貯蓄を年金・保険などさまざまなスキームを利用して証券市場に誘引する政策が重視されるようになった。

以上のような金融化の多様かつ複合的な内容を念頭において、米国のポストケインジアンで金融化論の積極的な提唱者であるエプシュタイン(マサチューセッツ大学)は「金融化」を次のように包括的に定義している。

「金融化とは、国内経済および国際経済の運営において、金融的動機、金融市場、金融的アクター、および金融機関の役割が増大していることを意味している」[4] (p. 3)  
エップシュタインの定義は、その包括的な内容から、金融化アプローチを採用する研

研究者の間で広く共有されているが、金融化の概念の多義性に照らして、唯一正しい定義と認められているわけではない。

金融化が企業活動と人々の社会生活に及ぼす広範かつ規定的な作用について研究しているローズヴェルト研究所のプロジェクトは、金融化を次のように定義している。

「金融化の包括的定義には、貯蓄、権力、富、および社会の4つの中心的要素が含まれる。言い換えれば、金融化は、金融セクターおよび、実体経済に対するその権力の増大、富に付随する権力の急激な強まり、社会のあらゆる領域の金融領域への従属を意味している」[5]

以上のように、金融化が多義的、複合的な概念であることから、金融化に着目する現代資本主義分析のアプローチの内部にも、着眼点の異なるいくつかの系譜が存在する。

第一は、金融化が企業経営、とりわけ財務活動と企業統治に及ぼした影響に着目するアプローチである。このアプローチでは、企業の債務/投資の抑制、金融資産の保有増加、配当や自社株買いを伴う、シェアホルダー（株主）重視の経営、金融関連子会社の運営他が重視される。また、このアプローチでは、企業経営の目標設定が、企業の長期的な成長やステークホルダーの福利から、短期的な株価重視に移行する傾向、さらに、企業自体が経済活動のための社会システムではなく、所得を生むポートフォリオ（金融資産の束）として評価される傾向に着目している。

第二は、家計部門の貯蓄と債務のパターンに生じた変化に着目するアプローチである。このアプローチが重視するのは、家計貯蓄が銀行預金から年金、生保、投資信託など証券ベースの貯蓄手段に移行する傾向である。このアプローチを重視する研究者の多くは、家計貯蓄の証券ベースの貯蓄手段へのシフトが、金融緩和によって押し上げられた証券価格の上昇を介して、所得と富の格差拡大につながった経緯を重視している。またこれらの研究者は、家計の経済活動が証券ベースの貯蓄手段に依存する度合いが高まるのにもなると、人々のイデオロギーや価値観が、金融市場の論理あるいはファイナンスの論理に影響を受けやすくなる傾向を指摘している。

第三は、金融化にともなう「金融証券化(securitization)」の動きが、単に金融産業や企業財務に関わらず、人間の生存および社会生活を支える医療、教育、インフラ、社会保障、さらには天然資源と自然環境にまで及ぶ傾向に注目するアプローチである。欧米では、病院や大学が医療収入や授業料収入を引き当てにして債券を発行する事例が増えているが、こうした債券は、住宅ローンや自動車ローンの返済基金と合わさって、新しい仕組み証券の材料として利用される。また、基本的な公共サービスや社会保障制度に関連するマネーフローが、証券化の材料に使われることで、受益者の福利が金融産業と投資家の利益に従属させられる危険性も注目されている。

### (3) 金融主導型蓄積レジームの概念

以上のように現代資本主義論としての金融化アプローチにも焦点の異なる多様なア

アプローチがあるが、それらが共通に金融化アプローチと呼ばれる場合、それらは一つの重要な概念を共有していると考えられている。金融化アプローチをとる論者の多くは、現代資本主義のもっとも顕著な特徴を、金融主導型資本主義(finance-led capitalism)の概念で表現してきた。[他に、金融化した資本主義(financialized capitalism)、金融優先型資本主義(finance-dominated capitalism)、金融資本主義(finance capitalism)などの用語も使用されている]

金融主導型資本主義の概念は、1990年代中期以降、フランスを中心とする非主流派経済学によって提起されるようになり、今日では、米英を含めて多くの国で金融化が顕著になった資本主義を表す用語として流布している。

この用語を早期に提起した経済学者の一人は、フランスの経済学者F. チュネである。かれは、レギュラシオン理論が、フォーディズム以降の現代資本主義の蓄積レジームを表現する基本概念である「ポストフォーディズム」が、その実態において「金融優勢型蓄積レジーム」であることを、すでに1990年代中期に自ら提起したと記述している。その上でかれは、この概念の正確な理解のためには、マルクスの利子生み資本概念および株式(配当生み資本、架空資本)、とりわけ生産手段の所有者と経営者の分離の含意を振り返る必要があると述べている[6]。

かれによれば、マルクス経済学の陣営で架空資本の概念を立ち上げて取り上げたヒルファーディングは、架空資本の中でも、もっぱら株式だけを念頭に置き、マルクスが指摘した銀行信用自体の架空性について認識が欠けていたために、銀行資産に孕まれている脆弱性を立ち上げて考察しなかった。チュネは、マルクスの架空資本概念を資本主義分析の重要な概念装置として継承した近年の経済学者として、唯一D. ハーヴェイの名前を挙げている。

チュネによれば、現代資本主義分析が着目すべきもっとも顕著な現象は、現実資本の蓄積と区別される貨幣資本の前例のない規模での蓄積である。過去20年間に実現した貨幣資本の莫大な蓄積は、それ自体が、貨幣資本の更なる蓄積を促す自己増殖的メカニズムを形成するとともに、「生産過程を介さない利殖」を至上の目標とする資本主義の病理現象をもたらした。過剰に蓄積された貨幣資本は、「遊休資本」として増殖運動を停止せず、金融的自己増殖の余地をグローバルに拡大するために、オイルマネーをリサイクルさせるユーロダラー市場、ユーロボンド市場、グローバルに連結された短期金融市場のネットワークを作り出した。

このプロセスは、1970年代末以降加速した金融当局の金融自由化政策によって促進された。これらのプロセスによって強まった「生産過程を介さない金融的自己増殖」の動きによって、ヒルファーディングが定義した金融資本概念は有効性を失った。その後に顕著になった証券化の動きやデリバティブ市場およびOTC(相対)取引の膨張は、生産過程とコマーシャリゼーションから略取された価値および剰余価値の再分配を表している。

周知のように、今日では金融主導型資本主義の用語は経済学者の間で国際的に流布しているが、この点で最も積極的な役割を果たしたのは、フランスのレギュレーション学派の人々である。その系譜をひくR. ガットマン[7]は、金融主導資本主義が、1970年代のスタグフレーションに端を発する金融自由化の流れの中で、銀行業に対する規制緩和が進められ、銀行主導で経済全体の作用が変化した結果成立した新しいタイプの資本主義を意味する用語であると指摘している。そのうえで、かれは、この用語が流布する契機をつくった論者として、アグリエッタ（世襲的資本主義）[8]、ボワイエ（金融主導型資本主義）[9]および、ストックハマー（金融優先型資本主義）[10]の名前を挙げて、これらの用語はいずれも金融が主導する資本主義を意味しており、夙にエップシュタインが与えた金融化の定義に合致していると述べている。

ガットマンによれば、金融主導型資本主義あるいは金融主導型蓄積レジームは、次のような特徴を備えている。

第一は、企業の営業目的として、株主価値最大化がもっとも重視されることである。企業目的における株主価値最優先の傾向は、投資家の資金を集中的に運用する年金基金、投資信託、さらに最近では投資ファンドなどの機関投資家の急激な成長によってもたらされている。これらの機関投資家は、自らが行使可能な株主権を背景に、四半期程度の短期的視野で、一株当たりの収益を業績評価の基準にし、経営者に対して金融の論理を押し付ける。このため、経営者は企業の長期的成長よりも短期的結果を優先し、企業成長の方途としては新投資よりも既存企業の合併・買収・リストラが選好される。活発な合併・買収が企業の命運を決める競争関係の下では、経営者が企業を運営する基本的指標は株価であり、株価を引き上げるための自社株買い、株式交換、企業会計ルールの歪曲、さらには財務データの操作が蔓延する。

第二は、企業経営において利潤と投資が分離すること、言い換えれば資本蓄積率が低下することである。金融主導型資本主義のもとでの短期的業績指向と、株価連動型経営者報酬の普及があいまって、経営者の投資判断において、レバレッジの上昇をとめない、短期的株価上昇に直結しない設備投資や研究開発投資を消極的にする。利潤再投資による資本集積にかかわって、株式交換をふくむ貨幣資本を利用した既存企業の合併・買収による資本集中が成長戦略として優先される。M&Aの活発化は、現代の金融市場を主導する投資銀行にとって、証券化をふくむ最大のビジネスチャンスをもたらす。また、グローバル化/多国籍企業化を進める大手企業にとって、豊富な自己資金と高株価を利用した海外企業の取得やオフショアリングは、国際市場における競争優位と利潤率を高めるための最重要な経営政策になる。

第三は、富裕層（経営者と株主）に有利な所得再分配が進行し、所得と富の格差が拡大することである。企業の自社株買いや増配は企業利益の株主還元を促進し、株価上昇をもたらすキャピタルゲインと合わせて、株主利益を増進する。株価上昇と連動したストックオプション他の経営者報酬制度は、そうでなくとも一般労働者の賃金と比較して

