

現代資本主義とファンド問題

高田太久吉（金融労働研究ネットワーク）

はじめに

1970年代以降、主要国の金融市場と国際金融市場にはいくつかの歴史的・構造的変化が進行したが、それらの中できわめて重要でありながら、今回の金融危機発生までそれほど注目を浴びてこなかった問題に、銀行制度の枠外で活動するさまざまな金融機関、とりわけ年金やヘッジファンドなど機関投資家の成長と活動の活発化という問題がある。

機関投資家には、広義には余資を金融市場で運用する企業や銀行も含まれるが、中心は年金基金、保険会社、投資信託、財団など資金運用型機関投資家の他に、ヘッジファンド(HF)、プライベート・エクイティファンド(PEF)など高レバレッジ型機関投資家、さらには政府系ファンド(SWF)などである。これら機関投資家は全体として見ると、「斜陽化」が指摘される伝統的な銀行部門に比較して、はるかに急速な成長部門と見なされている。

これらの機関投資家の中で、近年その活動が世界的に活発化しているファンド型投資組織、とくにプライベート・エクイティファンド(PEF)とヘッジファンド(HF)は、金融市場におけるもっとも投機的・規制回避的で、利益のためには市場を攪乱する投機行動や企業破壊さえ辞さない組織と見なされている。HFやPEFがしばしばそのような行動をとることは間違いないが、これらの組織は決して現在の金融市場の中枢を占める大手金融機関や、年金・保険など主要な機関投資家に敵対する、市場の異端分子として活動しているわけではない。これらの投資組織は、1970年代以降の金融市場の歴史的変化（シャドーバンキング、金融の証券化、M&A活発化等）と深くかかわっており、いわば現代資本主義の資本蓄積様式を支える階層的な金融ネットワークの不可欠の構成部分になっているのである。

第1節 金融市場の変化とシャドーバンキング

すでに多くの研究者が指摘しているように、1970年代のいくつかの歴史的変化（金ドル交換停止、変動相場制への移行、金融自由化、金融証券化、ファイナンス論の発展他）を契機に、主要国の金融市場および国際金融市場には大きな構造的変化が進行した。それらの変化の中で特に顕著かつ重要な変化の一つは、伝統的な銀行制度の枠外で銀行類似の活動に従事するさまざまな金融機関（シャドーバンキング）の発展である。

（注）現在では一般にシャドーバンキングの名称で呼ばれているこれら金融機関の活動に最初の学術的関心に向けたジェーン・ダリスタは、銀行の小切手勘定に類似する新しい投資信託(MMMF)とノンバンクバンクとも呼ばれる金融会社の急成長に着目し、これら金融機関をパラレル（平行）銀行業と名付けた（文献①）。2007年にサブプライム問題を契機とする金融危機が発生し、その要因として銀行以外の多種多様な金融機関の役割が注目されるようになった時、これらにシャドーバンキング（影の銀行業）という新しい名称を与えたのは大手債券投資ファンド PIMCO の幹部マカリーであった。かれはシャドーバンキングを「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

中にいわゆる投資会社などノンバンクセクターだけではなく、投資銀行とその関連会社も含めた。その後、元米証券取引委員会委員長クリストファー・コックスは議会証言でシャドーバンキングを「貨幣および貨幣類似資産を伝統的な銀行業の枠外で貸入れ、融資する事業」と定義している（文献②）。この定義にしたがえば、シャドーバンキングは投資銀行、MMMF、金融会社などの他に、専門的投機組織としてのヘッジファンドやプライベート・エキュイティ・ファンド、不動産投資信託などいわゆる代替的投資、さらに金融証券化の主要な担い手となった CDO, CLO, SIV など大手銀行の簿外ビークル（ペーパーカンパニー）が含まれる。

2008 年の金融危機発生以来、シャドーバンキングという名称はメディアと学術論文で広く使用されるようになった。しかし、実際には 1970 年代以降に進行した金融規制の緩和と金融産業の構造変化によって、銀行制度の枠組み自体があいまいになり、とくに 1999 年のグラム=リーチ=ブライリー法によって銀行業と投資銀行業の分離が解消され、大手金融機関による非銀行金融機関の設立、取得、系列化が急速に進行した結果、現在では銀行制度との対比でシャドーバンキングを定義することはほとんど不可能になっている（文献③）。

