

ディミトリス・ソティロプロス/ジョン・ミリオス/スピロス・ラパツィオラス

『現代資本主義の危機と政治経済学——金融資本主義の解明——』

*A Political Economy of Contemporary Capitalism and Its Crisis: Demystifying Finance.*

By Dimitris P. Sotiropoulos, John Milios, and Spyros Lapatsioras

First published 2013 by Routledge

(訳者解題) 本書の3人の著者たちは、いずれもギリシャ出身のマルクス経済学者で、近年では、今回の経済危機、とりわけ欧州危機とギリシャ問題、現代帝国主義などについて旺盛な研究業績を発表している。また、本書は、現代資本主義分析の焦点に、階級的支配の技術としての「金融化」を設定し、架空資本に関するマルクスの論述の新しい読解を通じて、現代資本主義分析の新しい理論枠組みを提示することをめざしている。著者たちは、マルクス『資本論』の非伝統的な解釈を踏まえて、金融だけではなく、イデオロギーと諸制度、証券化と架空資本、情報問題と金融ぜい弱性、他に関する刺激的で興味深い考察を展開しており、これらを全体として資本制的階級関係の機能と再生産の考察に結び付けている。かれらの論述の中で訳者がとりわけ興味深いと考えるのは、架空資本によって完成される資本の物神性についてのラディカルな解釈である。現代資本主義の富は、すぐれて膨大な架空資本の集合として現れるが、これら架空資本が資本還元によって受け取る貨幣価値が、単に幻想的あるいは虚の価値であるのか、それとも資本主義的関係の内在的本性に根差すリアルな価値であるのかは、現代の金融分析においてきわめて重要かつ複雑な理論問題である。本書の著者たちは、この問題をめぐって、資本のさまざまな物神性を、資本家階級の経験論とイデオロギーが人々の意識の上に引き起こす、単に誤った、あるいは表層的な認識としてではなく、むしろ、資本制的関係の内在的本質に根ざすリアルな認識として概念化し、従来のマルクス経済学には見られなかった架空資本の新しい理論を提示している。この理論によれば、架空資本の価値を単に幻想上の、あるいは虚の価値ではなく、資本制的階級関係の本質に根ざす、リアルな価値として規定することが可能になる。また、効率的市場仮説の批判に含まれる、情報についての著者たちの取り扱いは、新古典派経済学の批判において、きわめて重要な視点を提示している。

なお、本書の英語原文には、直接的な逐語訳では文意を正確に伝えられない記述があり、訳文では文意（訳者の解釈にもとづく）の伝達を重視し、相当程度の意識を行っている。また、必要な場合には[・・・]を挿入することによって、解釈を助ける言葉を補っている。したがって、訳文を一読して文意に疑問が生じた場合には、それぞれ原文を参照してほしい。なお、訳文に付した下線は訳者が重要な論点と考えた箇所をしめしており、これらの内の幾つかの論点については、当該段落の末尾に（訳者付記）として訳者の注記を付している。訳文と合わせて参照していただきたい。

## 序文

近年の金融危機が第二次世界大戦後に例の無い危機であることは、多くの経済学者によって認められている。同時に、この危機は現代資本主義の動態をあらわにし、われわれの理解を助けてくれる「限界的瞬間」でもある。近年の議論では、殆どの論者が、金融化と言う用語で現代資本主義を把握している。

現代の非主流派経済学の基本的な観点は、新自由主義とグローバル化した金融セクターのヘゲモニーが、資本主義の独特の略奪的バージョンを生み出し、このバージョンには危機に向かう内在的傾向が潜んでいるというものである。現代資本主義に関連する文献で、金融化と言う用語は、国内的・国際的いずれのレベルでも、経済の作用および統治機構における、金融市場、金融的動機、金融機関および金融エリート的重要性が高まっていることを表している。

かくして、ケインジアン的な議論をする人々にとって、新自由主義は不公平（所得分配の点で）で、不安定で、発展を阻害する資本主義の変種であり、その直接的な帰結は、労働者の所得の減少と投機のまん延である。この一般的な捉え方は、マルクス主義者の議論にも広まっているように思われる。マルクス主義の影響下にある多くの理論家にとって、二つの問題が存在する。すなわち、新自由主義的資本主義は高い水準の利潤率の回復、言い換えれば力強い資本蓄積を可能にする満足のゆく利潤水準の回復に失敗したのか、それとも、逆に、利潤水準が高くなりすぎて、労働者階級の所得が社会的生産を消費できない低水準に置き去りにされてしまったのか、という問題である。いずれにせよ、資本主義は（1970年代中期以降、あるいはそれよりも幾分遅れて）、容易に終わりが見えない慢性的な危機に捉われているように見える。この過程の帰結は、大量の資本が投資のはげ口を見出すことができず、[金融市場に]バブルの危険をもたらすか、あるいは信用に依存した無理な蓄積のために効果の乏しい政策に頼るかのいずれかに陥っている。

本書の目的は、以上のような見地を包括的に評価し、それらの起源と、現実解釈における有効性を明確にすることである。本書では、マルクスの分析が改めて見直されるが、それは、彼のもともとの概念体系が現代金融市場の発展を考察する包括的枠組みとして役立つことを明らかにするためである。

われわれの理解では、非主流派アプローチの非常に多くが、確かに現在の資本主義の重要な側面を反映しているが、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。それらの基本的弱点——それは同時に、それらを結びつけている紐帯でもあるのだが——は、資本の収益性を確保するための新自由主義的処方箋を、利潤生産の問題としてではなく、所得再分配の問題——主として流通分野に関わる問題——として提示していることである。この観点からは、現在の資本主義がうまく発展せず、安定を欠くのは、ある種の「貪欲」の結果であるか、幾分かは、所得分配の統治関係を適正に規制できない結果である。

本書では、金融化を資本主義的生産のひずみではなく、有機的[一貫した]発展として考察する。同様に、現代資本主義の労働と資本の分析においても、非主流派の典型的なアプローチとは顕著に異なっている。現代金融は、非現実的でも、病理的でも、機能不全でもない。この意味で、我々の立場は、現在のグローバルな金融状況を投機的と見て、金融の「実体」経済からの深まる乖離に懸念を表明する人々とは明確に異なっている。金融化を資本主義の内在的過程として理解することで、我々は金融化が、資本家的権力関係を組織するための技術としてどのように機能しているかを明らかにしたいと考えている。

(訳者付記) あらかじめ指摘すれば、金融(化)を「資本家的権力関係を組織する技術」ないし、その権力の作用形態として考察するアプローチは、Nitzan & Bichler, *Capital as Power*(2009)と類似している。かれらの認識はまた、資本家的権力と資本関係の再生産におけるイデオロギー——物神化された社会認識——の役割の重視という点でも、共通である。

金融化とデリバティブ市場が実現しているのは、単なる集中的な情報の収集と評価だけではない。金融市場による評価プロセスは、資本家的権力関係を組織化する上で重要な意味をもっている。われわれの観点では、これが、マルクスの理論の基本的メッセージである。金融化は、この[金融市場による]評価がどのように資本の目標の実現を促進し強化するかという問題と関係している。金融化は、社会的な権力関係を組織し、その力と有効性を強める補強的パワー[権力の]テクノロジーとして発展したのである。

マルクスは、金融市場の社会的性格を記述する場合、「架空資本」の概念を導入し、フェティシズム[物神崇拜、社会関係の物象化]について述べている。かれは、資本資産(capital assets)が資本の社会関係の具象化された現象形態であることに、われわれの関心を向けようと努めている。資本資産は、実際には、資本関係の構造的表現物であり、資本主義社会の階級的性格をあいまいにする対象化された表象(objectified perceptions)であり、同時に、資本家的権力関係を効果的に再生産するのに必要な本来の行動様式を指示し、呼び起こすものである。

金融化は、実在する社会関係の文脈(context)の中で、[資本が]基本的な目標を達成すること——矛盾を伴うとはいえ——を可能にする、広範な制度、手続き、見解、戦略を体現している。これは、社会関係の商品化に関するマルクスの議論[物象化論]の別の表現に他ならない。金融市場は、個別経済主体を評価し、それらを効果的に組織する機能と、同時に、特定の形態の金融を促進するという、二重の機能を持っている。デリバティブを始めとする、あらゆる現代金融の仕組みと革新は、マルクスの全業績が指し示す[資本主義発展の]文脈の実現に必要な条件である。要するに、[現代の]金融は、洗練された類の高利貸しではなく、資本主義の精神に沿って発展したものなのである。

本書の第2部(金融革新、貨幣、資本主義的搾取：経済思想史の小さな迂回路)で、われわれは非主流派、主流派、マルクス学派によって、金融の役割に関して提起された基本

的命題を批判的に検討する。われわれは過去および現在の資本主義の傾向をめぐって、それらが提供している洞察の有効性を検証する。さらに、われわれは、現代の金融分野で生起している変化の社会的本質を理解することを可能にする新しい研究領域を提示している、マルクスの独自の理論的問題提起に焦点を当てる。これと対照的に、主流派の経済理論は、金融に関して立ち入った、本格的な考察を加えること、金融を一般的な経済理論に組み込み、とりわけ資本主義の不安定性と危機の説明に組み入れることに困難を見出している[訳者の理解では、この点でマルクス学派の多数意見にも同様の困難が指摘できる]。

第4章(デリバティブは貨幣なのか)は、デリバティブを新しい貨幣形態として把握しようとしたヒルファーディングの先駆的なアプローチを批判的に取り扱う。第5章(金融、規律、社会的行動：本格的に言明されたことが無い一つの問題の名称を跡付ける)では、資本家の権力を統合する金融の役割を浮き彫りにするために、ブルードン、ハイエク、ミーゼス、ランゲ、およびケインズの関連業績を再検討する。われわれの主要な結論は、金融の役割は将来を予測することよりも、たとえ将来の結果の推測を介してであるにせよ、現在を規律付けることである。

(訳者付記) デリバティブを新しい貨幣形態(基軸通貨)として把握する試みは、現代では Bryan & Rafferty, *Capitalism with Derivatives*(2006)に見られる。ただし、かれらの研究は、本書が紹介するヒルファーディングのアプローチを継承しているわけではない。しかし、デリバティブの経済的役割を、抽象的リスクの形成、リスク一般の表現と考える点で、本書の共著者の一人ラパティシオラスの見解と共通点がある。

本書の第3部(金融を再考する：マルクスの分析枠組み)は、先行する第1部および第2部の議論に依拠して、現代資本主義分析の理論を体系化する。そこで、金融化が如何にして資本家の権力を補完し、強化するのか、さらにまた、資本の価値増殖の競争的条件と新自由主義的な金融機構を形成するのかを明らかにする。それと同時に、われわれは、金融化に内在する矛盾を検討し、何故に不安定性と効率性が現代資本主義の同じコインの表裏をなすのかを説明する。

第6章(金融のエピソード)では、金融市場の発展史の主要なエピソードを取り上げる。ここでは、金融分野の役割を統合する国家の決定的な役割について暫定的な例示を提供する。第7章(架空資本と金融：[『資本論』第三部における]マルクスの分析への手引き)では、マルクスの架空資本範疇に照らして現代資本主義の発展を分析する。架空資本が「架空」であるのは、一般に言われているように、生産の現実的諸条件から乖離した想像的事象と言う意味ではなく、それが資本家的生産関係を物象化しているという意味であり、架空資本は資本の実在形態なのである。この観点から見れば、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な役割を担っている。

(訳者付記) 架空資本を単なる架空の、空想的な、紙券上の、資本形態ではなく、「資本

家的生産関係を物象化した、資本の实在形態」として概念化する観点は、経済の金融化と「資本の架空資本化」が極度に進行した現代資本主義の分析において、きわめて重要である。現代のマルクス学派に求められている重要な理論的課題の一つは、この概念を、マルクスの価値概念と資本概念を放棄することなく、現実の分析に適用可能な水準に具体化することである。

第8章(権力のテクノロジーとしての金融:マルクスの理論枠組みにリスクを組み込む)では、われわれは、なぜ債務の証券化が重要なプロセスになったのか、またそれは如何にして現代の信用システムの成立と、その目下の危機をもたらしたのかを論じる。さらにわれわれは、金融化とデリバティブ市場が、[現代資本主義の]現実をリスクの観点から解釈し、理解する普遍的方法を提供することを通じて、如何にして金融資産の徹底的な「精査」を可能にしたのかを説明する。この文脈において、われわれは、金融の機能が、資本制的価値増殖一般に含まれる一連の階級的摩擦やその他の(すでにリスクとして認識されている)事象を[市場の用語と基準で]表示し、それらを[単一の通約因数によって]等価物として関係づける——すなわち、価値形態を付与する——点にあるという命題を擁護する。

本書の第4部(ユーロ圏の危機)では、前述のわれわれの論旨をより明確にするために、現代資本主義の動態の例示としてユーロ地域に焦点をあてる。ここでは、通貨統合の戦略は、さまざまな加盟国における労働の再組織化に不断の圧力をかけるためのメカニズムとして分析される。この文脈において、われわれは、如何にして金融市場における緊張が資本—労働関係をめぐる諸問題への新自由主義的対応を集約し、方向づけているか、さらに、この最新の洗練に達した金融構造の存在が、如何にして国家権力を助けて、資本の利益を優先する政策の実施を可能にしているのかを明らかにする。

第9章(通貨同盟の政治経済学を目指して:ユーロ圏の危機の再検討)では、ユーロ圏の構造を検討する。われわれの分析は、この地域における持続的な不均衡は主として金融勘定における不均衡であるという命題を擁護する。それは、「周縁」諸国の高い経済成長率の結果であり、国内的債務コストの急速な低下と、これら諸国への外国資本の大きな流入を伴った。要するに、現在見られる経常収支の不均衡は、[赤字国の]競争力の基本的な欠落がもたらした結果ではない。とどのつまり、経常収支の不均衡は、欧州通貨同盟(EMU)内部における一連の象徴的關係を背景とする階級闘争の発展の結果なのである。第10章(欧州型統治とその矛盾)では、第4部の結論として、欧州統合プロセスにおける新自由主義的アジェンダの階級的な性格に焦点があてられる。

(訳者付記)ここに提示されたユーロ危機分析の観点は、かねてより訳者が提示し、今日では次第に多くの研究者が共有するようになっている観点に非常に近いものである。この点については、拙稿「欧州経済統合の矛盾と金融・財政危機」『前衛』2012年3月所収、「欧州統合と多国籍企業のグローバル化戦略」『経済』2012年8月他を参照してほしい。

最後に、本書をしめくくる「結語」では、われわれの理論的主張が要約される。われわれは、マルクスの経済学批判の理論体系と、主要な非主流派による危機と金融をめぐる議論から見えてくる見解との緊張関係に焦点をあてる。われわれはまた、一般的な政治アジェンダのアウトラインを描き出す。

## 第1章 (省略)

## 第2章 (省略)

### 第3章 金融は生産的なのか、それとも「寄生的」なのか

#### 1. 他人の所得の収奪としての金融

初めに先の二つの章で行った議論を要約しておくことにする。第一に、資本家を、資本の希少性を利用して絶対地代として所得を受け取る、不在的・非機能的領有者と見なす思考方法は、リカードの業績に端を発している。第二に、資本所有者の生産過程からの分離は、かれらを、「現実の」生産過程で創造された所得を奪い取ることで利益を得ている、金融領域の住人と見なすアプローチに繋がっている。この意味で、不在的資本所有者は、使用価値の蓄積を回避しながら流通分野（略奪と投機によって）で利潤を追求する、旧態の高利貸しのように機能する。要するに、これが多くの文献に見られる、マルクスの定式  $M-M'$  の読み方である。

このアプローチによれば、資本主義の利潤は二つの異なったルートから派生する。一つは生産的ルート ( $M-C-M'$ 、ここでは  $M$  は貨幣、 $C$  は商品、 $M'$  は  $M+\Delta M$  を表す) であり、もう一つは寄生的あるいは投機的ルート ( $M-M'$ 、ただし  $M' = \Delta M'$ ) である。言うまでもなく、リカードは後者の結論ないし範疇化に到達したわけではない。にもかかわらず、現代資本主義の発展の把握にまで彼の推論を延長すれば、ただちにこの結論が帰結する。この見方によれば、もしも資本主義社会において不在的資本所有者が支配的になれば、資本主義の「生産的」側面が抑圧され、投機的・略奪的活動が優越的位置を占めるようになると予想される。その理由は、資本主義の主要な動機が金融的流通の領域での利潤追求、つまり、他の（生産的）資本のフラクションによって創造された利潤の略奪に求められるからである。流通は、前もって生産によって生み出された利潤を吸収する主要な手段になり、これが使用価値の生産を停滞させ、不安定にするのである。

とりわけ伝統的な（リカード的）マルクス主義では、流通と金融の分野におけるあらゆる労働過程は不生産的と見なされ、これらの分野の個別資本家が手にする利潤は、単に生産的（産業的）資本家の活動からの所得移転と見なされる。それにも関わらず、産業的生産はわれわれの時代の資本主義世界ではすでに中心的ではなくなっている。近年の文献の多くが、この結論にもとづいて、現代資本主義を不合理なまでに略奪的で非機能的である

と分析している。

本章で、このような思考方法に対して二つの方向から疑問を呈する。金融会社を設立するための資本家の投資は、断じて「不生産的」ではない。同時に、[この思考方法の]もう一つの誤りは、いわゆる金融資本の論理が産業資本の論理から独立し、それと矛盾し、それに優越すると仮定していることである。言い換えれば、われわれは金融の発展は経済の生産能力との関係で非機能的で抑圧的だと考えるべきではないということである。本章は、金融の役割に関して、これらとは異なるマルクスの読み方を紹介するが、その立ち入った議論は本書の後の部分で展開されるであろう。

## 2. マルクスの貨幣的資本分析：資本制的生産とは何か、だれが生産的なのか？

第2章[本稿では省略されている]で展開したわれわれの論述を要約すれば、資本主義と資本家的生産に関して手始めとなる包括的な定義は以下のようなものであろう。すなわち、貨幣資本循環の定式  $M-C-M'$  (われわれの理解では、この定式は、貨幣資本だけではなくすべての個別資本の循環を表している) に適合して、「自己目的としての貨幣」あるいは「より多くの貨幣を創造する貨幣」の形態で自己を表現する歴史的に特殊な社会関係である。マルクスはこの貨幣資本循環の定式が、実は資本制的経済・社会関係そのものを表しており、いまでは交換目的の生産、および利潤目的の生産になっている直接的商品生産過程を包含していることを明らかにしている。資本制的経済・社会関係の文脈では、資本としての貨幣の運動は、生産過程を流過程に結びつけ、これによって商品生産は、社会的資本の循環の局面あるいは契機 (ただし、価値増殖の全過程にとって基本的な契機) になる。

$$M-C (LP+MP) \cdots P \cdots C' \cdots M' \quad (1.1)$$

資本家は市場では貨幣  $M$  の所有者として登場し、生産手段( $Mp$ )および労働力( $Lp$ )とで構成される商品( $C$ )を購入する。生産過程( $P$ )では、これらの商品は生産的に使用され、別の商品、すなわち、その価値が  $C$  の価値を上回る生産物  $C'$  を産出する。最後に、資本家は  $M$  よりも多額の貨幣  $M'$  を回収するために生産物を販売する。

上記の分析に従えば、「如何なる人間労働が一般的に生産的なのか」というつまらない問題——これに対する、同様に繰り返されるつまらない回答は「有益な労働」(有用なものあるいは使用価値を生産する労働) が「生産的」だというもの——を提起することは、理論的意味を持たない。このような回答は、さらに、何が「有益」でなにが有益でないと見なされるべきかをめぐり、ある種倫理的あるいは道徳的な基準の存在を示唆している。生産的労働と不生産的労働をめぐり問題は、そうではなく、資本制的生産に関する問題として取り上げられるべきである。すなわち、資本制的生産関係にとって、また、資本制的生産関係の枠組みで、なにが生産的なのかが問題なのである[資本制的生産関係の客観的在り様

と運動の正確な理解]。

このように言えば、答えは明確である。剰余価値を生産するすべての労働が生産的である、言い換えれば、(可変)資本と交換され、資本のために利潤を生む労働は、すべて生産的である。これと反対に、(可変)資本と交換されない労働は、資本制にはすべて不生産的である。例えば、無償労働(自家消費のための使用価値を生産する家事労働)、資本ではなく私人の所得と交換される有償労働(家計に雇われる召使、庭師、家政婦その他)、商品やサービスの販売を行わない公的機関(各省、警察、公立学校その他)で働く公僕あるいは公務員、「単純な」商品(資本制的に生産されたものではなく、市場で実現されるべき剰余価値を含まない)を販売する自己雇用の生産者、これらの労働はすべて不生産的である。マルクスは以下のように述べている。

「資本制の生産の直接の目的および現実の生産物は剰余価値であるから、直接に剰余価値を生産する労働だけが生産的であり、そのような労働に労働能力を発揮する労働者だけが生産的労働者である。したがって、価値増殖を目的にして、直接に生産過程で消費される労働だけが生産的である。・・・資本の観点から見て何が生産的労働であり、誰が生産的労働者であるかという問題を、一般に何が生産的労働なのかと言う問題と混同し、生産する労働、生産物あるいは何らかの使用価値をもたらす労働、ともかくも何らかの産物を伴う労働は全て生産的であるという、同義反復の答えで満足できるのはブルジョアジーだけである。(『資本論』第一部)」

われわれはマルクスの分析で明確に定式化された一つの論点を主張したい。すべての資本家的企業は、貨幣を創造する活動の中心に在るという点で、「プロセスにおける価値、プロセスにおける貨幣」という点で、他のいずれの企業とも同一だということである。資本の価値増殖過程との関連では、使用価値は、その特殊な属性とは関わりの無い、一つの目的達成の手段にすぎない。この点は、幾分長くなるが次の引用を見れば明らかである。

「資本制の生産は単なる商品生産ではなく、その本質において、剰余価値生産である。労働者は、自分のためではなく、資本のために生産する。したがって、単に生産するというだけでは十分ではない。かれは剰余価値を生産しなければならない。資本家のために剰余価値を生産する労働者だけが、生産的なのである。・・・もしも物質的生産の領域以外から例を取るとすれば、学校の校長は、かれの生徒たちを調教するだけではなく、学校所有者をもうけさせるために働くのであれば、生産的労働者である。学校所有者が彼の資本をソーセージ工場ではなく、教育工場に投下したということは、ここではどうでもよいことである。したがって、生産的労働者という概念は、単に労働行為とその有益な結果の関係だけではなく、とりわけ生産の社会関係を意味しているのである。(同上)」

すべての資本家はずねに「トレーダー」であると同時に「商人」（生産した産出物である商品を販売するために、企業の投入物としての商品、つまり生産手段と労働力を購入する貨幣所有者）である。かれらは販売される商品（企業の産出物）の大半に、同じ期間中に商品の購入に支出したよりも大きいだけでなく、全プロセスの開始に際して企業が前貸しした貨幣量が、「平均的」増殖[平均利潤率]を確実に実現できる程度に高い価格を設定する。

上記の洞察が意味するのは、すべての資本家的企業はそれが活動する経済部門（本源的、二次的、流通、金融）にかかわらず、等しく、別の形態と使用価値を有する商品（後述するように、独自の金融商品を含む）を販売するために、生産手段と労働力を商品として購入するということである。それは、総体として独特の資本家的生産において、生産と流通を結合するプロセスである。マルクスは、グルントリッセ（『要綱』）で次のように述べている。

「しかしながら、流通それ自体が費用を生じさせ、それ自体が剰余労働を必要とする限りでは、それ自体が生産過程に含まれた過程として現れる」

金融は「費用を生じる」。それはある種の（独自の）商品（交換価値であると同時に他人のための使用価値）を創造し販売するために、労働力と生産手段を利用する。言い換えれば、金融仲介は異なった形態をとり、異なったタイプの制度を包含するかも知れないが、いずれにせよ、事実上、それ自体資本家的商品である特定の金融サービスと結びついている。われわれは金融仲介の機能をめぐる議論には立ち入らない。しかし、一般に、金融仲介機能は資本制的経済の制度的在り方に適合する特定の条件のもとで、投資プロセスを仲介する。この仲介は、それ自体独自のサービスであり、したがって、資本制経済の他のどんな部門とも同様に、利潤極大化をめざす生産的活動である。

（訳者付記）金融仲介を含むサービス活動が資本制経済の他のどんな部門とも同様に、利潤極大化をめざす生産的活動であるとする本節での著者の主張には、引用されたマルクスの文章——これ自体、必ずしも単純明快ではない——の解釈を含めて、検討の余地が残されている。「生産的労働者という概念は、単に労働行為とその有益な結果の関係だけでなく、とりわけ生産の社会関係を意味している」というマルクスの論述は如何なる意味で理解されるべきであろうか。これは依然としてオープンクエスチョンである。

3 短い余談。マルクスの第二の論述：唯一「物質的」使用価値の創造が生産的である。マルクスの上記の（生産的労働に関する）分析は、しかしながら、後年の著述、とくに『資本論』第3部でのもう一つの論述と並存している。この第二の論述によれば、資本制的生産と価値増殖過程は、結果として有形の物質的産物を創造する場合にのみ生産的

ある。かくして、サービス部門では、とりわけ商業と金融分野では、労働は生産的と見なされない。この点でマルクスは、資本が経済分野や活動領域と関わりなく「自己増殖する価値」であるという自分自身の分析から離れて、「商業資本は価値も剰余価値も生産しない」と言明している。その結果、「商人は単に流通のエージェントに過ぎないために、価値も剰余価値も生産しない・・・この同じ活動に雇用される商業労働者は、資本家のために剰余価値を直接生産することはできない」と述べている。