急増する経営者報酬をさらに法外なレベル押し上げる。これと対照的に、ICT導入やオフショアリングによって雇用を削減し、非正規雇用や外国人労働者への依存を強め、賃金や賃金外給付の削減を優先する経営判断によって、労働者報酬は長期的に低迷し、付加価値に占める労働分配率は低下する。労働者の賃金低下と労働分配率低下は、家計部門の貯蓄率低下と債務増加として現れる。

以上のような金融主導型資本主義の特徴はあいまって、金融システムの構造と作用を変化させ、資本主義的蓄積の運動に歴史的変化を引き起こしたというのが、金融化論の現代資本主義認識である。

## II. 貨幣資本の過剰蓄積と金融システムの脆弱性

### (1) 資本の過剰蓄積と貨幣資本の過剰蓄積

報告者がすでに別の機会[11]に述べたように、2007-10年の恐慌では、恐慌の一般的原因である資本の過剰蓄積は、現実資本の過剰投資/過剰生産とこれに付随する利潤率の低下を契機とする過剰生産恐慌ではなく、一見したところ過剰投資/過剰生産とは関連が希薄な、仕組み証券市場/レポ市場を震源とする、独自の金融恐慌として発現した。

恐慌の要因としての現実資本の過剰蓄積は、好況と高利潤に促された、過剰投資による生産能力の急拡大、設備稼働率の低下、生産財や消費財の過剰生産（生産在庫や、流通在庫の積み上がり）、商業資本の思惑に支えられた過剰流通（過剰取引）、および、これらの過剰生産と過剰取引を支える銀行信用と商業信用の過度膨張として現れる。これらの諸要因は、総じて商品販路の確保をめぐる資本間の競争を激化し、商品価格の低落と利潤率低下を引き起こす。

しかし、2007-10年の恐慌の場合には、資本の過剰蓄積が最初の兆候を示したのは、それらの実体経済の部面ではなく、いわゆるジャンクボンド（格付けがBB以下で、投資不適格なリスク債券）を含む、社債や国債などの架空資本市場における利回りの異常な低下であった。言い換えれば、投資対象となるあらゆる証券に対する需要の異常な膨張として現れた。

投資証券に対する異常な需要増は、多くの経済学者によって、「過剰流動性」の爆発的な増大として把握された。ニューヨーク大学教授でジャンクボンド市場研究の権威であるR.アルトマンは、この事態を次のように表現している。

「過去数年間の債務市場と資本市場の環境変化は、グローバル金融システム全体にわたる前例のないレバレッジを可能にした流動性の爆発的増加として描写することができる。この流動性ブームの源泉は、オイルダラーなどの伝統的な資金源、とりわけアジア地域における巨額の政府余剰、さらに、年金基金、財団、富裕な個人投資家からの投資の増大であった。それらの資金は、拡張的金融政策とあいまって、世界的な経済成長率をめざましく押し上げた。この最近の流動性の急増に関してとりわけ目を引くのは、その債務市場への流入経路、すなわち、投資家が資本のますます多くの割



合を、非投資適格証券、プライベート・エクイティ[未公開株]、ディストレス資産などに運用していることである[12]」。

実際にアルトマンが詳細なデータにもとづいて証明しているように、金融恐慌に先立つ数年間は、リスク資産市場で、歴史的に前例のない異常な低利回りと低いデフォルト率が観察された。このような現象は、米国のジャンクボンド市場だけではなく、ユーロ圏でも、さらに東アジアを含むその他の地域でも多かれ少なかれ観察された。こうした状況は、一部金融専門家によって、金融市場における「新しいパラダイム」あるいは「信用市場の新時代」として論じられた。

アルトマンが「流動性の爆発的増加」と呼んだ貨幣資本の投資需要は、年金をはじめとする資金運用型機関投資家が投資対象に選ぶ、国債をはじめとする高格付けの投資適格証券市場ではとりわけ顕著であった。MIT教授で全米経済研究所(NBER)に席を置くR. J. キャバレロによれば、金融恐慌に先立つ数年間、米国はもとより海外の中央銀行や機関投資家を含む金融機関にとって、投資適格な資産に対する「満たされることのない需要」が存在し、この資産不足が金融システム自体に強いストレスをもたらしていた。

これら金融機関と機関投資家の旺盛な需要が、米国の債券市場における安全資産の供給を大きく上回ったために、投資銀行は、これまで証券化に利用してこなかったハイリスクの債権（サブプライムローン、中小企業向けローン、消費者ローン、自動車ローンその他）を投資適格証券に転換（組成/販売）するためのスキームを新たに開発する必要に迫られた。

以上のような、「過剰流動性」が金融システム、とりわけ証券市場に及ぼす強いストレスに着目する人々は、今回の恐慌の基本的原因は、住宅の過剰供給や住宅ローンの審査基準の劣化ではなく、過剰流動性が作り出す投資適格証券の不足を埋め合わせるための証券化プロセスの突然かつ大規模な膨張と破たんであったと考えている。この意味で、今回の金融恐慌は、全般的な過剰生産に起因する再生産過程の混乱ではなく、むしろ「過剰流動性」が引き起こした証券化商品のバブル崩壊であり、その意味で独自の金融恐慌であった。

しかし、筆者が別の機会[13]に詳しく説明したように、これらの人々が重視する「過剰流動性」という概念は、きわめて多義的で、容易に定義することも、統計的に集計することもできないあいまいな概念である。一般に、流動性には(a)資産の流動性、(b)個別経済主体の資金的流動性、(c)市場の流動性、および(d)マネタリー流動性などの定義が使われているが、これらの定義の区別自体が、実際には曖昧である。さらに、それらの定義のいずれを採用するにせよ、それらを直接に金融恐慌の積極的要因として取り扱うことは困難である。

「流動性」を金融恐慌の要因として取り扱うためには、それをさまざまな架空資本市場で「投資適格」な証券や資産を探し求めている「貨幣資本」、ただし、資本の循環(G-W-G')の一契機として現れる貨幣資本ではなく、独自の価値増殖運動を展開する利

子生み資本あるいは貸付資本の意味における貨幣資本と考えなければならない。

したがって、証券市場における「超過需要」をもたらす貨幣資本の「過剰」とは、現実資本として生産や流通の拡大のために充当されない（資本家が望む利潤を上げられない）ために、資本の再生産過程から遊離した貨幣資本を意味するだけではなく、既存の証券市場で提供される投資適格証券への投資だけでは運用しきれない（従来への運用対象、運用基準では利生子生み資本として価値増殖できない）という意味で、二重の意味で「過剰な」貨幣資本と捉える必要がある。

## （2）貨幣資本の過剰蓄積と架空資本市場の膨張

1980年代以降に顕著になった貨幣資本の過剰蓄積は、70年代の経済危機を契機としているが、単に金融システム独自の要因だけではなく、その他多くの歴史的要因の相乗的結果として発生した。それらの内、もっとも重要な要因は、経営者の権力回復が可能にした賃金・雇用の抑制による労働分配率の低下、ICT化が可能にした生産性上昇と資本節約、これらの結果生じた利潤率の回復と株価上昇、経営者報酬の増大と富裕層向け減税であり、これら諸要因が、国際経済のマクロ不均衡および波動的な金融緩和政策と相まって、富裕層と機関投資家が運用する貨幣資本を急増させたことであった。

資本は、 $G - W - G'$  の循環形態で価値増殖する機能資本であれ、 $G - G'$  の循環形態で運動する貨幣資本であれ、一般的には貨幣資本の形態で運動を開始し、貨幣資本の形態で運動を終結する。この意味で貨幣資本は資本の一般的形態であるが、資本の他の存在形態である生産設備、中間財、労働力、商品等とは異なり、たとえ前記の意味で過剰であっても、いかなる投資にも充当されることなく、長くかつ大量に遊休すると言うことは例外的にしか生じない。

個別銀行に集中された貨幣資本が産業資本や商業資本の需要を上回って増加（資本の過多）すれば、まずは銀行間の資金の過不足を調整する短期金融市場を通じて運用され、あるいは家計や政府に対する投融資に充当される。さらに、これらだけでは運用しきれない貨幣資本は、さまざまな経路を介して、株式、国債その他の架空資本市場、あるいは貴金属、不動産、農産物、天然資源その他の商品市場での投機活動に運用される。国内で十分な運用部面が見いだせない貨幣資本は、海外の企業や政府機関、海外の金融市場での運用や直接投資、要するに資本輸出に充当される。

1970年代以降に顕著になった経済成長率の低下、家計貯蓄率の低下、実物的投資需要の減退、企業の手元流動性の増大、長期的低金利は、銀行が仲介する貯蓄・投資の間接金融の経路を衰退させた。豊富な流動性資金を保有する企業と莫大な富（金融資産）を集中した富裕層の資金、さらに、広範な中間層の貯蓄を集中する年金、保険、信託他の機関投資家の資金が、架空資本市場に動員されるようになり、旧来の株式市場や債券市場に変わる、新しい架空資本市場として仕組み証券市場およびデリバティブ市場を急拡大させた。こうして、金融機関だけではなく企業・家計の経済活動全般が架空資本市場

の運動に依存するようになった（金融の証券化）。

これらの全過程が意味しているのは、第一に、貨幣資本の蓄積が、さまざまな金融資産（貨幣請求権）の蓄積、したがって、さまざまな債務（貨幣支払い義務）の増大として、言い換えれば、金融市場と金融取引の増大として現れるということである。第二に、貨幣資本の過剰蓄積は、「商品としての資本」の価値を低下させ、金利水準を押し下げ、銀行の預金/貸出利ザヤを圧縮することによって、銀行の金融仲介機能を衰弱させる。