（注）文献③によれば、シャドーバンキングはさまざまに定義されているが、いずれも不正確である。シャドーバンキングとは、実際には「市場型金融」の別名にすぎない。シャドーバンキングに関するもっとも権威ある調査報告を作成したニューヨーク連銀のスタッフは、米国内のシャドーバンキングの金融取引が 2008 年 3 月現在で銀行業を上回る 20 兆ドルに達しており、これほど膨大で、しかも伝統的銀行業と絡み合い、金融システムの重要な構成部分となっている市場取引を、情報不足を理由に「影の銀行業」と呼ぶのは、不適切であると指摘している（文献④）。さらに、G20 金融安定理事会(FSB)の最新のレポート（文献⑤）は、グローバルなシャドーバンキングの現況を次のように記述している。2011 年のシャドーバンキングの資産総額は 67 兆ドル（世界の GDP の 111%）で、全金融仲介サービスに占める割合は 25%、グローバルな銀行セクターの資産総額の約半分に達している。このうち、最大のシェアを占めるのは米国で資産総額 23 兆ドル（国内金融仲介全体の 35%）、ユーロ圏が 22 兆ドル、英国が 9 兆ドルとなっている。国内 GDP に対するシャドーバンキングの規模が最も大きいのは、香港（5.2 倍）、次いでオランダ（4.9 倍）、英国（3.7 倍）、シンガポール（2.6 倍）、スイス（2.1 倍）となっている。ちなみに、これらの諸国はいずれもオフショア金融センターとして知られている。

上記のニューヨーク連銀の報告によれば、シャドーバンキングの原型はすでに 80 年以上も昔から活動しているが、これが独自の金融部門に成長したのは過去 30 年のことである。このシャドーバンキングの成長を促した主因は、1980 年代初頭以来顕著になった大手銀行のビジネスモデルの転換、すなわち、預金を元手に貸出しを行い、満期まで薄利ザヤの資産を保有し続ける金利ベースの銀行から、さまざまな貸出し債権を簿外の資産管理ビークルを利用して証券化し、投資家に販売することで手数料ベースの高い利潤率をめざすビ

ビジネスモデル（いわゆる組成販売モデル）への転換であった。この転換は、銀行組織を、預貸取引の利ザヤに依存する信用リスク集約型の組織から、市場性資金と手数料収入に依存する、市場型金融機関に変化させた。これにともなって、大手銀行はノンバンクとの競争に備え、証券関連事業の強化を図り、手数料や自己勘定取引での利益を確保するために、簿外投資ビークルを含むさまざまな「シャドーバンク」を積極的に設立・買収するようになった。

（注）サブプライム問題を契機として大手金融機関（商業銀行、投資銀行、保険会社）の経営危機が相次いで顕在化し、これらの金融機関が銀行当局や証券取引委員会の監視外で大規模なシャドーバンキングを運営していることが明るみに出た。たとえば、破綻したリーマン・ブラザーズは傘下に簿外で運用する投資ビークル(SIV)の他に、200社以上の関連会社を保有していたが、証券取引委員会が監督できたのはそのうちわずか7社にすぎなかった。残りの、監督外で活動する事業には、店頭デリバティブ、信託会社、モーゲッジ会社、オフショア銀行、ブローカー／ディーラー業務、再保険会社などが含まれている。

したがって、シャドーバンキングはその名称が暗示するような金融の「隙間」産業ではなく、マネーセンター銀行や大手投資銀行など、ウォール街の大手金融機関の新しいビジネスモデルと収益を支える階層的金融ネットワーク（modern asset management complex, Pozsar & Singh, 文献⑥、あるいは securitized banking, Gordon& Metrick, 文献⑦）の不可欠の構成部分をなしている。今回の金融危機の重要な要因となった仕組み証券市場の爆発的な膨張、およびCDO、CLO、SIVなど、大手金融機関が簿外で運営する投資ビークルの急拡大、を支えたレポ市場やCP市場に資金と証券の両面から「流動性」を提供したのは、年金、保険を始めとする資産運用型機関投資家とヘッジファンドを始めとするファンド型投資組織であった。

