

現代資本主義論としての「経済の金融化」論

高田太久吉

「金融化は、家計が企業のように、企業が銀行のように、そして銀行がヘッジファンドのように行動することを奨励した」（ロビン・ブラックバーン）

はじめに

「経済の金融化論」（以下、金融化論と略記する）は、1980年代以降に顕著になった現代資本主義の新しい様相（一部経済学者のいわゆる蓄積レジームあるいは再生産様式）を批判的に分析するために提唱された理論で、その成立の経緯から明らかなように、新自由主義イデオロギーとそれにもとづく政策や制度改革に対する批判が含意されている。これらの人々が新自由主義的政策と蓄積レジームの理論的批判のライトモチーフ（導きの糸）として金融化の概念を提案する基本的な理由は、かれらの理解では、新自由主義的蓄積レジーム（もし、このように呼びうる概念があるとすれば）の最重要な特徴と、それがもたらす諸問題・諸矛盾が、なによりも金融市場と金融産業の動向にもっとも典型的に表出しているという含意があるように思われる。このような理解の当否については後論でとりあげるが、この論点は、かれらの理論の有効性あるいは積極的意義を評価するうえで、決定的に重要なポイントであると考えて間違いないであろう。

1990年代の後半期以降、金融化論の立場から公表される研究業績の数は、理論分野でも実証分野でも、急激に増加しており、その学問的な影響力は確実に増大している。その意味で、筆者の判断では、現代資本主義の批判的研究に関心をもつ研究者であれば、かれらの業績を無視することはできないであろう。

しかし、金融化論は現代資本主義の理論的・実証的研究に新しい指針を提供しようとする一つの興味深い試みであるが、これらの研究者の活動が知られるようになってまだ日も浅く、かれらの業績の到達点や今後の可能性について、現時点で明確な評価を下すことは困難である。金融化論の立場から現代資本主義の批判的研究に取り組んでいる研究者は、現在では世界の多くの国に広がっており、彼らが重視する問題や、依拠する理論構成も多様化が進んでいる。翻ってわが国を見ると、金融化論の立場からの業績はいまだ乏しく、この学派に対する評価や紹介の試みもこれまでのところ十分であるとは言えない。その意味で、筆者は、この機会に金融化論の業績を紹介し、その理論的意義と今後の課題を検討することは、現代資本主義の理論的研究にとって意味のある作業ではないかと考えている。

本稿では、以上のような問題意識から、現代資本主義論としての金融化論の意義と、その問題点について、以下の順序で検討する。

第一に、金融化論のいわゆる「金融化」の概念の内容を明らかにし、これをライトモチ

ーフとする金融化論が、現代資本主義の歴史的・構造的変化をめぐって、経済学が解明すべき理論的・実証的問題をどのように設定しているかを検討する。

第二に、金融化論のこれまでの成果が、金融市場と金融産業の変化、およびそれらが実体経済とりわけ企業と家計の経済活動に及ぼす影響に焦点を当てることで、現代資本主義の歴史的・構造的特徴づけという自ら設定した課題に、どのように答えているのかを検証する。

第三に、現段階での金融化論の業績の到達点を検証し、金融化論が現代資本主義論として今後さらに発展して行く過程で予想されるいくつかの課題について検討する。

ただし、前述したように金融化論の立場をとる研究者の数とかれらの業績は急激に増加しており、現時点でその全貌を遺漏なく踏まえてサーベイすることは困難である。その意味で、本稿の紹介と評価には、限界があることをお断りしておきたい。

(1) 金融化の概念と金融化論の問題設定

1970年代に、従来の国際経済の枠組みやルールを変えるいくつかの重大な問題（変動相場制移行、石油ショック、スタグフレーションその他）が相次いで発生したために、その後の資本主義を、それ以前に流布していた「ケインジアン福祉国家」、や「フォーディズム」などに代わる新しい名称で呼びなおす必要性が明らかになった。しかし、その後の資本主義の全体像を表すのにどのような名称が適切なのか、そもそも、現代資本主義の全体像あるいは表象に、新しい適切な名称を付与することができるのか否かさえ、いまだもって明らかになっていない。言ってみれば、現代資本主義は、明確で統一的な表象が浮かび上がってこない、巨大で、複雑で、不断に様相が変化する、とらえどころのない混沌として現れている。

(註)この点について、Stockhammer(2008)は次のように記している。

「1970年代にフォード型蓄積レジームが終焉したことについては合意があるが、ポストフォード型レジーム（あるいは、そうしたものがすでに存在しているとして）をどのように特徴付けるかという点については合意が見られない」(p.184)

複雑系の研究者が強調するように、少数のモデルや概念でとらえきれない複雑な現実を、論理やレトリックで単純化して記述することは、危険なことである。しかし、現代資本主義に生起しているさまざまな変化を具体的に検討してみると、金融市場と金融産業に関連するいくつかの変化が、ひときわ顕著に浮かび上がってくる。たとえば、金融自由化と金融グローバル化によって爆発的に増大する国際資本取引、経済成長や国民所得の増加をはるかに上回るスピードで急膨張を続ける金融市場、投資信託や年金基金に代表される機関投資家の勃興と影響力の増大、金融証券化による金融システムと金融産業の急激な構造変化、企業経営における株主価値重視のコーポレートガバナンス、企業と家計部門の債務の増大、金融市場のカジノ化と不安定化、金融工学の急激な発展とデリバティブ市場の異常

な膨張、バーゼル規制に見られる金融規制のなし崩しの民営化、年金や保険など一般市民の将来生活がかかる資産が政策的に証券市場に誘導される動き、世界の多くの国で相次いで発生する金融バブルとその崩壊、等々である。

このような過去 20 年間に観察された金融市場と金融産業の急激かつ広範な変化は、1980 年代以降のいわゆる実体経済が、1970 年代に比べて比較的順調な成長を続けてきたことと比べるときわめて対照的である。

金融化論が注目するこれらの変化は、そのすべてが同時にわれわれの目に付くようになったわけではないが、総じていえば、1980 年代以降、とくにアメリカで顕著になり、その後 90 年代後半期から 2000 年代にかけて、EU 地域やアジア、ラテンアメリカなど世界の幅広い地域でも、程度の違いはあるが、共通に観察されるようになっていく。現代資本主義を歴史的観点から特徴付ける場合、これらのいずれも金融市場と金融産業に関わるさまざまな変化が、全体として現代資本主義に引き起こしている変化を無視することはできないであろう。

こうした状況を念頭におくと、近年、これらの金融市場と金融産業に関連するさまざまな変化に着目し、これらの変化が全体として現代資本主義のいわゆる「蓄積レジーム」あるいは「再生産様式」に新しい歴史的・構造的特質をもたらしていると考え、翻って、それらの変化を生み出している諸要因を明らかにし、これによって現代資本主義の理論的批判の糸口をつかみ出そうと試みる経済学の潮流が国際的に広がってきたことは、ある意味自然なことと言うべきかもしれない。

このような、試みは、これに共同で参加している研究者の語法に従えば「金融化」論(theory of financialization)、あるいは、筆者のいわゆる、「金融化アプローチ」(『経済』8月号)と呼ぶことができる。

金融化という用語は今日すでに相当広く流布しているが、最初にだれがこの用語を提案したのかを筆者はつまびらかにしない。おそらく、この用語は、1990 年代前半にはある程度流布していたのではないかと想像しているが、それが専門家の間で認知された共通概念として国際的に流布するようになったのは、2000 年代以降と考えてよいであろう。

(註) Foster, J.B. (2007)は、金融化という用語の起源は明らかではないとしながら、早期にこの用語をキーワードとして使用した業績として、K.Phillips, Boiling Point(New York, Random House, 1993), Arrogant Capital, (New York, Little Brown, 1994, および Giovanni Arrighi, The Long Twentieth Century(New York, Verso, 1994)を挙げている。ただし、かれは、現代資本主義について、とりわけ 1960 年代以降金融市場と金融機関の重要性が急激に高まる現象に注意を促した最初の功績の一部は、Baran, P. Sweegy, P. Magdoff, H.などのグループに帰せられると指摘している。

金融化の概念と方法を国際的に流布させるうえで最大の貢献を行ったのは、アメリカのマサチューセッツ大学の政治経済研究所(PERI)を拠点とする研究者のグループである。このグループに参加している研究者の数はそれほど多数ではないが、Epstein, G., Crotty, J.