1980年代以降、とりわけ90年代以降に工業国を中心に顕著になったように、低成長経済への移行によって資本蓄積率が低下し、現実資本の再生産過程から遊離した貨幣資本が大量に証券市場や不動産市場に流入するようになれば、これらの取引を拡大するための新しい商品と取引スキームの開拓が必要になる。言い換えれば、銀行を始めとする金融機関の立場からは、金融イノベーションによって、社会的な所得のより大きな割合を金融市場に誘引し、貨幣資本の自立的な価値増殖の余地を新たに拡張することが必要になる。

1980年代以降、このような必要に促されて貨幣資本の価値増殖を促進する新たな方途を提供したのは、第一に、経済発展が著しく、投資資金が不足気味で、金利が相対的に高い途上国の金融市場であり、第二に、ファイナンス論と金融工学の発展によって促されたデリバティブ市場や仕組み証券市場に代表される新たな架空資本市場の爆発的な拡大であり、第三に、これら架空資本市場での貨幣資本の価値増殖を担当する新たな金融仲介システム（シャドバンキング）の形成であった。

1980年代以降、金融資産の総額は、世界的に見て、GDPの成長率を上回る増加率を記録し、2000年代初頭には世界のGDP総額の3倍に達した。その後も金融資産は増大し続け、金融恐慌直前の2006年には、総額206兆ドル、世界のGDPの3.5倍に増大した。その後金融恐慌によって189兆ドル（対GDP比3倍）に減少したが、2010年には219兆ドルの水準を回復した。

貨幣資本の過剰蓄積は、金融仲介に占める銀行信用の役割の低下を伴った。世界の金融資産総額に占める貸付債権の占める割合は、1995年の35%から、2000年代には5%台に低下した。金融部門全体の短期資金調達に占める付保険預金の割合は、1980年代の50%強から2000年代には30%強に低下した。家計部門の貯蓄に占める預金の割合は、80年代中期の20~25%から2000年代には10~15%に低下し、投資信託の割合が70年代末の2%から2000年代には10%以上に上昇した。また銀行ローンでは、商工業向けローンの割合が低下し、住宅ローンを始めとする個人・家計向けローンの割合が増大した。

銀行による金融仲介の衰退は、年金を始めとする機関投資家の運用資金の増大と表裏一体になっている。年金、保険、投資信託で構成される伝統的機関投資家の運用資産の総額は、2004年の48兆ドルから、2007年には80兆ドルに増加し、さらに、金融恐慌にも関わらず、2013年には100兆ドルを超え、その後も増大を続けている。これに加

えて、ヘッジファンド、投資ファンド、ソブリンウェルスファンドなど代替投資と呼ばれる非伝統的な機関投資家の資金も増大している。2014年で56兆ドルを超える個人保有の金融資産の多くも、いずれかの機関投資家に運用が委ねられている。

これらの機関投資家が運用する貨幣資本の大半は、さまざまな証券市場で運用される。このため、機関投資家の運用資金の増大は、証券ベースの金融取引増大、言い換えれば、金融の証券化を促進した。

金融化が急伸した米国では、証券市場で取引される株式、債券の時価総額は、1990年代後半期以降急増するようになり、1990年代末には合わせてGDPの4～5倍に達した。その結果、金融産業の構造も、商業銀行から投資銀行、資産管理会社、投資会社、投資信託など証券ベースのビジネスに従事する金融機関に移動した。2015年で見ると、運用資産規模で見て最大の金融機関は大手銀行組織ではなく、巨大化した資産管理会社である。また、大手銀行組織の多くは、伝統的業務の縮小を補填するために、それぞれ資産管理会社や投資信託を系列会社として運営している。

### (3) 架空資本市場の不安定性と金融システムの脆弱性

マルクスは体系的に仕上げられた恐慌論を残さなかったが、彼が、恐慌は信用制度の役割を抜きにして説明できないと考えていたことは間違いない。信用制度に依存した商業資本（とりわけ、最終的消費から遊離した卸売業や遠隔地取引の分野）の自立的運動が増幅する架空取引は、過剰生産を隠ぺいして累積させることで、恐慌の最重要な契機と考えられていた。その際、マルクスが想定した信用制度は、資本主義の再生産過程から遊離した蓄蔵貨幣を社会的に集中し、それを利子生み資本として産業資本と商業資本に貸し付ける、商業銀行中心の信用制度であった。そこでは、商業銀行の預金・貸出業務が、社会的な貯蓄と投資を媒介する金融仲介機能の中軸に位置づけられる。

銀行による金融仲介は、社会的な遊休貨幣の集中とリサイクル、銀行信用（預金）を貨幣に代替させることによる社会的必要貨幣の節約、手形交換制度や内国為替制度に代表される広域決済制度の運営他の銀行機能を介して、機能資本の価値増殖を促進すると同時に、資本の所有と使用を遊離させ、資本の集中を促進する。これらの銀行機能のうちに、マルクスは銀行資本の架空性——現金準備から遊離した銀行資本の形成——を見出している[14]。また、銀行によって貸し付けられる利子生み資本は、資本が「商品」として販売される「資本の商品化」の萌芽形態であり、資本の商品形態が架空資本の形態で発展・完成する最初の重要な契機をなしている。

マルクスがしばしば言及しているように、銀行を中心にして形成される信用制度は、一方で資本の競争と集中を促進し、資本の生産力の発展を促し、資本の「文明化作用」を早める役割を果たす。しかし、現代の複雑に発展した金融システムは、マルクスの時代のそれとはまったく様相を異にしている。現代の金融システムにおいては、無条件に商業銀行の預金・貸出業務を信用制度の中軸と想定することは適切ではない。また、現

代の金融システムの基本的役割を貨幣の節約、平均利潤の形成、資本の競争/集中の促進などの役割に見出すことも困難である。

現代の金融システムを特徴づけているのは、すでに述べたように、マルクスの時代とは比較にならない巨大かつ流動的な証券市場の成立であり、膨大かつ多様な架空資本の発行/流通である。このシステムの中では、旧来の株式・債券市場に加えて、仕組み証券市場、デリバティブ市場に代表される新たな架空資本市場が急膨張（セキュリティゼーション）している。そして、これらの架空資本市場を主導しているのは商業銀行ではなく、証券の組成、引き受け、販売、自己勘定取引を主要業務とする、投資銀行もしくは大手銀行の投資銀行部門である。

さらに、これら投資銀行の最重要な顧客は、生産拡大や技術革新のために追加の投資資金を必要とする産業企業ではなく、顧客（投資家、富裕層）のために莫大な貨幣資本を証券市場で運用する年金、投資ファンド、資産管理会社、投資信託などさまざまな機関投資家である。そして、大手投資銀行とこれら機関投資家との複雑かつ連鎖的な取引を支えているのは、預金市場ではなく、レポ市場、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）市場、証券貸借市場などの、証券ベースのホールセール短期金融市場である。

（注）このような証券ベースの金融システムが歴史的に形成されてきた最大の契機は、ヒルファーディングが夙に解明したように、20世紀初頭における株式会社制度の普及と、これに伴う証券取引所の発展であった。しかし、現代われわれが目当たりしている証券ベースの金融システムは、単に株式会社と証券取引所の歴史的発展の延長線上で説明するにはあまりにも複雑である。また、現代資本主義を主導する資本形態を、独占的な企業・銀行が融合・癒着した「金融資本」として捉えることは、正確な把握ではない。

現代の金融システムは、大手投資銀行とその証券化業務を支えるシャドーバンキング、年金・保険に代表される巨大機関投資家、ヘッジファンドや投資ファンドに象徴される投機的機関投資家、企業・金融機関・富裕層・公的組織の金融資産をグローバルな規模で管理する巨大資産管理会社、などで構成される、グローバルで階層的なネットワークである。これらの機関投資家はいずれも「架空資本」の形態で商品化された貨幣資本を自己増殖の手段に利用している。言い換えれば、これらはミンスキーのいわゆる「マネーマネジャー」であり、その意味で、現代資本主義はマネーマネジャー資本主義の様相を深めている[15]。

マネーマネジャー資本主義の最大の特徴は、第一に、消費財や生産財に代表される商品の生産/流通に代わって、「商品としての架空資本」の組成/販売が急激に膨張する傾向である。ここでは、一般商品の過剰生産にかわって、商品としての架空資本の過剰供給と価格暴落が経済全体の不安定性の最重要な契機となる。第二に、マネーマネジャー資本主義のもとでは、恐慌は過剰生産恐慌ではなく、主として銀行恐慌、通貨危機、証券/不動産のバブル崩壊の形態で発生する。

マネーマネジャー資本主義の不安定性は、架空資本ベースの現代資本主義の金融シス

テムに特有の不安定性に根差している。この不安定性を特徴づけているのは、第一に、商品としての架空資本、とりわけ現代のファイナンス論と金融工学に依拠して組成される新しい架空資本の複雑性と不透明性である。