第2節 代替的投資・ファンド型投資組織の増加

上述したように、シャドーバンキングが意味しているのは、従来の銀行制度の枠外で金融当局の直接的な規制・監督を受けずに、主として市場での金融指標（金利、為替レートなど）の変動、および株式を始めとする証券や不動産など「架空資本」の価格変動を利用して差益を上げる金融組織の増大と、それらによって管理・運用される貨幣資本・金融資産の増大である。このように規制・監督を回避し、金融市場の変動を利用して差益を上げるという点で、シャドーバンキングの特質をもっとも端的に表しているのは、ヘッジファンド(HF)、プライベート・エクイティファンド(PEF)、不動産投資信託(REIT)など、代替的投資(alternative investment)と呼ばれるファンド型投資組織である。

ここでファンド型投資組織と呼ぶのは、パートナーシップもしくは有限会社の形態で運営される組織で、事業形態としては私募型投資信託の一種である。このうちHFは、通貨、証券、デリバティブ、商品先物など市場取引されるあらゆる資産を対象に投機取引や裁定

取引を大規模かつ頻繁に繰り返して利益を上げることを目指している。

これに対して、PEFの主要なビジネスは、10年程度の期限付きで集めた資金で個人企業など非上場会社を買収し、財務・組織・業務をリストラした後売却し、差益を上げることである。ただし、買収するのは非公開会社に限らず、中小規模から大企業までの公開株式会社を対象とする場合もある。PEFの企業買収が通常の事業会社によるM&Aと異なるのは、事業の買収が当該事業の永続的保有を目的とせず、遅くとも数年後には売却して差益を上げることを目指している点である。また、未公開企業の立ち上げ資金を提供するベンチャー・キャピタル(VC)もPEFの重要な業務である。

(注) ただし、上記のようなHFとPEFの区別は相対的なものである。実際には、HFの多くは自らPEFやVCを立ち上げて企業買収を行い、あるいはPEFに投資しており、同様にPEFもHF類似の活動を行っており、両者の区別はあいまいになっている。

周知のように、HFについては、公式の定義も、公式の信頼できる統計も存在しない。しかし、世界のHFの最大拠点であるロンドンシティをベースとする調査機関(The CityUK)の最新のレポート(文献⑧)によれば、世界で活動するHFの数は1990年代末の金融危機で一時的に減少した後、2000年代前半期に世界的な金融緩和を背景に再び急増するようになり、2006年には一万の大台に達し、その直後の金融危機発生でやや減少した後、2012年には再び一万の大台を回復している。また、それらのHFの運用資産総額は、2002年の6000億ドル弱から2007年には二兆ドルを超える規模に増加し、その後やはり金融危機の影響で減少した後、2012年には二兆ドルの大台を回復している。

これらHFの運用資本は、大きく分けるとファンドの募集に応じて出資した投資家の資金と、これを利用してさまざまな金融機関から調達した外部資金に分けることができるが、それらの比率や運用資金の総額を正確に評価できる統計は存在しない。前記のThe CityUKレポートが取りまとめたデータによれば、2012年現在、HFに「出資」された資本のうち、最大部分(25%)を提供しているのはファンド・オブ・ファンドと呼ばれる、HFへの出資を専門に行う特殊なHFであり、それに並ぶのが金融機関をふくむさまざまな企業(25%)、年金基金(22%)、富裕な個人投資家(20%)、大学をふくむ財団など(8%)となっている。

(注) ヘッジファンドはこれらの投資家から集めた運用資金を元手にしてその何倍もの借入資金を調達し、高レバレッジで利益をかさ上げしている。ヘッジファンドの動向に詳しい専門家は次のように指摘している。「ヘッジファンド・リサーチによると、2013年末にはヘッジファンドの運用資産額が2.2兆ドルに達すると推測している。邦貨換算で200兆円をはるかに超える巨額だが、デリバティブを駆使してのレバレッジ運用となると、10倍のギアリングがきくと見てもまだ控えめである。つまり、2,000兆円のマネーが、有利な投資先を求めて徘徊しているわけだ(文献⑨)」

他方PEFについて見ると、小規模な未公開会社を買収し、数年かけて財務・組織・業務

のリストラを行い、事業価値を上げて売却する買収ファンドは、米国では 1940 年代にはすでに存在したといわれている。しかし、このビジネスがウォール街と結びついて、公開会社を含む巨大企業の買収に利用されるまで大規模化し、企業世界と金融市場に一大変化を引き起こしたのは、1980 年代以降である。