Palley,T.I.などを中心にして、近年、新しい業績を相次いで公刊し、その成果は国際的な注目を集めている。

さらに、フランスのレギュラシオン学派に属する研究者の一部 (Boyer, Agrietta 他) が、かねてより金融化に着目して現代資本主義の蓄積様式の特質を研究してきたことも知られている。かれらは、金融市場と金融政策が現代資本主義のさまざまな利害関係の調整メカニズムの働きに及ぼす影響に注目し、金融主導型資本主義(Boyer,2000)という概念を提案している。

金融化アプローチの普及で大きな役割を果たしたもう一つのグループは、イギリスのマンチェスター大学 (一部ロンドン大学) を拠点とするグループ (Froud, J, Williams,K.他) である。このグループは金融化を、狭義の経済学ではなく、文化やイデオロギーを含む経済社会学的見地から考察し、金融化が企業のコーポレートガバナンスだけではなく、家計の行動と福利に及ぼす大きな影響を具体的に分析することを目指している。彼らは、PERIのグループのアプローチが金融化の伴う問題の全体を取り扱う上で不十分であり、家計部門の変化に注目する必要性があることを強調している。

これらの他にも、金融化ないしそれに類似する概念を利用しながら、共通の問題意識で現代資本主義の分析を試みているグループは世界の多くの国に広がっており、その概要は、I W G F (International Working Group on Financialization)のウェブサイトで見ることができる。ここには、カナダ、フランス、ドイツ、イギリス、オーストリア、アメリカなど13カ国の100名以上の研究者リストが公表されており、あわせて、関連文献情報が提供されている。また、関連文献に関する詳細については、Orhangazi(2008)その他の文献リストが参考になる。

それでは、これらの研究者は、金融化という用語をどのように定義し、どのような含意で使用しているのだろうか。

まず、今日金融化論を代表する経済学者と見られている Epstein(2005)は、現代資本主義の歴史的な転換が、新自由主義、グローバリゼーション、および金融化の三つによって特徴付けられていること、これらのうち、前二つについては多くの議論がなされてきたが、金融化に関する関心は比較的最近になって高まってきたこと、金融化について一致した定義はないこと、などを指摘した上で、金融化についての既存の定義を包括できるものとして、次のようにきわめて限定的な定義を提案している。

「金融化とは、国内経済および国際経済の運営において、金融的動機、金融市場、金融的アクター、および金融機関の役割が増大していることを意味している」(p.3)

Epsteinのこの定義は、金融化アプローチをとるアメリカの研究者の間で広く援用されているが(例えば、Blackburn,2006,p.1; Tabb,W. 2007; Kotz,2008)、その特徴は、金融市場(とくに資本市場)の規模と重要性が急激に増大している問題に焦点をあてて、企業や家

計の経済活動、政府の経済政策策定においても、金融産業の利害と企業家計の金融的動機が、規定的動機として強く作用している問題に注意を向けている点にある。

Epstein と同じ PERI のグループに属する Orhangazi(2008)は、先行研究における金融化のさまざまな定義をサーベイしたうえで、金融化について 2 段階の定義を提案している。第一は、金融経済のレベルで適用される定義で、「金融市場、金融取引、および金融機関の規模と重要性の増大」あるいは同じことであるが、「金融セクターの規模、収益性、および重要性の増大」と定義される。これは、明らかに前記の Epstein の提案に即した限定的な定義である。さらに彼は、第二の、経済システム全体に関わる定義として、「非金融企業セクターと金融市場の関係における根本的な転換、具体的には、非金融企業セクターにおける金融的投資と金融的収益の増大、企業経営に対する金融市場のプレッシャーの高まり」を意味する概念として定義することを提案している。これは、金融化が金融市場と金融産業だけではなく、とくに企業活動に及ぼす影響を視野にいたれた概念である。

以上からも読み取れるように、PERI のグループ（そのすべてではないが）のアプローチの特徴は、金融市場と金融機関の重要性の増大が、とりわけ企業の意味決定と行動において、金融的動機の重要性を高めていること、このことが、いわゆる株主価値重視のコーポレートガバナンスの普及という形態で、現代資本主義の変容に大きく関わっている点に注意を促していることであろう。

これに対して、金融化を経済社会学的見地から広くとらえるマンチェスター大学のグループの場合は、金融化を、新自由主義やグローバル化とならぶ現代資本主義の様相を特徴づける用語として強調しながら、その問題領域に、金融市場と企業セクターだけではなく、家計部門の貯蓄と債務のパターンの変化を重要な要素として取り込んでいる(Erturk et al. 2005-a; 2005-b)。

彼らによれば、金融化論のこれまでの文献は、概していえば、依然として企業と資本市場という狭い関係にとらわれている。他方、生産システムに注目するアプローチも、同様に、労働と賃金の問題に集中しており、家計財務に組み込まれた富と所得の力学が、金融化された資本主義における総需要、福祉国家、および政治的行動におよぼす大きな影響を十分考慮にいていない。そして、彼らによれば、金融化は「(これまでの金融化アプローチが想定してきたよりも) もっと複雑で、長期的なプロセスと解すべき」であり、とりわけ、その視野を企業レベルだけではなく家計を考慮にいて拡張する必要がある。

いずれにせよ、金融化については、以上で紹介したものを含め、今日すでにさまざまな定義があり、その系譜については、Orhangazi(2008)、Foster(2007)、Erturk et al.(2005-b)などを参照してほしいが、筆者の理解では、金融化アプローチが包摂する最近の議論の範囲をイメージするには、下記の Stockhammer(2008)の定義が具体的かつ適切ではないかと思われる。

「金融化という概念は、次のような広範な現象を含んでいる。すなわち、金融セクターの規

制緩和と新しい金融商品の急増、国際資本取引の自由化と外国為替市場の不安定性の増大、市場ベースの金融システムへの転換、金融市場におけるメジャープレイヤーとしての機関投資家の登場と資産市場におけるバブルと崩壊、非金融企業の株主価値指向とコーポレートガバナンスの変化、従来銀行信用へのアクセスを制限されていたグループのアクセス機会の増大と実質金利水準の変化、である。金融化は、また、心理的变化とイデオロギー構造を浮き彫りにするためにも利用されてきた。このリストはさらに簡単に拡張することができる。」(p.184)

以上から明らかなように、「金融化」の基本的な意味は、過去20～30年の間に、新自由主義を導きの糸とする金融グローバル化を背景に、金融市場の革新、拡大、深化が急激に進み、これにともなって金融市場と金融産業の企業・家計をふくむ経済全般に対する影響力が顕著に強まったこと、その結果、現代資本主義の蓄積様式および企業・家計の行動様式にさまざまな変化が生じている状況を概念化したもの、あるいは、現代資本主義の研究に際して、これらの変化に焦点をあてて研究するアプローチ、と理解することができるであろう。

Orhangazi(2008)や Stockhammer(2008)の定義を拡張し、筆者の理解を含めて、もう少し具体的にいえば、金融市場の革新・深化・拡大と言う場合、それには、以下のような変化が含意されている。

- (1)生産設備や住宅などの実物資産に対して、証券やデリバティブなどさまざまな金融資産が総体としてはるかに急速に増大する傾向
- (2)それらの金融資産を加工する金融工学、金融資産や金融的契約のリスクをパッケージ化し、売買するさまざまな金融取引が新しい金融市場、とりわけ多様な証券市場、デリバティブ市場を作り出す傾向
- (3)金融市場が従来金融産業や投資家の範囲をこえて、一般企業と家計さらに政府関係機関をふくめきわめて多様かつ多数のプレイヤーを引き付け、呼び入れる傾向
- (4)これらの傾向が、政府の金融自由化と年金制度改革などの規制緩和政策、これらを契機とする金融グローバル化によって強力に促進される傾向
- (5)これら結果、金融市場の規模と多様性が他の市場に比べて急激に増大し、その不可避免的な変動(不安定性)がマクロ経済あるいは国際経済に及ぼす影響が強まる傾向

また、金融産業の影響力の増大という場合、それには以下のような変化が含意されている。

- (1)運用資産、雇用、収益、利益、株式時価総額その他のさまざまな指標において、企業全体に対する広義の金融業(金融・保険・不動産)の割合が顕著に上昇する傾向
- (2)一般企業の活動に関しても、生産や流通にかかわるいわゆる本業に対して、資本構成の組み換え、自社株式の購入や配当政策、株式を購買手段として利用する株式交換方式でのM&A、さらには金融子会社の運営など、広い意味での金融・財務活動の重要性