伝統的な株式、社債、国債などの架空資本も、現実資本の「価値」から遊離した独自の価格を持つが、その価格は架空資本を裏付けている現実資本の価値ではなく、現実資本が生み出す将来の所得/利潤に対する請求権に依存している。さらに、その場合、将来の所得/請求権から架空資本の価格を導き出す資本還元(capitalization)と呼ばれる評価方式は、分子としての将来の所得/利潤だけではなく、投資家が期待する、リスクプレミアムを盛り込んだ期待利回りを分母として計算される。要するに、架空資本の価格は、現実資本の「価値」ではなく、現実資本が実現した利潤や現存する利回りでもなく、投資家が予想、あるいは期待する将来の利潤や利回りに依存している。したがって、投資家の予想や期待が変化すれば、架空資本の価格も変化するが、その変化のブレ幅は、一般に、架空資本市場に流入する貨幣資本の量が、流通する架空資本に比べて相対的に大きくなれば増幅される。

第二に、金融システムの不安定性は、巨大化した銀行資本や機関投資家の業績と財務の複雑性と不透明性、さらには、これらが形成するグローバルな取引ネットワークの複雑性と不透明性によって増幅される。現代の金融機関と機関投資家は、膨大かつ多様な金融資産を保有し、これらの保有のために、さまざまな資金源、とりわけレポ市場やABCP市場など、短期のホールセール市場に構造的に依存している。これらの短期金融市場は、さらにMMFに代表される投資信託の資金運用に依存しているが、その資金運用のスペンはきわめて短期的で、金融システムに何らかのストレスがかかると、きわめて大きな振幅で変動する。

これらの架空資本の複雑性と透明性、銀行組織の不安定な外部負債依存、大手銀行組織とシャドーバンキングとの不透明な関連、さらに、莫大な貨幣資本がさまざまな架空資本市場と短期金融市場をグローバルな規模で移動することによって形成される国際的な金融連鎖のネットワークが醸し出す金融システムの甚大な機能不全の危険性は、システムリスクと呼ばれているが、現代の金融監督機関は、このリスクを把握し、その暴発を防止する手立てをいまだ手にしていない[16]。

### Ⅲ. 金融不安定性と金融制度改革の限界

#### (1) 金融恐慌を契機とする金融制度改革

2007-10年金融恐慌は、1930年代の大恐慌および1970年代の経済危機に続く、資本主義の歴史を画する甚大な恐慌であった。とりわけ、この恐慌が世界の多くの専門家や監督機関の予想しえない契機、経過、帰結を伴って生じた経緯は、経済危機に関する主流派経済学の権威と監督機関の監督機能に対する公衆の信頼を大きく失墜させた。

IMFのデータベース[17]によれば、2007年夏のベア・スターンズ危機から、実質GDPの

回復によって危機終結が確認された2011年までの期間に、深刻な銀行危機を経験した国は、米英、EU諸国、東欧などを含め25か国に渡っている。これらの国では、いずれも銀行救済のための巨額の流動性供給/政府保証が提供され、この内、米英を含む15か国で、一部銀行が国有化されている。この間、米国では、累積でGDP比31%の産出低下、同23%の政府債務増加、同4.5%の財政費用が生じており、同様にEU諸国でも、全体としてGDP比23%の産出低下、同20%の政府債務増加、同4%の財政費用が生じている。金融危機がもたらしたコストは、総じて経済の金融化が急激に進行した諸国で深刻であった。とりわけ甚大な損失に見舞われたのは「金融立国化」を積極的に推進したアイスランドとアイルランドで、いずれもGDP比で40%を超える財政負担が発生している。

米国ダラス連銀のスタッフが作成した、今回の金融恐慌の経済的コストに関する詳細なリポートによれば、狭義の経済費用——産出減少および金融的富の減価——だけで、控えめに見て6兆ドルから最大14兆ドル（2012年ドル価値換算）に及び、これは、2012年の米国GDPの40~90%に相当する。これを米国の1家計当たりの損失に還元すると、5万ドル~12万ドルに相当する。その上で、同リポートは、金融恐慌のコストは、このような経済的・金融的コストに限定されるものではなく、人々に及ぼす心理的悪影響、失業増加がもたらす技術的退化、政府介入の増大他の社会的費用も考慮に入れる必要があると指摘している[18]。

このような甚大な経済的損失と社会的混乱を伴う経済危機の再来を防止するために、米国議会はオバマ大統領のイニシアティブのもとに、ニューディール以来の大規模な金融制度改革に乗り出した。行政府と議会が歴史的な制度改革に乗り出した理由は、恐慌の経済的コストの莫大さだけではなく、議会から金融恐慌の原因、経過、帰結について調査を移植された金融危機調査委員会は、400万家族が家を失い、米国の家計の富の11兆ドルを棄損した甚大な金融惨事が、通常のビジネスサイクルによってではなく、1980年代以降集中が進み、経済全体への影響力を強めた金融業界と金融監督機関の無責任と無作為の人為的結果であり、これらの人々が危機のさまざまな兆候に注意を払っていれば回避できた災害であったと指摘した[19]。

これとは別に、米上院の常設調査小委員会による調査報告書[20]は、ゴールドマン・サックスをはじめとする大手投資銀行の所業をつぶさに追跡・検証している。その結論として、金融恐慌が、ウォール街の大手投資銀行によるハイリスク証券を利用した、犯罪にも近い無謀な営利追及の結果であり、これに対して所轄の監督機関が適切な規制を行わなかったこと、格付け会社がハイリスク証券に不適切な高格付けを与えたこと、これにも関わらず、銀行経営者の誰一人責任を問われず、訴追を受けなかった司法の怠慢を批判している。このような金融エリートと監督機関や司法の無責任な行動が、米国の市場経済に対する公衆の信頼を大きく低下させ、米国市民のなかで自由な市場経済に信を置く人の割合は、2002年の80%から2010年には59%に低下し、この割合は、中国やブラジルのレベルを下回り、インドと同程度にとどまっていると指摘している。

ブッシュ（ジュニア）大統領の歴史的失政と金融恐慌の負の遺産を引き継いで船出したオバマ民主党政権は、納税者に莫大な負担をかけた恐慌の再来を防止し、ウォール街の向こう見ずな投機活動を抑え込むという触れ込みで、ニューディール以来の大規模な金融制度改革に乗り出した。この難題に取り組むために、オバマ大統領は金融問題の専門家として国民的声望の高いポール・ウォルカーFRB元議長を、改革案策定に責任を負う諮問会議の議長に任命した。

オバマ金融制度改革法（いわゆるドッド・フランク法）は、上下両院での紆余曲折の末、2010年7月に成立し、適用が開始された。同法は、大手銀行組織がヘッジファンドやエクイティファンドを運営し、高リスクの投資を行うのを制限する条項（ウォルカールール）を目玉にし、合わせて、すでに大きすぎてつぶせない(Too Big To Fail)と言われる巨大金融機関のこれ以上の集中を抑制する措置、金融市場における「消費者保護」を目的とする新しい監督機関の創設などを盛り込んでいた。

しかし、法の実効性を担保する多くの実施細目に関する連邦監督機関のすり合わせが難航し、これがいくつかの適用除外事項を残して決着したのは2013年12月のことであった。この間、調整の内容や文言の修正をめぐる、議会関係者はウォール街による執拗で激しいロビー活動に洗われ続けた。

これらのロビーイストたちが目の敵にしたのは、上述のウォルカールールの他に、従来大手銀行のドル箱であった店頭デリバティブ取引を、公的な監督下の取引所に集中する条項、これまで野放し状態であった住宅ローンやシャドバンキング・セクターでの消費者保護に責任を負う、独立の監督機関の創設に関する条項であった。最終的な条文は、非常に広範な問題をカバーしたきわめて膨大な条文になったが、改革の成否にかかわる重要事項については、いずれも当初の案文から大幅に後退した内容になった。

## （2）金融主導資本主義における金融制度改革の限界

金融恐慌を契機として試みられた金融制度改革の経過と顛末は、金融市場と金融産業の経済全体への影響力が極度に強まり、富裕層と機関投資家による膨大な金融資産（金融的富）の集積が進み、金融界と政界の融合・癒着（金権政治）が進行した金融主導型資本主義における金融制度改革の困難性と限界を浮き彫りにした。

第一に、大手銀行組織によるヘッジファンドなど投機組織への出資を制限するウォルカールールについて言えば、確かに、銀行組織のバランスシートで公表されるヘッジファンドなどへの投資は制限されたが、大きな抜け道が残されている。それは、大手銀行組織と投機組織との関係を媒介する、巨大投資（資産管理）会社の増加である。現代の金融システムにおいて、最大の金融資産を管理しているのは大手銀行持ち株会社ではない。米英仏日を代表する最大手の銀行持ち株会社5社の資産合計は、11兆ドル強であるのに対して、大手投資会社5社の管理資産合計は15兆ドルを超えている。これに関して注意が必要なのは、これらの投資会社の多くが、大手銀行組織の関連会社であるという



こと、さらに、これらの投資会社自身が、系列下のヘッジファンド、プライベート・エクイティファンドなど投機組織に資金運用を委ねる傾向が高まっていることである。言い換えれば、金融制度改革によって、不透明なシャドーバンキングの整理が進むどころか、二次的、三次的なシャドーバンキングの拡散が起きているのである[21][22]。