この時期、企業買収に必要な資金を投資家の出資ではなく、買収の標的である企業の資産を担保にした銀行借入れや証券発行によって調達し、自己資本を上回る規模の企業買収を行う M&A の手法 (LBO) が広まり、小規模な投資集団による巨大企業買収事例(KKR による RJR Nabisco や Safeway の買収)が耳目を集めるようになった。1980 年代に米国で LBO ブームが広がった背景には、70 年代のスタグフレーションを契機とする企業投資の停滞と企業の銀行離れ (日本では減量経営) によって、銀行が従来よりもリスクが大きく、高い利ザヤと手数料が期待できる LBO 関連融資に新たな収益源を求める動きが広まった事情があった (文献⑩)。

これに加えて、この時期、従来の公社債と別に、ジャンクボンドと呼ばれる非適格・ハイイールド (高利回り) 証券の発行市場が創出され、大手銀行からの借入れが困難であった PEF が、証券発行によって巨額の市場性資金を低利で調達することが可能になった。ジャンクボンド市場は、年金など機関投資家は参入できなかったが、有力な融資先が乏しい地方銀行や貯蓄金融機関(S&L)にとって魅力的な資金運用手段を提供した。さらに、この市場を開拓した投資銀行ドレクセル・バーナム・ランベールが 80 年代末に発覚した金融スキャンダルで破綻して以降は、大手投資銀行が相次いで参入するようになり、ジャンクボンドの引き受け、メザニンローン (メザニンは中二階の意で、買収完了までのつなぎ資金の融資を意味する) の提供、自己勘定でのジャンクボンド取引などから莫大な収益を上げるようになった (文献⑪)。

また、PEF の活発化を支えたもうひとつの重要な要因は、いわゆる企業統治をめぐる「エンジェンシー理論」とよばれる言説が主流派経済学、とりわけファイナンス論に大きな影響を及ぼすようになったことであった。この理論を提唱したマイケル・ジェンセンによれば、現代株式会社の最大の問題は、「所有と支配の分離」によって株主から相対的に自立し、裁量権を強めた企業経営者が自己利益を優先し、株主価値を損なう行動をとることである。かくしてジェンセンは、PEF によって作り出された「企業支配の市場(敵対的 M&A 市場)」は、経営者に外部投資集団による企業買収の脅威という規律を与え、企業経営の効率化、株価引き上げの努力を促す効果が期待できると主張し、PEF の活動に積極的評価を与えた (文献⑫)。また彼は、経営者に株主利益の優先を促す手段として、経営者報酬を株価に連動させるストックオプションの制度を推奨した。

1980 年代末に発生したジャンク・ボンド市場をめぐるスキャンダルによって、LBO 市場は一時停滞したが、やがて中小企業の M&A 市場を中心に息を吹き返し、90 年代初頭には、件数ベースでは 80 年代ブーム期の 2 倍以上に達した。また、90 年代後半期には、情報産業、メディア、金融などの分野で M&A が活発化し、第二次 LBO ブームが現出した。この

ブームは、2000年代初頭のITバブル崩壊で取引額が10分の1にまで落ち込んだが、それも数年後には再び回復し、2005年以降今回の金融危機発生までの期間、第3次ブームともいべき活況を呈した。この時期、LBOに代わってPEFの名称が流布するようになったが、PEFの投資額は2006～07年のピーク時には世界で年額7000億ドルを超え、M&A案件の20%以上を占めた。近年のPEFブームの特徴は、市場が大陸欧州、さらに日本などアジア地域をふくむ途上国にまで広がったこと、非公開会社だけではなく、公開会社を買収の対象になるケースが増加したこと、さらに、当然の流れとして、PEF同士が買収した企業を売買する「企業の流通市場」が拡大したことである（文献⑬）。

以上のように、近年金融市場で大きなシェアを占めるようになってきているHFやPEFなど代替的投資（ファンド型投資組織）の活動を支えているのは、ハイリターンを求める一部富裕投資家の資金だけではなく、むしろ主力は慢性的な資金運用難（過剰な貨幣資本）を抱える銀行、貯蓄金融機関、年金・保険などの機関投資家が提供する資金であり、これらの金融機関にとって、代替的投資は利益確保の手段として不可欠の運用分野になっている。近年では、HFやPEFは、単に他の金融機関から資金を調達するだけではなく、それら同士の間で活発な証券（担保）貸借と資金貸借を行っており、大手銀行、機関投資家、ファンド型投資組織の間に複雑に錯綜し、連鎖し、重複した不透明な信用＝リスクの連鎖（non-bank bank nexus）が形成されている。