が大きく高まる傾向、

- (3)これらの傾向と裏腹に、企業セクターの実物投資や研究開発のテンポ、したがって製造企業部門の生産性上昇のテンポが低下する傾向
- (4)年金基金やヘッジファンドを始め、大口投資家としての機関投資家の運用資本と影響力が増大し、企業の業績評価に関連して株価の動向がきわめて重視される傾向、また、ストックオプションに代表される経営者の報酬を株価に連動させる仕組みの導入
- (5)企業が年金基金や内部留保を動員して自社株を買い上げたり、労働市場の自由化を利用して賃金と労働分配率を引き下げて、株価を引き上げ、配当率を高めるなどの株主重視の分配政策が強まる傾向
- (6)大手企業の経営者に求められる能力のなかで、これらの金融・財務活動を指揮・管理できる能力の重要性が高まる傾向
- (7)家計部門に関しても、その貯蓄のますます大きな割合が年金基金、投資信託その他のさまざまな仕組み通じて金融市場、とりわけ証券市場に動員される度合いが高まる傾向
- (8)住宅ローン、消費者ローン、自動車ローン、カードローンその他の形態で、家計の金融市場へのアクセスの機会が増加し、これに比例して家計部門の負債依存が増大する傾向

金融化アプローチをとる研究者は、これらのさまざまな現象が、全体として相互に関連しながら、企業と家計の経済活動にこれまでにない大きな影響を及ぼしていると考えている。かれらによれば、金融化は、現代の経済・企業システムを規定するさまざまな制度、とくに会計制度、税制度、年金制度その他を、全体として、企業や家計の直接的な必要よりも、金融市場を自由化し、金融取引に対する障害や課税を軽減し、金融機関と機関投資家の利益を促進する制度に転換する強力な傾向を作り出している。

たとえば、1970年代後半期以降次第に加速化した金融自由化、先物取引所を初めとする新しい金融取引のための制度の整備、金融証券化やデリバティブ取引の普及に適応するための時価会計導入を始めとする企業会計制度の改革、年金制度を資本市場に連結するための税制改革や格付け制度強化、グラス＝スティーガル法撤廃に至る銀行業務自由化、等である。

金融化論によれば、これらの制度改革は、金融市場の規模と多様性を飛躍的に高め、さまざまな経済セクターの金融資産を増大させ、企業と家計の金融市場へのアクセスの機会を大きく拡張することで、全体として、企業と家計の経済行動を金融市場に依存させ、結果として、これらのセクターの利益を金融産業の利益に従属させる傾向を生み出してきた。例えば、企業についていえば、株価成長を唯一の尺度として企業業績を評価する「株主価値重視のコーポレートガバナンス」の普及、あらゆる産業分野にわたる金融的術策としてのM&Aの活発化、リストラや非正規雇用を利用した労働分配率の引き下げ等によって、長期的な競争力の確保や労使関係の健全化など、本来、企業の健全な成長にとって重要な目

標が、金融産業と機関投資家の利益に従属する二次的目標に引き下げられ、全体としての経営政策が短期的な株価の動向と機関投資家の意向に影響される傾向を生み出した。同様に、家計についていえば、「貯蓄から投資へ」のキャッチフレーズに示される貯蓄パターンの変化を促しただけではなく、家計部門の消費活動を金融市場に依存させ、結果として、住宅ローンはもとより、消費者ローン、自動車ローン、カードローンその他をふくむ、家計部門の負債総額を急激に膨張させてきた。

金融化論は、これらの変化を主導してきた金融市場と金融産業の利害が、現代の経済・企業システムの変化を規定するもっとも重要な要因であると見なし、その意味で、金融市場と金融産業に焦点をあてて現代資本主義の構造と歴史的特長を理論的・実証的に研究する必要があると提案している。かくして、金融化論によれば、金融化をライトモチーフとして現代資本主義の構造的長を分析することで、現在進行している経済・企業システムの歴史的变化を統合的に関連付け、説明することが可能になる。

金融化論のねらいをこのように理解することが的外れでなければ、金融化論の意義は、現代資本主義のいわば蓄積レジームを体系的に考察し、記述するためのいわば基本概念を提出する新しい試みとして評価することができる。

(註) 金融化論の多くの研究者が指摘するように、かれらの理解では、現代資本主義の上述のような特徴は、自然発生的に生起してきたものではなく、1970年代の経済変動を契機に強まった新自由主義的イデオロギーとこれにもとづく経済政策、制度改革によって促進され、正統化されてきた。その意味で、新自由主義が国際的に影響力を高める過程と、金融化の現象が国際的に顕著になる過程が平行に生起しているのは、偶然ではない。したがって、現代資本主義の構造とそれがもたらす問題を批判的に検討することをめざす金融化論は、その成立の背景からして、新自由主義とそれをベースにする経済体制に対する批判を根本的な目標にしていると考えてよいであろう。例えば、Kotz(2008)。

(2) 金融化論は現代資本主義をどのように特徴付けるのか

それでは、以上のような問題意識にもとづいて発展してきた金融化論は、これまでのところ、現代資本主義の歴史的、構造的長を、具体的にはどのように捉えてきたのであろうか。

現在、金融化論の立場をとる研究者は多くの国に広がっており、よって立つ経済学の系譜においてもポストケインジアン、レギュラシオン学派、制度学派の一部、現代マルクス経済学を含めた多岐にわたっている。当然、これらの研究者が描き出す現代資本主義の構造的長も、一様ではない。本節では、金融化論の議論のこのような多様性を理解するために、視点の異なるいくつかの見解を比較的に紹介してみたい。

1. Palley の所説

まず始めに、アメリカの金融化論の代表的論者の一人 Palley(2007)によれば、金融化の主要な影響は(1)実体経済に対する金融セクターの重要性を高め、あらゆる経済部門の債務

依存を促進する、(2)実体経済から金融セクターへの所得移転を引き起こす、(3)所得格差を拡大し、賃金を停滞させる、という三つの現象として表れる。

このような金融化の影響は、以下のような三つの異なった経路を介して作用する。これらはいずれも金融セクターの利害によって引き起こされるが、それらは、経済構造、経済政策、および企業行動に関わってくる。

第一は、金融市場の構造と機能がマクロ経済に及ぼす影響である。これは、新しい問題ではなく、すでにトービン（ちなみに、彼は有名なトービン税の提唱者で、金融市場のカジノ化にもっとも早く警告を発した経済学者の一人である）によって株式市場が企業の投資支出に及ぼす影響としてとりあげられた問題である。これに対して、金融化論が新たに取り上げたのは、信用と負債に関する問題であり、これについては、とくにミンスキーの研究が注目されるべきである。近年のポスト・ケインジアン派の研究では、金融化が長期的な経済成長に及ぼす[負の]影響が注目されている。この問題は、付加価値の配分における利潤の増大、労働分配率の低下、利潤の内部留保率の低下などの問題と関連している。金融化論によれば、これらの要因は、全体として、長期的な経済成長率を低下させる。

第二は、金融市場が企業行動に及ぼす影響という経路である。金融市場の影響が強まった結果、投資家の期待に応えることができない経営者は乗っ取りや罷免などの不安に直面する。ストックオプションに代表される仕組みは、経営者の所得を金融市場の利益に連動させる。労働組合を敵視し弱体化させる労務政策、レバレッジを利用して金融コストを高め、課税上の利益を確保するとともに自己資本利益率を高める財務政策、1980年以降顕著になった企業が債務を利用して自社株を買い戻す行動などはこうした経路に関わって発生する問題である。

第三は、新自由主義的経済政策を通じる作用である。新自由主義に沿って進められた、金融セクターの利益を促進するための経済政策は、金融市場の自由化、金融市場の拡大、および労働力の金融セクターへの移動を引き起こした。この経済政策の重要な目的は、1970年代に発生した資本の利回りの低下傾向を逆転することである。グローバリゼーションというのは、ワシントン・コンセンサスをふくむ新自由主義的経済政策が進めた、貿易、資本移動、多国籍企業活動の自由化、およびグローバルな資源利用の総称である。この他、金融化が経済政策を通じて及ぼす影響には、「小さな政府」論による政府活動に対する攻撃、企業と富裕者のための減税、401kを始めとする年金制度の改革、労働市場の「弾力化」、完全雇用政策の放棄なども、金融化によって促された現象に含まれている。

Palleyによれば、以上のような金融市場と経済政策の変化は、相俟って、ビジネス・サイクルの新しいパターンを作り出した。このパターンを特徴付けているのは、ドルの過大評価、経常収支赤字、インフレ抑制、製造業部門の雇用減少、資産インフレーション、拡大する所得格差、賃金と労働生産性上昇の切り離し、家計と企業双方における債務増加である。このビジネスサイクルは、金融ブームと安価な輸入によって支えられている。また、企業と家計の債務増加は、資産インフレによって支えられている。このような構造をもつ