第二に、金融制度改革でヴォルカールールと並んで大きな論点であったToo Big To Fail問題に関して言えば、米国の最大手銀行と投資銀行の多くが経営危機に陥り、あるいは事実上破たんし、政府主導の金融集中が進められたために、生き残った巨大銀行組織の規模がさらに巨大化した。加えて、金融危機対応に含まれた、大手保険会社AIG救済や、本来FRBの救済対象ではない大手投資銀行が救済されたことによって、Too Big To Failの放棄ないし厳格適用という名分とは逆に、この不透明な政策の対象が拡張されたという認識が金融業界に広がっている。この状況は、ウォール街関係者の、一層の金融再編と銀行集中への衝動を強めるだけでなく、金融恐慌で明るみに出た金融業界のモラルハザードをさらに強める可能性を孕んでいる[23]。

第三に、金融制度改革をめぐるさらに深刻な問題は、甚大かつグローバルな金融恐慌の原因となるシステムリスクへの対応がまったく手付かずで残ったことである。たしかに、金融恐慌を契機に、バーゼル規制（自己資本比率規制）や米国のCAMELに代表される個別銀行の経営の健全性を担保するための規制手段に加えて、金融システム全体の安全性を高めるためのマクロプルーデンシャル規制とよばれる新しい規制の考え方がG7など国際フォーラムにおいて取り上げられ、専門家による研究も国際的に活発化した。また、監督体制の強化のための、監督機関の統合なども一定実施に移された。しかし、これまでのところ、システムリスクの予防的かつ有効な評価や対策を巡って、国際的な合意は形成されていない。それだけではなく、今後大手銀行組織や巨大保険会社、資産管理会社などが破たんした場合に適用される、「秩序だった清算」のための手続きや仕組みについても、実質的な議論はほとんど進んでいない[16][24]。

こうした状況は、経済の金融化と金融の証券化が著しく進展した金融主導型資本主義のもとで、金融システムを主導する大手銀行組織と巨大機関投資家の業務と行動を抜本的に規制することが如何に困難であるかを物語っている。この困難は、単に巨大化/多角化/グローバル化した金融産業の複雑性と不透明性からくるだけではない。またそれは、これら金融産業による、ロビー活動や政治資金の提供による政治支配に起因するだけでもない。

より根本的な問題は、現代の金融システムの経済全体に対する影響力が大きくなりすぎているために、政府監督機関が金融システムに政策的なストレスを及ぼした場合の波及効果が予測しがたいということである。金融グローバル化で、金融規制に関する各国の主権が大きく減殺されたために、脆弱な金融システムを抱える途上国や移行国で発生した財政危機や通貨危機が、不透明な金融連鎖を介してグローバル金融システムの中枢に波及する可能性が高まっている。

さらに、新たな金融恐慌の可能性は、金融証券化の結果、企業だけではなく、家計の経済行動と福利が、国際的な架空資本市場および、これを主導するさまざまな機関投資家の業績にますます依存するようになってきている状況にも伏在している。家計部門の金融資産の多くが保険や投資信託の形態で保有されており、労働者の年金制度が継続的な右肩上がりの証券価格に支えられている状況のもとで、いずれの国の政府・金融当局も、GDPの何倍にも膨張した架空資本市場を、「実体経済」と両立可能なレベルに圧縮する措置を実施することはほとんど不可能に近いと言わなければならない。

(注) 本論文の以上の「悲観的」判断は、何人かの著名な論者によっても共有されている。例えば、イギリスの経済学者ロバート・ウェイドは、ドッド・フランク法制定の顛末を、次のように評価している。「恐慌を契機に始まった再規制への動きの最終結果は、逆に大きな抜け道づくりであった。米国のドッド・フランク法は、監督機関自身による終わりなき規制いじりを引き起こし、馬車が馬もろとも通り抜けできる大きな抜け穴を残すことになった[25]」。米国の政治学者ダニ・ロドリックは、グローバル化が世界経済と国際政治に引き起こす解決困難な問題を取り上げた書物[26]で、金融恐慌後の国際的な規制強化の動きについて次のように論じている。「世界金融危機以降、グローバルガバナンスに熱心な人から見ると、国際協調はほんのわずかな成功しか収めることができず、各国の政策立案者からの権限の移行は期待外れのものであった。例えば、グローバルな監督機関や世界中央銀行は相変わらず空想の産物のままだ。起こった変化はほんの小さなものであり、表面上だけのものであった。」

#### IV. 金融主導型蓄積レジームの矛盾と資本主義の「危機」

##### (1) 金融主導型蓄積レジームの脆弱性と「資本主義論の危機」論

2007-10年金融恐慌は、現代の証券化が大きく進展したグローバル金融システムの不安定性と脆弱性を改めて明らかにした。またそれは、このグローバルな金融システムの動揺と混乱が、多くの専門家の予想をはるかに超えて、広範かつ甚大な経済的負荷を世界経済にもたらすことを明らかにした。この恐慌は、金融システムの健全かつ安定的な機能の維持が、資本主義と民主政治の存続においてどれほど重要な要件であるかについても、貴重な教訓をもたらした。

この教訓を軽視し、責任放棄をつづけた政府・監督機関の怠慢は、ドッド・フランク法の貧しい顛末によって贖われることはなかった。アメリカ社会は、その後のオキュパイ・ウォールストリート運動、さらには、トランプ政権の成立という米国政治史上における「事件」の形でその代償を払わなければならなかった[27]。

このような金融恐慌後の政治的・経済的状況を背景に、研究者やメディアの間で、市場の自動調整機能を強調する新古典派経済学や新自由主義イデオロギーに対する批判に止まらず、現代資本主義自体の持続可能性を俎上に乗せる議論が高まったことは自然なことであった。周知のように、資本主義世界を荒廃させた二度の世界戦争とその甚大な惨禍、米国における株式市場と銀行制度の崩壊に端を発し、前例のない規模で世界経

済を取縮させ、米国労働者の4分の1を失業に追いやった大恐慌、さらに、ロシア革命による社会主義体制の成立等を背景に、資本主義の「全般的危機」が国際的に議論されたのは1930～40年代のことであった。

いうまでもなく、現代資本主義のいかなる事態をもって危機と判断するかは難しい問題である。周知のように、フランスの経済学者トマ・ピケティは、深刻化する格差問題に焦点をあてて、このまま格差の拡大が放置されるなら、経済の効率性のみならず、民主政治への公衆の信頼が掘り崩され、資本主義は存続の危機に陥ると予想した[28]。ドイツの社会学者ヴォルフガング・シュトレークは、やはり、グローバル化によって損なわれる国民国家の統治機能と、増幅される格差問題が、多くの国で民主主義の土台を掘り崩し、資本主義の健全な存続を困難にすると警告を発している[29]。さらに、米国の国際経済学者ウィリアム・ロビンソンは、多国籍企業主導で進むグローバル化の問題に焦点をあてて、米英をふくむ工業国で、グローバル化の恩恵に欲することのできない多くの人々の不満を背景に、ポピュリズムの形をとった新しいファシズムが政治の主導権を握る危険性に警鐘を鳴らしている[30]。

このように、現代資本主義の危機を取り上げる論者の多くは、金融化、グローバル化、ITC化が進み、新自由主義が野放しにする格差拡大と雇用の不安定化によって社会的分断が深刻化し、ポピュリズムとナショナリズムの台頭によって生じる民主主義の危機に焦点をあてている。資本主義が、単なる経済システムではなく政治的、イデオロギー的統合によって維持される社会システムである以上、金融を含む経済システムで生起する問題が限度を超えて深刻化すれば、それが民主主義の存続に関わる問題として表面化することは、ある意味当然である。

しかし、これまで本稿で取り上げてきた現代資本主義の金融化と、この金融化の矛盾が暴力的に顕在化した今回の恐慌を契機にして資本主義の危機が注目されるようになった経緯を念頭におくと、その危機を掘り下げて論じるためには、金融化と証券化が進展した現代資本主義に独特の危機、言い換えれば金融主導型資本主義の発展を制約する矛盾と限界を立ち入って検討することが必要であろう。

## (2) 金融主導型資本主義 vs 「健全な資本主義」

金融主導型資本主義の矛盾を検討する場合の論点の一つは、金融主導型資本主義を特徴づける金融産業と金融市場の肥大化、架空資本市場の膨張と金融システムの不安定化が、資本主義の歴史的な発展経路から見てどのように位置づけられるのかという問題である。

マルクス経済学を含む非主流派経済学の一部には、金融主導型資本主義は、必ずしも資本主義の本来の発展経路の歴史的帰結ではなく、むしろ、多国籍企業主導のグローバル化、新自由主義的イデオロギーにもとづく誤った経済政策、および急激なICT化が企業経営と労働市場に及ぼした予想外のストレスによって、資本主義が本来の発展

経路から逸脱あるいは乖離した結果と捉える見解がある。この見解が正しいとすれば、現代資本主義の危機は、国民経済に責任を負う国家の復権によって行き過ぎたグローバル化を抑制し、ICTが引き起こす生産過程のイノベーションを、労働の排除ではなく、長時間労働や非正規雇用を含む労働疎外の克服に活用すること、さらには、抜本的な税制改革と所得政策他によって経済格差を是正し、資本主義を健全な発展経路に回帰させることが可能である。

これに対して、資本主義の発展経路には本来、言い換えれば資本の本性に根差す、金融化に向かう内在的傾向が作用しているとすれば、資本主義を金融化の経路から健全な発展経路に引き戻すことは、資本主義自体の体制的転換、少なくともその構造と運動形態の根本的な変革なしには、実現困難であろう。

