

1. 金融（資本市場）主導資本主義は資本主義の独自の段階か

- ① 1970年代以降の資本主義の様相。実物投資の停滞 賃金・雇用の抑制 IT化と集中・リストラによる生産性上昇、グローバル化、企業減税・課税回避 ⇒ 実需停滞・利潤回復・株価上昇。これらの諸現象だけでは、段階論に直結しない。
- ② 1970年代以降の資本主義を特徴づける諸要因の相関関係。階級関係の変容により、生産性上昇と賃金上昇の連動関係が切断された結果、企業利潤回復、全般的な資本過剰蓄積による国際的競争激化の下での資本蓄積率低下、固定費圧縮（減量経営）、企業減税、⇒ 利潤は配当、経営者報酬、内部留保、自社株買いに⇒ビルトインされた所得格差、企業・富裕層の保有する金融資産の形態で貨幣資本の過剰蓄積が常態化、機関投資家の運用資金の継続的増加、資本市場の拡大・多様化（← 企業年金の確定拠出型への移行）、金融の証券化、銀行の預金・貸出型金融仲介機能の衰退。1980年代以降、金融システムが構造的に変化。
- ③ M&A, 株価重視で企業が「商品化」、敵対的企業買収・LBOが活発化し、資本市場（＝機関投資家）による企業選択、企業・家計の機関投資家化、ファイナンスの論理の企業・家計・資本市場への浸透。現実資本の整理を担う資本集中もファイナンスの論理・資本市場の論理によって展開される（株主価値＝株価重視の企業統治、企業年金の資産管理業者への委託、保険の金融化）。企業の競争形態の変化。株価（株主ではない）重視の経営。これらは経営者資本主義＝所有と経営の分離の新しい形態であり、所有と経営の双方が資本市場に適応して変化した。企業が丸ごと商品化され、資本市場の論理で「契約の束・ポートフォリオ」として「価値評価」され、市場経済の中に取り込まれ、金融資産として売買される現象は、資本主義の段階を画する新しい現象と言える。
- ④ 現代資本主義は、19世紀型産業資本主義でも、20世紀型独占資本主義でもない。資本の集中が進んだ独占資本主義であるが、資本市場に規定された「後期？」独占資本主義。依然として経営者支配であるが、バーリ／ミーンズの経営者支配ではなく、金融資本優位であるが、ヒルファーディング的金融資本（銀行・産業の融合・癒着）ではない。さらに、1960～70年代に見られた、ミンツ／シュワーツのいわゆる「金融ヘゲモニー」（独占的銀行資本が連携して企業行動に構造的制約を加える銀行優位の関係）でもない。少数の大手銀行ではなく、ネットワークとして複雑に結びついた金融産業中心の、資本市場主導型資本主義と捉えるべき。
- ⑤ 金融システム（金融仲介）の主軸は銀行/企業ではなく、投資銀行/機関投資家の関係。資本市場を主導する資本（資本市場のゲートキーパー＝大手投資銀行、機関投資家、格付け会社）が多国籍企業を含めた資本の競争と蓄積を規定する。ミンツ/

シュワーツの金融ヘゲモニーは、大手銀行の連携的行動にもとづく、企業行動への構造的制約を重視したが、銀行が媒介する預金/貸出型金融仲介の衰退により、銀行主導の金融ヘゲモニーは衰退。ただし、資本市場主導という意味での金融ヘゲモニーは存続。現在では「金融主導資本主義」の呼称は広く普及している。