すでに本書第二章で、マルクスの記述に含まれるこうした曖昧さは、資本主義における生産的労働と不生産的労働の問題に限られないということを論述した。事実、マルクスの後年の著作では、相互に相容れない二つの理論的論述が存在する。一方に、彼が「政治経済学批判」と呼ぶ理論体系（これには貨幣、価値、および資本の理論が含まれる）がある。他方で、われわれは、古典派（リカードを中心とする）の投下労働価値説にもとづく政治経済学の洗練された論述に出会う。これらは、主として『資本論』第三部の幾つかの章と、他にはマルクスの1861-65年草稿の中に含まれている。言い換えれば、マルクスの記述は二つの真髓(souls)を含んでおり、古典派経済学との最終的決着は付けられていないのである。マルクスの記述に含まれるこのような概念的矛盾は、かれの追随者の間に異なった傾向を生み出した。この事実は、マルクスが取り組んだ理論的革命的困難さと同時に重要性を反映しており、あらゆる理論的跳躍——自然科学の場合でさえ——に際して、すなわち、すでに確立された思想体系の批判を踏まえて新しい理論原理を創造しようと試みるあらゆる場合に、共通に見られることである。

生産的労働と不生産的労働の問題をめぐる彼の記述のある部分では、マルクスは、古典派経済学にきわめてしばしば残存する重農主義的要素をとりあえず継承しているように見える。これによれば、価値および剰余価値を生産する資本制的過程は、手で触れうる使用価値、物理的に有形な生産物を創造する場合にのみ実現する！ 本章の以下の論述では、われわれは、マルクスの業績の一部に継承されている古典派あるいは重農学派的要素から距離を置き、マルクスの非リカード的な貨幣理論および資本理論に立脚して分析を行う。しかしながら、もっとも重要な問題は、マルクス主義者の多くが、マルクスの矛盾に気がついていないかのようにふるまっており、さらに、かれらの多くが、マルクスの第二の論述（古典派労働理論と重農学派に対する曖昧な論述）が唯一マルクスのアプローチであると主張していることである。

（訳者付記）マルクスの生産的労働論（とその曖昧さ）をめぐる以上の批判的論述は、日本における多くのマルクス経済学者からは、マルクスの根本的な誤読として批判されることが予想される。訳者の理解では、流過程の内部で商品と貨幣のメタモルフォーゼを実現する、あるいは、商品の価値を実現するという意味での、抽象的な商業労働が直接に価値（剰余価値）を生むと考えることには無理があるように思われる。なぜなら、それはメタモルフォーゼという抽象的過程の内部に、新しい価値を生産する具体的契機が含まれているという説明困難な理解に繋がるからである。しかし、現実の商業労働は

単に商品と貨幣のメタモルフォーゼを実現するだけの抽象的労働ではなく、発展した商品流通に必然的に付随する運送、貯蔵、品質管理、仕分け、点検、秤量、包装、マーケティング、広告、説明、その他の「社会的に必要な労働」を含んでいる。これらの「社会的に必要な労働」が、資本の運動の契機として賃労働によって担われ、その活動が、資本制的関係のもとでは抽象的人間労働の支出として、商品を生産する労働との通約可能性(commensurability)を獲得するとすれば、それらの労働が商品に付加する価値と、商業資本家が労働者に支払う賃金とが同額である——その場合には商業利潤は発生しない——必要はないのであるから、商業資本に剰余価値＝利潤が生まれる可能性は存在するのではないであろうか。この場合には、商業資本が手に入れる利潤は、上記のような「社会的に必要な労働」を産業資本が自らの労働者を介してではなく、それを別の商業資本家に委ねる結果、商業利潤の形態で発生すると理解できる。ただし、このように考えるとしても、それはただちにマルクスの論述が矛盾しているという結論に繋がるわけではない。

#### 4 マルクスを歴史的に読むこと、これに対する批判

本書の基本的な要点は、マルクスの利子生み資本に関する議論が、資本家階級の単なる一フラクションについて述べたものではなく、資本それ自体のもっとも具体的な形態を取り上げたものだということである。この点については、すでに本書の第2章で議論したが、本章でもう一度立ち返ることにする。近年の金融の発展に関わる本来の考察は、本書の第3部で展開されるであろう。

(訳者付記) 先に本書の著者は、貨幣資本の循環(M-C-M')が単に貨幣資本だけではなく、商品資本、生産資本を含むすべての資本形態の循環を表しているという注目すべき理解を提示した。さらに、ここでは、利子生み資本に関する諸規定が、単に貨幣資本家だけではなく、商業資本、産業資本を包含する資本それ自体のもっとも具体的な形態を取り上げたものであるとする、もう一つの注目すべき指摘を行っている。そして、本書の読者は、この指摘が、後述の「金融は資本が着用する日常的マスク」、「資本の実在形態」であるという言明、さらに、「資本の純粋な形態は、独特の商品としての金融証券の姿を取る」という言明に繋がっていることに注意すべきである。著者によれば、マルクスが『資本論』第3部で、利子生み資本の循環式  $M-[M-C-M']-M'$  と貨幣資本家の役割を取り上げた時、かれは資本の特殊なフラクションについて述べたわけではなく、資本それ自体の循環のより具体的な形態を分析したのである(第3章を参照)。著者によれば、利子生み資本の循環は、架空資本概念を念頭に置かなければ、十分には把握することができない。言い換えれば、資本の純粋な発現形態は必然的に架空資本の形態である(本稿 59ページを見よ)。

マルクスの貨幣的価値論(monetary theory of value)によれば、貨幣は価値の独立した現

象形態である。こうしたものとして、貨幣は潜在的に資本となり、資本制的関係自体の表現となる。かくして、既存の概念の領域に、新しい分析的規定(analytical determination)と範疇とが導入される。それらは、既に導入されている範疇の分析的含意を拡張し、より総合的に規定された貨幣概念を提供し、その結果、貨幣概念は金融分野の複雑な諸現象を十分に把握できるようになる。このように観ることで、利子生み資本の循環、 $M—[M—C—M]—M'$ は、資本主義社会の資本のより発展した形態を捉えることができる。

われわれはこの理解について次節でもう一度立ち返るが、第2章でのコメントで明らかにしたように、多くのマルクス学者あるいは非マルクス学者は、こうした見方を共有していない。マルクス主義者の間の議論では、利子生み資本の概念を、『資本論』第2部のマルクスの論述の誤った解釈にもとづいて理解する議論が一般的である。もちろん、この誤解は、マルクスの説明論理の特定の理解と結び付いているのであるが、この点には立ち入らない。

『資本論』第2部の冒頭で、マルクスは循環の三つの契機あるいは個別資本の循環の三つの形態の統一として構成される、一つの過程としての資本の一般的な循環に焦点をあてている。これらの諸契機は図3-1[原著 p.47 を参照]に描き出されている。マルクスを歴史的に読めば、全過程のそれぞれの契機が、他の階級に対立する資本家階級の特定のフラクション(産業、商業、金融)の縮図であり、構成物であり、凝集であることが明らかになる。

同様の理解によれば、資本のそれぞれ独立したフラクションの「出発点」と「回帰点」とが、(資本家階級の中の)特定の利益、経済的パターン、戦略的見通し、および期待を定義する場合に決定的役割を果たしている。例えば、金融的金利生活者あるいは金融仲介のフラクション(産業資本家や商業資本化に対立する貨幣資本家)は、 $M—M'$ の循環形式に依拠しており、(したがって)統一された階級意識を持つようになる。商業資本[家]は、別のフラクションとして  $C—C'$  の循環形式に従事し、産業的「生産的」資本家は、 $P—P'$  の循環形式からかれらの経済観念を受け取る。この論理展開を、ヴァン・デル・ピール(Van der Pijl, 1998)は次のように巧みに要約している。

「これらの循環の一つに従事している想像上の起業家の肩越しに見れば、特定の現象学を仮説として想定することができる。トレーダーの視点は、利益が期待できる財の移動を優先し、特定の商品を受取る容量[潜在的な需要]と言う観点から潜在的市場を比較する。貨幣資本を所有する金利生活者の視点からは、貨幣的利回りが唯一の選択基準であり、互いに競争する生産的および商業的ベンチャーを統括し、裁定する権能にもとづいて、資本をこれらの間に分配する。そして最後に、生産的資本家は、次の拡張された生産過程のための、特定の人的、物質的投入の確保に集中する。」

この分析枠組みにおいては、資本家階級の統一はまったく保証されていないが、資本の特定の優越的な一フラクションの存在が前提されている。 この優越的なフラクションは、

他のフラクションに対して自己の経済的「論理」を、経済生活の一般的パターンとして押し付ける。この同じ優越的フラクションは、さらに、社会に対して、自分に適した資本蓄積と政治権力の形態を（特定の階級的ブロックに依拠して）強制する。われわれが問題にしているのは、明らかに歴史家的推論の一類型であり、それによれば、すべての資本家のフラクションは、資本主義社会の特定の制度的環境に照応する、首尾一貫し、自己制約的な社会的「主体」として分析される。

（訳者付記）上に引用されたオランダの経済思想家ヴァン・デル・ピールは、資本主義分析の焦点を、純粋な経済関係ではなく、階級構成とその中における権力ないし階層構造、さらにこれらの権力構造の歴史的变化が経済過程に及ぼす作用、に着目するネオグラムシアン系の系譜に属する研究者である。このアプローチでは、資本家のさまざまなフラクションの間の権力関係とその変化が、経済関係の運動や変化とどのように相関しているのかが重要な問題になる。言い換えると、一つの時代の資本主義を全体として特徴づけるのは、その時代の優越的(dominant)な資本家ブロックの利害である。ちなみに、アムステルダム大学をふくむオランダでは、ネオグラムシアンは有力な学派である。

この文脈では、金融（金融化）の勃興と結び付いて発展した新自由主義的資本主義は、不在的貨幣資本家の優越する時代として理解される。それは、生産に対する「貨幣」の勝利、投資に対する投機の勝利、そして「豊かな」利潤追求に対するレント[差額利潤]追求の勝利を具象化している。言い換えれば、資本制的生活は、 $P-P'$ の「生産的パターン」ではなく、 $M-M'$ の寄生的論理によって支配される。もちろん、文献上でのこの議論には、多くの異なったバージョンと分析が存在する。それにも関わらず、最終的メッセージは常に同じである。すなわち、貨幣資本家（あるいは  $M-M'$ の運動をする金融的資本フラクション）は、生産的な産業資本と商業資本の拡大を制限するというメッセージである。

きわめて類似の思考方法が、利子生み資本の循環に関連した、若干異なった説明の中に見られる。この場合には、資本の産業的ないし生産的バージョンは、 $P-P'$ の代わりに、 $M-C-M'$ 形式で表されるが、思考方法はまったく同じである。これによれば、 $M-C-M'$ 形式は「標準的」で「生産的」な資本主義の形態を表しており、ここでは、利潤の獲得（より多くの価値を生産するプロセスとしての資本の価値増殖）は、直接使用価値の生産と結び付けられ、これによって規定されている。資本主義が「健全」で、雇用を供給し、社会的統合と安定性をもたらすためには、貨幣と使用価値は、並行的な軌道に沿って運動する必要がある。事実上、 $M-M'$ 形式での金融の勃興はこの意味での「自然」な、あるいは「理想的」な資本主義の精神を歪曲し、社会的不平等を拡大し、国家の社会的性格を廃止し、結果として経済の安定性を阻害する。これらの現象は新しく発展したグローバル金融の、有用な材やサービスを生産することなく、貨幣から貨幣を生む（ $M-M'$ ）力能'の直接的な結果である。この見方によれば、金融はもはや使用価値の生産に関係せず、また、使用価値と並行する軌道にそった運動を行わない。むしろ、金融は、金融的流通の領域で利潤を

追求するために、使用価値の蓄積を回避する。こうして、上記の循環から残されるのは、新しいM—M'形式である。この形式で金融は、控除された使用価値から利益を上げるのであり、もはや[総資本の]仲介的要因ではない。こうして、資本主義の「生産的」側面は抑圧される。現代見られる金融の勃興は、産業資本に対立する、資本家階級の特定のフラクション（その目的は生産阻害的である）の優越を表している。このようにして、資本家階級間の摩擦は、ヴェブレン、ケインズ、シュンペーター、ミンスキーさらにヒルファードの願望とは逆に、投資、雇用、技術革新、産業的利益を増進しない条件で解決される。

（訳者付記）ヴェブレンの有名な「(非営利的な) 産業」と「ビジネス (営利主義)」の対立的概念化、ケインズによる将来の不確実性 (予測不可能性) と投機の重視、シュンペーターの利己的起業家、政府と官僚による「規制された資本主義」、資本主義の没落と社会主義という歴史展望、ミンスキーのファンドマネジャー資本主義にいたる資本主義発展段階説は、代表的な経済学者による資本主義の「グランドセオリー」である。これらの構想の関連および批判的考察としては、前記の Nitzan & Bichler (とくに、マルクスに対して、ヴェブレンの歴史的洞察の重要性を強調している) を参照。また、中野剛志『恐慌の黙示録——資本主義は生き残ることができるのか』は、上記の経済学者達が資本主義の歴史的限界をどのように構想したのかという観点から大胆な論評を行っているので、興味のある人は参照してほしい。

以上のような歴史家的な思考方法は、マルクスの分析の精神から根本的に離れている。事実、それは[Nitzan & Bichler に典型的に見られるように]マルクスの問題提起をケインズとヴェブレンのアプローチに従属させている。第 2 章で論じたように、この分析枠組みはマルクスの分析枠組みの決定的概念である社会的 (総) 資本の概念を放棄している。以下において、われわれは関連する二つの論点を取り上げて簡単に批判することにする。

第一に、歴史家的思考方法と反対に、個別資本 (資本制的企業) あるいは、一つの社会構成体の内部における資本フラクションは、社会的階級としての統一性に優先する、独立した自己意識をもつ存在ではない。それらは資本家間の競争——国家が、資本家階級の特定のフラクションの覇権的・歴史的ブロックを基盤にして、外部から及ぼす政治的影響力ではなく——を通じて、統合された社会的資本の構成要素に変換されている。この相互依存関係を介して、つまり、個別資本あるいは資本の諸フラクションは、それらの社会的資本としての関係性を通じて、社会階級としての共通の地位を獲得し、労働[者]に対立的に優越する、統合された社会勢力として機能する。歴史的アプローチが断固として主張している見解とは逆に、さらに、資本家階級間の重大な内部闘争の可能性にも関わらず、社会的・国民的資本という形の、具体的で一般的な階級的利益が明確に存在する。

第二に、マルクスが『資本論』第 2 部で提示した、産業資本の一般的循環は、それを、自意識を持った部分的要素に分解することはできない。マルクスは『資本論』第 3 部でよ

り具体的な分析的規定性を導入するのに先立って、第二部の初めで、二つの重要な論点を示唆するにとどめている。一方で、彼は資本の価値増殖が循環と金融取引——これは価値増殖の推進力ではないが——を前提することを強調している。他方でマルクスは、提示された「産業」資本の循環を、社会的総資本の循環になぞらえ、前者が所属する産業部分や部門に関わりない、あらゆる個別資本の循環のプロトタイプ（典型）であることを明らかにしている。

我々は、この最後の点について詳しく論じることにする。マルクスは『資本論』2部で次のように記している。

「ここで、 $M-C...P...C''-M''...$ の運動全体を考察してみよう。・・・ここでは、資本は相互に関連し、規定し合う一連の形態転換を通過する価値として現れる。・・・これらの中で、二つの局面は流通領域に属し、一つは生産領域に属する。・・・この全過程は、したがって、一つの循環である。・・・その循環全体の中でこれらの[三つの]形態をとる資本は、産業資本——ここで産業的という意味は、それが資本家的基礎の上で展開される生産のあらゆる分野を包含しているということである——である。・・・貨幣資本、商品資本、および生産資本は、したがって、企業の中の、相互に独立し、分離した部署として機能する、資本の独立した亜種を表すわけではない。それらは、産業資本の単なる特定の機能上の形態にすぎないのであり、産業資本自体は順次これら三つの形態を取るのである（『資本論』第2部）。

この長い段落で、先に紹介した歴史的思考方法と反対に、マルクスは個別資本のあらゆる形態を、それらが投じられている生産分野に関わりなく、「産業」資本と定義している。彼はさらに、循環の中では、それぞれの「産業」資本は貨幣資本、生産資本、商品資本の局面を連続的に通過すると説明している。この意味では、マルクスを歴史的に読むことは恣意的である。すべての個別資本は、その出自がどうであれ、労働力を雇用し、それを搾取し、剰余価値を生産する。たとえそれが金融領域で金融商品やサービスを生産する場合にも、やはりそれは、貨幣資本、商品資本（生産過程に先立って生産手段と労働力の形態で、生産過程の後には産出物の形態で）、および生産資本（生産過程の期間中）の形態をとりながら、それら全過程を順次通過するのである。

（訳者付記）上記のマルクスからの引用にもとづいて、著者たちがマルクスの産業資本概念についてここで明確に提示している理解は、産業資本、商業資本、利子生み資本を三つの主要な資本形態と考え、これらの中で、産業資本だけが価値を生産する「生産的」過程に従事する資本であるとする従来の理解とは根本的に異なっている。この産業資本についての独特の理解が、貨幣資本の金融活動が価値を生む「生産的」活動であり、金融労働もまた剰余価値を生むと言う意味で生産的労働であるとするかれらの主張を可能にしている。この論点について、訳者は別の理解に立っているが、ここでは立ち入ら

ない。

## 5 架空資本概念の導入

マルクスの『資本論』は実に手ごわい作品である。準備の無い読者には、きわめて敷居が高い。それは読者が予想しない概念に遭遇するというだけではなく。解説書には、多くの異なった解釈が提示されている。このことは、マルクスの文章が能動的な文章であることを示している。それには、もっとも聡明な読者でさえ魅了される。しかも、同時に、それは単純な範疇化を拒絶する。それは共通の解釈に捕われない。それはなにか独特で還元しえない内容を含蓄している。どれほど賢明に努力しても、マルクスの作品をリカード派の思考方法、ヘーゲルの論法、ケインズの意図、ラカン派の概念と整合させることはできない。したがって、われわれがマルクスの文章に向かう唯一正しいアプローチは、その独特さ、マルクスがかれの記述を通して展開しようとしたまったく前例のない思想を発見しようと努めることである。

以下では、われわれは利子生み資本の概念に焦点をあてるが、それは資本還元（証券化）の過程から自らの価値を得ると言う意味で、架空資本の一形態である。利子生み資本の概念が最初に導入される、『資本論』第3部21章は、「利子生み資本」と題されている。商業資本の分析はすでに終わっており、金融問題の考察が開始される。利子生み資本の循環は、資本の特定のフラクションではなく、むしろ、資本の最も一般的で発展した形態の循環として描かれている。したがって、第3部のこの箇所の本当のテーマは、個別資本をさらに具体的に分析する場合に、金融が果たす役割である。21章の二番目のパラグラフには次のように記述されている。

「貨幣——ここでは、実際に貨幣の形態であれ、あるいは商品の形態であれ、いずれにしても実在している一定量の価値の独立した表現と見なされる——は、資本家的生産の基礎上で資本に転換され、その際、所与の[一定量の]価値から、自己拡張する、あるいは増大する価値に転換される。それは利潤を生産する・・・こうしてそれは、貨幣としての使用価値とは別に、追加的な使用価値、すなわち資本として役立つという使用価値を獲得する。この潜在的資本としての、資本を生産する手段としての能力において、それは商品、ただし独特の商品になる。あるいは、同じことであるが、資本が資本として商品となる（『資本論』第3部）」

この段落は、読者に対して、これ以降の議論の正しい理解が、価値形態の分析を前提することを間接的に警告している。貨幣は価値の独立した表現物であり、資本自体は、その最も発展した形態では商品になると見なされている。しかし、最も重要なことは、「利子生み資本において、資本関係は最も外在化され、もっとも物神的な形態をとる」ということである。ここでもやはりわれわれは、貨幣、商品、物神性という用語に出会う。したがっ

て、『資本論』第3部のこの箇所でのマルクスの議論は、第1部での議論に照らしてはじめて明らかになるのである。

マルクスの資本理論は資本家の心理的行動の分析ではない。それは、既存の主体の行動に対する反応ではない。逆に、資本の循環が資本家に対して「意識」を伝達するのである。資本の権力は非人格的である。現実には、それは貨幣としての貨幣の権力である。より具体的なレベルでの分析に先立って、マルクスは『資本論』第3部で資本の位置が二人の主体によって占められることを認めている。一人は、資本の所有者あるいは貨幣資本家（企業の所有権を保有する）であり、もう一人は、機能資本家（経営者）である。これは、資本主義の立ち入った記述が利子生み資本の流通[貸付・回収、架空資本の購入・売却]を無視しえないことを意味している。

貸し付けの過程で、資本所有者（貨幣資本家）であるAは、証券S、つまり、機能資本家からの書面での支払い約束（条件付き）を保有している。この約束は、Aが依然として貨幣資本Mの所有者であることを保証している。かれは、かれの資本をBに委譲したわけではなく、一定期間それを利用する権利を与えたのである。単純化のために、ここでは2種の一般的な証券のタイプ、つまり債券と株式を仮定する。前者の場合、企業は自分の営業成績に関わりなく、あらかじめ約定された固定的な貨幣額を返還することになる。後者の株式の場合には、企業は自分の財産の一部[株主持ち分]を売却することで貸付資本に保証を与え、みずからは利潤に照応した配当を支払うこと（将来の投資計画が存在するとして）を約束する。もしも会社が証券取引所に加盟して株式を発行すれば、機能資本家Bが経営者に相当し、資本家Aが法的所有者に相当する。

商品価値の独立した表現としての貨幣は、能動的資本家Bが生産過程を組織するために、必要な生産手段Mpおよび労働力Lpを購入することを可能にする。既にみたように、生産過程は特殊な生産関係（[階級的]搾取関係の特殊歴史的な形態をなす）の体制下で実現し、こうしてそれは[資本主義に特有の]剰余価値の生産過程に転換される。資本家Bの手に委ねられた貨幣は、生産過程を開始（経済的所有権）し、かつ支配（所持）する彼[資本家B]の社会的権力の物質的表現となる。

われわれは、本書第7章と第8章で、利子生み資本の分析に立ち返る予定である。したがってここでは、この分析が含意する基本的な結果を概説するだけで十分であろう。

第一に、資本の位置（生産関係の構造から発生する権力の具象化としての）は、資本の所有者（貨幣資本家）と機能資本家とによって占められる。言い換えると、資本の位置は、企業にとって「内部的」なエージェント（経営者）と、「外部的」なエージェント（証券保有者）によって占められる。マルクスの一般的概念では、ケインズあるいはヴェブレンによってなされた企業「内」の生産的階級と、寄生的で「外的」な金利生活者との区別は消失する。彼自身の言葉で言えば、「生産過程では、機能資本家は賃労働者に対立する資本を代表し、貨幣資本家は、機能資本家による労働者の搾取に参加する。」経営者と大口投資家との間に二次的な矛盾が発展するが、それらは明らかに、もっと具体的な分析レベルに関

係する問題である。

(訳者付記) 貨幣資本家と機能資本家を、対立的階級としてではなく、いずれも労働に対して「資本の位置」あるいは「権力としての資本」を、それぞれ異なった機能において代表する階級として一体的にとらえる観点、同様に資本を階級的権力にとらえながら、ヴェブレンに倣って、資本を産業的資本とビジネスとしての資本に区別する Nitzan & Bichler の見解とは明確に異なっている。ヴェブレンの[生産的]産業と[寄生的]ビジネスの区別は、マルクスの生産的活動と不生産的活動の区別に照応するかのよう理解できるように思われるが、著者たちは、このような理解を明確に拒否している。

第二に、資本（貨幣資本であれ、生産資本であれ）に対する所有の純粋な形態は、「想像上の貨幣的富」を表す、金融証券である。証券が表す所有権は、債券の場合には、機能資本家に委ねられた貨幣資本の、株式の場合には、[工場・機械・土地その他の]「物質的」資本の、いずれにせよ「紙券の形での複製」である。にもかかわらず、証券の価格は、機能資本家に委ねられた貨幣の価値から発生するものでも、「現実」の資本の価値から発生するものでもない。すでに第 1 章で論じたように、金融証券は、それらが所有者のために生み出す（将来の）所得を基礎にして値付けされ（リスクを加味した現行の利子率にもとづく資本還元）、この所得はいうまでもなく将来生産される剰余価値の一部である。この意味では、金融証券は、自分自身の経路をたどる[無媒介的、直接的に自己増殖する]独特の商品である。マルクスは利子生み資本のこの特性を把握するために、「架空資本」という用語を使用した。

(訳者付記) 金融証券（架空資本）が「資本所有の純粋な形態」であり、金融証券の価値が「機能資本家に委ねられた貨幣の価値」とは無関係に、資本還元を介して「自分自身の経路」をたどるという論点——これは明らかにマルクス自身の論点でもある——をどのように理解するのが、架空資本理解の重要なポイントである。

第三に、資本家的財産の金融的「存在様式」——約束としての、同時に将来生み出される剰余価値の領有を想定した請求権としての——は、その価値が個別企業の利潤獲得能力に掛かっている（それから派生する）という意味で、資本それ自体の存在形態を（金融的）「派生商品(derivative)」たらしめる。端的にいえば、資本は、経験的には、「証券化された」社会関係として現れる。われわれの一般的分析枠組みにおける二つの財産物である株式と債券を、いずれもプリミティブなオプションと見なすことは容易である。有限責任制を仮定すれば、貨幣資本家は企業の収益能力に与る権利を購入するが、その損失の最高限度は証券の購入価格に等しい[コールオプション]。これはテクニカルな議論のように思われるかもしれないが、本書の第 3 部で説明するように、マルクスの分析においては、そうではない。それは、社会関係が単一の商品に物象化したことの純粋な結果である。マルクスは、資本関係の商品化が物神性と関連しているという点できわめて明快であった。言い換えれ

ば、資本の価値は資本制的経済の特定の表象(representation)にもとづいており、この表象は資本の循環構造の内部で効果的である。このようなマルクスの問題意識はマルクス学派の議論ではまったく見過ごされてきた。しかも、これは金融の理解にとって、決定的な論点なのである。

(訳者付記) 株式や債券を「プリミティブなオプション」を見なす見解は、デリバティブ市場が現代資本主義の特殊歴史的現象ではなく、資本主義の歴史過程に根差した、言い換えれば資本の価値増殖過程と、その物神化に必然的に付随する現象であることを示唆している。同時に、この認識は、デリバティブを株式や債券と共通の、架空資本の新しい形態としてとらえる理論を可能にする。