新しいビジネスサイクルは、1970年代以前の賃金上昇、生産性上昇、完全雇用によって支えられたビジネスサイクルと根本的に異なっている。今回のサブプライム問題が明らかにしたのは、このような資産インフレと債務増加に支えられた新しいビジネス・サイクルの脆弱性に他ならない。

2. Stockhammer の所説

Palley が描き出した金融化のマクロ経済への影響は、レギュラシオン学派の影響下で金融化論を展開する Stockhammer(2008)によっても確認されている。ただし、かれの場合、金融化の影響は資本市場と企業の関係、すなわち株主価値重視のコーポレートガバナンスをめぐる問題よりも、もっと広範な問題を視野に取り入れている。

Stockhammer によれば、金融化は 1980 年代以降に生じたマクロ経済の唯一重要な変化ではない。この時期、グローバリゼーションおよび IT 革命も同時に進行している。また、金融化は、経済過程に加えられた外的ショックではなく、新自由主義の政策によってもたらされた結果である。新自由主義の政策は、単なる規制緩和ではなく、選択的な規制緩和であり、政治的意思決定によって進められたものである。

新自由主義の政策は、第一に、グローバリゼーションを促進し、労働組合を弱体化させ、資本に対する労働の対抗力を弱めた。第二に、国家の役割を定義しなおし、多くの分野で民営化と規制緩和を推進した。第三に、金融政策が方向転換され、インフレターゲット論の形態で、価格安定が唯一の目的に設定された。これらの要因が相俟って、多くの国で金融が優越する(finance-dominated)蓄積レジームの成立を促進した。

Stockhammer によれば、金融化は、さまざまな経済セクターにそれぞれ異なった影響を及ぼした。

金融化は、家計部門の消費を促進した。その要因として、アメリカでは住宅価格の上昇が大きな役割を果たしたが、より一般的には、住宅ローン、消費者ローン、カードローン、当座貸し越しなどをふくむ信用アベイラビリティの増大、すなわち家計部門の債務増大が重要である。金融化のもとで、家計部門の消費が債務増加によって支えられたことは、この期間に労働者に帰属する所得分配率が低下していることによっても裏付けられる。

金融化は、株主の役割を強め、株主の期待利回りを高めることによって、企業の資本蓄積をスローダウンさせた。金融化はまた、金融市場の不安定性を高めた結果、企業の長期的投資のリスクを高めることによって企業投資を抑制した可能性がある。しかし、金融化と投資の関係を実証的に裏付けることは困難で、全体的に言いうることは、金融化が企業投資を促進したことを示す証拠は見当たらないこと、むしろいくつかの証拠によれば、株主価値重視の経営と金融市場の不安定性が、企業投資を消極的にしている可能性があるということである。

かくして、Stockhammer によれば、金融化は金融が優越する蓄積レジームを作り出すが、このレジームの特徴は、スローで脆弱な資本蓄積によって特徴付けられている。しかし、

彼によればこのことは、景気変動、とりわけリセッションがそれ以前に比べて深刻化することを意味しない。

金融化によって高まる金融市場の不安定性と、債務増加による家計の脆弱性とが相俟って、マクロ経済はより変動的になると予想される。しかし、実際には1970年代以降、ビジネスサイクルはより穏やかになってきた。株価やデリバティブ（リスクスプレッド？ 高田）のかなりの変動はしばしば発生するが、それが実体経済に深刻な影響を及ぼすことはまれである。金融市場における変動がマクロの実体経済に大きな影響を及ぼすのは、銀行制度が混乱し、流動性と信用の供給が影響を受けた場合である。

3. Erturk, 他の所説

マンチェスター大学(一部ロンドン大学)のグループは、一般に経済学者が着目する「株主価値」の概念について、それがもっぱらコンサルタント会社やヘッジファンドによって流布されたレトリックであり、明確に定義された概念とは言いがたいこと、加えて、アメリカにおいても低所得家計部門の株式保有は限定的であることを指摘する。その上で、かれらは、株式所有分布よりもむしろ家計部門の債務増加の問題に着目して、金融化が現代資本主義にもたらす変化を経済社会学的な観点から読み解こうとしている。

(註) 株主価値概念が流布した背景には、金融市場の構造変化や機関投資家の成長だけでなく、EVA(Economy Value Added)概念を提案した Rappaport に代表される経営コンサルタント会社、さらには国際的なレベルで企業経営に大きな影響力をもつ大手監査法人（コンサルタント業務を兼ねる）などが積極的に株主価値の重要性を企業経営者に強調してきた経緯がある。また、株主価値概念の問題点についての批判的検討としては、高田(2003)を参照されたい。

かれらの共同論文 Erturk, et al.,(2005-a ; 2005-b)よれば、これまでの金融化論は、金融市場と企業の関係に注目したために、議論の焦点が株主価値重視のコーポレートガバナンスとそれが引き起こす経済問題に偏りすぎるという限界をもっている。かれらの解釈では、もともと金融化論は、Lazonick & O'Sullivan(2000)に代表されるように、企業における経営者、株主および労働の関係が株主価値を求める資本市場の影響のもとでどのように再編成されるのかという問題を主題にしてきた。金融化論に拠れば、こうして再編成された企業関係を特徴付けるのは、「資本を内部留保し再投資する」蓄積パターンから、「ダウンサイズと再分配」型蓄積パターンへの転換であり、トップ経営者と労働力との関係の分離、商品流通よりも資本市場重視、大きな配当と自社株買いを可能にするキャッシュフロー重視である。

Erturk, et al.,(2005-b)よれば、このような従来の金融化論の分析は、米・独の一部社会学者が提唱する供給サイドを重視する資本主義の多様性論に対する一つの対案として意味があるが、視野の狭さという問題を抱えている。現在進行している金融化の全体構造を理解するためには、とくに家計部門のバランスシートを視野にいれて考察することが不可欠で

ある。

(註) かれらはこの点について次のような論点を提示している。「金融化論の文献は概していえば依然として企業と資本市場の関係にとらわれている。生産システムに注目するアプローチも、同様に、労働と賃金の問題に集中し、家計財務に組み込まれた富と所得の力学が、金融化された資本主義における総需要、福祉国家、および政治的行動に関連して有する大きな意味合いを問題にしていない。」さらに、彼らによれば、金融化は「(これまでの金融化アプローチが想定してきたよりも) もっと複雑で、長期的なプロセスと解すべき」であり、とりわけ、その視野を企業レベルだけではなく家計を考慮にいれて拡張する必要がある。(Erturk et al, 2005)

かれらは、EU加盟国のなかの主要4カ国(英、仏、独、伊)の過去20年間のデータを検討した結果、次のような結論を引き出している。すなわち、1980年以降、家計部門の金融化が進行し、その結果、家計部門は従来の銀行依存型の安全資産に変えて、高リスク資産の所有を増やすようになってきている。

かれらは、分析の対象とした4カ国について、つぎのような5つの共通の変化を見出している。

- (1) GDPに対する割合で測った家計部門の金融資産の純増、および、一人当たりの金融資産の増加。この傾向がもっとも顕著に見られるのはイギリスとイタリアで、いずれもGDPに対する家計保有金融資産(ネット)の割合が、1990年代初頭の約150%から、2000年にはイギリス(255%)、イタリア(208%)に上昇している。
- (2) 家計部門にとっての銀行預金の重要性の低下。2003年までに、いずれの国においても、銀行預金、現金、および国債の合計は、家計部門の金融資産の3分の1以下に減少している。
- (3) 家計保有金融資産のなかでの高リスク資産の増加。家計保有金融資産のなかで、銀行預金や国債などの安全資産の割合が低下し、これにかわって、株式、投資信託、保険商品などの高リスク商品の割合が上昇しており、この傾向は1990年代後半期のイタリアで特に顕著に進行している。
- (4) 資本市場の重要性が増した結果、国ごとの金融システムの区別に際して、従来の間接金融中心か直接金融中心かという基準よりも、間接的な資本所有か直接的な資本所有か、という区別の方が有効になっている。
- (5) 家計部門のバランスシートの両サイドをあわせて考えると、家計部門の金融資産の増大は、金融負債の増大を伴っている。さらに、この家計部門の金融負債の増大は、住宅価格の上昇と相関している。家計部門は、不動産をポートフォリオの一部と見なし、銀行融資が家計の不動産投資を拡大する傾向が強まっている。この結果、家計部門では流動性リスクが高まっている。