- ⑥ 金融主導資本主義の下では、独占資本を無理な投資拡大に向かわせる競争原理は作用しない。無理な投資拡大は、資産効率を悪化させ、株価収益率を下げ、株価を低落させ、資本市場における自社の立場を弱体化させる（買収のターゲットになる危険性が高まる）からである。企業活動の重点が財務活動に移り、旧来の経営者ではなく、ファイナンスの論理と資本市場の役割を熟知する経営者が企業経営の主導権を握る。
- ⑦ 投資銀行、巨大機関投資家、格付け会社が主導する資本市場の主要商品は、旧来の国債、社債、株式市場だけではなく、仕組み証券、デリバティブを含め著しく多様化する。同様に、機関投資家も年金、保険だけではなく、さまざまなファンド（投信、資金管理会社、投資組織）を中心にして極度に多様化し、大規模化する。その結果、家計の貯蓄だけではなく、消費行動も資本市場に依存（年金/保険の金融化、住宅の金融資産化、債務依存の消費）。住宅、不動産、あらゆる所得・収入の証券化が進行。
- ⑧ 中小銀行、地方銀行を含む銀行融資、保険会社の保険商品、病院・学校の収入が、さらには、資源や炭酸ガス排出権が金融商品化（証券化）される。これらの商品は、金融証券化のための原材料になる。投資銀行の価値増殖は、利子生み資本の $G \cdots G'$ ではなく、産業資本の循環と同じ範式 $G \cdots W \cdots W' \cdots G'$ で表現される。その際、価値増殖は、金融的労働過程（架空資本の組成過程 $W \cdots W'$ ）で生じる。金融仲介の「生産資本化」。他方、利子生み資本の $G \cdots G'$ 運動を担うのは、MMF や資産管理業者、ミンスキーの所謂マネー・マネジャー。ただし、巷間に流布する、ポートフォリオ資本主義、マネー・マネジャー資本主義、ファンド資本主義、クーポン（利札）資本主義他の用語は、現代資本主義の特徴づけとして間違っていないが、現代資本主義に特有の資本蓄積と競争の歴史的構造を説明できないという意味で、記述的用語に止まる。

2. 資本の過剰蓄積と金融恐慌の関係をどう理解するか

- ① 「経済の金融化」の背景には、1970年代の経済危機として顕在化した世界的な過剰投資、インフレ的な財政・金融政策、労働市場の隘路、資源制約、利潤率低下、産業構造のサービス化、など、全般的な資本の過剰蓄積と、これが引き起こす国際的競争激化が作用している。その意味で、経済の金融化は、金融市場の内部的要因だけで説明することはできない。
- ② しかし、スタグフレーション、石油ショックを契機にして、生産性上昇と賃金上昇

の関連が遮断され、恐慌後の投資回復⇒雇用・消費回復⇒利潤回復⇒投資主導の活況⇒過剰生産恐慌という循環が作用しなくなった（フォーディズムの崩壊）。これに代わって、長期不況⇒リストラ（合理化・固定費削減）⇒拡張投資・雇用増なき利潤回復（投資の中心は更新投資と M&A）⇒内部留保・金融費用増・財務的投資⇒資本市場の活況⇒株価上昇・金融利回り増大⇒金融的過度投資・バブル崩壊という金融的経路が循環の主因になった。

- ③ 2000 年代初頭の IT バブルは、IT 部門における実物的過剰投資が原因ではなく、ニューエコノミー論にあおられた IT 関連株(NASDAQ)への金融的・投機的過剰投資が主要な原因。数千社に上る起業と IPO は大半が失敗。その意味で、IT バブル崩壊は、過剰生産恐慌ではなく金融恐慌。
- ④ 同様に、IT バブル崩壊で、株式市場から不動産市場、仕組み証券市場、デリバティブ市場に流入した機関投資家の資金が、適格（高格付け）証券の不足（債券市場における超過需要）を引き起こし、これを契機にしてサブプライム問題（国債・社債に代わる投資適格証券としての CDO 他の仕組み証券を組成・販売するための住宅融資・消費者信用膨張）が生じた。言い換えれば、CDO を中心とする証券化業務を展開する投資銀行とその関連組織（シャドバンキング）の膨張が、不動産価格の下落によって破たんし、ウォール街を震源とする金融恐慌が発生した。この意味で、2008-10 恐慌も、IT バブルと同様に、過剰生産恐慌ではなく、貨幣資本の過剰蓄積に起因する金融恐慌として捉えられる。
- ⑤ 現代の金融恐慌は、19 世紀型の過剰生産恐慌（商業恐慌）や、2 度の世界戦争と大恐慌として発現した 20 世紀型恐慌と基本的に異なっている。またそれは、南海泡沫事件やチューリップ熱に代表される、歴史的に繰り返された一時的投機熱が作り出す金融危機（独自の貨幣恐慌）とも異なっている。その最大の理由は、グローバルな規模で金融産業の集中、金融システムのネットワーク化、広範な家計を巻き込んだ経済の金融化(fourth dimension of financialization, financialization of daily life)の結果、金融恐慌を政府・金融当局がなりゆきに任せることができなくなり、大規模金融機関の救済、政府主導の合併・買収、不良資産の買い上げと資本注入、要するに Too Big To Fail 対応が常識化しているためである。
- ⑥ 現実資本の過剰蓄積は、機械設備の老朽化、経済的減耗、技術革新その他によって時間がたてば解消される。過剰生産された商品・消費財も、耐用年数や消費期限、実際の消費によって時間がたてば解消される。しかし、過剰に蓄積された貨幣資本は、そのまま時間がたっても「解消」されることはない。金融恐慌は思惑や投機的動機で自己増殖的に生じた信用膨張を収縮（リスク資産から安全資産への逃避・乗り換え）させるが、根本的原因である過剰な貨幣資本自体を整理しない。リスク資産の減価は安全資産の増価によって相殺される。これが、現実資本の蓄積や経済成長を上回って金融資産が膨張を続ける基本的理由である。