第四に、さらに、上記の論点から直接的に言えることは、デリバティブ商品の形態での「リスクの商品化」が、資本の循環の核心をなしているということである。現代ファイナンスの文献に通じていない読者にとって、この論点はそれほど明快ではないかも知れないが、この点については本書の第3部で立ち入って論じることにする。資本の価格(証券価格)は、資本による搾取の予想される、ただし未だ実現していない結果についての、特定の(イデオロギー的)な解釈に依拠している。それは、リスク(なぜなら、企業内の運営は、政治的領域[労使間、階級内の矛盾と調整]を構成しており、労働者の抵抗に出会う剰余価値生産は階級闘争の場であり、決して資本家の想定通りには進行しない)としての階級闘争の帰趨をあらかじめ評価し査定する、未来指向のプロセスである。金融デリバティブの発展は、証券償還の複製作り(アンバンドリングとリバンドリング)を可能にし、資本所有にかかわる「リスク」の商品化を可能にする。同時に、商品化されうるものであれば何でも値付けされるが、この値付けは断じて社会的にニュートラルではなく恣意的[階級的]である。それは資本主義の現実に対する特定の解釈に依拠して行われ、資本制的権力関係を効果的に再生産するのに必要な行動と戦略を呼び起こす。マルクスが金融を物神性論の照明の下(もと)で分析した理由はまさにこの点にある。われわれの信じるところでは、金融化の「秘密」は、資本の循環に深く根を下ろした現代金融のリスク評価に見出すことができる。この観点から見れば、金融はまた、資本制的権力関係を組織するための権力の技術として理解することができる。「規制緩和」された貨幣市場の機能と結び付いたリスク管理の技術は、労働者からの抵抗を管理するための決定的な要点である。

(訳者付記) 金融化を「労働者からの抵抗を管理するための」管理技術と捉える観点もまた、Nitzan & Bichlerのそれと共通である。本稿65頁以下を参照。

第五に、発展した形態の金融にとって不可欠の条件は、証券流通市場、すなわち高度に流動的な貨幣・資本市場への依存である。旧来の証券および、上述の説明に照応するいずれの金融革新(デリバティブ)も、それらを値付けする過程は、「連続的な」金融的価値を必要とし、「連続的な」値付けは、資金的流動性(funding liquidity)の利用可能性に依存して

いる。こうした関係は、現代金融の在り方（これについてここでは立ち入る余裕はない）に多くの影響を及ぼしているが、われわれはここでは以下の 1 点についてだけ言及しておく。「金融システムのスムーズな働きは、市場が問題含みの状態にある時でもオプション取引が成立するという前提にもとづいている」（Borio, 2007, Dooley 2009）。しかし、これはまさに現代資本主義の根本的矛盾である。金融の発展は資本制的搾取をより効果的にすると同時に、市場流動性に大きく依存している。市場流動性が消失すれば、全関係がたちどころに機能マヒに陥る。言い換えれば、より規律付けられた資本制的権力関係への要求が、経済関係をより不安定かつ脆弱にする。これは不可避的なトレードオフ[二律背反]であり、現代社会の金融的不安定性の根源を成している。流動性は、[金融]システムに内在的である。[システムの]逼迫時には、リスク評価が変化（階級闘争に関係する多くの理由から）し、担保に利用される資産の価格が下落し、市場参加者はクレジットライン[貸付枠]を縮小し、あるいは、カウンターパーティ・リスクから自分を保護するための証拠金率を引き上げる。こうして、流動性はそれがもっとも必要とされる時に消失し、証券を値付けする全プロセスが事実上崩壊する。これはいわばマルクスの「金融不安定性仮説」であり、資本制的搾取の不安定化を意味している。

（訳者付記）ここでの「流動性」および「流動性の消失」をめぐる議論の含意については、拙稿「金融危機の要因としての過剰流動性について」拙著『マルクス経済学と金融化論』第 3 章を参照されたい。

## 6 金融、危機、革新、および相対的剰余価値生産

本書では、上述の論述に沿って現代ファイナンスの問題に立ち返る。もちろん、ここまでの議論によって、問題のすべてを取り上げているわけではない。明示的に、あるいは暗黙に、マルクスは金融を資本主義——その発展段階に関わらず——の中枢に位置付けている。次章以下で明確になるように、資本制経済に別の包括的な定義を与えるとすれば、「約束手形の経済」——この命題に含まれるあらゆる分析的含意とともに——である。マルクス自身の言葉によれば、「資本のこの社会的性格は、信用と銀行制度の完全な発展によって媒介され、初めて完全に実現する」

（訳者付記）資本は、それが投資家から機能資本家に委ねられたものであろうと、銀行から融資されたものであろうと、機能資本家による資本調達の実行は、将来の——不確実な——利潤からの元利償還、あるいは配当契約であるという意味で、約束手形——実際に約束手形が発行されるか否かにかかわらず——に媒介されているのである。

資本主義における金融中心性の主たる帰結は、資本主義が危機に向かう傾向である。『資本論』第 3 部第 3 章で、マルクスは次のように指摘している。「労働の社会的性格が商品の貨幣的存在として、したがって現実の生産の外部で物（もの）として現れる限りは、現実の恐慌から自立したものであれ、現実の恐慌の窮迫[の結果]としてであれ、貨幣恐慌は不

可避である。」周知のように、金融危機は、時には資本の過剰蓄積による危機の前段階であり、また時にはその結果である。さらに、金融危機が広範な経済状況から自立的に発現することもある。つまり、それが金融分野ないし金融の特定の分野以外の経済分野での利潤率の水準や生産要素の稼働率に、いかなる重大な影響も及ぼさない場合もある。こうした金融危機は、例えば、1987年の国際金融危機の場合に発生した。この時、株式市場で株価が暴落し、国際的メディアは「1929年の大恐慌稿の再来」について報じた。しかし、この種の危機は、1970～2007年の間に記録された124件以上の銀行危機としても発生した。

(訳者付記) これら多数の銀行危機に関する情報については、拙著『金融恐慌を読み解く』(はしがき、9ページ)を参照してほしい。

『資本論』第一部でマルクスはさらに次のように注記している

「本文中で、一般的な産業および商業恐慌の特定の局面として定義された貨幣恐慌は、同様に貨幣恐慌と呼ばれているが、他の要因から独立に発生し、産業と商業に対して単にその余波としてのみ影響する、特殊な種類の恐慌からはっきりと区別される必要がある。これらの恐慌の要諦(pivot)は、貨幣資本に見出されるのであり、それらの影響が直接及ぶ分野は、銀行業、株式市場、および金融である(『資本論』第1部)」

これからも明らかなように、特殊な金融危機は、それぞれその特定の性格に関連付けて、また、それらを他の経済活動分野やより広範な経済的諸関係と関連付けて分析する場合に初めて、その原因、範囲、結果について結論を下すことができるのである。

(訳者付記) したがって、今回の経済危機が、「一般的な産業および商業恐慌の特定の局面として定義された貨幣恐慌」であるのか、それとも「他の要因から独立に発生し、産業と商業に対して単にその余波としてのみ影響する、特殊な種類の恐慌」なのかは、恐慌発生の背景、契機とメカニズム、波及過程、その影響を全体的に分析してはじめて明らかになる。この点については、拙稿「過剰生産恐慌と独自の貨幣恐慌」拙著、前掲、第5章を参照されたい。

それと同時に、本章での分析が示すように、金融仲介は明らかに「生産的な」資本活動であり、それは、確立された資本制的パターンに照応して、剰余価値を生産し、労働を搾取することを見落とすべきではない。この洞察には、金融を理解する上で重要な一連の結果が含まれている。例えば、金融機関もまた、剰余価値率(貨幣資本に対する剰余価値の割合)を絶対的および相対的に引き上げるためのメカニズム、すなわち絶対的および相対的剰余価値生産によって統治されている。

これが意味するのは、他のあらゆる個別資本と同様に、金融機関における革新は、特別剰余価値の実現をめぐる競争によって促されているということである。金融仲介の競争参

加者は、自分に特別利潤を保証する相対的優位を手に入れるために、つねに[技術]革新を導入しようとする。資本の働きに内在的なこの傾向は、経済全体に革新を普及させ、提供されるサービスのコストを低下させる。この意味で、金融革新は資本の循環にとって内生的である。所与の社会的権力関係のもとでは、技術変化と金融革新とは、資本制的システムの全体を規定する諸傾向、つまり、社会的総資本の拡大再生産を制約する諸傾向から派生すると見なすべきである。

例えば、相対的剰余価値生産について言えば、マルクスは技術革新が生存手段の価値を低下させ、したがって所与の賃金バスケット（これ自体階級闘争の結果であるが）の価値を低下させると論じている。こうして、同一の「実質」賃金が、資本家にとってはより少ないコストを意味し、したがって、より多くの剰余価値を作り出す。これは、金融にも拡張して適用されるべき一般的な分析シェーマである。革新の結果、金融はこれまでとは異なった範疇の家計（職の不安定に四苦八苦している家計でさえも）と取引することが可能になり、資本家が、労働力の再生産を確保するために、実質賃金として支払わなければならない貨幣の額を減少させる[金融による賃金の代替]。簡単に言えば、仮に自動車がこの[賃金]バスケットの一部であれば、平均的家計は、より低い賃金のもとでも銀行信用を利用して自動車を買うことができる。同じことは、子弟の教育、家族の衣食住、健康保険その他についても言いうる。金融革新は賃金バスケットの価値を低下させ、そうすることで資本家の利潤を増加させる（言うまでもなく、これは金融革新の総過程の一部にすぎない）。

実際、これはわれわれが、いわゆる金融化の一側面としてとりわけ経験してきたことである。これについては多くの議論が、家計部門へのより大きなリスク移転の問題として展開されてきた。家計部門のバランスシート（単に債務だけではなく）は、大きく膨張してきた。これは、家計部門の債務と資産の両方が、家族の所得に比べて増大してきたことを意味している。前述の分析に照らして言えば、金融革新（サブプライムローンはそのごく一部にすぎない）は相対的な貨幣賃金を低下させる余地を作り出す。近年における資本主義の傾向は、[家計部門の]債務増加が、賃金の圧縮、労働分配率の低下、不平等の拡大と足並みをそろえて進んでいることを示している。それにも関わらず、マルクスの分析の精神に沿って、われわれは、非主流派の議論で支配的に見られる因果関係とは異なった関係を主張したい。競争に促された金融革新という見方によれば、債務増大はより低い実質賃金の余地を作り出すのであり、その逆ではない。マルクスの観点では、近年における債務増加を、労働者の過少消費、あるいは西側諸国における資本主義経済のはかばかしくない業績と結び付けるのは明らかに間違っている。本書の後述で明らかになるように、金融の強まりは、資本主義の弱まりではなく、[階級関係の観点からは]強固でしっかりと確立された資本主義[ただし、再生産の観点からは不安定で危機的な]——マルクスの分析が含意した、階級的搾取および資本の価値増殖のシステムとしての——を意味している。近年の議論がもう一つ見誤っているのは、増大しているのは債務自体ではなく、家計部門のバランスシート取引への依存だという点である。われわれがこの点を強調するのは、債務増加を強調

するだけでは、同じプロセスの決定的側面が見失われるからである。

家計部門の金融化は、家計の費用と収入の両面の資本還元[capitalization]に依拠している。家計が家屋の購入のために借入れをすれば、この家計のバランスシートでは資産（家屋）と債務（銀行ローン）が増加する。しかし注意すべきは、この同じ取引は基本的に貸金所得の資本還元（証券化）に依拠しており、それが、家計のポートフォリオでは資産として現れるということである。このように貸金が架空資本の形態で存在する可能性については、マスクスは『資本論』第3部で明示的に言及している。

（訳者付記）ここで著者たちが言及しているのは、『資本論』第3部第29章「銀行資本の構成諸成分」新日本出版社第11分冊805頁の次の記述である。「労賃は、ここでは利子であると解され、それゆえ労働力は、この利子を生む資本であると解される。例えば、1年間の労賃＝50ポンド・スターリングで、利率が5%であるとすれば、1年間の労働力は1000ポンドスターリングの資本に等しいものと見なされる。資本家的な考え方の錯乱は、ここでその頂点に達する。というのは、労働力の搾取から資本の価値増殖を説明する代わりに、逆に、労働力そのものがこの神秘的な物、利子生み資本であるということから、労働力の生産性が説明されるのである」

家計債務の増大からただちに生じる主要な結果は、以下の4つである。第一に、家計の富の中でより大きな割合が流動資産の形態（家屋の所有をふくむ）、したがって市場リスクに脆弱な形態で現れる。第二に、イデオロギー的レベルでは、資本所有者と労働者のどちらも、自分の富を流動資産の形態で保有し、流動資産と見なす傾向が強まることから、労働者階級の利益が、あたかも資本家の利益と同一であるかのように現れてくる。第三に、金融システム全体が脆弱で危機含みとなり、家計は金融的事象により大きく影響されるようになる。

しかし、第四に、これが一番重要であるが、労働者家計が自分たちの社会的再生産のためにますますリスク管理に依存するようになる。このことは、金融一般が（単に家計の金融活動だけではなく）、まさにこの[リスク管理の]チャンネルを介して、社会的行動を資本の規範に従って形作り、規律付けるという理由で、社会的プロセスとしての金融革新の最も重要な契機である。不安定な世界では、リスク管理はヘッジングと同時に、リスクの「搾取」を意味する。しかし、リスクの「搾取」ができるのは、ゲームのルールに則してよりうまくプレイできる人だけである。この観点から言えば、金融はまた、資本主義社会の権力関係の再生産を組織する、権力の技術と見なすことができる。リスク管理は、将来[何が起こるか]を手なずけるものではないが、労働者を「自らの運勢の虜（とりこ）」、すなわち資本の要求の虜にする。本書の続章では、ここで提示した一般的スケッチをさらに展開する。

## 第2部 金融革新、貨幣、資本制的搾取

### 第4章 デリバティブは貨幣か？

#### 1 序文：貨幣、投機、デリバティブ

ここまで、われわれは資本主義における貨幣の社会的性格を、『資本論』以後のマルクスの思考方法に照らして分析してきた。われわれはまだ現代ファイナンスに立ち入っておらず、(金融) デリバティブに関する議論も提示していない。われわれは、まだ金融化についても本格的に論じていない。とはいえ、20世紀初頭においてヒルファーディングによって先鞭が付けられて以来現在にまで至る、デリバティブを貨幣と見なす少数派の見解が存在している。この論点に焦点をあてることで、本章は、デリバティブ市場の働きへの、とりあえずの手引きにしたい。デリバティブの用語は投機活動を想起させるために、本章では、貨幣、投機、金融、およびデリバティブの相互関係について、もう一度考察することにする。

非主流派の議論で広く共有されている理解が在る。つまり、デリバティブは投機のためのトロイの馬に過ぎず、投機の役割は不安定化だという見解である。この意味で、デリバティブの発展は、資本主義を理念的経済(産業的)形態から逸脱させると見なされる。この見解は、投機とデリバティブとの関連には異議をとらえないが、投機に積極的役割を付与する主流派の見解——投機は経済を安定化し、経済効率を高める役割を果たす——と対立する。この点をめぐって、しばしば引用されるフリードマンの言説(1953)、さらにはもっと昔のJ.S.ミル(かれは、恐慌の可能性を排除しなかったが、仲買商人の安定化機能を強調した)を引き合いに出す必要はないであろう。投機の安定化機能は、スミス以前の政治経済学においても支配的な思考方法であった。自身が重農主義の信奉者であったル・トゥロスン(Le Trosne)は、投機的トレーダーが「一種の偶然ゲーム(ゼロサムゲームに帰着する)を演じている」と明確に述べた最初の論者の一人である(かれらは勝つか、負けるかどちらかである)。かれは、次のように記述している。

「とどのつまり、商人が行うことは、異なった場所で成立する価格について調べ、それらを比較し、その違いから如何にして利益を上げるかを知ることである。ただし、この価格の違いに彼自身は関与しないが、彼の活動はこの違いを消し去る効果をもつ。実際、もしも彼が買いに入る場所で価格が上昇するとすれば、売り抜ける場所では価格が下落する。価格の総額は、したがって変わらない。一方で価格が上昇するのは、他方で価格が下落するのに比例している。かくして、商人は、自分の利益のために価格の違いを調べるだけであり、かれが売買している間に価格が予期しない原因で変化すれば、かれは利益ではなく、損失を被ることになる。この活動がもたらす唯一の結果は、価格の平準化であり、それは疑いなく有益である。」

この思考方法をひとたび金融の分析に導入すれば、われわれは金融投機に関する主流派の基本的理解に到達する。すなわち、いまだ証券の価値に盛り込まれていない優位な情報にもとづいて取引する者は、[証券]価格をファンダメンタルな均衡レベルに動かすことによって利益を上げているという理解である。かれらは、社会の運行にとって有益な仕事をなすことによって利益を受け取っている。この思考方法に対しては、大きく分けて二つの異議を挟むことができる。第一に、ケインジアンケインジアンの伝統から発する、投機の安定化を否定する見解である。これによれば、金融の発展、およびデリバティブの主要な役割は「現実」経済の発展を阻害するということになる。しかし、もう一つの、それほど広く議論されず、知られてもない異論がある。これによれば、主流派の見解は受け入れがたいが、金融投機自体は資本主義の発展と不可分である。資本主義が労働の搾取に依拠するシステムである限り、金融投機は資本主義発展の当然の結果である。真に問題にされるべきは、投機と資本制的搾取の本質的關係である。われわれは、ヒルファーディングが付けた先鞭は、まさにこの問題を取り上げているという理由できわめて重要と考えるが、彼自身はこの問題に正しく答えていない。本章では、かれの議論を手掛かりにしてこの問題を取り上げる。

ヒルファーディングと同様に、われわれは理論的拠り所として、マルクスの『資本論』(全3部)を利用する。われわれの見方では、投機は金融の機能に内在的であり、資本の機能に内在している。この結論はヒルファーディングの議論に照らしても、容易に引き出すことができる。それにもかかわらず、彼の分析の大きな弱点は、貨幣の理解と関係している。彼は、マルクスの議論の要点を完全に見誤っている。彼は、貨幣の商品形態[金商品]が、マルクスの議論とまったく関わりが無いということを理解していない。貨幣は価値関係の表現であり、必然的に  $M-C$  の形態を取る。さらに言えば、もしもデリバティブが価格を持った金融契約であれば、それらを貨幣の代理物と考えるのは完全な誤りである。デリバティブは[ $M-C$ の形態をとる貨幣ではなく] $C-M$ の形態をとる商品であり、尋ねられるべき問題は、「それは何を商品化するのか、資本制的搾取の体系において、この商品化は如何なる役割を果たすのか？」という問題である。この質問に対するわれわれの回答は、本書の第3部で展開されるであろう。ヒルファーディングは、資本主義体制にとってのデリバティブの経済的重要性を強調したが、この設問の重要性を理解することができなかった。しかしながら、彼がこの問題を取り上げたという事実は、重要である。

(訳者付記) デリバティブを貨幣ではなく、価格形態を備えた商品にとらえ、資本制的搾取関係との関連においてデリバティブの役割を問題にする著者たちの問題提起は正当である。このような問題提起を踏まえることで、デリバティブを単なる「保険」ではなく、架空資本の新しい形態であるという認識が可能になる。この論点については、拙稿「現代資本主義の蓄積様式とデリバティブ市場」拙著、前掲、第8章を参照されたい。

## 2 マルクスの貨幣概念についての簡単な注記

マルクスの貨幣(および商品)概念は、貨幣が商品自体の存在とは独立の自立的存在

(autonomous entity)であるという理解とは、あらゆる点で無縁である。この貨幣概念にもとづいて、マルクスは、金属主義（貨幣は一定量の価値を有する）と名目主義（貨幣は何らかの種類の象徴である）との長く続いた論争の両陣営からはっきりと自分を区別している。簡単に言えば、マルクスにとって、価値は物の内部に発見されるべき何かではなく、人間が想像するだけの関係でもない。貨幣は、価値表示のメカニズムの結果として提示される、貨幣（M—Cの表式で把握されなければならない）と商品（C—Mの表式で把握されなければならない）との、二つの異なった、[商品自体の]両極化された関係の中に現れる。

商品と貨幣とは、それらをそのようなものとして統合している[価値]関係の内部で成立するタームである。それらは、価値関係の外部に独立して、それ自体として存在することはできないし、同時に価値関係は、それら[商品と貨幣]無しには存在しない。価値関係はそれを構成する要素[貨幣と商品]の内部に存在する。アルサッサーとバリバー(Althusser & Balibar, 1977)の議論から借用した別の用語を用いるなら、価値関係は、その構成要素（貨幣と価値）に対する構造の効力(effectivity)を保持しており、価値関係内部では構造が効力に内在しており、構造が効力の内在的原因であり、価値関係はその効力から離れて意味を持たない。

この思考方法に従えば、商品 C—M は、それ自体或る使用価値と価値を表示する価格との関係[商品と貨幣の関係]である。この価値表示は、商品の価値形態としての貨幣の存在に拠っており、価値としての貨幣は、如何なる使用価値にでも直ちに転換される可能性を持っている。したがって、貨幣形態 M—C は、次のような意味で理解される必要がある。すなわち、商品は交換過程に入り込む前に価格を与えられており（すでに価値として生産されており）、つねに貨幣との名目的関係（もちろんこの関係は流通において、販売によって正当化され、実現されなければならない）におかれている。これは、権力関係の特殊社会的構造のなせる結果である。それは、商品の何か物理的性質から生じるのではなく、権力関係における資本の優越がもたらす顕著な結果である。M—Cの定式において、貨幣は、一つの社会関係の運搬手段であり、凝縮物である。貨幣は価値関係の外部では、いかなる属性も持っていない。貨幣は、商品が C—M と見なされなければならないが故に、M—C と見なされなければならないのである。この点について、マルクスは極めてはっきりしている。

「しかしながら、商品は流通の中にある限りでは、つねに二重に、貨幣との関係で存在する商品として措定されるだけでなく、つねに価格、すなわち交換価値の尺度[貨幣]で測られた交換価値をもった商品として、措定される」

以上の観点から、「価格は商品の一つの側面」として現れるが、同時に「貨幣は商品の外部にある価格」として現れる。自立的には存在できないという貨幣の社会的本性は、新古典派とケインジアン両者の伝統的見解を批判的に評価する根拠を提供する。一方で、新古

典派の考えは、貨幣形態なしに（価値の表現物、一般的等価物なしに）交換関係が作動するという幻想[貨幣ヴェール説]に取りつかれている。新古典派にとって、貨幣は、必要経費を最小限にしながら経済的取引を可能にする有益かつ経験的な発明品である。この幻想にもとづいて、一般均衡モデル——そこでは、既に機能している交換関係から貨幣を「作り出す」試みが企てられる——における貨幣のマイクロ経済的根拠を提供することはできない。同時に、ケインジアン伝統は、貨幣に内在する信用型社会関係を強調することで、貨幣をその存在条件（すなわち、価値関係の表現）から切り離し、代わりに、それを主権の作用に結びつける。

もしも貨幣が M—C 関係のもとで理解されないとしたら、それに代わる唯一の理解は、別バージョンの機能主義という分析的妥協である。本章では、デリバティブを新しい形態の貨幣と考える人々が、これと同じリスクを冒していると主張する。

### 3 資本主義、金融、デリバティブ：ヒルファーディングの設問の背景

主流派による金融史の記述によれば、先物やオプションに類似の契約は古代社会にまでさかのぼると言われている。しかしながら、資本主義以前の経済でのデリバティブ型の契約は、過大評価されるべきではない。デリバティブの様相は、資本主義の発展と確立によって根本的に変化した。それ以降、金融市場の発展はつねに異なったタイプのデリバティブの自発的(spontaneous)登場と結び付いてきた。この未解明の関係について包括的説明を提示することはここでの意図ではないが、それについて簡単に説明しておくことは無駄ではないであろう。

これに関して、多くの興味深い歴史的事例を参照することができる。政府債務のデリバティブの原初形態は、1390年のヴェニスで見出される。1610年までに、アムステルダムの商品取引所では、先物契約が普及しており、それは1636年ごろに発生した有名なチューリップ騒動で決定的な役割を果たした。プットオプションとコールオプションとは、17世紀末までにロンドンで広く取引されるようになっていた。ジュネーブで生まれた初期の証券化は、遅くとも18世紀中ごろまでに、フランス王室の借金を膨張させていた（来るべきフランス革命が、成立していたクレジットラインを崩壊させ、金融恐慌をジュネーブの銀行に波及させた。この点については、Hoffman et al, 2007.を参照）。さらに、1821年には、ロンドン株式取引所からやって来た一人のブローカーが、オプション取引が「いままでは手形交換所での取引の大きな部分を占めている」と不平を漏らしている。ここに挙げられた関連事情とエピソードにも関わらず、さらにまた、19世紀初頭以来デリバティブ市場（とくに商品取引における）が金融取引の重要な特徴として成長した事実にも関わらず、政治経済学における議論は、リスク取引の問題にほとんど触れてこなかった。

このような長きに渡る理論的無頓着の中で、ヒルファーディングが例外的な一人であることに疑いの余地はない。かれは、発展した資本主義諸国で先物市場が広く確立された20世紀初頭に著作活動に携わった。後段で見るように、かれの研究は有形商品の先物取引市

場に焦点を当てており、金融証券のデリバティブが果たす役割については幾分過小評価している。しかし、こうした限界にも関わらず、かれがデリバティブの分析に手を付けたということは、単に彼の時代だけではなく、政治経済学一般から見ても、依然として稀有な理論的企てである。かれは、先物市場の発展を、証券取引所の発展と同等に重要な出来事として分析した。かれは、金融革新と金融組織の変化とを、注意深く観察した。かれは新たに統一されたドイツ帝国の首都であるベルリンで生活した。

「[ベルリンは]ドイツ帝国の金融センターとしてのフランクフルトを脅かす、商業・金融センターとして急速な成長を遂げた。ベルリンの成長は、金融権力が政治権力の後を追いかけることを例証している。これまでフランクフルトに本店を置いていた銀行がベルリンに移転し、ドイツ帝国の中央銀行であるライヒスバンクはベルリンに居を構えている」