かれらによれば、対象に選んだ4カ国で金融化に伴ってこれらの現象が共通に見られるが、これらの変化の程度は国によって大きなばらつきがある。そのために、国ごとの金融化の進展度合いを測る共通の尺度を見出すことは困難であり、金融化が家計の行動や消費におよぼす影響も一律ではない。言い換えると、金融化がそれぞれの国の経済に引き起こす変化は複雑かつ多様である。

この結論は、資本主義の多様性論と一致するように思われるが、主として生産様式の類型にもとづいてライン型とアングロサクソン型の区別を重視する資本主義の多様性論の一面性を克服するために、かれらは、かねてよりクーポン・プール資本主義という新しい概念を提起している(Froud et al, 2001)。かれらの言うクーポン・プール資本主義は、「新しく発行されたクーポン[擬制資本利回り 高田]が企業と家計の行動を規制し、マクロ経済の経路を規制する」資本主義である。

かれらによれば、株式市場は株主価値重視論が強調するほど企業活動に対して強い規律を与えることはできない。IT バブルの崩壊後、アメリカ企業の収益は停滞したが株価は上昇をつづけた。この強気市場は、金融化のもとで、多くの中産階級が「根拠なき熱狂」に促され、将来の価格上昇を期待して、供給が制限されている証券を購入したためである。これは、企業の収益増加ではなく、不確実な価格上昇期待が「自己実現」しているに過ぎないという意味で、一種のポンツィ金融に他ならず、経済を不安定化させる要因である。

4. マルクス経済学およびポストケインジアンの所説

金融化論は、マルクス経済学の陣営においても、現代資本主義の特徴づけにおいて有効な概念として利用されている。ここでは、とりあえず、アメリカにおけるマルクス主義的金融化論を紹介するにとどめておきたい。

アメリカにおいてもっとも早期から資本主義の金融化問題を提起してきたのはマルクス主義の立場にたつ Magdoff.H. と Sweegy.P.であるが、かれらの見解は、現在、かれらが創刊した *Monthly Review* の寄稿者たち (Foster,J.B. Magdoff,F. McChesney,R.他) によって受け継がれている。これらの研究者によれば、1970年代以降、資本主義が設備稼働率の低下、投資機会の喪失、実物投資の停滞、過剰な貨幣資本の累積、政府と家計部門の債務増加、金融市場の投機市場化に向かう傾向が避けられないことを繰り返し指摘してきた。彼らによれば、現代資本主義を特徴付けるもっとも重要な傾向は、(1)全般的な成長率の低下、(2)企業活動の多国籍化、(3)資本蓄積過程の金融化、である(Foster,2007,p.2)。

彼らによれば、低い設備稼働率、豊富な内部留保を抱える現代企業は、生産や流通という実体経済のプロセスに関わることを回避し、金融市場において直接に利子生み資本として価値増殖(マルクスのいわゆる G-G' 型価値増殖)する機会を求めようになる。他方、政府と家計部門は、消費需要を支えるために、債務依存を高めるようになる。かれらの見方によれば、1980年代末には、これまでの産業資本をベースとする資本主義体制は、極度に膨張した金融部門が、産業資本から相対的に自立して、産業資本の上位に君臨する体制

に移行した。

かれらの見解によれば、しかしながら、このような金融部門の肥大化と金融化を構造的
特長とする資本主義体制は根本的な矛盾をかかえている。なぜなら、低率の企業投資と経
済的停滞が慢性化するもとの、資本蓄積は金融市場（債務依存の消費、投機活動）にま
すます依存するようになる。しかし、この体制の上部構造として肥大化をつづける金融部門
は、マルクスが証明しているように、産業資本（生産過程）から永久に独立して肥大化を
続けることは不可能である。その結果、現代資本主義においては、繰り返し膨張するバブ
ルとその崩壊がますます不可避かつ重大な問題になる。要するに、一方で経済の慢性的な
停滞、他方で繰り返される大規模投機とバブル崩壊、の並存が資本主義の不可避の様相と
して表れてくる。

（註）ただし、マルクス経済学の労働価値説との関連で、擬制資本の価格上昇とその「資産効果」を
どのように説明するのかという理論問題は完全には決着していないように思われる
（Levina,2007）。筆者は、バブル期に典型的な資産価格の上昇は、擬制資本をめぐる需要供給関係
によって説明する他はないといまのところ考えているが、それは、マルクスが金利水準には自然
利子率と呼ぶべき均衡水準は存在せず、貨幣資本をめぐる需要供給によって決まる（言い換えれ
ば、需給一致のもとでの利子率という概念は意味をもたない）と述べているのと同趣旨である。
その際、バブル期の資産価格上昇は、同時に資産価格下落（典型的にはバブル崩壊）のリスク増
大を伴っていること、が念頭に置かれるべきである。とはいえ、金融部門の肥大化が産業資本の
蓄積から乖離して無限に続くことはないということ、したがって、金融部門の利益が産業資本の
作り出す剰余価値の増大と無関係に永久に増大し続けることはできないということは、自明であ
らう。

Monthly Review と並んでポストケインズ派を含む批判的経済学の論文を掲載する New
Left Review の有力な寄稿者である Blackburn,は、最近の論文(Blackburn,2008)で、今回
のサブプライム金融危機が、「金融化の危険性の完璧な例証」とであると指摘し、その理由を
次のように説明している。

「問題が悪化したのは、[金融化によって 高田]金融仲介機関が拡大し、情報の非対象性と不
均衡な力関係 [企業・家計に対する金融産業の優位] を利用して、学生ローン、幼児ローン、
不動産担保ローン、住宅エクイティローン、カードローン、健康保険、個人年金基金など、
人間生活および人生のあらゆる側面を商品化し、食べ物にしたためである。金融化はまた、
企業が財務活動を重視し、自分自身を事情が変わればいつでも分割して再編成すべき資産の
機会集合と見なすように促した。」(p.10)

「金融 [化] の大波は、現実の金融世界に疎い経済学部の経済学者よりも、むしろ機関投資
家にアドバイスする人々が先導したファイナンス論の革命を伴った。1970 年代中期の世界経
済の混乱とコンピュータ技術の発展が、新しい金融経済学と金融工学の応用に弾みをつけた。

これらの原理と方法を開拓した経済学者と金融工学者は、どちらも、金融の新しい条件に魅せられ、秩序が維持された戦後世界、政府の規制、経営者支配、既存大企業と影響力を強めるファンドマネージャーの階層制に対して、イデオロギー的敵対心を感じていた」(p.11)

「仕組み金融の登場によって、その詳細が当事者以外にはわからない、機関同士の莫大な直接取引が発生した。これらの店頭取引(OTC)は、世紀の変わり目までに、取引所取引を上回り、取引所は競争力を維持するために、取引手続きを簡素化した。・・・証券化の大波が、見込みがあると思えないキャッシュフローやけちな個人的野心を売買可能な商品に作り変えた。こうして、世界の主要金融市場は、利回りを生まず価格も付かない証券の洪水の中に埋没した」(p.13)

「金融化の普及は、さらに、[銀行の]信用創造を統治していた規制がまず緩和され、ついではまったく無視されるという結果をもたらした。無謀な信用拡大はこれまでも金融危機と崩壊へのバラ色の道であった」(p.13)

以上で、金融化論が現代資本主義の構造的歴史的特長をどのように把握しているのかについて、いくつかの立場の相違を含めて紹介してきた。前述したように、金融化論のアプローチで公表されている研究業績は近年急激に増加しており、ここでその全貌を遺漏なく紹介することはできない。次節では、ここに紹介しかぎりでの金融化論の所説について、全体としてその理論的意義をどのように評価することができるかという問題を検討する。

IV 金融化論の成果と問題点

現代資本主義論として急速に関心を高めている金融化論のこれまでの業績には、全体としてどの様な成果と、同時に、問題点があるのであろうか。

第一に、かれら学問的成果のなかでもっとも重要と思われるのは、現代資本主義の特徴づけにおいて、金融市場と金融産業の膨張、動向および利害が、実体経済を構成する企業と家計の経済活動に及ぼす影響の重要性を強調したことである。これは、金融化論アプローチのもっとも基本的な特徴であり、金融化概念を採用するすべての研究者に共通している。かれらは、アメリカ、イギリス、ドイツその他の経済について実証的に調査し、いずれの国においても金融市場の急激な膨張と金融産業の利害が、1980年代以降企業と家計の経済行動に対する影響力を強めている事実を明らかにしてきた。かれらの研究によれば、金融化は、これらの諸国の経済・企業システムとその運動に、他の経済社会的変化、たとえば経済のグローバル化、情報化、その他と相関しながら、これらに比較して、より広範な影響を及ぼしており、現代資本主義の重要な変化の極めて多くが、何らかの意味で金融化の影響のもとで生起している。こうして、金融化論は、金融化に着目することで、現代資本主義のさまざまな変化を全体的な関連性においてとらえることができることを明らかにしてきた。この意味で、金融化論は、現代資本主義の歴史的特長を全体的に説明する新しい方法論を提起しているのである。この点を、Blackburn(2006)は、次のように簡潔に記している。