- ⑦ 2008-10 恐慌は、大規模な金融恐慌と政府介入が、資本主義の将来と正当性に対する公衆の疑念を高め、単なる経済的危機に止まらない、政治的、イデオロギー的危機（体制的危機）を引き起こすことを明らかにした（オキュパイ運動、トランプ政権成立/有権者の反乱、国際政治の閉塞、資本主義世界のヘゲモニー移行、新自由主義批判の強まり）。現下の経済停滞と国際政治の閉塞を打開するためには、グローバルな規模での投資と雇用を活発化させる産業・市場の勃興が必要であるが、いまのところその可能性は見えない。むしろ予想されるのは、多国籍企業主導のグローバル化の更なる展開、これと関連するグローバルな規模での資本集中である。これらの過程は、いずれも更なる経済の金融化と格差拡大、投資・雇用の減退と不況長期化、したがってより大規模・深刻な金融恐慌の可能性を増大させる。

3. 現代資本主義における循環の変容をめぐって

- ① 金融主導型資本主義では、恐慌が過剰生産恐慌ではなく、すぐれて銀行恐慌、国際通貨危機、バブル崩壊の形態で生起する。しかし、前述のように、過剰な貨幣資本はそれ自体としては、金融恐慌によって整理されない。このことが、金融主導型資本主義における蓄積と循環に独自の形態をもたらす。
- ② 金融恐慌は、一般的には信用の過度膨張と過度収縮として現れる。信用膨張は資本市場における過度投資・過度取引・バブルとして現れ、信用収縮は、資本市場の急収縮・バブル崩壊・銀行危機として現れる。信用膨張期は、信用に依存してレバレッジを高め、バランスシートを拡張し、自社株買いで株価を上昇させた企業が、他社を買収し、弱小資本を整理する。しかし、信用膨張が反転して収縮に向かうと、過度のレバレッジに依存した拡張路線が行き詰まり、財務危機と株価暴落に見舞われる。この状態に陥った資本は、余力のある企業に買収され、整理される。恐慌を契機に活発化する企業買収と産業再編は、一定程度の現実資本の整理を伴うが、それは、続いて大規模な新投資を誘発するような資本整理にはなりえない。恐慌の後には、新投資を伴う回復ではなく、M&A と産業の再編成、リストラと失業増加、消費減退、財政危機、要するに長引く不況が伴わざるを得ない。バブル崩壊を契機とする日本の失われた 20 年はこのような現代恐慌の典型。ただし、ラテンアメリカの債務危機、アジア通貨危機はこのような意味での金融恐慌ではなく、資本取引の自由化を契機とする債務危機、通貨危機であり、国際収支におけるストレスと資本フローの逆流が危機の主要な要因であった。

4. 現代資本主義における「独占と競争」の問題について

- ① 現代資本主義は、自動車、電器、機械、化学を含む製造業部門だけではなく、むしろ、装置産業、金融、サービス（商業）、IT 部門を含めて資本の集中と寡占化が著しく進んでいるという意味で、独占資本主義段階と規定できる。ただし、株式所有

は極度に機関所有化している。経済のサービス化、IT化は産業構造を流動化させ、金融化と相まって技術革新の方向を予見困難にするが、同時に、産業、商業を含む多くの分野の資本集中、したがって独占資本主義を促進する複雑な作用を及ぼしている。