近年の非主流派経済学における金融化アプローチをけん引してきたポストケインジアンの間で有力な見解は、金融化とそれに伴う資本主義の病理現象を、資本主義自体の内在的矛盾の表れとしてではなく、とりわけ新自由主義的経済政策によって資本主義が健全な発展経路から、短期かつ無謀な利潤追求の方向に乖離させられ、金融システムが資本蓄積を促進し、国民の福利を増進する本来の役割ではなく、ウォール街と経営者の利益増進の手段に転化した結果と見る見解である。

アメリカ経済社会で過去数十年間に進行した経済社会的、イデオロギー的な変化を総括し、今回の金融恐慌を、新自由主義と金融化がもたらした深刻な病理現象として考察したジェラルド・F・ディビスは、自身の主張の要点を次のように記述している。

「私の基本的な見解によれば、20世紀のアメリカ社会は大企業、とりわけ製造業とその活動を中心にして組織されていた。それが今では、アメリカ社会はますます金融を——単にウォール街の大銀行だけではなく社会活動のモデルとしての金融——を中心に組織されるようになっていく。もしもルージュ[デトロイトにあったフォード社の巨大な自動車製造施設]が1950年代のアメリカ社会の縮図であったとすれば、2000年頃のアメリカ社会を表示する縮図はナスダックである。」 [31]

ディビスによれば、製造業中心のアメリカ社会を衰退させたのは、1980年代に企業社会を襲った容赦ない企業買収の津波であり、これに続いた「株主価値」運動である。これら二つの動きがあいまって、それまで垂直的に統合されていた製造業のシステムを解体させた。この過程で、銀行業中心の金融セクターは、モーゲッジをはじめとする金融資産を証券化するウォール街モデル（組成/販売モデル）に転換した。この株主価値重視の傾向に、政府[政治]もまた追随し、政府の役割は企業の求める法制度を供給するだけでなく、従来政府が提供していた公共サービスを民営化し、アウトソーシングに依存するようになった。

株主価値重視の傾向は、年金制度や投資信託を介して、株式所有を広範な中産階級に広げることによって、金融市場（投資家）の論理を家計にまで浸透させ、金融が、アメリカ社会の新しい国家宗教(state religion)になった。2008年に勃発した恐慌

は、この国家宗教がアメリカ社会に如何なる代価をもたらすかを明らかにした。

ディビスによれば、経済の金融化がもたらしたのは、「[生産から遊離した]虚構としての資本」が支配する「ポートフォリオ社会」とでも呼ぶべき社会である。そこでは、社会生活のあらゆる範疇が証券化され、資本化される。国民の生活の拠り所を提供するのは、もはや企業や政府ではなく、投信信託や401(k)（確定拠出型年金）である。こうして、企業活動だけではなく、国民生活全体が、ウォール街を中心とする証券ベースの金融関連の機構の中に組み込まれる。

それでは、資本主義の歴史を画する金融恐慌の惨禍を経験したわれわれは、いかにして金融という名の国家宗教の呪縛から離脱し、いかなる社会を目指すべきなのであろうか。また、目指すべき社会を実現する運動は、いかなる展望あるいは目標にもとづいて組織されるべきなのであろうか。

この肝心の問題については、ディビスはほとんど何も語らない。かれは、かれの所謂ポートフォリオ社会（株主価値重視の金融主導型社会）がもたらした、5つの社会的病弊を挙げているが、それらの病弊を解きほぐして治癒する糸口が何処にあるのかは明らかではない。

（注）ディビスがあげるポートフォリオ社会の5つの病弊は、(1)大企業体制の崩壊によって、恵まれない境遇の出身者が階層の壁を越えてアメリカンドリームを追求することが容易ではなくなったこと。(2)グローバル化とオフショアリングによって、ホワイトカラーとしての将来のキャリアを担保する教育の役割が不確実になったこと。(3)企業が、労働者に在職中および定年後の社会的セーフティネットを提供しなくなったこと、(4)金融セクターの提供するサービスが、不透明、投機的、略奪的になり、一般市民の必要に合致しなくなったこと。(5)政府が公共サービスの多くを外注化、民営化したために、企業が手を引いた社会的セーフティネットの空白を埋められなくなったこと、である。

ディビスが、フォーディズムからポートフォリオ社会への転換を詳細に追跡し、ポートフォリオ社会の病弊をさまざまに指摘しながら、その持続困難性を浮き彫りにした功績は評価に値する。それにも関わらず、彼がポートフォリオ社会からの脱却の方途を示唆することが出来ないことには、明らかに理由がある。必ずしも明示的ではないが、彼が構想している方途は、新しいニューディール——人権と両立する雇用機会の創出、民主主義と両立する公平な富の分配、環境に配慮したイノベーション、教育・医療を含む公共サービスの再建他——である。これは、米国のラディカル経済学者の多くが思い描く方途に他ならない。

しかし、このような社会民主主義[福祉国家]的構想の根底にあるのは、ポートフォリオ社会と化した現代資本主義を、本来の、アダム・スミスの意味での「国民の富」の増進に資する健全な資本主義の発展経路からの逸脱、要するに資本主義の腐朽化と見なす資本主義観である。

この資本主義観によれば、ポートフォリオ社会からの脱却は、かつてローズヴェルト

が、資本主義の「全般的危機」と労働運動の歴史的な高揚を背景に、経営者を説得してニューディールを進めたように、国民の支持を集める強力な政府によって、実現可能に思われる。例えば、ピケティは、資本主義を救済するために、ラディカルな税制改革による所得と富の再分配を提案している。国家の役割の衰退に焦点を当ててグローバリゼーションの問題を検討したダニ・ロドリックは、偏狭なナショナリズムではない国家の復権を提起している。周知のように、ピーター・ドラッカーは、すでに1970年代に、企業経営の改善と労働者の福利向上を図るうえでの年金基金の役割に着目し、「年金基金革命」を提唱した[32]。ドラッカーの構想は、年金基金の役割を投機の渦から救い出し、長期的視野に立った企業経営と労働者福利の向上に役立てようとする構想として、現在でも一部研究者の間に命脈を保っている。

しかし、ドラッカーの着眼は、年金基金の役割増大という点では的を射ていたが、時代の制約によって、年金基金の行動を経済の金融化および金融の証券化という文脈の上で考察できなかった。このために、年金制度を通じる株式所有の大衆化が、企業の所有構造を変化させ、「年金社会主義」に向かうという短絡的結論に至っている。歴史に照らしてみれば、機関投資家としての年金基金の成長は、確かに株式所有の構造を変化させたが、この変化は、労働者の福利/人権の向上や地域/環境への配慮ではなく、むしろ労働者の生活基盤を招来にわたって金融市場に委ねる、ポートフォリオ社会の成立を後押ししたと言わなければならない。

近年では、年金基金のますます多くの資金が、短期的利回りのために、ヘッジファンドやプライベート・エクイティファンドの運用に委ねられるようになってきている[33][34]。現代資本主義の様相は、ドラッカーが想定した「年金社会主義」とは似ても似つかない「マネーマネジャー資本主義」の様相を呈している。

同様に、多国籍企業主導のグローバル化がもたらす問題について言えば、最初に思い出されるのは、コフィー・アナン国連事務総長（当時）が1999年の世界経済フォーラムで提唱した、企業・団体に人権、労働、環境、腐敗防止を柱にした10の原則の尊重と責任ある行動を求めた、「国連グローバルコンパクト」である。

（注）「国連グローバルコンパクト」が掲げた10原則は、(1)人権擁護の支持と尊重、(2)人権侵害への非加担、(3)結社の自由と団体交渉権の承認、(4)強制労働の排除、(5)児童労働の実効的な廃止、(6)雇用と職業の差別撤廃、(7)環境問題の予防的アプローチ、(8)環境に対する責任のイニシアティブ、(9)環境にやさしい技術の開発と普及、(10)強要や贈収賄を含むあらゆる形態の腐敗防止の取り組み、である。

確かにこれらの原則は、多国籍企業主導で進むグローバル化に伴う問題の所在と、それらの問題に人類的/地球環境的視点から取り組むために、企業に求められる責任とイニシアティブを明らかにしている。また、環境問題への配慮など、実際に部分的な改善に結びついた内容も含まれている。EUには、タックスヘイブンの規制に取り組む動きが広がっていることも事実である。しかし、全体的に見れば、国際社会による強制力を伴

わない国際機関の「要請」によって、多国籍企業の行動様式が大きく改善されると期待することはあまりにもナイーブである。

筆者の理解では、現在の危機の性格を理解するためには、危機の要因と考えられる個別的な問題ではなく、それらの問題の根底に作用している、資本主義の内在的な運動原理と、この原理に規定された発展経路に即して考える必要がある。

### (3) 金融主導型資本主義の危機と資本主義の危機

今回の金融恐慌によって顕在化した資本主義の危機の性格を、マルクス経済学の理論枠組みの中で、金融と架空資本の役割に関する議論を拡張・発展させることによって解明するいくつかの取り組みが存在する。それらの中で、筆者が注目するのは、ギリシャを拠点とする3人の経済学者（P. ディミトリス、J. ミリオス、S. ラパツィオラス）による、新しい政治経済学の提案である[35]。

かれらは、非主流派の間に流布している金融化という概念が、現代資本主義分析において有効であることを認めたとうえで、現在のところ、非主流派のアプローチが、「資本主義社会が新自由主義的に改造された理由と、その結果としての金融化について、十分に包括的な説明を提示できていない」と批判することから始めている。