第3節 現代資本主義とファンド型投資組織

今回の金融危機を契機に、大手銀行、年金・保険など巨資を運用する機関投資家、さらにHFやPEFに代表されるハイレバレッジ依存でハイリスク・ハイリターンの投機的取引を重視するファンド型投資組織の間で形成されている複雑で錯綜した信用＝リスクの連鎖が、グローバルな金融危機の最大の温床であり、システムリスクの培養器であることが明らかになった。

この巨大な金融システムの中核を形成しているのは、膨大な資金と証券の移転や貸借が行われている大手金融機関のディーリングルームと、それらを結びつける高度に発達した情報通信システムである。また、このシステムが機能するのに必要な「市場流動性」を供給しているのもまた、金融機関とさまざまな機関投資家である。付言すれば、ここで流動性とは単にそれらが運用する資金だけではない。市場取引が成立するためには、資金と並んで、投資対象および資金貸借の担保となる膨大かつ多様な証券プールが必要である。このシステムの内部で最大の資金取引が行われているのは、金融機関同士の間で証券担保の短期貸借が行われているレポ市場であるが、この市場は、金融機関同士の間での膨大な証券の預託と貸借がなければ機能しないのである（文献⑭）。

すでに述べたように、1970年代以降、米欧を中心とする工業国の金融市場は、従来の銀行制度を中心とする間接金融の仕組みから、デリバティブや仕組み証券をふくむ架空資本の取引を中心とする「資本市場」中心の仕組みに移行してきた。この移行に必要な制度改

革と金融革新で主導的な役割を果たした大手投資銀行は、伝統的な商業銀行のように、幅広い家計から預金を集め、企業に貸し出して利ザヤを稼ぐ金利ビジネスではなく、株式・債券を中心とする証券の引き受けと販売、企業の買収・合併・リストラのアドバイスとそれに関わる金融サービスの提供、通貨・証券・商品先物・デリバティブその他の「資産」の自己勘定取引を主要な収益源にしてきた。近年の金融自由化の結果、それまで伝統的な銀行業に従事してきた商業銀行の多くも、主要な収益源をこのような投資銀行関連業務に求めるようになってきている。

ところで、金融機関と投資家が、証券、外貨、商品先物などの市場取引で上げる金融的利得は、さしあたり企業の生産活動から遊離した、金融資産の価格変動を利用した鞘取り益（差益）である。その場合、鞘取りの成否を決定するのは、投資から得られる利子や配当、キャピタルゲインその他の期待利益と、それらの利益を得る前提として投資家が引き受ける投資リスクとの相関関係である。金融市場を動かすディーラーやファンドマネジャーは、あらゆる資産の利回りとリスクを比較秤量し、利回りが大きければ購入し、リスクが大きければ売却するという共通の原理で行動している。

（注）大手金融機関や代替的投資で資金を運用するディーラーやファンドマネジャーは、投資決定の多くを自己の判断ではなく、利回りとリスクの評価式をプログラムとして組み込んだコンピュータによって取引を執行している。かれらが利用するプログラムは、ほとんど似通ったものであるために、予想外の新しい情報に反応して世界中のディーラーやファンドマネジャーが一斉に同様の取引を行い、市場が突然大きな変動（株価や為替レートの乱高下）に見舞われる現象が、頻繁に発生している。

ところで、金融機関や投資家が市場で取引する「商品」としての証券やデリバティブの市場価格は、現実の産業活動や経済成長とはさしあたり関わりなく、「資本化(capitalization)」と呼ばれるファイナンスの論理で評価される。「資本化の論理」は、世界中のディーラーやファンドマネジャーの投資決定の準則であり、デリバティブをふくむあらゆる証券市場で貨幣資本の運動を律する一般原則である。現実資本に比較して貨幣資本の蓄積が優勢になり、「資本化の論理」が金融取引だけではなく「株主価値重視の企業統治」さらには「企業の流通市場」の形態で現実資本の運動を規律付けるようになると、「資本化の論理」が「資本の論理」として総資本の運動を律するようになる。