ヒルファーディングは、20世紀初頭に多くの論者の関心を捉え、普通株をめぐる熱狂を引き起こした証券取引所の発展が、実のところ、もう一つの重要な発展、すなわち商品取引所——組織されたデリバティブ市場——の発展と並行して生じていることを十分に理解していた。この理解から、かれは標準化されたデリバティブの取引所——とりわけ、有形商品の先物市場——の役割を強調した。かれはデリバティブ市場が資本主義体制にとって有する経済的意義を理解し、マルクスの分析の素養を活用して、その作用に照明をあてることを試みた。

このような分析的企画は、英語圏の政治経済学の議論ではそれほど一般的ではなかった。それにも関わらず、ドイツの学界では、少なくとも1880年代末以降、株式・商品取引所の役割に関する議論が継続していた。

「株式・商品取引所の性格と社会的影響をめぐるドイツでの論争は、1873-79年の重大な経済危機——ドイツ帝国の建設期がもたらした好景気を終焉させた——の発生、およびこれに加えて、さまざまな保守派および社会主義者から、ビスマルクとドイツの金融エリートに向けられた政治的駆け引きと陰謀による派手な攻撃、を契機として初めて活発化した。」(Lestition 2000)

この論争——政府による立法と調査委員会設立に路を開いた——は、著名な学者たちの注意をひきつけ、マックス・ウェーバーやフリードリッヒ・エンゲルスも議論に加わっている。当時、公(おおやけ)の議論の中心問題は、「取引所で行われる投機的取引を規制することが可能、ないし社会的に有益であるか否か」という問題であった。この種の問題提起は、政策的対応をめぐる現代の議論にも当てはまる。

エンゲルスとは異なり、ウェーバーは当時の他の社会思想家同様に、ゲッティンゲン大学の公共政策論の教授であるグスタフ・コーンの見解に影響を受けていた。コーンは、社

会民主党とマルクス主義者の双方から提起された下記の二者択一に公に反対していた。

「独占の権力と利潤追求のために資本家が行う投機の火遊びを丸ごと受け入れるか、そうでなければ、その対極への転換——私的資本の権力を一般社会の福利のために取り上げると言う集団的構想かのどちらかである。」

これら二つの方途とは異なり、コーンにとって真の選択肢は、一方で投機に向かう傾向を含めて——私的資本に依拠する現代社会からの逸脱ではなく、必要な機関として——取引所を受け入れるか、そうでなければ、私的資本の所有自体を完全に廃止する決定を下すかのどちらかであった。以下で見るように、このような投機の見方はヒルファーディングに幾分かの影響を与えており、かれのデリバティブの見方を決定している。事実、ヒルファーディングはデリバティブを資本主義の歪曲ではなく、資本家の基本的精神のもっとも正当な産物として理解した。この意味で、本当の選択肢は、資本主義の異なった規制形態の間の選択ではなく、資本主義とその否定との間の選択であった。

ヒルファーディングの分析の最終的結論をどのように評価するかに関わらず、一般的アプローチに先物市場を取り込み、それをマルクスの理論範疇を利用して分析するという彼の試みは、政治経済学の伝統の中ではきわめて異例である。当時の英語圏の理論的潮流とは異なり、ヒルファーディングはドイツ語圏の議論の影響を受けており、資本主義体制における商品取引所（デリバティブ）の重要性を認識していた。言い換えれば、デリバティブの発展を証券取引所と同様に重視した。遺憾ながら、かれの業績のこの部分は十分認知されてこなかった。

（訳者付記）著者の一人ソティロポウロスは、ヒルファーディングのデリバティブ論について、マルクス経済学の発展史の中に位置づけてその理論的意義を詳しく検討している。関心のある人は、[Sotiropoulos, D.P. \(2012\) Hilferding on Derivatives, economic discussion paper, Kingston University](#), を参照してほしい。

#### 4 デリバティブと投機をめぐるヒルファーディングのテーゼ

いくつか弱点を残しながらも、ヒルファーディングは金融システムとデリバティブ市場に関する三つの重要な論点を発展させた。われわれはヒルファーディングのデリバティブを新しい貨幣形態と捉える見解を次節で取り上げるのに先立って、以下において、かれの基本的観点を整理しておくことにする。

すでに述べたように、ヒルファーディングは証券取引所の発展と商品取引所の発展とが並行して生じたことを十分理解していた。この観点から見れば、デリバティブは資本主義の発展の核心をなしている。デリバティブの出現は、つねに（ある程度まで）金融の成長、発展、および拡張と結び付いている。

現代の用語法を用いるなら、ヒルファーディングが念頭に置いていた市場モデルは、契

約が満期まで維持される、有形商品の標準化された先物契約である。これは幾分単純化された先物市場の姿である。通常の場合、先物市場では、ポジションの多くは実際には引き渡しの前に清算される。これは、20世紀初頭の場合と同様に、現代の先物市場にも当てはまる。これについてわれわれは次のように考えることができる。費用がかかり、不便でもある引き渡しを執行する理由はなく、取引の両当事者は、かれらのポジションを清算し、利得と損失を実現する。そして、もしもかれらがなお原資産の売買を望む場合には、直物市場に出向く。清算機関は、市場で反対ポジションを相殺する重要な役割をつねに果たしてきた。

ヒルファーディングはまた、証券業務における先物操作について十分な注意を払っていた。しかし、かれは、先物取引は証券取引を促進するけれど、証券取引にとって本質的ではなく、証券価格に決定的影響を及ぼさないと主張することで、その経済的役割について過少評価していた。反対にかれは、商品先物の場合にはまったく事情が異なり、先物は、商品取引と価格形成にとって本質的であると信じていた。この意味で、かれは商品取引所の取引手続き(procedures)は証券取引所に類似していると主張している。事実、おそらくこれが、かれが先物[商品]デリバティブの説明に自著の1章[『金融資本論』第9章「商品取引所」]をまるまる割いた理由であろう。

ヒルファーディングにとって、有形商品を扱う先物市場が存在する基本的理由は、価格リスクの取り扱いである。リスクについての彼の説明は、しかしながら、どちらかと言えば稚拙である。簡単に言えば、かれはリスクを「生産過程で発生した利潤が実際に流通過程で実現される不確実性」と見なしていた。この一般的記述では、流通過程でのリスクが念頭に置かれている。にもかかわらず、この記述でははっきりしないが、ヒルファーディングの分析はまた、もう一つのタイプのリスク、すなわち生産過程におけるリスク(生産条件の変化から生じるリスク)を認めている。この第二のリスクは、最初のリスクが、われわれが市場リスクと呼ぶリスクを意味しているのに対して、生産過程の期間中に発生し得る予期せぬ事象を表している。ヒルファーディングは先物市場が「流通の途上で発生する変動に対してのみ保険機能を果たす」と指摘している。かくして、かれは市場リスクに焦点を当てることで、かれの分析を制限している。にもかかわらず、市場リスクは資本主義におけるリスクの最重要な側面ではないし、言うまでもなく、一般論として、デリバティブは多くの広範なリスク範疇(categories)を取り扱うのである。

(言及するに及ばない)他の幾つかの分析上の欠点を含めて、かれのリスク分析の不十分さは、かれがデリバティブ市場の働きを取り違えていることを示している。しかし、これはどちらかと言えば、一般的な問題である。組織されたデリバティブ取引所と洗練された金融[財務]戦略とは、20世紀初頭に十分に確立されていたが、金融理論の発展は主流派の議論の中でも、相対的に立ち遅れていた。バチェリエが(学位論文で)証券価格の運動に確率論を導入し、オプション価格を定式化しようとした試みは、1950年代になるまで注目されなかった。アービング・フィッシャーの金融理論における業績は、この分野での進

歩の緩慢さを反映しており、それらはほんの初歩的な問題しか扱っておらず、1930年代以前にはこれという関心も引かなかった。20世紀初頭における理論的業績は、今日の金融理論の発展とは比較にならないもので、デリバティブ市場の分析がドイツ語圏以外で学界の関心を引くことはなかった。

それにも関わらず、ヒルファーディングは資本主義体制にとってのデリバティブ市場の重要性を理解していただけではなく、先物市場の存在が提供する一般的な経済的利益について、現代の金融理論に照らしても良く理解していた。かれにとって、先物市場は将来の価格を正確に予測するものではなかった（現実には、先物価格は純粋に投機的である。下の引用を参照）しかし、これは、デリバティブに関する主要な問題ではない。もちろん、多くの資本家と「投機家」は、将来の「正確な」直物価格を知るためなら、莫大な代金を喜んで支払うであろう。先物市場は、そのような情報を提供するものではない。経済的意思決定に際して、資本家は取引所で建てられた先物価格がどれほど将来の直物価格に近いかに関わらず、それにもとづいて投資選択を行うことができる。資本家は、市場リスクから分離された将来の利潤を計算することができる。かれらは、将来の正確な直物価格を知ることにはできないが、先物市場は豊富な情報をもたらすのである。

「実際には、先物価格は純粋に投機的である。・・・先物価格を知りたい理由は、加工産業[の資本家]は原材料の仕入れにあたって価格を知らなければならないからである。もしも原材料の[収穫]時期が、加工産業[の資本家]がそれらを注文する時期とずれていれば、かれらは先物価格を知る必要がある。この事情は、大きな価格変動にさらされる商品の場合には特にそうである。」

この意味で、資本家は、[先物市場を利用することで]より効率的な労働の搾取をどうやって達成するかということ以外に気を使う必要がなく、将来の利潤率をたやすく計算することができる。先物市場の必要性をなくすることができる唯一の制度は、独占的企業結合である。ヒルファーディングが見るところでは、企業シンジケートは、自分の権力を利用して、安定した価格を維持するか、あるいは、あらゆるリスクを回避できるほど高い先物価格を設定することによって、自らをリスクから解放することができる。このような思考方法は、ヒルファーディングの時代における巨大な資本家的企業の発展が、特殊な形態でのリスク管理を可能にした事情を反映していると思われる。ヒルファーディングの議論は、資本主義が高度に国際化された時代における独占の発展の起源について再考することをわれわれに促している（20世紀初頭における独占の発展をめぐる議論については、本書第1章を参照）。

#### 4.2 投機と投機家：資本主義の内在的精神

おそらく『金融資本論』がもっともわれわれの目を開いてくれるのは、投機の概念であ

る。読者の期待とはまったく反対に、ヒルファードディングは先物市場における投機活動が積極的な役割（資本家的観点から）を果たすと考えている。それどころか、かれは投機家を資本家階級の特殊なフラクション(fraction)と見なしている。これは、投機に関する、改めて注目すべきアプローチから来ている。

ヒルファードディングの考えでは、投機は裁定とほとんど同義である。それは、現在存在している価格の差異を利用して、先物市場でしかるべきポジションを取ることによって「限界利潤」を追求することである。投機家階級にとっては、この種の経済活動はゼロサムゲームに帰着する。

「先物取引はあらゆる投機にとってもっともふさわしい形態である。なぜなら、いかなる種類の投機も、一定の期間にわたって発生する価格の差異を利用する方法だからである。投機は、生産ではない。そして、投機家にとっては、売買を行わない時間は単なる損失を意味するから、かれはただちにあらゆる価格の差異——将来に起きる差異も含めて——から利益を上げなければならない。したがってかれは、いついかなる時にも、たとえ将来の何らかの時点であっても、売り買いができなければならない。まさにこれこそが、先物取引の本質的な性質なのである。・・・売買取引の手順(sequence)は、純粹に投機的であり、その目的は限界的利潤を手にすることである。ここでは商業活動は行われず、投機取引が行われる。ここで見られる売買の範疇は、商品を流通させる機能や、商品を生産者から消費者のもとに移す役割とは関わりのない、想像的な性格のものである。それらの活動の目的は、限界的利潤の取得である。商人が取引所で販売する商品の価格は、すでに通常取引利益を含んでいる。・・・取引所は、しかしながら、純粹に投機的やり方で商品を売買するのであり、投機家は利潤ではなく限界的利得を得るのである。一人が儲かれば、他の人が損をする。」

すでに見たように、ヒルファードディングの理解では、投機活動は固有の条件とパターンに関係しており、つねにゼロサムゲームに帰着する。それはまた、一つの重要な結果をもなっている。すなわち、将来の価格を作り出し、より小規模で、より頻度の高い変動を生み出すことで、市場の変動をなだらかにする。このプロセスは「投機家という特定の資本家階級と関係しており、かれらはその価格変動の負担を引き受ける」。ヒルファードディングの議論では、投機家は資本家階級の中の独特なフラクションで、特殊なタイプの利潤を手に入れる。この利潤は、産業利潤や商業利潤とは異なっている。先に述べたように、それは「限界的利潤」であり、うまく仕組まれた裁定ポジションから得られる。「投機家の利益は他の損失であり・・・職業的投機家は多数の部外者が投機に参加し、損失を負担する場合にのみ成功を収めることができる。投機は“公衆”が参加しなければ、繁盛することはできない」この洞察は三つの重要な結論を導くが、それらについてここで簡単に考察する。

第一に、ヒルファーディングは、投機家がすべての市場リスクを負担し、産業家と商人とはそれぞれの生産的活動に集中すると信じている。しかし、先物市場はリスクを誰かから他の誰かに移転するだけで、リスクを除去しない（それどころか、時には新たなリスクを作り出す）から、これは誤りである。あらゆるデリバティブ契約は、その成立に際して二つの反対のポジション（ショートとロング）を必要とする。それが、どれほど多くの、あるいは巨額の裁定取引や投機取引によって媒介されようとも、最初と最後にはショートとロングの二つのポジションが存在する。事実、後に（第 5 節で）見るように、デリバティブ市場の本当の役割は、異なったタイプのリスクを商品化し、それらを、リスクについて反対の見方や要求を持つカウンターパーティの間で売買させることである。

第二に、ヒルファーディングは（資本家階級のフラクションとしての）投機家の存在を、限界的利潤に結び付けている。しかし、かれの考えでは、先物市場はゼロサムゲーム（一人の利益は他の損失）であるから、全体としての投機家の総利益はゼロ（少なくとも傾向的には）になる。ヒルファーディングは、投機家の存在をゼロサム利潤の原理で説明することは矛盾であることを理解している。だからこそかれは、投機家は、損失を負担する多数の非職業的「部外者」が存在する場合にのみ、成功を収めると主張しているのである。この意味では、投機から得られる総利益はゼロであるにも関わらず、資本家の中の投機家と呼ばれるフラクションは、経験のない「公衆」がつねに損をする——かくして、産業資本家や商業資本化を価格変動リスクから救う——ために、全体としてプラスの利潤を手にするのである。これは事実上、資本家階級全部にとっては、とりわけ投機家にとっては、金融市場を介する所得の再分配である。

第三に、大衆の参加は、市場の不安定性を増大させる。すでに見たように、ヒルファーディングは先物市場が価格変動を穏やかにし、より頻繁ではあるがより小幅な変動にする다고信じている。それにもかかわらず、「これは一つの傾向——例えば、「強気」——が一時優勢になることを妨げないのであり、こうした傾向が持続する限り、商品価格は現実の財の取引が指示する以上に上昇することになる。ヒルファーディングは、このような強気市場の結果を分析していない。かれの議論は危機の発生の余地を幾分残しているが、それにも関わらず、かれはもっぱらデリバティブの経済的効果を強調し、それがもたらす不安定化作用を過少評価している。かれは投機の安定化機能を固く信じている。

ヒルファーディングの主要論点は、資本主義における投機に対するこのような一般的見方から派生している。事実、かれは投機を、資本の循環との関連で、完全に合理的な経済行動であると理解している。投機は限界的利益を追求する活動である。とは言え、

「純粋な鞘取り取引は、資本家にとって現実には交換価値だけが重要であるという事実の完璧な表現である。鞘取り取引は、実際のところ、基本的な資本家的精神のもっとも正当な発露である。それは、取引そのものであり、そこからは使用価値という、価値の世俗的で現象的な形態は捨象されている。この粉飾なしの経済的事象が、非資本家的

認識論者には何か超越論的事象として現れ、かれらが怒りを込めて、それを詐欺的と描写することはまったく自然なことである。かれらは、あらゆる資本家的取引の経験的事実の背後に、超越論的取引それ自体が控えており、それこそが経験的事実を説明することを理解しないのである。・・・交換価値が全経済行動を決定するのであり、その目的は使用価値の生産や供給ではなく、利潤を実現することなのである。」

ヒルファードィングによれば、投機は資本主義の真の社会的本質——使用価値の生産ではなく、利潤が目的——を把握できない人間にとってのみ不合理（詐欺）として現れる。資本主義では、交換価値だけが本質的である。使用価値が捨象される限り、あらゆる利潤追求活動は投機——取引それ自体——を含めて、資本家的精神の正当な反映である。この帰結を理解できない人——投機家を他の資本家の事業から根本的に区別しようとする——は、資本制的生産様式の真の本質を理解できていない。投機は、資本主義の理念型の歪曲ではなく、「もっとも基本的な資本家的精神の発露」なのである。これが、ヒルファードィンが投機家を資本家階級の一フラクションと定義した理由である。

#### 4. 3 資本家的搾取をめぐる基本的問題

資本制的関係の内在的性格としての投機をめぐる最後の論点は、多くの重要な分析的結果を含んでいる。すでに論じたように、ヒルファードィングの全体としての議論は、マルクスの問題提起からの逸脱と見るべきであるが、投機に関する彼の結論は、マルクスの思考方法に沿った興味深い疑問を浮き彫りにしている。

ヒルファードィングの分析では、金融資本は、銀行システムの手に乗ねられ、支配下におかれた、資本所有の架空の形態（彼が明示的に、「純粋な」所有形態と呼ぶもの）である。金融資本は、かなりの程度銀行システムによって乗っ取られた架空資本であり、それは公開市場を衰退させる。これは、金融システムの特定の制度的構造に行き着く。しかし、この制度的発展と関わりなく、証券取引所や商品取引所における投資や投機は、生産分野から切り離された事業それ自体(business-in-itself)である。ヒルファードィングにとって、これは資本主義の歪曲ではなく、最高度の発展である。

ヒルファードィングはまた、満期に達するまでは、先物契約は利子生み資本（一時的に遊休している貨幣のための証券）であることを理解している。かれは、先物市場の流動性を前提すれば、デリバティブは容易に、他の代替的な利子生み投資に代わって銀行資本を引き寄せ、利子生み証券になることを理解している。金融資本はデリバティブ契約をも含んでいる。これは、それらが、商品一般になることを意味しているが、これは、後に見るように、それらが貨幣の一形態であるというかれの最終的結論と不整合である。さらに、かれは、銀行もまた、投機家に信用を提供し、投機家がレバレッジを利用して、価格の薄い差異から利得を上げるのを可能にすることで、市場の流動性を支えると指摘している。ヒルファードィングによれば、このことは産業資本家に好都合な価格安定作用を果たすの

である。

巨大銀行のポートフォリオの大半は、資本に対する所有権を表すものであれ、あるいは、デリバティブ市場における単なる投機的ポジションを表すものであれ、利子生み証券である。これらの証券の管理者は、これらの証券の価値増加（利得の増加）を目指しており、このことは、資本主義の真の精神からの逸脱と見なされてはならず、むしろその神髄である。実際、ヒルファーディングは、かれの書物の大きな紙幅を、この新しい金融の発展が、どのように剰余価値生産（搾取の過程であることは言うまでもない）と結び付いているかの説明に充てている。彼の分析には多くの限界があるが、その主たる理由は、金融市場における「独占構造」と「銀行仲介の優越」が当然のことと見なされるべきではなく、それらが資本関係の社会的本性に関係しないためである。それにもかかわらず、この点をひとまずわきに置けば、かれの議論は資本主義——積極的なポートフォリオ管理のプロセスと関係する搾取のシステムとしての——について新しい見方を開拓したという理由で、まったく天才的なものである。この論点は、金融資本の目的に関わる真の問題である。もしも、バランスシートの管理が投機と見なされるのであれば、この投機は資本主義の純粋な精神の歪曲ではなく正当な反映である。

こうした思考方法は、現代資本主義の理解においてきわめて重要である。ヒルファーディングは、この問題を正しいやり方で取り扱ってはいない。かれは、近代の発展した形態の資本主義の分析が直面する課題が、如何にして利子生み証券（デリバティブを含む）を対象とする投機活動が労働の搾取を強め、組織するのかという問題であることを理解していたように見える。かれが進めた分析は、この課題を見通しのある方向で取り扱ったが、不完全であった。ポートフォリオ管理の真の本性である投機（より大きな価値の追求）は、資本制的生産組織と関連しており、後者に対立するものではなく、そのかく乱作用はマージナルに過ぎない。

ヒルファーディングは、銀行の先物市場への関与がもたらす最終的帰結は、これらの市場のゆっくりとした消滅であると考えた。彼によれば、「独占的企業集団」の形成は、固定的で、長期安定的な価格を確立する。価格変動が無くなれば、投機（ヒルファーディングの言う意味での）はまったく余計なものになる。その場合、価格リスクは相当程度まで消失しているために、先物市場も必要がなくなる。かくして、金融資本の時代には、「先物取引は、先物取引自体を除去する方向への発展を促すが、いずれにせよ、これは一般的傾向である」。「独占資本主義」は、[かれによれば]デリバティブ市場を掘り崩す。しかし、これと反対の議論も可能である。国際競争の発展（独占の衰退）は、デリバティブ市場を促進する。この小さな論点を付加すれば、ヒルファーディングの議論は現代資本主義に関しても依然として有効である。

[証券（＝架空資本）としての先物]

ロング（買い持ち）ポジションをもつ当事者にとって、契約は満期までの期間、価値 f

を持っている。したがって、時間  $t$  における現在の先物価格を  $F_t$  とすれば、先物契約の価値は次の式(4.1, p.77)で与えられる。

.....

この式を理解する簡単な方法は、次の通りである。もしも先渡し価格  $F$  が、時点  $t$  において当初(契約時)の先物価格  $K$  よりも大きければ( $F > K$ )、このロングポジションの持ち手は想定されている商品を安く購入したために、利益を得ると見なされる。ただし、清算日における  $F - K$  の差額は、満期までの期間 [の利率] によって割り引かれる。この割り引かれた差額が、清算までの先物契約の価値である。

この点で、先物市場でロングポジションを取る全ての資本家は、上記の式で表される価値をもった金融証券を入手するのである。価格変動の帰趨によって、証券価値はプラス、もしくはマイナスになり、これは契約当事者にとってそれぞれ利益もしくは損失となることを示唆している。ヒルファーディングは、先物市場の流動性が維持される限り、デリバティブは、利子を生む他の代替的投資から銀行資本を引き付ける利子生み証券に簡単になることを理解していた。...

(訳者付記) ここで、著者たちが、デリバティブ (先物) を、変動する価格と価値をもつ金融証券、すなわち有価証券=架空資本と考えていることは明らかである。

.....

