

I. 現代資本主義と「経済の金融化」

① 「経済の金融化」とはどのような現象か

グローバルな規模での「過剰流動性」 金利低下 (証券市場の繁忙)

金融資産、金融取引、金融産業の膨張、金融革新の加速

Robin Greenwood & David Scharfstein, *The Growth of Finance*, *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), Spring 2013.

株主価値重視の「企業統治」 経営者報酬の増大

単なる金融現象ではなく、資本主義の成熟に伴う経済システムの転換

Costas Lapavistas, *Theorizing Financialization*, Ben Gurion Univ. Negev, 2015.

経済学におけるファイナンス論の浸透

企業会計におけるファイナンス論の浸透: Mark-to-Markets 会計の普及

Jonathan Levy, *Accounting for Profit and the History of Capital*, *Chicago Journals*, December 2014.

② 「金融化」の中心は企業活動と家計を規定する資本市場の重要性・影響力の増大

金融化は伝統的証券に代替する新しい証券市場の増大を促進した

証券の組成・販売を推進するのは投資銀行とその簿外組織 (シャドーバンク)

証券の組成・販売を規定する格付け会社、モノライン保険他

資本市場の拡大を促進する監督機関 (証券取引委員会) と取引所

資本市場の流動性[短期金融市場と証券貸借市場]を支える機関投資家の資金運用

高田太久吉『マルクス経済学と金融化論』新日本出版社、2013年。

「経済の金融化は現代資本主義が資本市場主導型資本主義に向かう傾向」

③ 金融化を促進した経済学の変容、ファイナンス論の席卷

エージェンシー理論の重要性 (株価重視、資本市場重視の経営、M&Aの活発化)

ブラック/ショールモデルの歴史的意義 (多様なリスクの抽象的リスクへの還元、リスクの商品化、架空資本市場の発展にとって画期的意義を持つ)

ファイナンス論は金融市場の記述理論 (カメラ) ではなく、能動的な投資理論 (金融イノベーションを推進するエンジン) Mackenzie, D. *An Engine, Not a Camera. How Financial Models Shape Markets*, (2004) MIT Press.

Algorithm 取引と金融市場における マイクロ=マクロループ (塩沢) の形成

資本市場のトレーダーの判断と、金融システムの動向が共鳴・相乗する関係

- ④ 金融化に付随する恐慌の形態変化、金融危機の頻発⇔グレートモデレーション  
 証券価格の変動に付随する経済危機（金融主導の産業循環、クレジット・サイクル）  
 高田太久吉、前掲書、第6章、第7章。  
 Nesvetailova, Fictitious Capital, Real Debts: Systemic Illiquidity in the Financial Crises of the Late 1990s, October 2004.  
 James Galbraith, *Inequality and Instability: A Study of the World Economy Just before the Great Crisis*, Oxford, 2016.  
 銀行危機、通貨危機の頻発  
 Luc Laeven & Fabián Valencia, *Systemic Banking Crises Database: An Update*, IMF Working Paper, 2012(163).  
金融化した資本主義の下では、資本市場の大きな混乱が、マルクスのいわゆる「独自の貨幣恐慌」に止まらず、大規模な金融恐慌として発生し、世界恐慌・長期不況の「原因」になる。  
 Rune Skarstein, Overaccumulation of Productive capital or of Finance Capital?: A View from the Outskirts of a Marxist Debate, *Investigación económica*, Vol.70(276), 2011.  
 Ismael Hossein-zadeh, Flaws in the Marxian Explanations of the Great Recession, <http://ismaelhossein-zadeh.com/> (retrieved 2017/12/13)

## II. 金融化を促進した要因：貨幣資本の過剰蓄積と金融証券化

- ① 「貨幣資本の過剰（蓄積）」をどう理解するか  
 現実資本と貨幣資本、現実資本の過剰蓄積が貨幣資本の過剰を誘発する  
 現実資本の過剰の発現形態（過剰生産・過剰投資、競争激化、物価下落、利潤圧縮）  
 貨幣資本の過剰の発現形態（過剰流動性、金利低下、証券価格上昇、バブル）  
二重の意味での貨幣資本の過剰 現実資本の循環から遊離 + 投資適格証券に対する超過需要  
 Caballero,R. [2010], *The Other Inbalance and the Financial Crisis*, NBER Working Paper, (January,2010).  
貨幣資本の過剰の特異性 過剰な貨幣資本の資本市場流入⇒証券価格上昇⇒更なる貨幣資本の流入（貨幣資本の自己実現的増加）  
 高田太久吉、前掲書、第3章、第4章。
- ② 誰が貨幣資本の価値増殖を担当するのか  
 貨幣資本と金融資産、現代資本主義における富の形態としての架空資本  
 機関投資家と富裕層が管理する貨幣資本  
 資産管理ビジネスの盛況：ファンド資本主義（マネーマネジャー資本主義）

The CityUK, *UK Fund Management 2015*, November 2015.