「金融化は、もっとも単純に言えば、金融と金融工学のますます強まるシステミックナ権力として定義できる。この意味では、金融化はまったく新しい現象というわけではない。しかし、現代資本主義の発展のいかなる説明も、金融セクターの近年の膨張の規模を無視することはできない」（1 ページ）

第二に、金融化論は、まだ十分に整理されているとは言えないが、金融化が「金融の証券化」を促し、金融システムの基軸を、銀行制度から資本市場に移す大きな力として働いた経緯を明らかにした(Lapavistas,2008)。金融化は、金融市場に流入する貨幣資本を増大させ、この貨幣資本の価値増殖の手段として、あらゆる資産を金融商品化する、すなわち金融市場で売買可能な証券に転化しようとする傾向を生み出す。こうして金融化は金融の証券化を促進し、仕組み証券市場を始めとするさまざまな証券市場を膨張させ、企業と家計の経済活動がこれら証券市場に依存する度合いを高める。この結果、金融産業の内部では、伝統的銀行業に代わって投資銀行業が主導権を握ることになり、商業銀行の多くが伝統的な銀行部門を縮小し、投資銀行分野に参入をはかった。その場合、投資銀行業における競争で決定的な重要性をもつのは、第一に、企業と機関投資家の変化する需要に迅速に対応できる取引スキーム開発能力、第二に、証券の引受業務、トレーディング業務、マーケット・メーカーなど全般にわたって関係するさまざまな機関投資家のネットワークである。こうして、金融市場における主導力が、取引スキームの開発能力と機関投資家のネットワークの双方を構築できる一部大手投資銀行（大規模な投資銀行部門をもつ商業銀行を含む）に集中され、かれらによる金融市場の集中と再編が活発化する。1980年代後半期以降、金融産業の再編がアメリカ全体のM&Aブームを主導する現象が見られたのはこのためである。さらに、金融化論は、資本市場主導型の経済・企業システムにおいては、従来経済・企業システムの主軸のひとつを構成してきた銀行と企業の関係よりも、むしろ投資銀行と機関投資家の共通利害という金融市場内部の利害関係が、さまざまな制度改革において最大の動機になっている状況に注意を促している。

第三に、かれらの研究は、現代資本主義において、なぜ実体経済の比較的順調な成長が、しばしば金融市場と金融産業の深刻な混乱、言い換えると金融危機を伴うのかという問題に一つの解答を与えている。金融化論によれば、金融化はますます多くの貨幣資本を金融市場と金融産業に引き付けることで、産業分野の資本蓄積を停滞させる。その結果、産業分野では、激しい景気変動を招くような過剰投資は抑制される。これに対して、金融市場には金融的利得の機会を求める貨幣資本が不断に流入し、これらの貨幣資本を運用する金融機関と機関投資家には、より有利な利回りをめぐる競争圧力が増大する。産業分野の資本蓄積が停滞する結果、産業分野で生み出される利潤は、産業資本に比べてはるかに急速に増大する貨幣資本の価値増殖を満たすためには、ますます不足するようになる。この利潤源泉の不足を補うことができるのは、あらゆる種類の証券、不動産、株価指数や商品指

数、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）に代表される金融保険、さらにはポートフォリオとしての企業など、いずれにしてもキャッシュフロー（＝リスク）を商品として売買する巨大な金融市場以外には存在しない。

以上のように、経済の金融化に着目する経済学の新しいアプローチは、近年われわれが目目の当たりにしている現代資本主義のさまざまな問題の背景を明らかにしており、その意味で、現代資本主義を理論的に分析し、歴史的に特徴づけるうえで、重要な貢献をなす可能性を秘めている。しかし、筆者は、このアプローチが短期的に大きな成功を収め、現代資本主義についてのわれわれの理解が一挙に深まるであろうとまでは楽観していない。筆者が現代資本主義論としての金融化論の可能性についてやや慎重な見通しをもつ理由はいくつかある。

第一に、すでに指摘したように、経済の金融化が突出して観察できるのはアメリカ経済である。金融化のアプローチをとる経済学者たちは、この変化がアメリカだけではなく、今後世界の多くの国に広がってゆくことを予想しているが、そのようなグローバルな金融化が今後どの程度まで進展するかを、現時点で予想するのは困難ではないかと思われる。この問題は、世界各国の経済がアメリカ型、あるいはアングロ・サクソン型に収斂するか否かという、現代の経済学者が国際的に展開している論争問題とも関わってくる。そして、筆者は、金融化の進展が世界各国の経済をアメリカ型に収斂させるという〈収斂論〉には、批判的な立場をとっている。筆者の判断では、今後世界の各地域の経済システムは、多かれ少なかれ金融化の影響を免れないと思われるが、それによって経済システムがアメリカ型に収斂することはなく、むしろ地域間の多様性が高まるのではないかと予想している。その主たる理由は、アメリカで金融化が急速に進展した背景には、アメリカ独自の経済的制度的要因が前提になっているのであり、世界の多くの国が、同様の前提条件を備えているわけではないということである。言い換えれば、それぞれの地域で金融化がどの程度進展するかは、金融化を促進する要件（巨大で自由な国内金融市場の存在、金融産業の集中と投資銀行業の普及、さまざまな機関投資家への貨幣資本の集中、世界中の金融センターに流入する貨幣資本を自国の金融市場に引き入れ、利用する可能性など）をどの程度具備しているかにかかっており、その程度は、地域によって大きく異なっているということである。金融化論は、この問題をまったく無視しているわけではない。マンチェスター大学のグループ(Froud et al. 2001)やレギュラシオン学派 2001)やレギュラシオン学派の流れを汲む Stockhammer などは、この論点に意識的に触れているのであるが、これまでのところ、こうした議論は金融化論全体の共通の問題意識として十分深められていない。今後、金融化論の理論的功績を評価する場合には、問題意識を共有する制度学派、とくに資本主義の多様性論との関連と相違を明確にする作業が必要であろう。

第二に、これらの経済学者が指摘するように、経済の金融化が進展するもつとで、企業活動においても株価重視の経営が強まり、金融子会社の設立や M&A を始めとする財務活動の重要性が高まっていることは否定できない。しかし、本来金融業を主たる業務にしていな

い企業が、生産や流通に関わる本業を疎かにして金融・財務活動に過度に注力することは、自社の長期的な成長や競争力維持の観点から限界があるのではないかと思われる。たとえば、企業経営者は M&A が企業規模の拡大を可能にし、その結果「規模の経済」や「範囲の経済」が得られると主張するが、企業再編の効果に関する事例研究は、積極的な M&A 戦略を展開してきた企業の多くが、組織の複雑化による効率低下、職場の混乱による労働者の意欲低下、適正価値を上回る株価での買収が引き起こす財務危機、結果として買収後の業績低迷、株価下落に悩まされていることを示している。また、IMF 体制の崩壊（変動相場制への移行）やシカゴ学派（新自由主義をベースとする貨幣数量説的金融政策）の影響力の強まりに拠って、金融市場の不安定性が著しく高まっており、株価や金融市場に依存する企業経営が金融市場の不安定性によって翻弄される危険性も高まっている。そうだとすれば、今後いずれかの時点で、アメリカも含めて過度の株価重視や M&A 戦略の見直しと金融化に対する反省が起きてこないとは断言できないのである。さらに、この点に関して付言すれば、目下国際金融市場を危機に陥れているサブプライム問題を契機に、銀行の貸し出しが大きく落ち込み、M&A を始めとするハイリスクのプロジェクトに対する資金供給が事実上途絶状態にある。この金融逼迫が改善されない限り、株価重視の経営も M&A 戦略も再び活発化する見通しはないと思われるが、今後この状態がどこまで回復するかを今から予測することは困難である。