（注）投資資産が投資家にもたらす利得（キャッシュフロー）を投資家のリスクを含めた期待利回りで割り引いて現在価値に還元し、資産価値を評価する方法は資本化あるいは資本還元と呼ばれる。将来の所得の資本還元によって資産の現在価値を算定する算術的方法は 19 世紀前半には銀行家の間で慣行化していたと思われ、マルクスも『資本論』第 3 巻第 4 篇第 29 章でそれを説明している。ニッツァン／ビヒラー（文献⑮）によれば、資本化の普及を促した歴史的要因は株式会社と資本市場の発展であり、その算術的方法を経済理論に高めたのは米国の経済学者アーヴィング・フィッシャー(*The Rate of Interest*, 1907)であった。資本化は 1950 年

代までに企業のバランスシートに導入されるようになり、経済学の教科書にも登場するようになった。さらに、資本化があらゆる資本運動の評価原理として認知されるようになったのは1960年代以降のファイナンス論の発展、とりわけファーマとリントナーが定式化した資本資産評価モデル(CAPM)の普及と、これに刺激されてファイナンス論分野に特化したさまざまな学術雑誌が発行されるようになって以降のことである。

貨幣資本にとっての「商品」である架空資本の価格は、現実資本に転嫁されない貨幣資本が増加し、それらが銀行や機関投資家を介して架空資本市場に継続的に流入する限りは、平均利潤や経済成長から乖離して上昇し、投資家に裁定取引や投機取引の機会を提供する。その結果、1980年代以降に見られるように、世界的に実物投資が不活発になり、経済成長率が低下し、企業間の競争が激化すれば、金融的利得を求めて実体経済部門から金融市場に移される貨幣資本が増加する。この結果、銀行や機関投資家が運用する資金が増加するだけでなく、企業の保有資産の中で機械設備など実物資産に対する現金・証券・デリバティブなど金融資産の割合が増加する。したがって、一方における株価や地価の継続的な上昇が、他方における不活発な投資と低成長、利潤率の低下や物価下落と併存することは、貨幣資本の過剰が慢性化している現代資本主義のもとでは何ら不可解なことではない。

このような金融的利得に与ろうとする貨幣資本の増大は、すでに述べた銀行規制の外部で活動するシャドバンキングの増大、あらゆる資産を「資本化の論理」で根付けして証券化する「金融の証券化」の進行、「カジノ資本主義」という言葉が言い表す国際金融市場の投機市場化、「ファンド資本主義」の用語が象徴するファンド型投資組織の増大として現れる。こうした変化の基礎にあるのは、1970年代スタグフレーションとして表面化した資本主義の行き詰まり現象、とりわけ80年代以降、経済の金融化として現れた資本蓄積の停滞と、その裏返しとしての貨幣資本の過剰蓄積（世上カネ余りとか過剰流動性と呼ばれる）である。その意味で、経済の金融化も代替的投資の活発化も、単に金融市場だけの問題ではなく、現代資本主義を特徴づける歴史的・構造的問題の表れなのである（文献⑩）。

HF や PEF に代表されるファンド型貨幣資本は——いわゆる秃鷹ファンド(vulture funds)と呼ばれるもっとも略奪的な形態も含めて——、現代資本主義の正常な運航を攪乱する異端分子ではなく、現代資本主義に特有の資本の過剰蓄積のもとで、現実の経済成長や企業利潤から遊離して、もっぱら金融的利得をめざす貨幣資本の形態であり、しかも、それらの活動は大手金融機関や大手企業の資本蓄積と密接に結びついているのである。

あとがき

今回の金融危機で一躍脚光を浴びた経済学者のハイマン・ミンスキーは、バブルも金融危機も度外視する主流派経済学に抗して、バブルとその崩壊に見られる金融資産の価格変動とこれが引き起こす金融不安定性が、繰り返す経済危機の決定的な要因であると指摘した。1996年に死去したミンスキーは、その晩年、金融産業と架空資本市場の持続的膨張を

伴った 1980 年代以降の資本主義を、それ以前の資本主義から段階的に区別するために、「マネー・マネジャー資本主義」という新しい概念を提起した（文献⑰）。

ミンスキーが現代資本主義の特徴付けに際して着目した、ヘッジファンドやプライベート・エクイティファンドに代表されるファンド型投資組織の急成長と、これに伴って投機性と不安定性を露わにする金融市場の様相は、金融専門家だけではなく、自ら直接に株式を保有しない労働者や市民の間にも大きな関心と不安を引き起こしている。