## 7. 更なる研究のためのアイデア

われわれは、本章を、今後さらに発展させるべきアイデアを要約することで締めくくることにする。ヒルファーディングは一方で、先物があたかも新しい形態の貨幣であるかのように主張したが、他方でそれが利子生み資本の形態として「独特の」商品であることを認めている。この後者の洞察は、現代資本主義——金融市場の機能が著しくデリバティブに依存している——におけるデリバティブの役割を理解する上で極めて重要である。

しかし、もしもデリバティブが「独特の」商品であるとするれば、それは如何にして商品になるのであろうか。そして、もしもそれらが価格を持つとすれば、その価格とは何の価格なのであろうか。利子生み資本に関するマルクスの分析は、これらの疑問に応える手助けになる。ヒルファーディングの議論は、これらの疑問への不満足な解答にも関わらず、これらの問題を提起したことによって非常に重要である。

ヒルファーディングにとって、デリバティブの「架空」的性格を受け入れることは、投機がその市場を統治すると言うことである。投機が金融を統治する。これは、資本主義の歪曲ではなく、その本当の精神の反映である。投資家は、多くの異なった利子生み証券から構成されるポートフォリオを組成する。かれら相互の取引が、現存するリスクから新し

い利子生み資本商品を「創造」する。投資家はより高い、保証された価値を追求する。かれらの投資戦略には、価格の差異を利用することが含まれている。マルクス派の伝統のもとでヒルファーディングのロジックに従えば、決定的な問題は次のようなものである。金融を支配するアクティブなポートフォリオ管理のプロセス [投機的利得の獲得] は、如何にして、資本家的搾取と関係しているのか。本書の残りの諸章で、われわれはデリバティブの意味を指摘することを通じて、この設問を取り上げることにする。

## 第5章 金融、規律、および社会的行動 (省略)

### 第3部 金融についての再考 マルクスの分析枠組み

## 第6章 金融のエピソード

### 1 序文

本章は、事実上、現代資本主義の特性を提示・分析することになる第7章への導入である。われわれは、金融の問題に力点を置くことにする。マルクスの分析に従って、われわれは金融（その内容および近年における発展）を資本の論理と関連付ける。この観点から言えば、現代資本主義は、人々が待望すべき真に「生産的」として仮想するバージョンからの、寄生的逸脱ではない。金融は、[資本主義にとって]機能阻害的ではなく、表層的でも匿名的でもない（階級闘争の発展次第ではそうなり得るが）。われわれの議論は金融の発展を擁護するものではないが、資本主義組織におけるその基本的役割を明確にすることで、現代の社会構造を発展させたのは、まさしく資本関係の内在的性質であるということを主張する。

（訳者付記）有価証券＝架空資本が単なる幻想的富ではなく、リアルな富であるか否かという問題を考察する場合、われわれは、架空資本が資本主義組織において果たす基本的役割に着目して考察することが必要である。架空資本の価値は、一方で幻想的であり、虚であるが、その価値は資本主義社会の内在的性質に根差しているという意味では、リアルであり、現実的な富なのである。資本主義社会では、本来価値を持たない労働生産物＝使用価値が、価値形態を持つように、本来人間の生存と関わりの無い架空資本が、現実的な価値を持つのである。この物神的現象は、資本主義の歴史規定性を表しているのである。この論点については、本稿 58 頁を参照してほしい。

理論的説明に入る前に、金融問題に習熟していない読者のために、資本主義の金融史の豊かな事象から幾つかを紹介するのが有益であろう。これらのエピソードの選択は、決し

て恣意的ではない。一方で、それらは資本制的世界の幾つかの基本的側面を表現しており、この世界（資本制的社会構成とその国際的関連）の歴史性を浮き彫りにし、またそれらと、資本制的关系の組織および再生産との結びつきを浮き彫りにしている。同時に、これらのエピソードは、資本主義における金融の歴史の[従来とは]異なった読み方を示唆している。したがって、これらの事象は資本と金融について、久しく待望され、今後記述され、分析され、しかるべく議論されることになるであろう歴史と理論の、最初の素描を成している。かくして本書は、このこれまで立ち入った考察が加えられてこなかった領域への小さな一歩となることを目指している。

金融工学について不案内な読者には、非主流派の議論では通常重視されない、金融の役割に関する最初の理解を得る機会となるであろう。本章のメッセージは、われわれが後続の諸章で展開する議論への前奏となる。

## 2 初期資本主義における証券化： 事柄の隠された側面

資本主義がそれ自体の構成及び再生産のために金融を前提していることは、わざわざ言うまでもないことである。それにも関わらず、すでに述べたように、このような主流派にとってさえ耳慣れた命題が、さまざまな異なった意味、アプローチ、メカニズムおよび因果関係と結び付けられる。われわれの論点は、金融は量的側面と並んで、質的側面を含んでおり、後者は覆い隠されたり、無視されたまま放置されてはならないということである。

金融システムの基本的領域 [の一つ] はソブリン債[公債]市場である。これは、金融機関による担保付借入れが今日の金融世界で見られるように重要ではなかった時代においても、当てはまることである。主流派の金融論は、一定水準のソブリン債を、それが資本市場の発展を促すと言う理由で歓迎している(Hoffman et al. 2007)。マルクスもまたこの点を指摘している。「公債は、原始的蓄積のもっとも強力な推進力になる。・・・国債と相俟って、国際信用制度が発展し、これはしばしば内外の国民が経験する原始的蓄積の原因の一つを隠ぺいする」

18 世紀においては、フランス王室が資金を調達するために利用するもっとも手っ取り早い方便は、終身年金の発行であった。これは、所有者が死亡するまで継続する定期的収入の流列を作り出す。言い換えれば、終身年金はその満期が所有者の生存期間と結びつけられているという意味で、それ自体デリバティブの 1 形態である。この種の証券は、当時たちまち経済的成功を収めた。その理由は簡単に説明できる。一方で、フランス絶対君主国家は、自らのソブリン債務の流動的な市場から便益を享受し、他方で、その購入者（典型的には富裕な 50 代男性）は、生涯に渡る保証された所得——いかなる私的および公的な老齢年金も存在していなかった時代に大きな魅力をもった——を確保する。終身年金の価格は、初期購入額の 5% の利回り、つまり安定的ではあるが法外ではない利潤を生むことで、発行者と投資家の双方が満足するように決定された。

すぐに同様の年金証券が新しいデリバティブ形態で登場し、この場合には、購入者に、

利子受け取りの権利を、彼自身ではなく誰か第三者の生存期間に結び付ける権利を与えた。この特約は、年金をさらに魅力的にした。投資家には、この条項を利用する幾つかの方法が存在した。例えば、娘を養育している父親は、娘を受取人に指定することで、彼女の生涯に渡って気前の良い終身年金を受け取ることができた。この受取期間は、もちろん父親に残された生存期間よりも長かった。しかし、投資家は年金を受け取る権利を、かれが望む誰に対しても付与することができたから、この条項は、利益を生む新しい金融革新の余地を作り出した。

1770年代初期に、ジュネーブの富裕な銀行家たち（かれらはいずれかの意思決定を、その時期の取引慣行に合致したシステムティックな統計的調査法に依拠して行った）の多くが、若くて健康な少女たち（女性は通常男性よりも長命である）の中で、家族状況から長い平均寿命が期待でき、天然痘（この時代には死亡率が非常に高かった）を始めとする重大な病気を生き抜いた経験をもつ少女たちを物色し始めた。銀行家たちは、これら少女たちの名義で、フランス国家から終身年金を購入した。このやり方で、かれらは将来の年金受け取りの権利を失うことなく、満期まで高い期待利回りを手に入れた。さらに、予期しない若死のリスクを減らすために、しかるべく選ばれた少女30人をグループにして、一人ずつに割り当てる同数の年金をフランス国家から購入した（リスク分散の原始的形態とでも言うべきか）。こうして、かれらは購入した証券をプールし、新しい派生的証券を作り出し、それをジュネーブの他の富裕な投資家たちに販売した。この証券化の初期バージョンは、主として銀行家の評判とフランス王室への信頼とによって、大成功を収めた。金融仲介は非常に魅力的な金融商品を作り出し、これらは予想し得るリスクを計算に入れ、「見たところ」投資家が直面する危険を減少させ、利回りと流動性を上昇させ、銀行家たちに巨額の仲介利益をもたらした。その上、富裕な投資家のリスク志向を満足させた。あるまったく予期しない事件——フランス革命の勃発——が起きるまでは、すべてが完璧に見えた。

このエピソードには、引き出すべき多くの教訓が含まれている。われわれは、それらの内、われわれの研究に関係する二つに焦点を当てることにする。

## 2. 1 金融の本質

この金融仲介の革新的形態がもたらした金融不安とその経済的含意（これは、事実上デリバティブとリンクした危機の明確な事例である）に研究の焦点を当てることによって、この歴史的出来事の「量的」側面を切り取ることができる。にもかかわらず、この全プロセスには、それほどはっきりとしていないが、より重要で戦略的な、もう一つの決定的な契機が存在する。これらの仕組みデリバティブ取引[証券化]の前提条件を詳しく見てみよう。

この取引が成立するためには、フランス王室の信用度だけではなく、人口のかなりの割合を占める人々の生活条件に関する、一定水準の「知識」が存在しなければならない。例えば、前記の金融革新がなされるためには、人を死にいたらしめる可能な事象（リスク）の決定と範疇化とが、さらにこれらの危険とその異なった人口部分への分布が、なんらか

の統計的計算にもとづいてあらかじめ知られていなければならない。これらの条件が満たされて初めて、若い少女の選択が「リスク」を最小化しつつ適切に行われる。金融革新のこのプロセスが、資本制的現実の特定の表象——生活の成り立ちと若者の「教練」に関する確立された社会的観念および支配的な科学的理解と結び付いている——と密接に関係していることは明らかである。容易に理解できることであるが、この種の金融的慣行が一般化すれば、これに関係する[金融]権力のメカニズムの組織形態を完全に刷新する、逃げ場のない支配環境を作り出すことになる。

ここで、上記のような思考方法が、専門的かつ洗練されたやり方で、世界中の資本制的企業、国家、家計その他に当てはまると想像してみよう。この金融の「大胆かつ新しい世界」は、アルダウス・ハックスレーのような[想像力豊かな]精神が作り出した、グロテスクなファンタジー[完璧なフォードシステムによって支配される、暗鬱な未来社会を描く SF『素晴らしい新世界』]の結果ではない。反対に、それは現代の金融資本主義の内部にすでに実在する傾向にきわめて近いものである。明らかに、われわれがここで出会っているのは、ショックに対して不安定かつ脆弱な制度的機構である。前記のエピソードでは、証券化プロセスは、何らかのデザイン上の欠陥によってではなく、フランス革命という歴史的イベントによって危機に陥った。新しいフランス政府は、その利払いが滞り、すぐに実質的な国際的価値を持たない紙幣で債権者に支払うようになった。

「当たり前のことであるが、ほとんどのジュネーブの銀行家は破産した。同様に多くの投資家も、いくつかの投資プールが運営を続けられるように債務を引き受けることと引き換えに、銀行家が投資家に対し、わずかの頭金で信用を利用して株式を購入することを可能にした。結局、ほとんどすべての投資家が損害を被り、銀行が破たんすると、債務を引き受けていない投資家までが年金を受け取れなくなった(Hoffman et al. 2007)」

これにも関わらず、予想できない出来事に対するシステムの経済的脆弱性が、このエピソードの最重要な部分ではない。

われわれが提供しようとした理論的素描は、金融メカニズム(金融化)の研究にあたって、それが「生産的」であるのかそれとも「不生産的」であるのかという観点からのみアプローチするのではなく、金融化現象が現実の資本主義の組織に及ぼすあらゆるポジティブな効果——たとえそれらが一見したところマージナルな効果にすぎない場合にも——に関連付けて研究することを試みている。われわれは、この第二の[ポジティブな]効果は、全過程の中では幾分潜在的効果に止まっているが、資本の循環と社会的権力関係の再生産にとっては、もっとも決定的な前提条件であると信じている。この点で、金融化は資本制的権力の組織化のための複雑な技術であり、その主要な側面は、所得の再分配や経済的不安定性ではなく、特定の類型に合致する資本制的権力関係の組織化として把握される。このプロセスはその運動過程の内部に、さまざまな制度、社会的手続き、分析と反省、計算、

戦術を包含し、この非常に複雑かつ特殊な資本家的権力関係の有効性を金融市場の機能を介して組織するパターンを埋め込んでいる。本章の続章で、われわれはマルクスのカテゴリーに照らしながら、このプロセス[金融市場を介する権力の作用]を理論化することを試みる。

デリバティブは現代の金融（いうまでもなく、前述のエピソードについても）の核心をなしている。 国際決済銀行(BIS)が収集するデリバティブの統計データでは、デリバティブ市場の規模は、数種の取引商品（いわゆる仕組み商品の全てではなく）の、約定後まだ清算されていないすべての案件(deals)の、グロスの名目あるいは想定元本の価値で測られる。これは想定元本で見た残高である。図 6. 1（111 頁）は、1998 年以降の店頭取引(OTC)と取引所経由の取引額（明らかに、前者が取引の圧倒的多数を占めていることが分かる）の傾向を表している。容易に理解できるように、デリバティブ市場の拡大は、急速であると同時にきわめて安定的である。 両方の市場の総額は、世界の GDP 合計の 10 倍を超えており、言い換えれば、先進工業国の GDP の 15 倍を超えている。

本図を見れば、次のような疑問を禁じ得ない。「上記の傾向はどのように説明できるのか、また、それは、資本制的権力と社会生活全般の組織化にどのような意味をもっているのか」この疑問は、もう一つの疑問と密接に関連している。「経済学および社会学の研究者はなぜこれまでこの傾向の重要性に着目してこなかったのか」現代の金融工学の研究に手を付けた研究者の多くは、結局のところ投機が究極の理由であると言って済ませている。しかし、それなら、これらの市場の規模が GDP の一体何倍にまで膨張すれば、われわれは、何か別のことが生じていると考えるのであろうか。

（訳者付記）著者たちのここでの問題提起は、拙著、第 8 章（初めに）に記した訳者の問題提起ときわめて近いものである。

## 2. 2 金融的表象の性質：金融と知識

上記のエピソードから引き出されるべきもう一つの重要な教訓——資本主義の歴史を通じて金融危機の多くで観察され、とりわけ近年の金融危機の多くで見られる——がある。われわれは、金融の本性に関して興味深いいくつかの問題を明らかにするために、この点を簡単に説明することにする。

フランス革命は、予期できない出来事であった。しかし、金融危機の事例には、[当事者に] 明確に理解されていた金融の仕組みが、起こり得ないと思われていた出来事に遭遇する例が、数多く存在する。ミニ危機をともなった [大手ヘッジファンド] LTCM のデフォルト、サブプライム金融の崩壊、さらにユーロ危機は、最近のそうした事例である。これらについて、以下のような無意味な議論が数多く流布している。過去の歴史データに依拠することは、全体としてのシステムの未来を予測する良い指針ではない。過去に妥当した関係は将来には当てはまらないかもしれないし、仮に当てはまるとしても、そのサンプルのサイズや性質の点で正確な結論を引き出すための事例としては不十分かもしれない。実

際、この点は、殆どすべての重大な金融革新にいつでも言えることである。すなわち、新しい金融商品には歴史データは存在しない。しかも、金融の将来の在り様を決定するのはこれらの[新しい]商品なのである。類似の商品のパフォーマンスを延長適用することは、[欠落している]データの代わりにはならないし、関係する重大なリスクを過小評価しがちである。言い換えれば、過去のデータは、独自の経路で発展する金融システムの進化に適用できないために、将来のトレンドの不満足なインディケータ―[参照基準]である。一つだけ例を挙げれば、マクロのストレステスト（金融システムのマクロ的安定性を評価するための調査）に適用した同様の議論が、最近の BIS のリサーチレポートに再現されている。その中で、ボリオ他(Borio et al, 2012)は次のように論じている。

「過去のデータに依拠したマクロのストレステストは、市場構造に生起する革新や変化を理解するのに適していない。しかも、革新——仕組み金融商品のような金融的革新であれ、鉄道の発明のような「現実的」革新であれ——こそが、しばしば、金融的不均衡とそれに伴う緊張との主因なのである」

最近の出来事は、このような批判的見解の妥当性を裏付けているように見える。最初の事例に立ち返ると、フランス革命の勃発は予想できなかったが、金融不安定に関する標準的なケースはもっと穏やかなものであり、システムの崩壊は——特別な歴史的イベントではなく——通常の規模のショックから発生する。これらの「ショック」は予測できないが、その理由は、それらが、関連する金融手段のデザインが表す資本主義的現実の表象と合致しないからである。前節で述べたように、金融革新は、金融商品の総体を系統的に値付けするのに必要な知識のある種の加工と関連している。この種の知識なしには、王室の財政（ソブリン債務の動態）を規定するリスクと、ジュネーブの若い世代の生活条件を特定し、評価することができないために、如何なる金融商品も組成することができず、誰もそれらの価格の有意な評価を提示することができない。言い換えれば、システム全体を脅かすような、「現実の」金融的脅威は容易に突き止められないのであり、それは、その脅威の重大性が、革新を促すために金融システムが利用している支配的な解釈によっては捉えられないからである。

これは金融破たん先立つ米国経済の場合に明白である。破綻に先立って、信用の力強い膨張と資産価格の上昇が見られた。この背景のもとで、市場価格で評価されたレバレッジは、過小評価され、シャド―バンキング・セクターが資金調達に担保に利用した資産の質は大いに良好に見え、リスク・プレミアムと価格ボラティリティは極端に低かった。率直に言えば、[金融]システムは重大なリスクを過少に値付けし、強気なリスク取り入れを促し、それが脆弱化したまさにその時に、もっとも強固であるかのような外見を呈した。金融が将来を予想する能力に疑問を呈した人もいたかもしれないが、それはこの場合場違いな問題提起であった。

主流派的考えによれば、金融市場は経済データに関する重要な情報を明らかにし、発散する。それにも関わらず、「情報」は中立的ではなく、特定の解釈で色づけされた環境の外部で存在することはできない。したがって、金融市場の機能は「知識」——たとえそれがイデオロギイ的知識であっても——の特定の枠組みと結び付いている。知識の枠組みは、それが将来を予想できないにも関わらず、重要である。階級闘争の帰結は、明らかに独特で予想不可能であるが、金融過程に内在的な知識は、資本制的権力関係を組織する技術としての金融の役割を支えるために必要である。別の言い方をすれば、金融が行うことは、将来の予想と言うよりも、むしろ、将来の結果を予測することを通じてであれ、現在[の階級的力関係]を規律付けることである。

金融に関して従来とは根本的に異なった研究課題を提起するこのメッセージは、主流派経済文献の中で何度も暗示されている。例えば、金融に関する支配的な表象の世界から一線を画するために、マクロ的ストレステストの有効性に疑問を呈した前記の BIS 報告の中で、ストレステストが[金融]危機後の共通の参照基準を確立し、新しい表象の世界を立ち上げる上で重要であったことをはっきりと示唆している。言い換えれば、主流派の観点からは、金融危機の発生で本当に問題なのは、経済的影響ではなく、社会的権力関係をわれわれが本節で示唆した方向に沿って組織し、再生産する、金融の役割を阻害しない新しい表象の世界を確立することである[この論点については、本稿 61 頁以下を合わせて参照してほしい]。

(訳者付記) ここでの著者たちの言明は、イデオロギイと情報の役割と特異性を幾分過度に強調しているように響く。しかし、次のケインズの有名な言明と比較すれば、むしろ穏やかな論評に思える。「経済学者や政治哲学者の思想は、それが正しい場合にも間違っている場合にも、一般に考えられているよりもはるかに強力である。事実、世界を支配するものはそれ以外にはないのである。どのような知的影響とも無縁であるとみずから信じている実際家たちも、過去のある経済学者の奴隷であるのが普通である。権力の座にあって天声を聞くと称する狂人たちも、数年前のある三文学者から彼らの気違いじみた考えを引き出しているのである。私は、既得権益の力は思想の漸次的な浸透に比べて著しく誇張されていると思う。もちろん、思想の浸透はただちにではなく、ある時間をおいた後に行われるものである。なぜなら、経済哲学および政治哲学の分野では、25歳ないし30歳以後になって新しい理論の影響を受ける人は多くはなく、したがって官僚や政治家やさらには煽動家できえ、現在の事態に適用する思想はおそらく最新のものではないからである。しかし、遅かれ早かれ、良かれ悪しかれ危険なものは、既得権益ではなくて思想である。」(出典：『ケインズ全集 7 雇用・利子および貨幣の一般理論』 訳者：塩野谷一 東洋経済新報社 P384)

### 3 ベアリング銀行の破綻：リスクの商品化への手引き

デリバティブ市場が（金融に不案内な）公衆の関心を呼ぶのは、金融危機という劇的出来事の間だけである。金融論のテキストでしばしば取り上げられる、耳目を引く幾つかの事例が存在する。本節では、1990年代中期に起きたベアリング銀行のデフォルトについて議論してみたい。この選択は、この事件が広く知られているという理由だけではなく——ましてやこの件が映画化されたからではなく——、また本件が他の目覚ましい事件の中でもっとも重要だと言う理由によるものでもない。われわれの目的は、この事例を利用して、オプション市場の役割を説明し、デリバティブがそれ自体リスクの商品化であるというわれわれの命題を例証することである。

この事件の背景はまさしく周知のとおりである。

「大英帝国で最古（1761年設立）の銀行グループであるベアリング商会は、1995年2月26日、ロンドン高等法院によって「管財人」の管理下に移された後、オランダの多角的銀行であるINGによって買収された。ベアリング商会の子会社であるベアリング先物（シンガポール）（BFS）は、ヘッジしていない巨額の先物契約とオプション取引から、同社の株主資本の総額（当時の見積もりで、8億6000万ドル）を上回る損失を被った。最終的な損失総額は14億7000万ドルであった。BFSのゼネラル・マネジャーであったニック・リーソンは、この子会社のトレーディング戦略と損失に責任があった。比較的若手のトレーダーが銀行業界の名門銀行を破たんさせた事実は、世界的な注目を集めた（Steinherr, 2000）

もちろん、リーソンが行った先物・オプション投資の戦略を合理的に説明することは困難であるが、この破たん事件を引き起こしたのは、個人の失敗ではなかった。

しばらくの間、われわれはリーソンのオプション戦略に注目してみよう。オプションは先物に似た金融契約で、すでに第4章で説明された。両者の違いは、オプションはその買い手（売り手ではなく）に、将来のいずれかの時点で、想定された資産を購入、あるいは売却する権利を付与する。買い手は、この権利の行使を義務付けられていないために、何らかの行動を約束するものではない。この権利はそれなりの費用がかかり、したがって、先物取引とは異なり、オプションの購入のためには頭金が必要である。簡単に言えば、オプションには二つの基本的なタイプがあり、買う権利はコールオプション（簡略にはコール）と呼ばれ、他方、売る権利はプットオプション（同じく、プット）と呼ばれる。リーソンは同じ行使価格でのコールとプットの売りに伴う、相当額のエクスポージャー[損失を被る可能性]を抱えていた。市場関係者の業界用語では、売り手はショートポジションであり、買い手はロングポジションと呼ばれる。想定された指数は日経225[株価指数の一種]であった。ショートでのプットとコールのこの組み合わせは複雑なものではなく、ストラドル(straddle) [行使価格と限月が同じプットとコールを組み合わせさせたオプション戦略]として知られている。

図6. 2 (115頁)

重要な問題は、ショートストラドル・オプション戦略の経済的本質は何であるのかということである。このポジションは想定された資産の直物相場が行使価格に近い、つまり、価格のボラティリティが小さいと期待する投資家に適している。言い換えれば、もしも将来の直物相場が行使価格(K)の近くに留まるなら、投資家はストラドル契約の時点で受け取ったプレミアムに相当する利益を手に入れる。ただし、ボラティリティが大きくなると、容易に莫大な損失が発生する。この意味で、リーソンのオプション戦略はボラティリティトレーディングとすることができる。かれは日経 225 のボラティリティが小さいと予想してショート[=売り]ポジションを取った。市場が安定していると期待して、ヘッジしないまま相当額のプットとコールを売り、大きなプレミアムを受け取り(それらは[本社に]利益として連絡された)、その結果、もしも市場が予想しない形で変動すれば、自社を大きな損失のリスクに曝すことになる。この賭けが行われた理由をしばらく度外視すれば、非常に重要なことは、ストラドル戦略で商品化(commodification)されているのが、日経 225 自体ではなく、その価格変動だということである。ボラティリティは、この抽象的な株価指数に付随するリスクの一部である。オプション市場ではありふれた上記の戦略によって、このボラティリティリスクが特定され、選別され、パッケージし直され、もとの指数それ自体から切り離されて取引される。それは想定された資産に含まれるリスクの当該部分の正確な数量的評価として価格を与えられる。ストラドルのプレミアムが高いということは、予想されるボラティリティの価格が高いことを意味する。ここで一点強調しておきたいのは(これについては次章で立ち返るが)、この価格が貨幣タームで測られるということ、つまり、個別に行われる評価であるにも関わらず、確立された価値形態[=貨幣額]として、客観的に数量表示されるということである。これが、現代の金融革新を分析し、それらをマルクスによって『資本論』で考察された物神性論に関係づけるための、指針となる理解である。

上述の意味でのデリバティブが、貨幣ではなく、貨幣の役割を果たすものでもないことは明らかである。それらは、それらを利用してなされる投資戦略に合致するように、経済資産に含まれるリスクが独自に商品化されたものである。これによって、リスクの一部が束ねられ、値付けされる。政治経済学の観点からは、デリバティブ市場の発展とその規模に鑑みて、このプロセスがもたらす結果について考察することが重要である。

リーソンの戦略は攻撃的で、リスクで、ずさんに計画され、分析的サポートを欠いており、カバーが取られていない。にも拘らず、これらの点は、破産に導いた諸条件とは関係がない。1995年1月の関西淡路大震災——日経 225 を 11%も暴落させた——は、ベアリングのシンガポール子会社にとって破滅的であった。リーソンがこの事件にあわてて行った対処(日経 225 の価格を元の水準に押し上げようとして先物市場でロングポジション

を積み上げたこと)は、問題を増幅させ、エクスポージャーの規模をさらに膨らませた。

一つの重要な教訓は、たとえ経験を積んだ大きな組織であっても、適切にリスクを管理することに失敗し・・・システムを制御できなくなるということである。この意味で、デリバティブ商品のレバレッジを前提すれば、たった一人のトレーダーが巨大な金融機関を破綻させることになる。かくして、組織問題はきわめて重要で、この問題が、基本的な銀行モデルが「マーケットメイキングと顧客取引に重点を置いた伝統的なモデル」から、「高利ザヤ分野に的を絞ったトレーディング、とりわけデリバティブ、自己勘定でのトレーディングと裁定取引中心のモデル」に転換している時期に表面化したことは、偶然ではない。それにもかかわらず、われわれの見るところ、この件のもっとも重要な特徴は、金融的脆弱性ではない。ベアリング銀行の場合、「取引所を介していたために、ポジションは、不適切なストレスなしに速やかに解消され、利ザヤはカウンターパーティリスクをカバーしていた。ポジションが OTC 取引であった場合には、清算は複雑化していたであろう。」基本的問題は、貨幣タームでのリスクの値付けと言う問題であった。われわれは次章で、この経緯が、現代の資本制的権力組織にとって絶対的に重要であることを論じるつもりである。

#### 4 サブプライム危機：新自由主義的規制枠組みにおける金融崩壊

現代見られる金融プロセスの変化は、1980年代初頭に始まったもので、1929年の恐慌後に銀行業、資本の国際的移動、証券取引所の運営に課せられていた制約が撤廃された（とくにロンドンと米国で）ことに端を発している。言い換えれば、それは金融分野における、いわゆる新自由主義的規制枠組みの登場に起因している。われわれが規制と言う用語を用い、通常使われる規制緩和という用語を使わないのは、新自由主義的モデルでは、規制は撤廃されず、集団としての資本（=国家）によって、金融システムの機能維持のために提供されてきた保証も無くならないからである。第二次世界大戦後のケインジアン的規制（ブレトンウッズ体制）は、金融システムの新自由主義的モデルと機能上整合的な別の規制に取って代わられたにすぎない。一つの例は、短期金融市場(money markets)と信用制度の運行を支える技術的中枢としての中央銀行の役割（広範な規制、規則、階層性の絡み合いを通じて執行される）であり、そこでは、意思決定の手続きが民主的正当性の境界を超えて行われ、それ自体が、重要な制度改革を意味している。もう一つの例は、銀行の行動を規制するための制度として、中央銀行他の管理下で運用されるバーゼル規制（I、II、III）である。

金融分野の規制枠組み——新自由主義モデルの構造的特質を表し、その中枢的な構成要素である——の基本的特徴は、銀行外銀行（非伝統的銀行）によって国際市場で提供される、政府と企業への資金供与である。当初は、活発な国際的活動に従事する大手企業が、その後、次第に十分な信用度を備えた中規模企業が、その活動に必要な資金を、もっぱら非伝統的な方法で調達するようになった。それらは、短期のコマーシャルペーパーを発行し、時には証券取引所を通じて、時には、そうした目的で[市場に]参入したノンバンク——

保険基金、投資信託、ヘッジファンド、保険会社、その他あらゆる種類の金融会社——との取引に依存して、必要な資金を調達した。これらのノンバンクが提供する資金とリスク管理は、次第に、企業だけではなく、住宅ローン、学生ローン、自動車ローン、クレジットカード、地方自治体が行う借り入れにおいても、利用されるようになった。