金融工学が付加する「価値」と市場の需給関係を反映するキャピタルゲイン

☞ 貨幣資本は非常に大きい自立的価値増殖の余地を獲得する

③ 銀行の「ビジネスモデル」の転換：投資銀行化

商業銀行（預貸業務）と投資銀行（証券業務） バランスシートの差異

伝統的には証券の引き受け、販売、自己勘定取引、M&A 仲介と金融サービス他  
投資銀行とレポ市場 レポ市場に依存した「流動性」確保

収益の源泉は、預貸利子の差異ではなく、証券の組成・販売、自己勘定取引、M&A 関連のサービス、ヘッジファンド他へのプライムブローカー業務他

仕組み証券の組成・販売 2B の資産（原料）を 2A 格付け資産（商品）に加工

④ 貨幣資本の価値増殖の範式：G—G' から G—W—G'へ

貸付資本（利子生み資本）の価値増殖 G—G'

架空資本の形態での資本の商品化（商品生産）

架空資本の「価値」を規定する capitalization = 予想キャッシュフロー / 期待利回り

投資銀行モデルの価値増殖 G—W—G'

W—G' : 金融工学によるキャッシュフローとリスクプロファイルの加工

Andrew Leyshon & Nigel Thrift, *The Capitalization of Almost Everything: The Future of Finance and Capitalism, Theory, Culture and Society*, October 2007.

III. 架空資本の過剰生産と金融恐慌

① 資本の商品化：その完成形が架空資本

資本が資本として商品になる 貸付資本と架空資本の共通性と差異

株式会社と証券取引所で完成する「資本の商品化」

創業者利得の成立：ヒルファーディング/林要訳『金融資本論』国民文庫。

ヒルファーディングの架空資本論の不十分性：発行市場（資本の集中・動因論）中心で、発行市場を規定する流通市場の役割の分析が不十分 架空資本（資本の商品化）は、発行市場ではなく、流通によって完成する

② 現実資本と架空資本の関係

架空資本は、単なる貸付資本（利子生み資本）に比べて、はるかに大きな自立的価値増殖の余地を有している。その主たる理由は、架空資本が、現実資本の価値増殖から乖離した価格変動の可能性（商品化、流通市場）を持っていることである。

しかし、架空資本の価値増殖が、長期的には現実資本の価値増殖によって規定されることは、資本還元論の論理からも明らかである。

架空資本の価値＝将来のキャッシュフロー/リスクを盛り込んだ期待利回り

③ 投資銀行モデルとシャドバンキングの膨張

シャドバンキング：投資銀行が証券化ビジネスを展開するために簿外に開設したペーパーカンパニー（MMF, CDO, CLO, SIV 他）

④ 架空資本の過剰生産と 2007～10 恐慌

2007～10 恐慌は、金融「商品」としての仕組み証券（シンセティック証券をふくむ）の過剰生産を原因とする金融的「過剰生産恐慌」と見なすことができる

IV. まとめ：2007～10 年金融恐慌が顕在化させた現代資本主義の蓄積の特異性

① 経済の金融化・金融証券化が高度に発展した段階で生じた最初の世界恐慌

現代資本主義の循環、蓄積は架空資本市場の運動に大きく規定されている  
金融恐慌（架空資本の減価）が世界不況を誘発する

現代資本主義のもとでは資本の競争は架空資本市場における競争（株価、格付け、資本コスト＝投資家の期待利回り）によって規定される

Mark to Markets によって規定される利潤率、企業価値、M&A

固定資産の圧縮、自社株買い、増配、雇用削減が企業価値を高める

現物投資は拡張投資ではなく、リプレースに傾斜

② 金融恐慌は脱金融化（金融から生産へ）の転機とはなりえない

金融化は資本主義発展の歴史的帰結[誤った政策の結果ではない]

金融制度改革は金融化を逆転せず、金融恐慌を防止しない

③ 予想されるのは、架空資本と組成・販売の形態変化であり、貨幣資本の価値増殖の形態変化、金融恐慌の形態変化であろう。

一つの事例：新しい投機市場としてのビットコイン市場の膨張