かれらによれば、金融化は資本主義的生産の歴史がもたらした「ひずみ」ではなく、一貫した有機的発展の帰結である。現代金融は、非主流派の人々が批判する意味で、非現実的でも、機能不全でもなく、実体経済からの不健全な乖離でもない。現代資本主義の理解のためには、まずは、金融化を資本主義自体の内在的過程の歴史的帰結として理解する必要がある。現代金融は、一部の論者が侮蔑的に呼ぶような「洗練された高利貸し」ではなく、デリバティブ取引を含む現代金融の仕組みと革新は、資本主義の精神、言い換えれば、マルクスが解明した資本主義発展の文脈上に成立したものである。

われわれは、資本主義の精神[資本の論理]を度外視して、金融化を非難しても、これを克服する手立てを得ることはできない。必要なことは、金融化がいかにして1980年代以降、資本家の権力を強化したのか、資本の価値増殖の競争的条件を変更したのかを解明することである。同様に、多くのマルクス経済学者に伍して架空資本の虚構性を非難しても、現代資本主義の効果的な批判にはならない。なぜなら、架空資本は資本制的生産関係を物象化しており、投資家の空虚な幻影ではなく、資本の实在形態だからである。このことが意味しているのは、現代資本主義は資本家の権力の歴史的に特殊な組織形態を成しており、ここでは、金融市場を介する統治機構が決定的に重要な役割を担っているということである。

(注) 架空資本が資本の实在形態であるとするディミトリス他の言明は、マルクス信用論の標準的理解とは異なっている。マルクスによれば、一般に架空資本（株式であれ、国債であれ、その他の証券であれ）の価値は、「幻想的な資本」に対して現行の利子率に従って「資本還元」された、国民の富の大きさとは無関係な、「純粹に幻想的な価値」である。しかし、マルクス

この命題は、他方における、「資本としての貨幣又は諸商品の価値は、貨幣又は諸商品としてのそれらの価値によってではなく、それらがその所有者のために生産する剰余価値の分量によって規定されている」という命題とどのように整合するのか、必ずしも明確ではない。例えば、GMは、マイクロソフトと比較すると、簿価で55倍の膨大な生産設備と5倍以上の労働者を雇用しているが、その株式時価総額（資本還元された価値）は、26分の1（2005年）に過ぎない。資本市場は、GMの資本価値の評価に際して、「現実資本」の価値（取得価格、簿価、更新価格等）にはほとんど何の関心を払わず、また、誰も、その「価値」が現在いかほどであるのかを評価する手段をもっていない。マルクスの言う通り、GMの「資本としての価値」は、「その所有者のために生産する剰余価値の分量」によって算定されている。しかし、この剰余価値はすでに生産された剰余価値ではなく、投資家が予想する将来の剰余価値である。その意味では、株式制度が完全に発展した資本主義の下では、現実資本の価値が「幻想的」であり、株式時価総額として現れる架空資本の価値が「実在的」と言えないこともないのである。この点については、S. ビヒラーとJ. ニッツァンの論文が重要な問題提起を行っている [36]。

およそ以上のような問題意識に沿って、かれらは、マルクス『資本論』の論述を振り返りながら、資本主義に対する批判的考察の出発点が、貨幣資本循環の定式  $G—W—G'$  であることに読者の注意を促す。この定式は、すべての資本の運動が「自己目的としての貨幣」、「より多くの貨幣を創造する貨幣」の運動として自己を表現することを表している。言い換えれば、この定式は、単に貨幣資本の運動だけではなく、資本制的生産関係一般を表現している。

したがって、かれらの理解では、貨幣資本の運動から派生する利子生み資本こそが、資本のもっとも一般的な形態（資本そのもの、普遍としての資本）を表現することになる。そして、利子生み資本の発展が必然的に架空資本の成立と発展をもたらすとすれば、架空資本の形態は資本の純粋な発現形態であり、架空資本とその市場が全面的に発展した金融主導型資本主義は、資本主義の歴史的発展の本来の帰結であり、健全な発展経路からの逸脱や乖離ではありえない。言い換えれば、資本主義が、その歴史的発展のいずれかの段階で金融主導型資本主義の様相を呈することは、資本の内在的運動原理に照らしてみれば、当然の帰結なのである。

それでは、金融化が進展した現代資本主義に特有の金融不安定性とそれに付随する経済停滞と病理現象について、どのように理解すればよいのであろうか。

かれらによれば、資本主義における金融中心性の主たる帰結は、資本主義が歴史的危機に向かう傾向である。この傾向は、金融市場の順調な機能が、不安定な「市場流動性」に依存しているということに根差している。現代の金融システムは、グローバルに連結された架空資本市場の運動に依拠しており、高度に流動的な貨幣・資本市場に依存している。したがって、金融システムは発展すればするほど、市場流動性の動揺に対して脆弱になる。

かれらによれば、利子生み資本も、その発展形態としての架空資本も、資本化（資本



還元)の過程から自らの価値を獲得する。資本化は、一方では将来の、まだ実現していない利潤への期待に依存し、他方では、将来の金利変動についての不確実な予想に依存している。これらの期待や予想が変化すれば、架空資本の価値は変動し、それらを担保にして供給されていた市場流動性は消失する。これが、金融主導型資本主義を動揺させる「金融不安定性」の本質である。資本の本性が貨幣を増殖する貨幣であり、その純粋かつ発展した形態が架空資本であり、その意味で、金融化が資本主義の歴史的発展経路の帰結であるとするれば、資本主義はこの金融不安定性から逃れることはできないことになる。

私が見るところ、ここに紹介したディミトリス他の議論は、現代資本主義における架空資本の役割をめぐる重要な着眼を含んでいるが、いまだ粗削りで、十分に仕上げられているとは言えない。例えば、「流動性の危機」について言えば、金融不安定性を流動性の消失に帰着させるのは、前述のように、「流動性」の概念自体が多義的であいまいであるために、不正確な議論にならざるを得ない。

しかし、彼らの議論のもっと基本的な問題は、金融主導型資本主義の不安定性と危機を、ミンスキー的な金融不安定性の問題に帰着させている点にある。資本主義の歴史的限界は、資本の概念に内在する根本的な矛盾によって説明されなければならないのであり、この矛盾の現象形態である、金融肥大化と投機的証券化がもたらす金融不安定性によって説明することはできない。金融不安定性の理論的解明は資本主義研究の重要な課題の一つであるが、それによって説明できるのは、資本主義の歴史的限界ではなく、資本主義の循環がなぜ金融恐慌を伴わざるを得ないのかという問題である。

第四インターに属し、コンドラチェフ／マンデルの長期波動論の系譜に立つフランスの経済学者ミシェル・ウッソンは、経済の金融化＝現実資本主導から金融資本主導への蓄積構造の転換と、今回の金融恐慌に表れた現代資本主義の矛盾は、本来の資本主義の発展経路からの逸脱ではなく、逆に、資本主義がますます本来の姿——資本蓄積に対する社会的・環境的制約を排除して、短絡的に高い利潤率を追求する貨幣資本主義——を露わにしていることを示していると指摘した上で、「悪い金融資本から良い産業資本を分離することによって、競争的であると同時に公正な資本主義を実現しようという考えは、ユートピア的改革案であり、資本主義の現実の発展とは無縁の発想である」と論断している[37]。

ウッソンによれば、現代資本主義の深刻な病理の真の原因は、行き過ぎた貨幣資本主義にともなう金融不安定性ではなく、新自由主義と「第三の産業革命[ICT化]」が相まって促進する、経済過程からの労働力の排除（雇用問題）と労働分配率の低下であり、この結果としての資本蓄積率の傾向的低下である。彼によれば、資本主義が現在直面している問題の核心は、現代資本主義の蓄積様式の下では、生産性上昇の成果がもっぱら金融資産の保有者（経営者を中心とする富裕層、投資家）によって取得され、不平等/失業増加と金融的利得の増加が表裏一体で進行していることである。これが、現代資本

主義の体制的危機の本質である。

このような理解からウッソンが引き出す処方箋は、生産性上昇の成果を、富裕層/投資家の金融的利得ではなく、労働時間の短縮と雇用条件の改善に振り向けること、簡単に言えば、金融的利得を賃金に置き換えることである。彼の理解では、金融的利得から賃金への所得分配の変更は、一部マルクス経済学者が批判するような皮相な発想ではなく、現代資本主義の矛盾に取り組む場合の中心的なプログラムである。このプログラムは、グローバル化し、金融化（純粋化）した資本主義に対するアンチテーゼであり、それ自体、人類的な規模で構想され、組織される必要がある。

ウッソンのこの指摘は、現代の経済危機が、単なる金融危機に止まらないこと、2007-10年の金融恐慌が単なる金融的事象ではないこと、したがって現代資本主義論としての金融化アプローチは、金融経済学に矮小化されてはならないことを言い当てている。政治経済学としての金融化アプローチは、新自由主義、グローバル化、ICT化が、現代の階級関係、所得分配、国際関係に及ぼすさまざまな影響を射程に含む、現代資本主義の歴史的・構造的批判を可能にする理論枠組みを発展させる必要があるのである。

#### まとめ：資本主義の限界をめぐる金融化論の課題

現在、世界でもっとも影響力のあるマルクス経済学者の一人であるデヴィッド・ハーヴェイは、金融化とその帰結である金融恐慌に表れた現代資本主義の危機を生み出した「資本の矛盾」を総括的に検討した著作[38]の中で、今日の新たな危機をもたらしているのは、船体としての資本主義を動かす動力源（エンジン）である資本の運動原理に内在する、相互に関係するがそれぞれ異なった数多くの矛盾であると指摘している。