- ② 貨幣資本の過剰蓄積を含む恒常的な過剰資本を抱える（後期？）独占段階では、合理化、生産性上昇・コスト削減をめぐる競争と同時に、「企業支配をめぐる市場＝M&A市場」が、競争の主要な舞台になる。現代資本主義における資本集中の特徴は、多国籍企業によるグローバルで戦略的な買収・合併が活発化していることである。資本市場でのM&Aとして展開される現代の独占資本間の競争は、リストラ・自社株買い⇒一株当たり利益の増大⇒株価上昇という財務的方法（金融的レントの追求）で展開される。このため、現物投資は、コスト削減のための合理化投資に限定され、生産・雇用の拡大を伴う拡張的投資は手控えられる。利潤率が回復しても、拡張投資や過剰生産は発生しない。ヴェブレンの所謂「サボタージュ」が一般化する。この意味で、現代資本主義の競争と市場を制御・コントロールしているのは、独占間の「協調」ではなく、資本市場による金融的制約である。この制約を担う巨大機関投資家の行動自体が、資本市場の構造によって制約されており、ハーシュマンの所謂「発言か、退出か」を自由に選択・行使できるわけではない。
- ③ M&Aを競争の主要原理とする資本市場の作用は、金融のグローバル化と多国籍企業の増殖によって、国境を越えて波及する。このために、自由貿易ではなく、MAI、NAFTA、TPPに代表される多国籍企業の投資の自由と投資権益の保護を目的とする国際経済秩序の再編成が推進される。こうした意味では、現代資本主義はレーニン『帝国主義』の段階（市場・資源をめぐる独占間の争奪戦）とは質的に異なる、多国籍企業間のグローバルな資本集中が急速に進む、資本集中の「最終」（？）段階と考えることができる。多数者による収奪者からの収奪の前に、資本による資本の容赦ない収奪が進行する。
- ④ ただし、このような国際経済秩序の再編成は、BRICSを始めとする新興工業国の発展による国際経済の地政学的構造変化（不均等発展、国際的マクロ不均衡）、地球環境問題の深刻化、テロの拡散、世界的な反グローバル化運動の潮流、あらゆる国に広がる「格差と社会的分断」、これらによって深刻化する国際政治の更なる閉塞と利害対立によって制約される（米国のTPP離脱、イギリスのEU脱退、ラテンアメリカの地域同盟動揺）。この国際政治の閉塞と制約は、多国籍企業と富裕層（大企業経営者）、かれらの利権を擁護する政治や司法の正統性、アカウンタビリティの喪失として現れる。
- ⑤ グローバルな規模で制約のない価値増殖をめざす多国籍企業は、これらの諸問題の「解決」のために、WTOなど国際機構だけではなく、暴力・謀略をふくむ国家権力による保護を必要とする。多国籍企業が必要とするもっとも重要な保護の中には、

途上国における投資権益の保護、莫大なレントを生む知的財産権の保護、天然資源を独占的・排他的に商品化する権利の保護、地球環境への負荷を現地住民に転嫁する自由の保護、タックスヘイブンを利用して利潤を自由に蓄積、隠蔽、移転する権利の保護が含まれる。これら多国籍企業の権益と自由を保護するための国家の行動は、現代帝国主義の諸政策を特徴づけている。

- ⑥ 米国の覇権が世界経済の不均衡発展と国際政治の地殻変動によって急激に衰退し、新たな覇権国家の登場がいまだ不透明な「過渡的」段階では、米国政府でさえも、単独で米国企業のグローバルな自由と権益を外交的に保護し続けることはできない。その意味では、現代帝国主義自体も、歴史的な転換を迫られている。

5. 現代資本主義における富：架空資本の「価値」をめぐって

- ① 現代資本主義における富、富裕層が集中的に保有する膨大な金融資産に人類史的な価値は含まれていない。一握りの富裕層が保有する膨大な金融資産の価値は、素材的使用価値（資本としての有用性は備えているが）を含有せず、貨幣的請求権（これもまた架空的）を表すに過ぎない。この点では、不換紙幣、銀行通貨、ビットコインなどあらゆる現代通貨も大同小異である。現代の通貨の太宗は銀行の要求払い預金であるが、これも単なる請求権であり、現実の支払い準備は確保されておらず、その価値は資本主義の順調な再生産と、これに支えられた銀行の支払い能力に依存している「架空」の請求権にすぎない。
- ② 市場経済に立脚する資本主義経済の下で、労働生産物が価値を持つのは、労働生産物であるからではなく、交換を目的とする商品として生産されるために、投下された労働が交換価値として現象しなければならないからである。資本主義の下では、労働力もまた、商品価値を生む限りで商品化される。あらゆる商品はその本質的規定性として交換価値と使用価値を持たなければならないが、使用価値自体からは一般的な交換価値（交換可能性）は生れない。個別・具体的に生産過程で投下された労働が商品の交換価値として現象するのは、私的所有制度と社会的分業を基礎にした市場経済の作用（社会関係の物象化）であり、労働自体に備わった作用ではない。
- ③ 経済学がなんらかの価値論を必要とするのは、価値論なしに資本主義経済の存続と運動を説明することができない（学の体系としての経済学が成立しない）からである。すなわち、市場経済に依拠する資本主義の蓄積と再生産を規定し、その循環過程の発散（市場崩壊/再生産過程の途絶）を阻止し、国家による計画に依存しない蓄積と再生産の継続を可能にする運動原理を担うのが価値法則である。市場が存続（資本主義存続の必要条件）するためには、商品価格のランダムな発散を制御し、価格の運動を規律付け、間接的に労働と資源の社会的配分・利用を制御する原理が不可欠である。この原理を担当するのが価値法則に他ならない。その意味で、価値法則は資本主義経済の最も基本的な運動原理である。