このような資金調達モデルは、債務の証券化と国際的な資本取引——つまり、個人および個別資本のための多角的な投資部面としての国際的領域[=市場]、債務証券化と国際資本取引の拡張を促す金融領域——の成立を前提とする。金融市場は、複雑なマルチ・ディメンショナルなシステムへと発展した。それらは単に短期金融市場、債券市場、株式市場、通貨市場、および商品市場であるだけではない。それらはさらに、デリバティブ市場、およびその他ありとあらゆる証券市場を包括している。その結果、つねに確実な利益と、貨幣[資本]の自己増殖の機会を探し求める、国際的な資本取引市場が成立した。安定した利回りのためには、多種多様な勢力の競争を介して利回りが決定されている国際市場で、リスク（すなわち、期待利回りが実現されない可能性）を管理することが基本的課題となる。それは徹底した科学を標榜する複雑な技術である。

金融システムの機能とそれを支える諸手段（例えばさまざまな形態での証券）は、単に投機的投資の手段を提供しているだけではない。もっと重要なことは、それらは個別資本の移動を決定づける機構の構成部分であり、資本の競争条件を作り出すということである。このため、金融システムは、社会的総資本の再生産の基本的連結部(key link)として機能する。個別資本を、活動に必要な資金調達をめぐる国際競争に曝すことを通じて、金融システムは、利潤のあがる投資には迅速な報酬で報い、不満足な利益しか上げられない投資には罰則を科すのである。金融システムのこの機能は、銀行業務の転換を促し、今もなお促しているが、その理由は、銀行と短期金融市場との相関関係が変化したためである。われわれの主題との関連でもっと具体的に言えば、金融システムの自由化プロセスは、銀行の機能に、下記に要約されるような重大な影響を及ぼしたのである。

1. 債券と株式はどちらも有価証券である。しかし、それらが個人、保険ファンド、あるいはその他の非伝統的金融機関、企業や市民のための金融的資源として役立つためには、それら以外の形態で、債務の証券化が進展しなければならない。債務の証券化は、重要なプロセスになった。それは、現代の金融システムの登場を促すと同時に、それを現在の危機へと導いた。
2. 国際資本市場で機能している、さまざまな銀行外の金融スキームは、銀行に適用される規制上の制約に煩わされることがなく、低金利での貨幣貸し付けが可能である。これは、銀行システムの機能と構造に影響を及ぼすことになる。この新しい金融関係は、銀行利潤を圧迫し、銀行の業務構成を変化させる。すなわち、消費者金融と住宅金融の形で、家計への融資を増加させ、企業への融資を減少させる。その結果、金融システムが徐々に改革され、銀行は資金の回転を高めるために、証券化の拡大を余儀なくされる。銀行は利潤の源泉として、金融サービスからの手数料の確保に頼るようにな

る。銀行が誰かに融資すれば、債務不履行が発生した場合に備えて、何らかの保証（担保）として一定額の資本を確保する必要が生じる。しかし、このことは、一定額の資本を拘束することを義務付けられるために、自ら融資可能な貨幣量を減少させる。もしも銀行がローン売却すれば（つまり、ローンから生じるキャッシュフローを受け取る権利として証券を発行すれば）、第一に、銀行は資本の拘束から免れる。そして第二に、銀行は証券の発行手数料としてキャッシュフローの一部を取得でき、新たな利潤源を見出す。この利潤源は、実行される信用の拡大に直接依存しており、供与されるローンの数量に依存している。とは言え、これには或る制約が伴っている。第一に、一般的に言えば、信用の拡大は不動産価格の上昇を引き起こす。第二に、金利の上昇は、証券の償還に際して、あるいは証券が資金を調達するための担保として利用される際に、その価値に影響を及ぼす。これは信用制度の機能を阻害する潜在的危険性を孕んでおり、金融当局は金利を引き上げるべきか否かを慎重に検討することになる。逆に、低金利は、ある条件のもとでは、資本制的生産の必要によって画される制限を超える信用の拡張を引き起こす。家計向け金融の形態について言えば、個別資本の競争が、技術革新から利益を引き出す投資をめぐって展開され、いまだ利用されていない地域や、他の個別資本に対する比較優位を得られる地域の探索という形で展開されることが想起されるべきである。銀行も、この[ゲームの]ルールから免れることはできない。家計向け融資の競争激化は、これらの融資が銀行利潤の重要な割合を占める限り、サブプライムローンやその他の類似のローンを提供する誘引であり、全般的な証券化プロセスを通じてこの種のローンから効果的に利潤を引き出す誘因である。

3. [金融]自由化は、国際業務に従事する特定の銀行の過度の拡張を引き起こし、幾つかの銀行にとって、国際業務は——たとえ幾つかの銀行にとっては時代遅れなものであっても——扱われる取引および約束の巨額な規模という点だけではなく、国際金融システムの全体構造の中で、銀行が取引関係を確保するという観点からも、非常に重要な業務の要諦(nodal points)である。
4. さらに、店頭取引(OTC)市場やオフショア会社の発展を念頭に置けば、さらに、特定目的ビークル(SPV)、従来とは異なる短期金融市場、債券、証券、スワップなどの発展を念頭に置けば、要するに、当局の規制や監視を殆ど受けない、金融取引と資金フローの複雑なネットワークを利用した国際取引全般の発展を念頭に置けば、金融システムはますます錯綜し、複雑化している。同時に、新しい金融形態（デリバティブに関連した）の発展は、その決定に必要なデータがどこにも存在しないパラメーター[媒介変数]に依拠して行われる価格決定や信用リスク評価のための複雑なモデルを生み出してきた。このモデルは、情報が欠落している程度に応じて、些細な変化に対して極度に脆弱（このモデルが、資本制的再生産過程の内部におけるネットワーク関係の複雑性がもたらす潜在的リスクや不確実性を取り込んだり、測定することができないのは言うまでもない）になる。さらに、金融仲介の役割を廃棄する[銀行信用から市場取引へ]

と言うイデオロギーとは逆に、現在の危機で明白なことは、新しい金融仲介の登場であり、まったく透明性を欠いた多重的な金融仲介ネットワークの登場である。

最後に、新自由主義的モデルの確立は一朝一夕で生じたわけではない。それは一つの包括的な、既製品のモデルとして登場したわけではなく、失敗と成功、環境の変化を念頭に置いて、段階的なプロセスを経て仕上げられたものである。それはあらゆる国で自動的に地歩を得たわけではない。それは、当初はときに計画性の無いやり方で普及し始め、その後米国および英国で頂点に上り詰めた。米国（より小さな程度で英国）は、その歴史への登場の経緯および、国際的ネットワーク形成における中心性によって、国際金融世界の中心を占め、これら両国から、金融手段、金融革新、組織形態その他が国際システムの他の部分へと広まった。かくして、モデルの中核にある一つの要素は、このような国際金融関係の複雑な構造であり、そこでは、ウォール街（米国内の他の金融センターとともに）およびシティ・オブ・ロンドンが、金融システムの新しい規制と組織形態を世界に普及させるセンターとして機能しているのである。

#### 4. 2 サブプライム危機の異なった解釈についてのコメント

サブプライム危機を、証券化のあれこれの、あるいは全体としての過程に結び付けようとする解釈が見られる。いずれにしても、これらは危機の因果関係をモラル上の責任と同じものとして理解している。つまり、「彼らの誤り」だというわけである。しかし、危機の責任をモラルの問題として主観や外的要因に帰着させるのは、危機が経済的規制のモデル自体から引き起こされたという理解を妨げるものである。

#### 誤った説明 A：危機の原因＝サブプライムローン説

もっとも多く見られる説明は、サブプライムローンの供与に着目している。サブプライムローンは、通常のローンを借り受けるのに必要な正式の要件を充足しない借り手に対して、一般に利用可能であった。それらは、米国社会の低所得層とマイノリティ（最大の信用リスクを負っている）にも利用可能で、そのために信用制度の観点からは、リスクに照応する、より高い金利が必要であった。しかし、サブプライムローンはまた、すでに多額の債務を負っている所得階層に対しても、さらに、家を買ったり売ったりするためにローンを利用する顧客にも提供された。最後に、サブプライムローンは、既存のローンのリスクジェーリングの目的で利用されることもあった。さらに、同様の特性を備えた他のローン範疇も存在した。

この種のローンの提供が危機の発生に責任があると考えすることは、サブプライムローン絡みの証券から危機が始まったことを念頭に置けば、トートロジーのように思われる。仮に、こうした思考方法が正しいと仮定しても、今回のような危機がなぜ 1998 年から 2001 年の間——債務弁済の遅滞が増大し、そのためにこれらの債務を担保とする証券に同様の

問題が生じていた——に発生しなかったのかを説明することはできない。いずれにせよ、そうした思考方法は誤りである。その理由は、それが真実ではないということではなく、危機を醸成し、その引き金として作用した要因を曖昧にするためである。なぜサブプライムローンは提供されたのか、そして、それを利用する借りがなぜ存在したのか。

これらの疑問は、簡単に答えられるように見える。第一に、住宅所有とそれを可能にする低利ローンの利用可能性は、米国だけではなく他の先進諸国においても、新自由主義的優先政策への[社会的]同意を確保するための重要な要素であった。危機の条件が高まる過程で、米国大統領は、2002年に、ネオ・コンの方策である「住宅所有のためのチャレンジ」を公表したが、これによれば、自分自身の住宅を保有することは、アメリカンドリームのコアとされている。大統領はさらにこのプログラムを実施する措置に乗り出したが、その目的は、とりわけマイノリティ（アフリカ系/ヒスパニック系アメリカ人、これは、4年後には、米国の人口構成のなかで、ローンが返済不能になり、住宅を差し押さえられる割合がもっとも高くなった人たちである）、つまり、これまで伝統的な信用制度からほとんど排除されてきたグループの住宅所有率を高めることであった。このプログラム——「国家だけが実現できる」——を推進するにあたって、借りが利用できるローンの選択肢を増やすために、多くの組織が新しいタイプの住宅ローン——この中には、さまざまな種類のサブプライムローンが含まれており、それらは2002年以降目覚ましく増大した——の提供を担当した。第二に、容易なローンの利用、課税上の優遇、信用枠の拡大（これは、資産としての住宅の存在によって可能になった）によって、住宅そのものの意味が変化した。いまや住宅は、雨露を凌ぐ場所であるだけではなく、所得を増やす手掛かりとなり、信用制度によって提供される与信枠への入場券（家計のバランスシートの資産欄に記入される）となった。

かくして、実質賃金の伸び悩みと、これまで無償で提供されていた公的社会保障からの政府の全面的撤退という状況の下で、信用制度の利用から得られる可処分所得増大の可能性は、個人の生活設計にとって重要な要素であるだけでなく、信用制度が及ぼすプレッシャーから逃れるための重要な方途にもなった。この他にも触れるべき点——例えば、新しい住宅に移ることによって、現在の居住地に比べてより「評判のいい」学校に通えるかもしれない——はあるが、すでに述べてきたことは、サブプライム市場の発展が新自由主義的モデルの重要な政策によって促されたこと、また、現在の危機が、社会的必要に応える点での新自由主義的モデルの限界を表していること、を十分明らかにしたのである。言い換えれば、債務増加によって総需要を管理すること、そして、信用を利用して賃金抑制の余地を作り出すことは、需要を管理する有効なメカニズムとはなり得ないことが証明されたのである。

初めに見た、サブプライムローンの提供が、単に信用を供与する銀行家の投機的活動の一部にすぎないという仮説について言えば、金融の領域で一般的に「投機」に言及することは、金融危機のより立ち入った理解にとって有益とは言えないということを強調してお

く必要がある。投機をサブプライムローン提供の理由に挙げることは、危機の現象面についてのもっと立ち入った別の説明——銀行業務として普及した組成・販売(O&D)モデルによる説明——と関連している。これは、証券化プロセスを定義するもう一つのやり方である。

#### 誤った説明 B：危機の原因＝証券化の仕組み、あるいは組成・販売モデル説

サブプライムローンの提供は、証券化の所産である。銀行が単にローンを提供するだけで、リスクを証券の売却によって——手数料を手に入れながら——第三者に移転できるとすれば、かれらは、ローンを自らのバランスシート上に保有し、それを誰かに移転することができない場合とは異なり、提供したローンを裏付ける信用の質を精査する十分な動機をもたないであろう。なぜなら、この場合には、銀行家の利益は発行する証券の分量に依存しており、リスクを詳しく調べることなく信用を拡張するあらゆる動機をもっているからである。

もちろん、サブプライムローンの全てが証券化されるわけではない。証券化は、1995年時点では、サブプライムローンの28%を占めていたが、この割合は1998年には低下し始め、2001年以降になったようやく回復した。2001年時点ではサブプライムローンの50%が、証券化目的で提供された。その割合は次第に上昇し、2003年には60%に達し、2004年から2006年にかけての時期には、75-80%に達した。しかし、これらの数値は、前記の議論の正当性を評価する場合重要ではない。

景気循環の上昇局面で、信用の急増を背景に信用供与に関する規制と条件が緩和され、担保条件が引き下げられることは、一般的な現象であり、取り立てて新しいことではない。われわれが考察している事例では、記録的な低金利、低インフレ、さらに工業国の着実な成長という背景のもとで、金融緩和は、信用が機能する諸条件の当然の帰結と見なされた。信用供与の条件を緩和するということは、その誘因が何であれ、単に発行体（ローンを証券化する銀行）に関係するだけではなく、あらゆるタイプの利回りが一般的に縮小する——無リスク証券との関係で見たリスクスプレッドの圧縮——ことによって、証券保有者にも影響が及ぶ。

金融危機の原因に関する一つの説明は、ローンの証券化に原因を求めている。融資銀行のポートフォリオからリスクを外部化することは、提供するローンの質を引き下げる誘因を与えられている。この説明は、必然的に、それを補強する第二の原因——市場参加者と格付け会社による信用リスクの見誤り——を含んでいる。これがなければ、質の劣ったローンと結び付いた証券がなぜこれほどの規模で発行されたのかを説明することができない（ナイーブな投資家の無知という要因を持ちださない限り）。しかし、「失敗」という論理に固執すれば、多くの証券保有者——そのほとんどは、調査部門を持ち、山ほどのデータにいつでもアクセス可能な銀行[のトレーディングデスク]——が、証券の購入に際して、なぜ国際的にまったく同じ「失敗」を犯したのかを説明できなくなる。例えば、国際機関と中央銀行との間で取り交わされる文書化されたレポートは、少なくとも2004年以降

は公に流布しており、それらは、債務担保証券(CDO)部門の行っている値付けと信用度評価の方法が、さまざまな要因を度外視しており、「不適切」であることを明らかにしていた。

ここでは、格付け会社、融資/証券化メカニズムなど、つねに社会的に合理性を超えて決定される業務の絡み合い——金融取引のあれこれの仕組みが、それにもとづいて練り上げられる——を取り上げることにする。ファンドマネジャーが、次のように顧客に言うことは容易なことではない。「CDO はハイリスク商品で簡単には販売できないのだから、今年 は3%の利回りで満足することをお奨めしたい。あなたの資金はリスクにさらされているのだから、9%の利回りを得ている他の投資家と自分を比べてはいけません」。2001年に、このファンドマネジャーは、投資家から次の回答を受け取ることになる。「ポートフォリオに適切な差別化を導入し、安全確保の手立てとリスク保険（デリバティブ）を手当てし、投資をして結果を待つように」。2005年には、この慎重なマネジャーは、「貴殿は間抜けだ。他の投資家はポートフォリオの大きな割合を CDO に運用して、大儲けしているのに」と言われることになる。安全証券と高利回りの要求を突き付けられ、2001年に広まっていた金融状況の中で、銀行役員は、証券を発行し、債務を増やし、証券化業務で繋がっている他の関係者と歩調を合わせることによって、大きな利益が得られることを理解する。

しかし、グローバルな規模で利益を追求することは、決して少数者の特権ではない。それは新自由主義的モデルによって強制され、同時に、モデルの前提条件でもある金融諸関係の所産である。新自由主義の一つの帰結は、弁済の優遇期間が終了して支払額が急増し、それに対応できる所得が無かったために家を失った債務者が、同時に、モーゲッジベースの証券に資金を運用し、サブプライムローンの資金を——より大きな利潤目当てで——[銀行他のオリジネータに]提供しているミューチュアルファンドの加入者かもしれないということである。彼らの生活——バランスシートの形態での——は、かくして市場の上げ下げによって運命を決せられるポートフォリオと同様に、二分されている。第3章で述べたように、また、本書の以下の記述がより明確に説明するように、金融が優勢になれば、経済全体に渡って、「バランスシートの形態」が一般化する。これまで社会科学の分析が見落としてきたのは、まさにこの事実なのである。

#### 誤った説明 C：危機の原因＝住宅価格のバブルと低金利説

米国では、2000～2006年の間、地域によって程度の差があったが、住宅価格の急騰が観察された。例えば、ロサンゼルスとマイアミでは、この6年間に160%以上の価格上昇が記録され、他方、デトロイトではその数値は10%であった。このような価格上昇に依拠して、2002年以降住宅建設も増加し、2006年には住宅供給は記録を更新し、2006年の価格の上げ止まり——これは、住宅ローン返済に影響を及ぼした——の重要な要因となった。この時期に、ローンの大きな割合に付与されていた優遇措置と、それ以前に提供された小額返済方式のサブプライムローンの期限が終了したことに加え、借り入れコストの上昇によって債務返済が困難になり、さらに、住宅価格の上昇を利用して可能であった、債務を

債務で弁済するやり方が行き詰まった。対照的に、住宅価格の平均上昇率は、他の諸国と比較してはるかに小幅であった。住宅価格上昇の理由は、信用膨張だけに帰することはできない。それはまた、前述したように、自分の住宅を所有する事の重要性、およびITバブル崩壊の結果、住宅購入が次善の安全な投資手段と思われたことにも原因があった。もう一つの重要な要因は、言うまでもなく、2001年以降の記録的な低金利であり、種々のリスクプレミアム（全般的なリスク評価）の縮小であった。

しかし、低金利を重要な要因として認識することと、これを住宅価格上昇の「原因」と考えることとの間には、大きな違いがある。さらに、連邦準備制度理事会(FED)が、住宅市場のバブルを止めるために金利を引き上げるべきだと提案することは、もったい外れな意見である。第一に、FEDが金利を引き上げた2004年以降、サブプライムローンの倍増——2003年の3350億ドルから2004年には5400億ドルへ、さらに2006年には6000億ドルへ増加——が観察された。2004年以降、また金利が徐々に上昇し始めて以降、一般的に言えることであるが、借り手に提供されるローンの形態には、非伝統的な金利変動型ローンが含まれており、これらが金融危機の表面化を媒介した。さらに悪いことに、住宅価格を抑え込むのに十分な大幅金利引き上げを要求するマネタリスト的言説によれば、2008年のリセッションを回避するためには、2001年に経済をリセッションに陥らせるべきであったとまで主張されている。

#### 4. 3 不安定な規制としての金融化

金融システムの一般的性格（投機）あるいはその機能の不完全さ（組成・販売モデル、リスク評価の不備、利益相反、契約当事者間の情報の非対称性他）を指摘することは、危機のプロセスの顛末を解明するのにあまり役立たない。しかし、危機の過程がどのように決着したかは、それが危機を醸成し、その引き金を引いた新自由主義的モデルの矛盾を浮き彫りにするという理由で、きわめて重要である。住宅価格の上昇、サブプライムローンの貸付、証券化、証券のリスク評価、特定目的ビークル(SPV)と短期金融市場との関係・・・これらはいずれも危機の本当の原因ではない。これらは、新自由主義的モデル——1980年以降の資本制的社会の特殊な組織形態——を構成する諸要因と関係が展開する際に纏う外観であり、その展開を手助けする手段にすぎない。

社会システムの新自由主義的モデルの中核を構成する基本的な要因と関係については既に述べたので、ここでは、要約的な結論だけを提示することにしたい。

第一に、賃金の抑制と労働関係の弾力化とは、つまり、資本に対する労働者の交渉力の減殺は、新自由主義の成功物語であるが、同時に、危機を醸成し、その引き金を引いた諸条件の一つである。方程式の基本的要素は、金融システムからの矛盾した要求の累積である。所得分配における不平等の増大、賃金分配率の低下、人間が必要とするものの新たな形態での商品化、システムの規範[資本の利潤原理]のための強まる規律が、拡大再生産と資本蓄積の順調な運行に好都合なやり方で総需要を管理する上での問題を引き起こし、この

モデルへの合意形成を妨げる。言い換えれば、資本の階級的優勢を強める条件が、同時に、その持続可能性を掘崩すのである。

第二に、短期金融市場に「深み」を加えるプロセス[金融市場の階層的多重化、市場参加者と取引商品の増大と多様化]、言い換えれば、金融システムの区分されたさまざまな領域に預託された、あらゆる利用可能な貨幣を資本に転換するプロセスが、金融システムの国際的關係にとってはもとより、資本の利潤と蓄積を促進するために資本制的生産様式の総体を動員するためにも、不可欠の要素となる。かくして、例えば、金融分野が「深み」を増すために、保険制度が民営化されること、保険制度の国際金融システムへの参入を可能にするために、その運用基準を弾力化することが前提条件と見なされる。これは、新自由主義的モデルが、市場参加者を増大させ、それまで直接生産過程に投じることができなかったあらゆる金額の資本を根こそぎ動員し、それらを将来の利潤を要求する「クラブ」に加盟させることに成功したことを表している。広範なノンバンク金融[シャドバンキング]が無ければ、このような形態での資本の動員と、資金調達の拡張された余地を作り出すことは不可能である。しかしながら同時に、この「深み」はリスクの無い利潤へのますます強まる要求を意味しており、これまで手付かずであった市場を金融世界に引き入れるための証券発行[証券化]への圧力が強まること——その結果、リスクの過小評価と、安全な利潤獲得が損なわれた時の大規模な取り付け——を意味している。

第三に、金融市場の深みが増すことは、国際化が進むことと並行している。これは、新自由主義的モデルが成功するための要因であり、これによって、世界経済全体が、「利潤チャート」に転換されるのである。この国際的性格は、市場の深化および、リスクに対して安全を保証するためのリスク管理の技術・手段の一般化と合わさって、リスクを大きく拡散させる。要するに、多くの関係者には小さなリスク（誰にとっても甚大なリスクがなく）があるが、システム全体にとってはリスクが無いかのような外観がつけられる。しかし、同じ要因（市場の深度、利回りの確保を求める要求と相まった国際的性格）が、ひとたび住宅ローン関連の証券をめぐって不安が表面化すると、リスクヘッジの要因ではなく、リスクと苦境をグローバルに拡散する要因として作用する。ここで指摘しておくべきことは、新自由主義的モデルの構築において重視される「市場の知恵」が、すべての証券の市場価値評価（値洗い）を前提するということである。これこそが、市場参加者の間の信頼の欠如を引き起こすのであり、その理由は、証券価値の低落が、それらを保有している[金融]機関のバランスシートを棄損し、不確実性を長引かせるからである。

(以下省略)

第7章 架空資本と金融：マルクスの分析（『資本論』第3部）への手引き

## 1. 序文

『エコノミスト』誌の最近の特集記事で、「市場が自分自身を制御できるように放置されるべきであるという考えは、世界で最も高くついた失敗となった」と論じられた。この言明は、2008年の金融崩壊を目の当たりにした主流派理論の行き詰まりを反映している。それは同時に、主流派に批判的なあらゆる非主流派アプローチの限界をも示唆している。率直に言えば、もしも主流派の見解が、現代の金融と関連する不安定性と所得分配の不平等を引き起こすというのであれば、非主流派経済学には何が残されているというのであろうか。

もちろん、第5章で既に述べたように、金融はつねに主流派にとって悪夢であろう。これは、金融の現実的内容が、いずれにしても主流派の問題設定によっては正しく把握することができないということを意味している。他方で、非主流派の分析はつねに、金融の発展が引き起こす経済的帰結として、不安定性と不平等を強調することになる。かれらの観点では、金融がある限界を突破すれば、それは不合理で機能不全になる。

本章では、われわれはそれらとは異なる思考方法の根拠をはっきりさせたいと考えている。そのために、われわれは『資本論』第3部におけるマルクスの分析に立ち返る。われわれの見解では、金融の作用は架空資本の概念——マルクスの考えでは、物神性の過程を結び付いている——に照らして把握されなければならない。言い換えれば、物神性こそが、金融の核心である。マルクスの記述で顕著に見られるこの理論枠組みは、金融の分析における新しいラディカルな根拠（問題提起）に道を開くものである。この理論は、[金融]新たな発展が不可避免的に伴う不安定性と不平等の問題を軽視するわけではない。しかし、もっとも重要なことは、この理論が、金融に資本制的権力関係の組織化における決定的役割を割り当てているということである。この役割は、一見しただけでは明確ではなく、他の非主流派理論によって体系化されていない。われわれの分析は、本章と続く第8章で論述される。

（訳者付記）資本主義あるいは資本の論理が、金融に——イデオロギーその他の諸要因や制度と相俟って——資本制的権力関係の組織化における決定的役割を割り当てていると考える著者達の見解は、資本を生産手段ではなく権力(power)と見なし、金融がその権力の作用を支える重要な手段ないし技術であるとする Nitzan & Bichler, Capital as Power, の主題と照応している。ところが、一方で本書の著者たちは、このことをマルクスの架空資本概念に照らして説明しようとするのに対して、Nitzan & Bichler は、労働価値説の理論的批判を踏まえて、権力論を経済学から排除したことを、マルクス『資本論』の経済学体系の限界として提示する。この重要な論点については、別に論じる。

## 2. 2 金融化をめぐる非主流派（マルクス学派）の議論：簡単な要約

非主流派の多くの議論では、金融工学は依然としてミステリーである。それぞれの学派で思考方法に多少の差異はあるが、しかし一般的な問題は共通である、つまり現代社会に

おける金融は本来の資本蓄積にとって役立つなく（純粹に投機的に）なったというものである。そして言うまでもなく、そこから直接的に次の議論が派生する。すなわち、もしも金融化が[本来の資本主義からの]逸脱であれば、近年のめざましい金融革新は資本制的生産の一般的な動力とはなり得ない、という議論である。