その際かれは、金融化の問題に注意を払っているが、この問題をもっぱら現代資本主義の下での格差（不平等）の拡大という文脈で論じており、金融化論が取り上げてきた貨幣資本の過剰蓄積、金融産業/金融市場/金融資産の膨張、企業と家計の金融化、要するに証券ベースの金融システムの拡大とこれが資本主義の運動に及ぼすますます強まる作用に関して、十分立ち入った理論的考察を展開していない。

私が見るところ、金融化に関するハーヴェイの不徹底な取扱いは、一つには、経済地理学者としてのかれの本来の学問的関心の置き所からきているが、もう一つには、マルクス経済学における架空資本論および金融恐慌論の未整備な発展状況からも来ているように思われる。

マルクス経済学は、架空資本の価格理論をほとんど手付かず状態で放置してきたし、デリバティブ取引についても、それを現代資本主義の資本蓄積に関係づける独自の理論を持ち合わせていない。この状態は、世界のGDPの三倍以上のさまざまな架空資本が市場取引され、さらにその3倍のデリバティブ商品が日常的に取引されている現代の金融システムの現状を念頭におけば、現代資本主義分析におけるマルクス経済学の有効性を損ねていると言えよう。

金融化アプローチは、すでに現代資本主義の政治経済学として、社会科学のさまざまな領域に浸透しているが、いまだ明確に定義された概念と、一貫した理論枠組みを発展させていない。しかし、このこと自体は、金融化アプローチの限界を示していると考えべきではない。近年の金融化論の影響が、狭義の経済学の領域だけではなく、社会学、経営学、政治学、国際関係論、文化・イデオロギー論その他の領域にまで及んでいることは、現代資本主義の批判的考察における金融化アプローチの射程の広さを示していると考えべきであろう。

私が今後の金融化アプローチに期待するのは、第一に、このアプローチを採用する論者の一部にみられる、貨幣資本と現実資本、貨幣経済と実体経済、さらには貨幣と労働を二元論的、対立的に捉え、前者の行き過ぎた肥大化と権力が、後者の健全な発展とこれに依拠する家計の福利向上を阻害しているとする捉え方を克服し、ディミトリス他が提起するように、金融化を資本主義の歴史的発展の筋道に批判的に位置づける作業である。

第二に、金融化アプローチ以外の政治経済学が提起している、現代資本主義を特徴づける諸要因とそれらの複雑で多面的な作用を十分に考慮に入れる必要性である。金融化アプローチを、資本主義の体制的危機の理論にまで高めるためには、新自由主義、グローバル化、ITC化を含む、現代資本主義の蓄積と運動を規定している歴史的諸要因が、企業経営、階級関係、国際経済、経済政策その他に及ぼす影響を全体として考慮にいれる必要がある。

しかし、以上のことは、現代資本主義分析における金融システム分析の独自の重要性を否定するものではない。現代資本主義が金融主導型資本主義の様相を深め、その矛盾が、金融システムの激しい動揺として繰り返し発現している事実は、現代の金融システムの異常な膨張と不安定性をもたらしている諸要因の中に、現代資本主義の体制的危機を解明する重要な手掛かりが隠されていることを示唆している。資本主義の歴史的限界を金融システムの限界（金融不安定性）に矮小化することは誤っているが、現代の金融システムの構造と運動を徹底的に考察することなしに、現代資本主義の体制的危機を理解できないこともまた事実なのである。

#### 参考文献

- [1]William Lazonick, *The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained*, Background paper for a presentation to the Seattle University School of Law 5<sup>th</sup> Symposium, 2012.
- [2]L.Erturk, et al, *The Democratisation of Finance/: Promises, Outcomes and Conditions*, CRESE working paper, November 2005.
- [3]Robin Blackburn, *Finance and the Fourth Dimension*, *New Left Review*, May-June 2006.

- [4]G. A. Epstein, Introduction: Financialization and the World Economy, in *Financialization and the World Economy*, 2005.
- [5]Mike Konczal & Nell Abernathy, *Defining Financialization*, The Roosevelt Institute, 2015.
- [6] F. Chesnais, Fictitious Capital in the Context of Global Over-Accumulation and Changing International Economic Power Relationships, in R. Bellofiore & G. Vertova (ed), *The Great Recession and the Contradictions of Contemporary Capitalism*, Edward Elgar, 2014.
- [7]Robert Guttman, A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis, *Revue de la Régulation*, Autumn 2008.
- [8]M. Aglietta, *Régulation et crises du capitalisme*, Paris Calmann-Ley, 1976.
- [9]R. Boyer, Is Finance Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism A Preliminary Analysis, *Economy and Society*, (29)1, 2000.
- [10]E. Stockhammer, Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime, Paper presented at CEPN Seminar, April 4, 2008.
- [11]高田太久吉「過剰生産恐慌と独自の貨幣恐慌——今次金融恐慌の基本的性格規定をめぐって——」高田太久吉『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社（2015年）第5章。
- [12] R. Altmann, Global Debt Markets in 2007: New Paradigm or the Great Credit Bubble, *Journal of Applied Corporate Finance*, Morgan Stanley, (19)3, 2007.
- [13]高田太久吉「金融危機の要因としての過剰流動性について」高田太久吉『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社（2015年）第3章。
- [14]大谷禎之介「「銀行資本の構成部分」（『資本論』第3部第29章）の草稿について——第3部第1稿の第5章から——」『経済志林』(63)1, 法政大学 1995年。
- [15]Randall Wray, Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis, Levy Economic Institute, working paper, March 2011.
- [16]高田太久吉「システミックリスクとマクロプルーデンシャル規制——金融制度改革の一論点——」『商学論纂』(57) 5/6、中央大学商学研究会、2016年3月。
- [17]Luc Laeven & Fabian Valencia, Systemic Banking Crises Database: An Update, IMF working paper, June 2012.
- [18]T. Atkinson, D. Luttrell, & H. Rosenblum, How Bad Was It? :The Costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis, FRB Dallas, staff papers, July 2013.
- [19]Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, US Congress, January 2011.
- [20]US Senate Permanent Subcommittee on Investigations, *Wall Street and the*

*Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, 2011.

[21] Nicola Doyle et al, *Shadow Banking in the Euro Area: Risks and Vulnerabilities in the Investment Fund Sector*, European Central Bank, Occasional Paper, June 2016.

[22] Andrew F. Tuch, *The Remaking of Wall Street*, Washington University, Legal Studies Research Paper, July 2017.

[23] 高田太久吉「国際金融危機と Too Big To Fail 問題」高田太久吉『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社（2015年）第9章。

[24] Arthur Wilmarth Jr., *Turning a Blind Eye: Why Washington Keeps Giving In to Wallstreet*, George Washington University Law School, research paper, 2013.

[25] Robert Wade, *Capitalism and Democracy at Cross-Purposes*, *Challenge*, (56)6, 2013.

[26] ダニ・ロドリック著/柴山桂太・大川良文訳『グローバリゼーション・パラドックス』白水社、2014年。

[27] 高田太久吉『引き裂かれたアメリカ——富の集中 経済危機と金権政治——』大月書店、2017年。

[28] Thomas Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, The Belknap Press of Harvard University Press, 2014.

[29] Wolfgang Streeck, *On the Dismal Future of Capitalism*, in Wolfgang Streeck et al, (ed) *Does Capitalism have a Future?* Socio Economic Review, (14)1, 2016.

[30] William I. Robinson, *Global Capitalism and Its Anti"Human-Face": Organic Intellectuals and Interpretations of the Crisis*, *Globalization*, Routledge, 2013.

[31] Gerald F. Davis, *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*, Oxford, 2009.

[32] Peter F. Drucker, *The Pension Fund Revolution*, Harper & Row, 1976.

The Conference Board, *The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, research report, 2010.

[33] Taliya Cikoja & Nina Paklina, *Pension Fund Use of Alternative Investments and Derivatives: Regulation, Industry Practice and Implementation Issues*, IOPS working paper on Effective Pension Supervision, No.13, September 2011.

[34] The Conference Board, *The 2011 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, 2010.

[35] Dimitris P. Sotiropoulos, John Milios & Spyros Lapatsioras, *A Political Economy of Contemporary Capitalism and Its Crisis: Demystifying Finance*. Routledge, 2013. 本書については、筆者による抄訳をホームページ (<http://www.takuyoshi.sakura.ne.jp>) の「資料紹介・翻訳」欄に公表しているので、

関心のある人は参照してほしい。

[36]Shimshon Bichler & Jonathan Nitzan, Capital Accumulation: Fiction and Reality, *Real-World Economics Review*, 72, 2015.

[37]Mishel Husson, *Kapitalismus pur:Deregulierung, Finanzkrise und weltweite Rezession Eine Marxistische Analyse*, Nerner ISP Verlag, 2009. 本書についても、筆者による抄訳をホームページ (<http://www.takuyoshi.sakura.ne.jp>) の「資料紹介・翻訳」欄に公表しているので、関心のある人は参照してほしい。

[38]David Harvey, *Seventeen Contradictions and the End of Capitalism*, 2014. 大屋定晴他訳『資本主義の終焉——資本の17の矛盾とグローバル経済の未来——』作品社、2017年。