- ④ 同じことは、はるかに媒介された形ではあるが、資本市場＝架空資本市場にも当てはまる。架空資本の交換価値を規定する一般的な市場的原理が無ければ、架空資本市場は参照基準を持たない需要・供給関係によって動かされ、存続が不可能で、遅かれ早かれ発散し、崩壊する。大規模で発達した資本市場が存続し、効率的に機能するためには、架空資本の諸形態の「価値」を規定し、形態的に多様な架空資本の価値を共通の基準で等値化して交換可能性を提供し、資本市場の存続と機能を規律づける一般原理が無ければならない。このように、商品としての架空資本の価値を規定する市場原理は、架空資本の価格を規定する「価値」法則であり、その理論値＝参照基準を規定するのが資本還元である。商品に投下された抽象的人間労働が多様な商品の交換価値を規定するように、さまざまな契約の集合として現れる架空資本の交換価値は、それら集合の「資本としての価値」によって規定される。企業の商品としての価値が、工場に投下された資本量や雇用者数によって決定されず、将来生み出すと期待される利潤によって規定されるように、架空資本の価値も、その額面価格によってではなく、契約によってその所有者にもたらすと期待される将来の所得の「資本還元」によって規定される。これは、価値増殖を至上命題とする資本の本性の作用である。したがって、架空資本の価格が資本還元によって説明可能な水準から限度を超えて乖離すれば、市場メカニズムを通じて価格は理論値に引き戻される。これが、バブル崩壊である。
- ⑤ 一般商品の価値法則と架空資本の「価値」法則との根本的な差異は、一般商品の価値がすでに投下され、商品に体化された過去の労働によって決定される——厳密に言えば、価値は確定的ではなく、不断の技術革新や競争によって変動する相対的な規定性である——に対して、架空資本の価値が、将来の期待利潤と期待利回りによって、要するに不確定な将来の要因によって決定されるということである。このことは、企業の株価が、今期の利潤ではなく、将来の予想/期待利潤によって規定される現象として現れる。したがって、架空資本の価値は、一般商品の価値（これもまた市場参加者は直接知り得ないが）に比べて、その不確実性（変動の余地）が格段に大きいということである。グリーンズパンが言うように、バブルを予想し、あらかじめ防止することが難しいのはこのためである。
- ⑥ 架空資本の「価値」法則は、理論値から限度を超えて上昇した価格を急落させるが、この急落には投資家の予想・思惑が介在する。したがって、バブル崩壊によって価格が低落する水準をあらかじめ予想することはできない。時と場合によって、理論値以下に暴落し、あるいは、理論値を上回る水準で下げ止まる。ただし、このこと自体は商品価格についても生じる。商品価格は価値によって規定されるが、価値に一致する保証はない。長期的平均値として価値に一致する（傾向をもつ）。
- ⑦ 架空資本の価格は、長期的平均値としても「価値＝理論値」に一致する保証はない。なぜなら、架空資本の「価値法則」は投資家の思惑を介して作用するが、その思惑

は資本市場の需給関係を規定する複雑な諸条件によって影響されるからである。現代資本主義に見られるように、架空資本に投資される貨幣資本の過剰が常態化すれば、「価値法則」の作用は投資家の思惑によってこれまで以上に強く影響され、不安定化する。価格の価値からの乖離は、投資家の強い投資需要によって歪曲され、乖離は長期化し、累積し、拡散する。しかし、あらゆる市場と同様に、架空資本市場においても、本来内的に統一された二つの契機（価値と価格）が限度を超えて乖離すれば、市場は機能を停止し、暴力的に統一を回復する。その場合には、大規模なバブル崩壊と金融恐慌が現出する。このプロセスを現代資本主義と金融システムの具体的な分析にもとづいて理論的・実証的に解明する課題が、現代恐慌研究の要点である。(2017/09/15 改訂)