第三に、経済の金融化に着目して現代資本主義の諸問題を説明するためには、解決しなければならないいくつかの理論的な問題が残されている。たとえば、1980年代以降資本主義の動きを大きく特徴付ける要因として、しばしば、新自由主義的経済政策（市場原理主義）の優勢化、グローバル化の進展、経済の金融化、の三つがあげられる。しかし、これら三つの関係をどのように論理的に整理して理解するかという問題について、まだ一致した解答がないように思われる。さらに、金融化のもとで金融産業の利益が増大していることは間違いないと思われるが、その利益の源泉や持続性をどのように説明するかという問題についても、まだきちんとした解答があたえられていない。同様に、金融市場の不安定性やバブル経済の理論的説明についても、まだ究明すべき点が残されている。この点に関連して、アメリカではポストケインジアン系の系譜に属する研究者（とくに、PERI のグループと Levy 経済研究所 (LEI, Bard College) のグループ (Kregel, J., Wray, L.R. 他) はいずれも金融市場の不安定性を Minsky, H. の所説に依拠しながら説明しており、近年 Minsky のいわゆる「金融不安定性仮説」に対する研究者の関心が大きく広がっているが（例えば、Wray, 2006; Kregel, 2008; LEI 2008; Wray & Tymoigne, 2008; Guttman & Plihon, 2007）、この仮説が今後金融化アプローチに共通の理論的指針として受け入れられるのか、それともマルクス経済学や制度学派の知見も取り入れた複合的なアプローチが形成されるのか、という問題は理論的観点からは興味深い点である。）、この仮説が今後金融化アプローチに共通の理論的指針として受け入れられるのか、それともマルクス経済学や制度学派の知見も取り入れた複合的なアプローチが形成されるのか、という問題は理論的観点から

は興味深い点である。

(註) Minsky の金融不安定性に関する仮説は、金融取引を、(1)投資の期待利益と投資を賄うための債務の利払いという二つのキャッシュフローの関係に焦点をあて、ヘッジ取引（将来の期待利益が十分なクッションをともなって利払いをカバーできる取引）、(2)投機的取引（利益が利払いをカバーできる可能性があるが、それは条件次第であり、必ずしも確実ではない取引）、(3)ポンツィ取引（利益が利払いに不足し、利払いのために追加的債務が必要な取引）の三つのレベルに分類し、一般に経済循環が好況から活況へと進む過程で、豊富な流動性のもとでの金融コストの低下と楽観的な期待収益の上昇によって、金融取引と投資のリスクが過少評価され、上記3つの金融取引の中で投機的取引、ついでポンツィ取引の割合が増大し、金融市場のぜい弱性と不安定性が高まるという所説である。Minsky の所説とその問題点については、Palley(2010),および Foster & McChesney(2010)を参照されたい。

第四に、金融化論によれば現代資本主義は1970年代以前の資本主義と大きく異なった特徴を備えているが、そのことが、どのような新しい資本蓄積の構造あるいは経済変動の循環パターンを生み出しているのかという問題について、十分な解明がなされていないのではないかと思われる。金融化論は、金融市場と金融産業の肥大化が金融経済だけではなく、实体经济を包摂する経済システム全体にかつてない大きな影響を与え、再生産構造や経済循環にも新しいパターンを生み出していることを指摘している。しかし、新しい循環構造の具体的な特質やメカニズムについては、Kalecki, N の所説に依拠しながら新しいマクロ経済モデルを提起しようとする興味深い試み (Hein, E. & T. Treeck, 2007; Treeck, 2008) があるが、これはまだ金融化論の共通の理解にはなっていない。金融化論が現代資本主義を解明する経済理論として評価されるためには、金融化が進んだ現代資本主義の蓄積メカニズムと循環パターンの具体的な構造がどのようなものであるのかをより立ち入って解明し、既存の理論を乗り越える展望を提示することが必要であろう。しかし、筆者の知る限りでは、これまでの業績を見る限り、まだ納得のいくモデルは提示されていないように思われる。

(註) 参考までに筆者が想定するモデルを単純化して提示すれば、スタグフレーション以来の過剰蓄積傾向と経済成長の減速、新自由主義のもとでの賃金抑制と所得格差拡大、企業投資の鈍化・落ち込み、貸し付け可能な貨幣資本（マルクスのいわゆる *moneied capital*）の増大 ⇒ 過剰な貨幣資本の増大（実現問題の困難が強まる）、金融資産の増大と金融市場の肥大化、家計・政府部門の債務増大、資本取引の活発化と国際収支の不均衡 ⇒ 資産効果による景気浮揚（需要効果）、さらなる所得・資産格差の拡大、実物投資の停滞 ⇒ 貨幣資本過剰の一層の促進、金融市場の投機市場化と不安定化、金融市場の不安定性高まり ⇒ 不動産・証券バブルの膨張、信用リスクの急上昇（金利上昇、デフォルト率の上昇） ⇒ バブル崩壊、金融危機、景気後退・・・である。つまり、金融化のもとでは、経済変動は循環（サイクル）ではなく、過剰な貨幣資本の積み上がりを背景にして、資産インフレから資産バブル、家計債務や政府債務を中心とする信用の過度膨張、信用リスクの上昇、最終的にバブル崩壊、金融危機へと発散してゆる日循環のプロセスをたどる可能性が大きい。

くなることが予想される。このプロセスが、Minsky の金融不安定性の理論によって正確に説明できるか否かも、今後明らかにされるべき論点であろう。なお、金融化論の立場からの資本蓄積・循環モデル構築の試みとしては、Guttman & Plihon(2007)がある。かれらは、金融主導型経済の循環パターン鍵が、住宅価格の上昇（資産インフレ）をテコとする貨幣部門の債務増加と消費需要増加にあることを指摘し、Minsky の金融不安定性の理論が、貨幣部門の債務増加を通じて実現するプロセスをモデル化している。さらに、金融化による資本・賃労働関係の変容、産業資本の銀行資本への従属、というマルクス経済学的観点からの金融主導型蓄積レジームのモデル化の試みについては、Pineault(2008)を参照されたい。

第五に、筆者が金融化アプローチによる今後の成果に期待しながらも、その前途に困難を予想するもう 1 つの理由がある。それは、現代経済のトータルな考察において金融市場と金融産業の役割に焦点をあてることは間違っていないと思われるが、その金融市場と金融産業自体が近年あまりにも急激な変貌をとげつつあることに加え、さらに金融化論の論者がそろって強調しているように、その全体的な構造や取引の実態を正確に把握することが極度に難しくなっていることである。

とくに、1980 年代以降、金融理論の目覚ましい発達によって、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）に代表される不透明かつ複雑なデリバティブ取引、仕組み金融などの取引が、取引所を介さない店頭取引（OTC）の形態で急膨張している。さらに、金融機関の間でも、金融自由化によって、銀行、証券会社、保険会社など、伝統的な分類が難しくなると同時に、シャドバンキングとかパラレルバンキングと呼ばれる、規制外の金融機関（いわゆるノンバンクと総称される）の重要性が急速に拡大している（McCulley, P.A. 2008）。要するに、従来の金融制度理解の前提になっていた業態区分が崩れ、金融機関の活動が著しく不透明になり、監督機関やメディアの提供する情報と現実の乖離が急速に広がっている。加えて、近年の企業スキャンダルで繰り返し指摘された、会計・監査制度の問題、タックスヘイブンや特定目的会社の利用が野放しにされている状況など、企業と金融機関の活動の正確な理解を困難にする要因はますます増大している。このために、金融化論の研究者たちが金融市場と金融産業に焦点をあてて現代資本主義の歴史的特長を解明しようとした場合、目下サブプライム問題後の金融危機への対応に追われる政府・監督機関が直面している問題、すなわち、対策を講じようにも、肝心の金融市場と金融産業の実態が正確に把握できないという大きな障害を、研究者も覚悟しなければならないのである。ただし、これもまた、金融化論の理論的境界を示すものではなく、金融化論をふくめ、立場を超えて、すべての現代資本主義論が避けることができないもう困難な課題と考えるべきであろう。

（註）「影の銀行業」（shadow banking）という用語を最初に使用したのは、大手債権投資ファンド・PIMCO のファンドマネージャー P.A.McCulley である（McCulley, 2008）。かれは、「影の銀行」を「預金保険制度や、FRB の割引窓口を利用できないレバレッジ・ベースの借り手」と定義し、そのな

かに、いわゆるノンバンク・セクターだけではなく、投資銀行も含めている。彼は、不動産バブル、サブプライムローンと並んで、影の銀行の膨張を合わせて「三つ子のバブル」と呼び、これらがいずれも今回のサブプライム金融危機に深く関わっていることを指摘した。なお、「影の銀行」という用語が世界に流布するきっかけの一つは、Financial Times(December 17, 2007)に掲載された Tett & Davies の長文記事、Out of the Shadows: How Banking's Hidden System Broke Down, であった。他方、Parallel Banking の用語を世に広めたのは、D'Arista & Schlesinger(1992)である。かれらは、銀行類似の活動をしながら銀行のように規制されないさまざまな金融産業を Parallel Banking と呼び、新自由主義的規制緩和の結果、このセクターが急激に拡大したことが、金融証券化の急激な進展とならんで、アメリカの金融システムを危険で無政府的なシステムに変貌させている状況に早くから強い警告を発したのであった。