金融は、通常、量的側面からアプローチされる。その増大は、したがって、単次元的延長としての性格をもっている。すなわち、過剰債務あるいは過剰消費である。この観点からは、金融化の当を得た定義は、インガム(Ingham,2008)による「金融的操作の優越性が強まり、産業企業が金融工学と融合すること」という定義である。金融は、産業企業にとって汚染をもたらす何か外部的なものと思なされる。このため、金融の発展は（債務、投機など）、非金融分野に浸透してそれらを歪曲すると考えられる。この考えは、マーティン(Martin,Randy, 2009)に根差しているが、議論の相当部分に広まっている。しかし、もしも金融の発展が資本主義の永続的傾向でないのであれば、その重要性が突然高まったことをどう説明するのであろうか。以下のコメントは、関連文献の概要を素描したものであり、立ち入った説明を提示しようとするものではない。

第一の議論はすでに考察されている。それは、ケインズ/ヴェブレンに繋がる一連の議論である。これは、むしろ、社会の生産的階層と寄生的階層との相反関係の結果である。一つの階層が勝利すれば、この階層のアジェンダ、目標、経済的優先度を反映する、資本制的発展の基本的パターンがセットされる。したがって、それは単なる勝利ではない。それは、新しい歴史的ブロック（ドイツ語の有名な用語を用いれば）の発展にそった、覇権的優勢であり、社会の特定の制度の形成を意味している。同様のメッセージが、これとはタイプの異なる思考方法からも発せられる。例えば、第2章で論じたように、ヒルファーディングのアプローチは金融を社会的収奪のプロセスと見ており、同じ範疇の議論と見なすことができる。

第二の学派は、金融化を、資本主義が最終生産物を消費することができないことの単なる副産物と見なしている。このタイプの説明には、二つの異なったバージョンがある。どちらも、古びた過少消費説とこれをめぐる議論の復活ないし洗練された改訂版である。

要するに、シスモンディとマルサスによって展開された古典派の過少消費説は、次の命題に還元することができる。資本主義経済の内部には、有効需要と生産の歩調を一致させられないために、一般的な過剰生産という経済恐慌に向かう固有の傾向がある。供給が総需要を超過すれば、完全雇用均衡に向かう内在的力学は存在しない。なぜなら、需要が供給に優先するからである。セーの法則が仮定する通り、生産を喚起し、規制するのは需要であり、その逆ではない。この一般的洞察は、現代資本主義の二つの異なった解釈を生み出している。近年の金融化論のアプローチの多くが、明示的に、あるいは暗に、これら二つの解釈に依存している。

一方で、マルサス派の議論は、恐慌（および失業）を何よりもまず、資本家による過剰貯蓄に起因させる。これは、過少消費の原因は高い資本利益率であると言うのと同じであ

る。もしも賃金が利潤——その大半が貯蓄される——に比べて相対的に低い場合、生産の潜在的な産出は、最終消費の同じ増大が生じない限り、吸収されることはない。資本家は、投資機会の欠如と言う状況に直面し、資本は過剰あるいは余剰になる。この思考方法によれば、金融は、不安定な治療薬で、その上、資本家の過剰貯蓄を歓迎する。余剰資本は低賃金労働者の債務としてリサイクルされるか、さもなければ投機に回される他はない。これは、余剰資本の問題を解決するのだから、全体としての資本家階級にとって疑いなく有益である。唯一の欠点は、金融的リサイクルは、永続的解決法とは思われないということである。この議論の別のバージョンは、ウッソン(Husson)、レズニック(Resnick)、ウルフ(Wolf)、モハン(Mohun)の議論に見られる。もちろん、これらの著述家の全員が、まったく同じ考えであるというわけではない。それにも関わらず、かれらは金融危機とこれに関連する経済危機を、過少消費説のマルサスのバージョンに沿ったマルクスの読解に結び付けている。

他方で、これに代わるシスモンディのアプローチは、過少消費問題の説明に、「低い利潤率」を引き合いに出す。生産物が消費されず、利潤が実現されない理由は、賃金が低く需要が不足するためである。低い利潤率のもとでは、生産に回される資本が減少するために、資本はますます不活発で余剰になる。この議論は、概ね前述の議論と同じである。金融と信用バブルは、生産増大と収益性への圧迫を大きな費用を伴うことなく軽減する、もっとも好都合な方策である。この意味で、金融化は、不満足な資本収益率に起因する過少消費がもたらす不安定な帰結である。著述家の中には、この思考方法を基本的に維持しながら、低い利潤率を、単に低賃金(需要)だけではなく、既存の不変資本の高い価値(過剰生産能力)に結び付ける人もいる。この意味では、需要は常に、生産能力に追い付かない。この説明は、同じ議論[過少消費説]を別の側面から捉えたものにすぎない。利潤が低下しても、なお何らかの投資は行われ、それは需要を上回って資本総量を増加させ、生産能力を増大させる。このタイプの思考方法は、実現された利潤率に比較しての、過剰投資を重視する。それは、利潤を押し下げる圧力をもう一つ用意している。それは、利潤率のフラクシオン(実現利潤の減少)だけではなく、分母(不変資本の量的増大、乏しい需要に比較しての過剰生産能力)をも考慮に入れる。現代の[非主流派の]多くのアプローチがこの思考方法に含まれており、それによれば、利潤率の長期的危機[低下]に伴うのは、経済拡大を維持するためにますます信用バブルに依存する傾向である。この思考方法に属する著述家としては、カリニコス(Callinicos)、ブレナー(Brenner)、ハーヴェイ(Harvey)、フォスター/マグドフ(Foster/Magdoff)、マクナリー(McNally)、クリマン(Kliman)、ラザラート(Lazzarato)がいる。

ここで提案している範疇は、関連する全てのアプローチの分析的成果を十分に反映しているわけではない。それは、われわれの論点を深めるのに有益な一般的スケッチである。それはまた、金融化をめぐるあらゆる観点を網羅しているものでもない。例えば、アリギ(Arrighi, 1999)は、現代の新自由主義的資本主義体制を、ジェノア、オランダ、イギリスが過去に経験した覇権的位置の喪失に類似した、米国の覇権的位置の衰退と見なしている。

商品市場の後退および、それに伴う資本の利潤機会の衰退に直面して、覇権国は金融化に活路を見出す。そして、金融資本は、利潤を求めて何処か他の場所に流出する。

われわれのマルクス理解は、これら全ての見解から基本的に異なっている。この点は、本書を初めから読んできた読者には、ある程度明らかであろう。われわれの論点は、次章以降でもっと明確になるであろう。資本と金融は、空間と時間を通じて拡張される単なる数量ではない。それらは、社会的過程であり、この過程は、多くの異なった形で相互に重複し合っている。しかし、基本的なことは、金融は資本が着用する日常的マスクだということ、むしろ、それは資本の実在形態だということである。金融の発展は、すでに資本主義の発端から、階級闘争を背景とする資本の動態[力学]によって促されてきた。これは、マルクス自身の主要な分析的業績を要約して得られる結論であるが、[金融化]をめぐる議論と論争ではこれまで見過ごされてきた。利潤率の傾向が変化すれば、その結果として金融が発展する。しかし、この関係は一方的ではなく、直接的でもない。また、その変化は、金融の本性を転換するものでもない。洗練された現代版の金融は、債務の累積や負債の増加ということよりもずっと多くを含意している。それは、主流派的研究と金融革新への膨大な投資を前提しており、さらに、資本主義社会の内部で生じる重要な制度的発展、経済戦略、および国家の規制に依拠しており、これらの要因はそれぞれ固有の歴史、制度的空間、時間的制約を持っている。この意味で、金融の歴史は、利潤率の歴史的パターンの単なる反映に還元することはできない。金融がきわめて「弾力的」で、過少消費による需給ギャップが発生すればいつでもうまく、また迅速にそれを解消できると考える論者たちは、資本主義における金融の本質を見損なっているのである。金融の発展が、利潤率の傾向と同期的でも対称的でもないという事実は、前述のマルクス学派の伝統が抱える、真のアキレス腱となっている。

非主流派的分析の中に、めだつた例外が存在する。ここでわれわれが取り上げるのは、ブライアンとラファティ(Bryan and Rafertty, 2006, 2009)、マーティン(Martin, 2002,2007,2009)、ブライアン他(2009)の議論である。われわれの主張はこれらの人々の議論と多くの共通性を持っており、彼らの議論によって動機づけられている。幾つかの違いについてはすでに取り上げたが、それ以外の違いについては以下の諸章で明らかになるであろう。

### 2. 3 マルクスの妖怪(specters)

図表 7.1 (135 頁)に戻ろう。ケインジアンの思考方法にとって最初の決定的な一步は、ステップ2、すなわち、「実体」経済と、名目価値の「世界」——言いかえれば、労働価値説と資本の資本還元(値付け)[the capitalization (pricing) of capital]とが——出会う点である。このステップは、資本の所有者に帰属する将来の所得フローに関する一般の期待(Et)を作り出す。普通株の初歩的なケースでは、もし単純化のために、期待収益率が常にR(言うまでもなく、関連リスクの評価を盛り込んでいる)に等しいと仮定すれば、将来

の期待所得フローは次の計算式にもとづいて資本還元（値付け）される。

計算式（140 頁を見よ）を省略（将来のキャッシュフローの割引現在価値）

上記の計算式——大抵の金融教科書で記述されている——が意味しているメッセージは、明確である。資本還元は、[資本を]価格(P)を持つ証券に転換し、この価格は将来の所得流  
列の期待価値を表すということである。實際上、これは証券化(securitization)のプロセス  
に他ならない。要するに、この過程は金融領域（価値次元）の作用を表している。ここで、  
金融領域とは、将来の事象に関して利用可能な「情報」にもとづいて、異なった種類の金  
融資産を値付けする、永続的な資本還元の過程である。資本還元は、前記 7.1 図ではステッ  
プ 2 で表されている。これらの市場の流動性(liquidity)は、現在価値の評価が永続的な過程  
であることを示唆している。

それにも関わらず、マルクスの観点からは、7.1 図には二つの根本的な誤解が存在する。そのいずれもが、異なった二つのレベルを関連付ける、ステップ 2 に関係している。一方で、資本主義の本当の実在性は、資本制的搾取[関係]を組織し、再生産する社会的権力関  
係の複雑な表現である。生産手段の物質的、技術的な限定性は、この観点からは重要では  
ない。図 7.2 では、[実体経済を表す]図の上部は変更されている。価値の世界は、実体[現実?]  
経済から切り離された別の世界ではない。本書の第一部が示唆しているように、資本制的  
関係は、必然的に商品形態をまとって存在するのであり、日常生活においてそれ自体目  
に見えるものではない。資本制的関係は、特定の現象学的条件のもとで現れる結果の内に存  
在する。資本の純粋な形態は、独特の商品としての金融証券の姿を取る。この意味で、価  
値（価格）のディメンションは、価値を通じて表現される資本制的権力関係と同様に、リ  
アルである。これこそが、社会的権力関係がまさに姿を現す形態に他ならない。

7.1 図の下部[価値の世界]で成立する価値評価プロセスは、資本の現象形態と関係しており、物神性のプロセスを捨象しては理解できない。これは、マルクスの思考方法を理解し、この同じプロセスに関する主流派や非主流派の解釈との違いを明確にするための鍵となる論点である。

商品形態での資本の外観は現実の資本主義の表現であり、それを構成するイメージや観  
念は、われわれの精神（それぞれの経済的エージェントの精神）の中でかってに発生する  
わけではなく、社会的・経済的諸関係自体から発生し、人々の精神の中に抱かれている。  
言い換えれば、物神性は、幻想や迷信的信仰にもとづく主観的現象ではない。それは、経  
済的現実に関する社会的に機能する（誤った）解釈を意味している。この意味で、経済的  
現実はいつでも、[直接的ではなく]すでに表現された形態で登場する客体（商品）から構成  
されている。したがって、7.1 図のステップ 2 は、資本制的権力組織にとって絶対的に不可  
欠の仲介機能を果たしている。これを通じて、社会的権力関係の力学が、数量的データ（利  
回り）に変換される。このプロセスは、マルクスの物神性概念にもとづいて初めて正しく

理解することができる。この意味で、物神性は、単に資本主義の現実の神秘化に留まることではなく、階級的搾取[関係]の再生産を実現する社会的行動と戦略の基盤をなしているのである。この観点は、金融システムの分析のための根本的に新しいアプローチを提起し、これは、マルクスの『資本論』における主張に照応している。従来のマルクス学派の議論は、マルクスの思考方法のこのような側面を明らかにできなかった。本章の以下のページで、われわれはマルクスの論点をさらに立ち入って説明することを試みたい。

### 3 金融をめぐる論争におけるマルクスの位置：第一次境界設定

マルクスの主張を取り上げる前に、マルクスの問題設定の独自性をさらにはっきりさせるために、上述の準備的注記を振り返りたい。われわれは、金融理論における主要な問題、言い換えれば、主流派と非主流派の双方から提起された以下の設問の理論的意義と重要性、を簡単に提示しておくことにする。すなわち、情報がどのようにして価格に反映されるのか、また、経済的エージェントはこれにどのように反応するのかという設問である。われわれが主張したいのは、大多数の経済的論争がこの設問に集中し、その基礎にある前提条件を受け入れているが、マルクスの主張では、これらの定式の経験的基礎が問題にされるということである。このようなアプローチの変更は、金融と、それが資本制的社会関係の中で占める位置を理解するための、まったく新しい分析的問題設定に道を開くことになる。金融に関する従来の議論が完全に見落としてきたのはまさにこの論点であり、その結果、マルクスの観点が共通に誤解される結果となったのである。

3. 1 効率的市場仮説(The Efficient Market Hypothesis) 主流派ファイナンス論とその応用の背景 (省略)

3. 2 行動科学における EMH からの分岐 (省略)

3. 3 社会は不透明な社会関係の複雑な組み合わせである。マルクスの理論枠組みの出自

[金融の役割の]分析をめぐる前述の論争に関連して、マルクスの金融理論を体系的に理解しようと試みるなら、だれでもまったく大胆な前提から始める必要がある。それ以外のアプローチは、マルクスを、すでに紹介した論争の中の劣後した位置に押し込めることになる。マルクスの問題提起は、これまで述べてきたあらゆるアプローチが暗黙のうちに採用している唯一の論点に対して、疑問を提起している。

前述のさまざまな議論に共通する考えは、情報と言う概念に関係している。資本主義世界は、透明な世界であり、金融プロセスは所与の客体（資本主義の現実）と所与の合理的主体（市場参加者）との関係であると見なされている。この一般的レベルでは、客体の状態（不連続的あるいは連続的な資本主義の現実、不動的あるいは固定的、根本的に不確実

あるいは確実な等)、および主体の状態（理性的あるいは心理的など）はそれほど重要ではない。経済的ファンダメンタルズを完全に知るためには、いずれの個人にも所与ではない完全な情報が存在しなければならない。[経済学的議論では]世界は透明である。情報はすでに存在する。しかし、情報の分布は不均等で、非対称的で、さらに重要なことに、その獲得には多大の費用がかかる。ランダムウォーク[効率的市場]の信奉者は、すべての存在する情報は、適応過程に必要な幾分の遅れはあっても、おおむね価格に盛り込まれていると認めている。この意味で、将来の価格はまったく予見不可能である。個人は、既存の関連情報をほぼすべて盛り込んだ価格と向き合うことになる。個人は、全てを「知る」ことはできないが、これは重要な問題ではない。かれらはあらゆる利用可能な情報を盛り込んだ価格にもとづいて行動を起こす。[全ての情報を盛り込んだ]価格が発する信号によって、世界は投資家にとって透明となる。それは、あたかも投資家は意思決定に際して全て（ないし、ほぼすべて）のことを知っているかのごとくである。世界の複雑性、あるいは、将来の傾向を支配する構造的不確実性を念頭におけば、市場参加者はかれらの行動の指針として心理的規則という短絡手段に頼っているという批判が可能である。この結果、情報と値付けとの関係が緩められる。ファンダメンタルズに関する情報は表にでており、社会に関する真の情報はすでに存在するが、この知識は容易に資産価格に盛り込むことはできないために、金融不安定性が発生するというわけである。

マルクスの全体系では、情報の概念は曖昧である[本稿 63 ページを見よ]。資本主義の現実は透明ではない。それは、社会的権力関係——ただし日常的経験では、権力関係として現れない——の複雑な組み合わせによって形成される。この権力関係は、特定の現象形態で存在する。この現象形態が、権力関係の社会的本質を隠ぺいし、市場参加者によって、現実に合致し、諸個人の行動を正当に規律付けるものとして受け入れられる、規範を呼び起こす。この観点からは、情報と値付けとは、すでに資本家的イデオロギーの中に浸されている。確かに、価格は完全かもしれないし、不完全かもしれない、あるいは、ファンダメンタルズに関する情報との関係でまったくのミスリーディングかもしれない。しかし、経済的ファンダメンタルズ自体が、その価格への反映（経済モデル）ともども、逃れられない資本家的イデオロギーの影響下ですでに定義されているのである。金融[資産の]価格は、効率的であろうとなかろうと、資本主義社会のイデオロギー的状况を反映している。かくして、金融資産の価格は、資本制的搾取体制の形成に非常に重要な役割を果たしているのである。

われわれの信じるところでは、金融へのこのようなアプローチは、マルクスの理論体系において顕著であり、われわれはこのアプローチをより完全なものにしたいと考えている。既に述べたように、我々の分析はアルチュセール（および彼の後継者たち）の論述に触発されている。後継者たちは、社会的に必要な誤解（資本家的生産関係の再生産に必要という意味で）の成立に関するマルクス学派の理解を理論化し、それをより幅広いイデオロギー論（および、イデオロギー的な国家装置の理論）に統合した。その出発点は、イデオロ

ギーを、イデオロギー的諸制度の内部で公然と再生産され、教授され、実施される、あるいはまた、暗黙のうちに国家にリンクされ、資本家的社会秩序を再生産するように作用する、社会的慣行の総体と見なす観点に他ならない。重要な論点は、イデオロギーが社会的統合性のさまざまな形態と関係しているということではなく、イデオロギーを規範化している思想が有機的であること、すなわち、その思想が資本家的関係の再生産に貢献するということである。こうして、この思想は社会の構成員に「受け入れ可能」になるだけでなく、彼らにとって社会生活の真実の表現として経験されるということである。この意味で、この思想は主体間に必要な関係の基盤であり、かれらの存在条件なのである。

このアプローチの最も重要な原則は、イデオロギーと主体（および彼らの従属）のリンクであり、マルクスはこのリンクを、彼以前の哲学的伝統とはまったく異なる仕方で、さらに言うまでもなく、上述の経験主義的文脈から完全に切り離れた形で概念化したのである。資本制的社会は透明ではなく、それとリンクした有機的表現[としてのイデオロギー]が個人の存在にとって外的ではないということである。マルクスの分析が明らかにしているのは、現実とは単なる「もの」、「実在物」あるいは現実の「知覚可能なもの」ではなく、同時に、幻想、「超知覚的なもの」でもあるということである。後者は、人々に現実を誤解させ、歴史的に形成された関係を自然的なものとして投影するとしても、現実の不可欠の構成要素を成している。かくして、マルクスの理論は、社会と個人的主体との伝統的な区分を克服し、社会の外部には如何なる主体も存在せず、存在するのは、基礎となる歴史的条件のもとで主体の独自性を構成する慣行であることを明らかにしている。個人主義が主張するように主体が世界を構成するのではなく、逆に、世界が個人に主体性を生み出すのである。

#### 4. マルクスの分析における架空資本概念

##### 4. 1 理論的主張

マルクスが『資本論』第3部で、利子生み資本の循環式  $M-[M-C-M']-M''$  と貨幣資本家の役割を取り上げた時、かれは資本の特殊なフラクシオンについて述べたわけではなく、資本それ自体の循環のより具体的な形態を分析したのである（第3章を参照）。利子生み資本の循環は、架空資本概念を念頭に置かなければ、十分には把握することができない。言い換えれば、資本の純粋な発現形態は必然的に架空資本の形態である。架空資本の形態は、マルクスの物神論の文脈で初めて理解することができる。『資本論』第三部におけるマルクスの分析はこのように理解すべきである。

すでに論じたように、利子生み資本は架空資本である。すなわち、利子生み資本は、それが将来もたらすと期待される所得にもとづいて値付けされる金融証券である。利子生み資本は、独特の商品の姿をした、資本の具体的な形態である。資本還元のプロセスは、ケインズやヴェブレンなど、マルクスのずっと後世の非主流派[異端派]経済学者の業績に置いても、依然として中心的役割を果たしている。金融の分析におけるマルクスの主要な理論的

功績は、資本還元を物神論と関連付けたことである。図 7.2 に付記した分析を基礎にして、われわれは資本の純粹な（そして、最も発展した）現象形態が架空資本形態であることを容易に理解することができる。それが「架空」であるのは、通常言われるように、それが現実の生産条件から想像上遊離しているという意味ではなく、それが資本制的生産関係を物象化しているという意味で「架空」なのである。驚くべきことに、きわめて多くのマルクス派の人々による『資本論』第三部の分析が、この事実に必要な注意を払っていない。

「資本は利子の、資本それ自体の増殖の、神秘的で自己創造的な源泉として現れる。ものは、いまや、単にものとしてすでに資本である。全体としての再生産過程の結果は、ものそれ自体に発生する果実として現れる・・・。利子生み資本では、したがって、この自動的[に果実を生む]物神性が、その純粹な形態、自己増殖する価値、貨幣を生む貨幣として完成され、この形態のもとでは、もはやその出自を示す如何なるしるしも帯びていない。社会関係は、もの、つまり貨幣の自分自身への関係として完成され、ここではこの仕方、資本による剰余価値の生産が表現される。・・・潜在的資本としての能力、利潤を生産する手段としての能力によって、資本は商品、ただし独特の(sui generis)商品になる。あるいは、同じことであるが、資本が資本として商品になる」マルクス『資本論』第三部からの引用

マルクスの[商品としての利子生み資本の]定式化に曖昧な点はまったくない。それは、『資本論』第一部における商品物神性をめぐる問題についての彼の考察に照らして理解されるべきである。要約すれば、資本家的搾取は「もの」として、独特の商品として、金融証券として現れる。われわれがすでに分析したように、この現象形態は資本家的現実の表現であり、それは、社会的エージェントが生み出した思想、考え、理論的スキームではなく、社会的経済的諸関係から発生し、それらの中に抛り所を持っている。言い換えれば、物神性は、幻想や迷信的信仰にもとづく主観的現象ではない。それが意味しているのは、客体(商品)に媒介された経済的現実であり、この現実の表現形態の中にいつでもすでに含まれているのである。

マルクスは、金融市場の社会的本質について説明するにあたって、架空資本の概念を導入し、物神性について語っている。かれは、資本資産が資本という社会関係の現象形態を物象化したものであり、その価値評価が資本家的関係と有機的に関係する表現であることを強調している。金融市場は、資本家的社会の階級的本質を覆い隠し、資本家的権力関係の効果的な再生産のために必要かつふさわしい行動様式を押し付ける、客観化された認識の結果である。言い換えれば、資本還元はリスクにもとづいて表現される資本資産の価値評価の特定の結果、および、この価値評価が資本の「法則」の効力を補強し、強化する仕方と関係している。これが、マルクスのテキストが取り扱っている根本的な教訓である。

もしも独特の商品としての証券 S が資本関係の物象化であれば、その価値評価（すなわ

ち、その交換価値としての存在そのもの)は、必然的に、資本家的生産の経済的諸条件の特定の表現および数量化に依存する。経済のファンダメンタルズに関する情報を発信する市場の効率性とはまったく関わりなく、ファンダメンタルズそれ自体は、資本家的イデオロギーの規範という条件のもとですでに形成されている。資本制的企業の内部で、あるいはそれと関連して生起する、経済・技術・政治が複合的に作用する事象(つまり、あらゆる資本の価値増殖とそれに対する抵抗)は、かくして、資本市場の内部で、「客観的認識」および数量的表象に転換される。そして、資本市場は日常生活のさまざまな側面を包含する傾向があるために、上記の証券Sは資本[現物資本および貨幣資本]に対する所有権である必要はない。金融システムは、さまざまな権力関係と社会関係を一般的に表現し、数量化するのである。

今後もし繰り返すことになるが、この理論枠組みは、効率的市場仮説(EMH)に関する議論と混同されてはならない。EMHに関する議論では、論争の焦点は情報収集の効率性に当てられている。要するに、市場参加者は観察された現実の本質的部分を認知して、ファンダメンタルズを正当に評価できるか否か、それともファンダメンタルズは、侵入できない複雑な経済的宇宙に埋没したままなのかという問題である。しかし、これらのどちらの考え方も、観察する主観(市場参加者)と観察される客体(資本主義的現実)との本質的關係について、同じ観点を共有している。前者は後者に対して外的存在と見なされ、後者はまったく透明であると見なされる。かくして、議論の不一致は、市場参加者が有益な情報を収集する能力と、これがかれらの意思決定にどのように作用するか、に関わっている。マルクスの物神性論は、このような経験主義的な問題提起と決別している。かれの見方では、観察する主観はいつでもつねに、利用可能な情報の質とまったく関わりなく、現存する複雑な資本制的権力関係、「超感覚的」であると同時に「客観的」な権力関係、の内部に捉われ、支配されている。かれらの観察のレベル、収集された情報のレベル、それらの情報を評価するレベルに関わりなく、観察する主観はこのようにして形成され、動機付けられ、かくして、観察された社会関係とならんで、客観的な資本制的関係の一部となり、これらとのあるべき関係に組み込まれるのである。

われわれは後述の例証によって、われわれの論点をさらに明確化するつもりである。この例証は、コーポレート・ファイナンス論からとられた瑣末な事例、つまり、企業支配をめぐる市場(market for corporate control)にもとづいている。

#### 4. 2 一つの例証

マルクスの論述の一般的な理論枠組みは、現代資本主義の分析と理解にとって、それほど明示的ではないが、より根本的な含意を含んでいる。金融市場は、競争と個別資本の移動を強める要因(一律の利潤率[平均利潤率]を成立させる傾向を強める)である。このプロセスはそれ自体、個別資本の価値増殖(労働の搾取)に好都合な条件を補強する。それはまた、貯蓄を投資(これら二つの因果関係では投資が優先する)に導く。しかし、もっと