OECD の労働組合アドバイザー委員会(OECD/TUAC)は、2008 年 1 月に公表した文書（文献⑱）で、経済の金融化を、「実体経済や労働者に対する金融産業の優越」と定義したうえで、労働組合の経験として、PEF が短期の高い売買差益を目指して行う企業買収は、生産性上昇や競争力強化をもたらさず、逆に対象企業の長期的利益を損ない、人間にふさわしい雇用条件と雇用安定を掘り崩していると指摘している。

TUAC は、HF や PEF の「懸念すべき」活動を規制するために、これらの組織の業績と運営に関する透明性を向上させる情報開示の強化、買収対象企業の労働者に対する PEF の説明責任の強化、HF や PEF が追及する短期的利益を優遇する税制度の改善、非上場会社のコーポレートガバナンスの改革などを提案している。

TUAC のこれらの提案はいずれもきわめて妥当であるが、これらだけでは現代資本主義の根本的な病弊に手をつけることはできないであろう。今回の経済危機が明らかにしているのは、1970 年代以降の資本主義が、一方で、新自由主義的な規制緩和、グローバル化、労働者に対する搾取の強化を際限なく推し進め、財政危機と環境破壊を深刻化させることなしに、持続的に企業利潤を確保する方途が見出せなくなっており、他方で、こうして利潤確保のために「企業活動のあらゆる障害を取り除く」新自由主義的政策自体が、資本蓄積の停滞、通貨・金融危機の頻発、階級的矛盾の激化、貧困化と失業増加、自然環境破壊を促進し、資本主義の持続的発展を困難にしているという矛盾である。要するに、1980 年代以降、資本主義の救世主の役割を果たしてきた新自由主義自体が、今では資本主義の出口をふさぐ自己矛盾に転化しているのである。

したがって、現在問われているのは、単に金融市場健全化のための方策だけではない。最大の問題は、企業利潤を確保するために、すでに歴史の障害物に転化している新自由主義をさらに野蛮な形で継続・強化するのか、それとも、新自由主義から脱却し、民主主義と労働者・市民の生存権を持続的に保障できる新しい経済システムを目指すのかという問題である。

参考文献

- ①D'Arista, J.W. & T.Schlesinger(1993) The Parallel Banking System, Economic Policy Institute, Briefing Paper(June)
- ②Cox, C(2010) Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission(May)
- ③ICMA European Repo Council(2012) *Shadow Banking and Repo*(March)
- ④Pozsar,Z, T.Adrian, A.Ashcraft, H.Boesky(2010) Shadow Banking, FRB of New York, Staff Reports(July)
- ⑤ Financial Stability Board(2012) Global Shadow Banking Monitoring Report(November)
- ⑥Pozsar,Z & M. Singh(2011) The Nonbank-Bank Nexus and the Shadow Banking System, IMF Working Paper(December)
- ⑦Gorton,G & A.Metrick(2009) Securitized Banking and the Fun on Repo, Yale ICF Working Paper(November)
- ⑧The CityUK(2013) Hedge Funds(May)
- ⑨三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券『藤戸レポート』(2013年5月27日付)
- ⑩Kaplan,S.N & P.Strömberg(2008) Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.22,No.4.
- ⑪Lindskoog,N(1998) *Long-Term Greedy: The Triumph of Goldman Sachs*, McCrossen Publishing.
- ⑫ Jensen,M(1989) Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review*(Sept-Oct)
- ⑬The CityUK(2013) Private Equity(July)
- ⑭ KPMG International(2012) The Institutionalization of the Global hedge Fund Industry.
- ⑮Nitzan,J & S.Bichler(2009) *Capital as Power: A Study of Order and Creorder*, Routledge.
- ⑯高田太久吉『金融恐慌を読み解く』(新日本出版、2009年)
- ⑰Minsky,H(1993) Finance and Stability: The Limit of Capitalism, Working Paper presented at a conference on The Structure of Capitalism and the Firm in Contemporary Society(March)
- ⑱Evans,J. &P.Habbard(2008) From Shareholder Value to Private Equity : The Changing Face of Financialization of the Economy, *Transfer*, Vol.14,No.1(TUAC)