以上のような理由で、金融化アプローチには現代経済解明の重要な貢献が期待できるけれども、それが達成されるためには、まだ多くの理論的・実証的研究の進展が果たされなければならないであろう。ただし、これらの課題はいずれも、直ちに金融化論の理論的境界を意味するわけではなく、むしろ、金融化論が現代資本主義論として今後有効性を高めてゆく過程で果たすべき課題として理解するのが適切であろう。

あとがき

本稿では、1970年代の後半期以降大きな変化を遂げてきた現代資本主義の構造の歴史的特徴を理論的に把握する一つのアプローチとして金融化論を紹介し、検討してきた。金融化論は、筆者の判断では、とくに1980年代以降に顕著になった新自由主義的経済政策が促進した金融自由化、金融グローバル化、金融証券化、その他の金融市場と金融産業における構造変化とそれらが経済全般に及ぼす影響に焦点をあてることで、現代資本主義の歴史的特長を明らかにする取り組みとして、世界各地の経済学者の間に急激に影響力を広げてきた。

金融化論による現代資本主義の分析が積極的な有効性をもっていることは、たとえば、近年における金融市場のカジノ化、国際金融不安の頻発、日本のバブル崩壊や今回のサブプライム問題に現れた金融危機に見られるように、現代資本主義の構造的矛盾が、とりわけ金融市場と金融産業の危機として集中的に顕在化している状況に照らして、十分に首肯することができる。その意味で、金融化論が今後、なぜ現代資本主義の構造的矛盾が金融市場と金融産業の危機として繰り返し、かつ深刻の度を深めながら顕在化するのかという問題をより立ち入って理論的に解明することに成功すれば、その成果は現代資本主義論の発展に大きな貢献をなす可能性を秘めている。

筆者の現段階での判断では、金融化論がこのような理論的成功を達成するためには（その可能性はあると見ているが）、1980年代以降の金融市場と金融産業の構造的変化とそれが引き起こしている諸問題をさらに具体的に立ち入って分析する必要がある。この点では、

現代の金融市場も金融産業も、仕組み金融に代表される複雑な証券化ビジネスの普及、取引所を通さない OTC デリバティブ取引の膨張、金融産業による SPV やタックスヘイブンの野放しの利用、企業経営の実態を反映しない会計基準や監査制度、監督機関や取引所の怠慢、などによってその実態を正確に考察することが著しく困難になっていることが、十分念頭に置かれるべきであろう。

また、理論的な問題としては、金融化論の批判の射程には新自由主義イデオロギーとそれに基づく経済政策や金融自由化などの問題がカバーされているが、とくに新自由主義の覇権の強まりと金融化の進展との関連をどのように理解するのかという基本的な問題について、まだ検討が不十分ではないかと思われる。さらに、金融化の具体的な中身に関して、金融市場と金融産業のあらゆる重要な変化に関わる要因として、デリバティブ取引の普及、金融証券化の進展、バーゼル規制の導入、を上げることができるが、これらの諸要因の相互関係（それらが相乗的に金融化を促進している関係）についてもさらに検討が必要である。

最後に、金融化論の理論的意義を評価する場合の最重要な論点として、現代資本主義に特有の過剰な貨幣資本をめぐる問題が残されている。金融化がもたらす循環パターンの変化、その結果頻発するバブル経済と金融危機、これらが招く大規模な政府の介入、こうした現代資本主義の動態を特徴付ける現象を説明するためには、世界的な規模での過剰な貨幣資本の蓄積と、そのアメリカ市場への集中という問題を立ち入って検討することがどうしても必要である。この問題は、アメリカでは Sweegy と Magdof およびかれらの業績を継承する人々によってつとに強調されてきた論点であるが、かれらの理論をさらに発展させ、このような過剰な貨幣資本の不断の増大を引き起こしているメカニズム、さらに、膨大な貨幣資本の蓄積が金融市場と企業に及ぼす影響を具体的に分析することが、金融化論が現代資本主義論として説明力を強めるために必要である。

以上のように、金融化論が今後理論的に発展するためには、残された難しい課題がいくつか予想されるが、それらの課題は、実際には、われわれが日々目の当たりにしている現実が提起している問題であり、金融化論の立場をとるかどうかに関わらず、現代資本主義が経済学にその解明を求めている共通の課題といえることができる。その意味で、金融化論の課題は、現代経済学の課題でもありと言えよう。

参考文献

- Blackburn, R. (2008), The Subprime Crisis, *New Left Review*, (March-April)
——— (2006), Finance and the Fourth Dimension, *New Left Review*, May-June.
Boyer, R. (2000), Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis, *Economy and Society*, February
Crotty, J. (2008), Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of

- the “New Financial Architecture”, PERI Working paper, September.
- Crotty, J. & G. Epstein (2008), *Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System to Avoid Yet Another Meltdown*, PERI, working paper, October.
- Epstein, G.A. (2005), *Introduction: Financialization and the World Economy*, in *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar.
- Erturk et al. (2005-a), *The Democratisation of Finance?: Promises, Outcomes and Conditions*, The University of Manchester, working paper, November.
- (2005-b), *The Reinvention of Prudence: Household Savings, Financialisation and Forms of Capitalism*, The University of Manchester, working paper, November.
- Foster, J.B. (2007), *The Financialization of Capitalism*, *Monthly Review*, April.
- Foster, J.B. & R.W. McChesney (2010), *Listen Keynesians, It’s the System! Response to Palley*, *Monthly Review*, April.
- Froud, J. et al. (2001), *Financialisation and the Coupon Pool*, *Gestao & Producao*, December.
- Godley, W. & D.B. Papadimitriou (2007), *The U.S. Economy: Is There a Way out of the Woods?*, The Levy Economics Institute, strategic analysis, November.
- Guttman & Plihon (2007), *Consumer Debt at the Center of Finance-Led Capitalism*, CEPN.
- Hein, E. and T. Treeck (2007), *Financialization in Kaleckian/Post-Kaleckian Models of Distribution and Growth*, Hans Boeckler Stiftung, working paper, 7.
- Kotz, D. (2008), *Neoliberalism and Financialization*, PERI, conference paper, March.
- Kregel, J. (2007), *The Natural Instability of Financial Markets*, preliminary draft, November.
- (2008), *Minsky’s Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market*, No.93.
- Lapavistas, C. (2008), *Finance Capitalism: Direct Exploitation and Periodic Bubbles*, University of London, May.
- Lazonick, W. & M.O’Sullivan (2000), *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, *Economy and Society*, 29.
- The Levy Economic Institute (2008), *17th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies*, conference proceedings, April 17-18.
- Magdoff, F. (2006), *The Explosion of Debt and Speculation*, *Monthly Review*, November.
- McCoy, P.A. & E. Renuart (2008), *The Legal Infrastructure of Subprime and Nontraditional Home Mortgages*, JCHS Harvard University, February .
- McCulley, P.A. (2008), *A Reverse Minsky Journey*, in *Credit, Markets, and the Real Economy: Is the Financial System Working?*, Conference Proceedings, The Levy Economics Institute of Bard College, April.
- Orhangazi, O. (2008), *Financialization and The US Economy*, Edward Elgar.

- Palley, T.I. (2010), The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis, *Monthly Review*, April.
- Perraton, J. (2007), Changes in Developed Countries' Economic Systems Since the 1980s and Implications for Developing Countries, University of Sheffield, working paper.
- Phillips, K. (2002) Too Much Wealth (2002), Too Little Democracy, *Challenge*, Sept/Oct.
- Stockhammer, E. (2008), Some Stylized Facts on the Finance – Dominated Accumulation Regime, *Competition & Change*, June.
- Tabb, W.K. (2007), The Centrality of Finance, *Journal of World-Systems Research*, 13-1.
- 高田太久吉 (2003) , 「株主価値重視のコーポレートガバナンス」『日本の科学者』 38 – 10
 ----- (2008) , 「金融の経済化は資本主義をどこに導くか」『経済』 8月号
- Treeck, T. (2008), The Political Economy Debate on Financialization: A Macroeconomic Perspective, Hans Boeckler Stiftung, working paper, 01.
- Wray, R. & E. Tymoigne (2008), Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment. The Levy Economic Institute, working paper, September.
- Wray, L.R. (2008), Financial Markets Meltdown: What Can We Learn from Minsky?, The Levy Economic Institute, working paper, No