も重要なことは、前節で概説した分析が示唆するように、金融（とりわけ、新自由主義的に商品化された）が、個別資本の有効性を評価し、モニタリングする場になっているということである。このプロセスは、収集される情報の質に依存していない。

金融は、個別資本の有効性を監視するプロセスを作り出す。それは事実上、資本の循環を監督する一つのタイプである。経済の「ファンダメンタルズ」は、それに関する「知識」に先行して客観的な意味をもっているわけではない。それらは、つねに資本主義的現実の特定の解釈という形態で存在しているのである。言い換えれば、ファンダメンタルズは、物神性のドメインの内部で、すでに定義されているのである。このような非経験論的観点からは、「ファンダメンタルズ」とそれに関する「情報」との違いは、もはやそれほど明確ではない。この論点について、ここではこれ以上立ち入らないことにする。われわれの論点を例証するために、非マルクス経済学の論争で見出される類の金融市場における、二つの異なった、極端なケース（これらはただ単純化のための例であることを知った上で）を考慮に入れることにする。

理想的に効率的な市場の場合、資本家的企業が発行する証券の価格は、経済のファンダメンタルズに現れる搾取の強度を表している。搾取に好都合な一連の条件を作り出せなかった企業は、たちまち市場の信頼を喪失する。これはその企業の債務の減価[調達コスト＝利回りの上昇]として現れる。主流派の議論では、この修正は、当該企業の経済的見通しの悪化によって増大した「リスク」を、投資家（貨幣資本家）に対して補てんするために必要である。このロジックの内部で、「リスク」という用語はきちんと定義されていない。さしあたり、ヒルファーディングの考察に見出される最初の素朴な定義を受け入れておくことにする。これによれば、リスクは、資本家が自ら将来の収益性を予想するにあたっての「確実性の程度」、あるいは、「確信の程度」（これは、Nitzan & Bichler(2009:208)から借用）と見なすことができる。

（訳者付記）本書の著者たちが Nitzan & Bichler の所説を周知していることは彼らの議論を理解する上で念頭に置いておくべき重要な情報である。なぜなら、「金融システムは、さまざまな権力関係と社会関係を一般的に表現し、数量化する（57 ページ）」というかれらの主張は、資本を単なる経済的主体としてではなく「権力」として捉えるべきだと言う Nitzan & Bichler の所説——*Capital As Power*——と相通じていると思われるからである。

しかし、当該企業の資産価格がファンダメンタルズから完全に乖離した場合にはどうなるのであろうか。もちろん、具体的な分析のレベルでは重大な結果が生じるであろうが、戦略的観点から見れば、根本的な違いは生じないであろう。なぜなら、いずれにせよ、[金融]市場は、前述した物神的表象の枠組みで企業を監視することをやめないからである。企業の価格[株式および債券の価格]は固定されておらず、その評価は簡単に変化する。値付けの結果如何に関わらず、市場による恒常的な監視は、搾取のための特定の戦略を促進する

イデオロギー的基準のもとで、資本の運動を恒常的に解釈[商量]していることを意味している。情報に関する市場の効率性とはまったく関わりなく（抽象的な分析レベルでは）、このプロセスは、個別資本(企業)に対して、しかるべき行動基準を組み込み、労働の搾取を一層強め、その効果を高めるための圧力を加えるのである。この圧力は、実際には、さまざまな異なった経路を通じて伝導される。

一例を挙げるなら、ある大企業が資金調達で金融市場に依存している場合、十分な価値増殖をめぐるあらゆる疑念(たとえその疑念にまったく合理的理由が無い場合にも)が、資金の調達コストを押し上げ（リスクの増大）、資金調達の可能性を狭め、株価と債券価格を押し下げる。このような状況に直面すると、難しい環境に置かれた企業内の労働者側は、自分たちの交渉力を犠牲にして、雇用者が提示する不利な条件を受け入れるか、それとも、「柔軟性の無い」戦闘的な立場を取ることで、企業が閉鎖を余儀なくされたり、乗っ取られたりする可能性を高めることを選択するかのジレンマに立たされる。後者の選択は、労働条件の暴力的再編を伴うであろうから、労働者自身にとっても同様に不利である。明らかに、このジレンマは、単なる仮説ではなく、「資本の法則を受け入れるか、それとも、より大きな不安定性や失業とともに生きるか」という形で事前に与えられている。このジレンマは、架空資本の本性に内在的であり、その作用は、情報の質あるいは市場の効率性にそれほど依存していない。

この[金融市場の]圧力は、生産過程の組織全体、労働者集団の特定の形態、資本と労働の所得[分配]関係に影響を及ぼしている。それは、最終的には資本家的生産の完全な再編を不可避にし、労働者側にとっては解雇とより控えめな賃金要求を余儀なくさせる。企業の再編は、とりわけ、搾取率を高める観点から、一連の社会関係を再編することを意味している。かくしてこの再編は、一方では生産過程に対する資本家の権力の強化を、他方では、不十分にしか価値増殖できない資本の清算（乗っ取りによるダウンサイジングや企業の清算）、したがって不変資本のより経済的な利用を前提している。したがって、「市場規律」とは、「資本の規律」と同義語と理解されなければならない。

##### 5. エピローグ：リスクの政治経済学と金融化の新しい理解

これまでに取り上げたマルクス学派の(金融をめぐる)議論は、個別資本(資本家的企業)の分析に限定されるべきではない。それは簡単にあらゆる市場参加者に一般化することができる。債務者としての国家も結局それほど違わないと考えることができる。とどのつまり、近代の金融は、新自由主義的な形態で資本家の権力が再生産されるのを支えている。そのメカニズムは、個別資本の場合に類似している。特定の形態で資金を供給することと並んで、金融市場は新自由主義のヘゲモニーを支え、強化する。すなわち、新自由主義的な政治アジェンダ[目標]の、スムーズな実現を促進する。

このプロセスが限界まで進むと仮定してみよう。個別企業の内部で労働者が直面するのと同様のジレンマに、債務者としての国家も直面する。国家も新自由主義的アジェンダを

踏み外さないように注意を払わなければならない。さもなければ、かれらは市場の「信頼」を失い、「いやな」IMF（あるいは、その欧州版であるESM）に頼らざるを得なくなる。資本のロジックを構成する重要な社会的コンセンサスのほとんどは、通常、このような「事実上の」ブラックメールの威力のもとで組織されているのである。もしも階級闘争がラディカルな政治問題（民営化の失敗、中央政府が予算不足に追い込まれるなど）の引き金を引けば、市場はリスクを再評価し、政府の借入れコストを引き上げる（既発国債の価格を下落させる）ことによって、信頼の欠如を伝えるシグナルを送る。これは、新自由主義的アジェンダを回復させるか、そうでなければ、国家のデフォルトを引き起こす。事態が収まれば、デフォルトは資本家権力にとって不都合ではなくなる。なぜなら、それはまさしく暴力的なやり方で、資本主義国家の新自由主義的戦略を回復させるからである。

現代資本主義（「新自由主義」という用語は、そのあらゆる側面を表すには狭すぎる）が表しているのは、資本主義国家の間の関係（グローバルな帝国主義チェーンの中での不均等な関係）、個別資本（特定の国の社会的総資本を構成している）の間の関係、さらに「自由化された」金融市場の、再構成あるいは作り直しである。この再構成は、関連するあらゆる構成部分を、支配的な（新自由主義的な）資本のパラダイム[標準形]の再生産を支えるための、しかるべき改革を前提する。この観点から見れば、現代資本主義は、社会全体をカバーする資本家の権力の歴史的に特殊な組織形態であり、ここでは、金融市場を通じる統治が決定的な役割を果たしている。このようにマルクスの『資本論』第三部での論述を読み取ることによって、現代の金融を考察するための新しい問題提起への道が開かれる。われわれは、この点について次章で詳しく論じることとする。

（訳者付記）この段落全体の論述——金融を含む経済システムの全体を、そのイデオロギー的表象を含めて、資本家の権力の歴史的に特殊な組織形態として把握する論述——が、Nitzan & Bichler の *Capital As Power* 全体を貫くライトモチーフを思い出させることに読者は気がつくはずである。

## 第8章 [資本家的]権力の技術としての金融化：マルクスの理論枠組みにリスクを組み込む

### 1. リスクのディメンジョンへの手引き

ここでは、前章のあとがきに書き残した記述から、これからのわれわれの議論の導きの糸を取り上げることにする。『資本論』第3部でのマルクスの分析は、マルクスにそれを完成し、編集し、出版する条件が無かったという意味で不完全である。それにとどまらず、彼の手稿自体、最終的な改訂版からは程遠い姿に留まっている。前章での分析によって、われわれは、金融の本質に関するマルクスの論述の明らかな限界に到達した。これらの限界は、基本的分析概念としての架空資本の内容に関係している。にもかかわらず、これらの限界は、絶対的で克服不可能な制限と見なされるべきではない。それらは、同時に、金

融に関して提起されるべき疑問のあらゆる可能性を規定する、独自の理論問題の概要を含蓄している。したがって、我々が分析すべき問題は、いかにしてマルクスの議論を発展させることができるかということである。あるいは、別の言葉で言えば、われわれは如何にして、マルクスの独自の問題提起を放棄することなく、かれの概念体系を発展させることができるかである。事実、これこそが本章でわれわれがやろうとしていることである。

すでに述べたように、架空資本（利子生み資本）はあらゆる個別資本が実在する具体的な形態である。これは、マルクスの研究目的を理解するための決定的な論点である。これが意味しているのは、分析のより具体的（複雑）なレベルでは、資本の循環は  $M-[M-C-M]-M$  または、 $M-M$  の形式によってのみ正確に表現されるということである。この定式は、資本制的関係が商品化して、いまでは一つの価格を備えた独自の商品（有価証券）の形態で[一般の商品と同様に]  $C-M$  の形態転換を行うことを示している。これは、実はマルクスがプーードンに対して行った批判である。金融を議論する際、マルクスは何度も繰り返し、「資本としての資本が商品になる」と述べている。こうして、架空資本は物神性に、資本制的社会関係の物象化に、結び付けられている。マルクスの議論のこの側面を理解できない人は、これに関係する決定的な論点、すなわち、金融商品の値付けと関係する諸現象は、資本家の権力組織のアクティブな構成部分であることを見落とすことになる。

これが、ヒルファーディングが取り扱った根本問題（本書第4章参照）の解決である。言い換えれば、金融の最大の秘密は、価値評価の過程が競争を通じる証券価格の決定と関係しているだけではなく、資本家的権力関係の再生産および、その特殊な作用様式とも関係しているということである。事実これが、架空資本に関するマルクスの議論を金融に適用した時に読み取れるメッセージである。[資本制的]社会関係は、物象化されて金融商品に転換されることによって、われわれが経験[知覚]すべき所与の対象になり、その社会関係が要請する行動規範と結び付いた転倒的表象のもとで、いつでもすでに数量化できるものとして現れる（このような物神性の解釈については、Balibar(1995:66)を参照）。金融市場で日常的に行われる計算と評価（金融商品の世界に埋没し、最新の金融調査にバックアップされた、市場参加者と金融機関の複雑な取引慣行の所産）が、資本制的階級関係の現実を歪曲し、誤解させ、市場参加者になんらかの特定の意識と特殊な戦略的行動を押し付けるのである。

われわれはこれから、金融のプロセスに深く関わるリスクの問題を検討することによって、上記の論点をさらに展開することにする。すでに述べたように、資本還元のプロセスは将来に期待される所得の流列——それが剰余価値から発生しようと、課税や賃金から発生しようと——を継続的に商品化する。このような商品化が意味しているのは、階級闘争とその結果が数量化されるということである。この数量化は、資本主義の現実があらかじめ表象に浮かんでいること——いくつかの特異な社会的事象が自発的に解釈され、数量的記号（商品価格）に転換されている——にもとづいている。これらの事象は金融の支配的な言語で定義されることで、リスクのディメンジョンを形成する。このため、マルクスの

分析の中心にある架空資本概念と資本還元の慣行のいずれも、リスクの何らかの決定を前提している。

金融証券の価値——資本の価値——は、生産過程に伴うというよりも、むしろ先行する。その価値が存在するのは、剰余価値（あるいは他の所得のフロー）が生産され、照応する市場で実現されたためではなく、金融市場がその実現をある程度「確信」する（われわれは前章で、これがリスクの最初の定義であると指摘した）ためである。資本制的関係の架空資本化(C-M)は、将来の結果に関する評価に依拠しており、したがって、それはリスクについての何らかの理解を前提する。

（訳者付記）資本還元が生産過程に先行するという論点については、注記が必要である。言うまでもなく、将来の剰余価値生産および実現、あるいは、貨幣資本家が入手する将来のキャッシュフローは、予想困難であり、きわめて不確実である。その意味では、資本還元は、きわめて「投機的」である。しかし、株価は、長期歴史的に見れば、将来予想される利潤ではなく、現実に実現された利潤率との関係では、きわめて密接な相関関係を保って変動してきた。その意味では、実際に成立した株価は、将来の利潤ではなく、過去ないし現在の利潤を反映しているのである。

これ——リスクを議論の俎上に挙げること——こそ、われわれが本章で行おうとしていることである。リスクは、金融に関する主流派と非主流派の議論の中心的な用語である。しかし、その分析的内容は依然として曖昧で不明確である。われわれは、リスク概念に焦点を当てて現代金融の発展を理解するために、マルクスの理論枠組みを再構成することを目指している。リスクを論じるからと言って、われわれは主流派の観点を受け入れているわけではない。われわれは、リスクを[主流派とは]非常に異なった文脈の中で取り扱う。新古典派的なロジックでは、生起し得る事象は当然の事象として受け取られる。それらは、経済の現実（情報＝知識）を構成する透明な世界の所産と見なされる。他方、非主流派のアプローチでは、この[主流派の]ロジックの経験主義的基礎を問題にせず、むしろ、その内在的制約に懸念を表明する。マルクスの枠組みは、この経験主義的枠組みから決別する。リスクのディメンションは、階級闘争が結果する諸事象の特定の物神性的表象によって作り出される。次節以下で、この問題に立ち入ることにする。

## 2. 金融市場の見えざる側面：リスクを基礎とする標準化

### 2. 1 主流派金融論の中心にあるリスク計算

マルキール(Malkiel, 2011 : 197)はかれの有名なベストセラーの中で、主流派の議論におけるリスクの理解について次のように主張している。

「リスクは、きわめて取り扱いにくく、掴まえ所の無い概念である。投資家の間に、い

リカン・ヘリテージ辞典は、リスクを「被害あるいは損害を被る可能性」と定義している。……投資家にとってリスクは、証券の期待利回りの実現が失望に終わる可能性に関係していることを学界が受け入れるなら、リスクの尺度が将来の利回りの確率分布であるということは自然な結論として出てくる。かくして、金融的リスクは、一般に利回りの分散、あるいは標準偏差として定義されてきた。」

この引用は、主流派がどのようにリスクを概念化しているのかを示唆している。リスクは、将来の価格実現に対する確信——確率的可能性をめぐる——と見なされ、価格の統計的分散がその「自己暗示的」尺度になる。利回りの分散が大きいと期待される証券は、分散が小さい証券に比べてリスクが大きいと見なされる。このロジックは、非常に重要な帰結をともなっているが、この点は主流派では体系化されていない。……

主流派のリスク概念は、あらゆる金融資産に共通の基礎の上で、リスクを定義しようとする暗黙の試みである。[実際には]このロジックをあらゆるリスク範疇に拡大することはできないだけでなく、異種の具体的リスクを等置する通約因数としても不十分である[本稿66ページ以下を見よ]。これには二つの理由がある。

第一に、このロジックで等置されるいずれの資産も、相手の資産の価値を表しておらず、したがってこの定式(等置関係)は、価値形態[相対的価値形態および等価形態]を表していない。あらゆる市場参加者は分散に関して自分の主観的期待を形成し、それにもとづいて資産価値を評価する……。

これらの評価はすべての市場参加者において「均一」ではない。主流派の分析は、これらの分散が、きわめて単純な作業仮説(CAPMのような)なしに、如何にして共通の根拠に基づいて測定できるかを説明することができない。期待形成の過程については、多くの異なった説明が可能である(この点で、主流派の想像力は非常に狭隘である)が、結局のところ、結論はつねに同じである。リスクを主観的基礎の上で等置関係に置くことはできないということである。

同時に[第二に]、証券価格を問題にする限り、統計的分散(たとえ主観的レベルであつても)を使って異なった具体的リスクを測定することはできない。あらゆる証券の価格は、つねに広範なリスク集合に関わる特定の評価にもとづいている。この意味で、前記の定式[等置関係]は、異なった「単一の」リスク、あるいは「サブ・グループ[部分集合]」としてのリスクに、拡張できる余地は存在しない。このことは、前記の等置関係の更なる限界を示している。このロジックのレベルでは、主流派のリスク概念は、分散を「トータルな」リスクの尺度として確定することで、等置関係をめぐる問題を非明示的に[ブラックボックスに押し込めて]取り扱おうとしている。しかし、このロジックは、伝統的な金融市場[参加者]が、異なった多様なリスクをどのようにして直接に、意味のある客観的やり方で、測定することができるかを説明していない。

以上の認識が、モダンポートフォリオ理論が第二次世界大戦後に発展するための地ならしを提供した。現代ファイナンスは、全面的にこの理論的パラダイム——新自由主義の勃興に数十年先立って発展した——に依拠している。[現代資本主義]金融化を依然として1980年代および90年代の利潤率の[傾向的低下]傾向と結び付けている非主流派のアプローチは、金融の興隆が単一の理由から生じた経済的副産物ではなく、レーガンとサッチャーが権力を握るはるか以前から進行していた[歴史的]傾向であることを完全に見落としているのである。

(訳者付記) 訳者の近著『マルクス経済学と金融化論』は、金融化を1970年代のスタグフレーション、ニクソンショック、オイルショック他の発現を契機に顕著になった資本主義の歴史的、構造的諸変化と「結び付けて」考察しているが、その結びつきの複合的關係の中で、利潤率低下問題は、無関係ではないが、主要な関係とは考えられていない。

主流派のパラダイムには二つの基本的な想定がある。すなわち、リスク回避的な投資家とポートフォリオ分散投資である。主流派の投資慣行にとって、リスクの想定は金融的利回り水準から切り離されれば無意味である。合理的な投資家とは、高利回りと同時に結果が保証されるのを望む投資家である。かれらは、高リスクに見合う高利回りを要求する。リスク回避の仮説と不確実性の意味でのリスクを前提すれば、投資家はかれらのポートフォリオ全体のリスクを分散投資によって減少させることができるという主張は当然である。なぜなら、もし誰かが異なったタイプのリスク資産を一つのポートフォリオと一緒にすれば、ポートフォリオ全体のリスクが減少することは容易に理解できる。資産の金融的利回りの共分散が小さいほど、ポートフォリオ全体のリスクは小さくなる(全体の分散が小さくなる)。一般的に言えば、これは、モダンポートフォリオ論が登場するずっと以前に慣行として確立されていた金融スキームを反映している。……

省略

## 2. 2 金融市場の実際の機能：リスクを基礎にした標準化

主流派の金融論で分析されたリスク概念は、金融市場で現実には生起している事実を完全に誤って表示している。これは、かれらが経験主義的アプローチを採用しているためである。本節では、すでに前節で展開した問題をさらに立ち入って論じることにする。われわれの論点は、マルクスの貢献の重要性は、金融の議論を支配している経験主義的問題提起からの決別として要約することができるということである。

リスクを不確実性として特定することは、金融市場の参加者が現実に行っていることを隠ぺいすることになる。簡単にこの点を考えてみよう。さまざまな金融機関の、人材と装備を備えたリサーチ部門が世界中で、金融証券の価格の将来の傾向を評価することを試みている。かれらは、かれらのモデルにもとづいて決定した経済的「ファンダメンタルズ」

に関する情報を収集する。この情報はいうまでもなく、将来の結果にかんする条件付きの確率という意味での統計[数値]に即して意味づけられる。ルーマン(Luhmann, 2003)が適切に指摘しているように、金融的計算は「偶然の機会への適応」[本稿次ページ以下を見よ]を前提している。しかしながら、主流派の分析枠組みの中では、ファンダメンタルズ自体がすでに資本主義的現実の物神的イメージにすぎない。それらは、資本の運動に関するしかるべき表象を作り出すイデオロギー的概念であり、この概念は、資本制的搾取の戦略を再生産するために必要とされるのである。この意味で、情報を伝播させ、あるいは情報を価格に盛り込むという点での市場の「効率性」が如何なるものであれ、値付けのプロセスそれ自体が、資本主義的現実——階級的力関係の複雑な組み合わせ——の全体的に誤った表象の上に成り立っているのである。あらゆる金融資産における「中位の価格」や、「統計的分散」(リスクのおおざっぱな表現としての)に関する予想は、このような物神的認識の枠組みの中で行われるのである。これらの問題は、すでに本書の第7章で展開されている。市場は、資産の値付けにあたって、経済エージェントの「効率性」を誤認するかもしれないし、根本的な情報を見落とすかもしれない。しかし、価格の精度とは関わりなく、かれらが踏襲する情報解釈の基準が、かれらを資本の論理的規範に沿って規律付けるのである。これこそが決定的に重要な論点であり、これは、マルクス学派の理論枠組みにおける架空資本概念の純粹に分析的 content から生じるのである。(160頁、図8.1を参照されたい)

上述の議論に照らして、われわれはリスクを、将来生起する可能性がある社会的事象とならんで、それらが実際に生起する可能性に関する評価を含んだディメンジョンとして理解する。これらの事象は、資本家的イデオロギーの規範および問題設定のもとで定義される。経済的エージェントは、資本主義的現実に関する所与の「情報」が、この現実の透明な解釈を形成すると信じている。しかしながら、かれらの実際的な体験と、それを主流派の分析モデルの中で理論化し、体系づけるやり方は、ブルジョア的イデオロギーの主要命題によって色付けられている。このイデオロギーは、世界についてのしかるべき知識をもたらすが、この知識は、エージェントをして、自分たちに割り当てられた特定の役割を自発的に認識させるのである。しかしながら、この認識は同時に、資本主義経済の階級的・権力的本質を全体的に誤認したものである。かくして、リスクとは、資本主義的イデオロギーと関係して生まれてくる、将来事象に関するあらゆる可能な想定、イメージ、および評価の総体である。言い換えれば、リスクは資本家的エージェントが、一つのイデオロギー的観点から将来について判断する仕方である。リスクは、資本主義的現実の物神的な神秘化にもとづいてつくられる、将来のトレンド(通常、確率的に表現される)についての予想である。

われわれの理解では、このようなイデオロギー的に媒介されたリスク認識がなければ、資本還元の成立はまったく不可能である。実際、[架空資本の]値付けのプロセスとしての資本還元は、事実として認識されたしかるべき社会的事象——まず最初に[他の事象から]「区別」され、次にリスクとして対象化された——を提示し、特定し、アレンジし、順序づけ

一つのやり方を前提する。言い換えれば、資本還元はリスクを何らかの形で特定すること——すなわち、特定の事象をリスクとして対象化し、審査し、評価すること——なしには不可能である。われわれは、このプロセスを偶然への適応と呼ぶことにする。

証券を値付けするプロセスは、リスクのディメンジョンに依存している。それにも拘らず、リスクのディメンジョンは、金融市場に埋め込まれることで、特別な形態を纏う。その本当の性質が強調される必要がある。異なったタイプの証券を値付けするためには、金融市場は、実のところ、全ての市場参加者が[証券]リスクプロファイル——証券に対する如何なる偶発的な請求でも値付けの根拠となる——を取得する場となる。金融市場は、[証券の]リスクプロファイルが実際に形作られる場である。かくして、金融市場はリスクを基礎にして市場参加者を標準化するのであり、リスクを特定し、それを市場参加者に分散し、分配する。

リスクの明示は、二つの同時に重なった契機で構成される。一方で、全ての市場参加者はリスクに曝されるが、同一のリスク範疇（具体的なリスク事象）がかれらに適用されるわけではない。同時に、これは重要な契機であるが、同一の具体的リスクに直面している市場参加者といえども、そのリスクが現実のものとなる点で、同一の（評価される）可能性を抱えているわけではない。言い換えれば、将来に対するイデオロギー的予想は、個別の市場参加者のケースとして分散される場合には、リスクプロファイルの形成——実際に実現する可能性の程度を予想するのに必要な目安を伴う事象——という形をとる。これが、リスクを特定し、評価するプロセスを、われわれが「偶然への適応」と呼ぶ理由である。

金融商品の値付けは、必然的にこの偶然への適応と関係する。それぞれの市場参加者は、いわば、一つにはかれらが抱えるリスクの具体的性質によって、もう一つにはかれらが曝されているリスクの[実現する]確率によって、区別される。具体的なリスクは、それが市場参加者の間に不均等に配分されている限りにおいて評価可能である。なぜなら、そのリスクが関係する全ての個人にとって、リスクが実現する可能性は同じではないからである。

さてここで、われわれは最も重要な結論に到達する。リスクプロファイルが形成されるプロセスは、日常的な金融活動の中心にある（市場の効率性とはまったく関わりなく）のだが、それは同時に、特殊な個別化を通じる標準化のプロセスと考えることができる。この断言が成り立つのは、「市場を構成する全ての個人は同一の条件に置かれている。それぞれの個人は、リスク要因であると同時に、リスクに曝されている(Ewald, 1991:203)」という仮定の上でのことである。これは、全ての人々が同一の具体的リスクを引き起こす、あるいは同一のリスクに曝されている、あるいはまた、これらの具体的なリスクに同じ確率で曝されているという意味ではない。リスクプロファイルを市場参加者に配分するにあたって、金融市場は市場参加者を区別し、リスクをそれぞれに個別化するのである。しかし、個人に割り当てられたリスクの個人的性格は、もはや「抽象的で区別の無い規範」には関係せず、反対に、市場を構成する他のメンバーとの相関関係における個別性なのである。

以下、省略 . . . .