

(報告要旨)

2007-10年危機を契機に、第二次世界大戦後久しく伏在していた資本主義の存続可能性をめぐる議論が国際的に活発化している。これは、いわゆる「全般的危機」が議論された戦間期以来の状況であり、資本主義の将来に関する人々の見方が大きく変化したことを示している。この歴史的に稀有な状況は、資本主義を歴史的に規定された社会体制として批判的に考察してきたマルクス経済学にとって、現代資本主義を改めて歴史的・世界的視野で考察し、現代資本主義の歴史規定性を分析する新たな方法と概念を模索する理論的な課題を提起している。

私が着目するのは、1990年代以降に発展してきた現代政治経済学の新しい系譜としての金融化アプローチの理論的可能性である。金融化アプローチは、現代資本主義の矛盾が累積・顕在化する経済空間を金融システムの領域に求めており、金融システムの最新の発展段階とそれが企業・家計をふくむ実体経済に及ぼす大きな作用に着目している点で、金融主導型資本主義の様相を露わにしてきた現代資本主義分析における新しい可能性を提供している。

本報告では、以上のような問題意識に発して、(1) 現代資本主義論としての金融化アプローチの問題設定 (2) 金融化アプローチの基本概念としての貨幣資本の過剰、架空資本市場、金融不安定性の検討、(3) 金融化アプローチから見た金融制度改革の限界、(4) 資本主義の危機論と金融化アプローチの可能性、について検討する。

現代資本主義を政治経済学的に考察する方法には、さまざまなアプローチと理論枠組みが存在する。

第一に、現代資本主義に顕著に観察される基本的な変化ないし現象に着目し、現代資本主義の歴史的特徴と規定性を明らかにしようと試みるアプローチがある。このようなアプローチとしては、報告者が重視する金融化アプローチの他に、新自由主義化、グローバル化、ICT化に着目するアプローチが存在する。

第二に、マルクス経済学およびその影響下で発展してきた、現代資本主義のトータルな分析のための理論枠組みに依拠して、現代資本主義の歴史的特徴の解明をめざす立場がある。このような理論枠組みとしては、独占資本主義論、帝国主義論、レギュラシオン理論、資本蓄積の社会構造(SSA)論、長期波動論、世界システム論などが挙げられる。

第一の重要な変化に着目するアプローチは、現実の変化に即して資本主義の変化を考察できる有利性を備えているが、それだけでは記述的論述に終わり、議論のインプリケーションが希薄になる。また、第二の理論枠組みだけでは、リアリティーを欠いた抽象的一般論に終わり、説得力に欠ける議論になる。このため、現代資本主義の政治経済学的分析を試みる論者の多くは、これらの内のいずれのアプローチと理論枠組みを組み合わせ、現代資本主義の歴史的特殊性を論じている。

金融化アプローチは、現代資本主義における金融市場、金融産業、投資家など、総じていえば金融システムが資本主義の運行におよぼす役割・影響の顕著な増大に着目し、この背景、作用、問題点を考察することを通じて、現代資本主義の歴史的・構造的特徴を明らかにしようとする現代政治経済学の試みである。

金融化アプローチが着目する金融システムの変化には、株式、債券を中心とする金融資

産の増大、金融イノベーションの加速、機関投資家の重要性と影響力の増大、金融関連産業の肥大化、金融自由化、金融グローバル化（真にグローバルな金融市場の成立）、金融市場の不透明性と相互連関が作り出すカオス現象などが含まれている。

金融化アプローチは、狭い意味の金融経済学ではなく、金融システムの変化と並んで生じた、企業の財務活動、企業統治、配当政策他の企業活動における変化、家計の貯蓄/投資行動の変化、さらには、イデオロギー/文化の領域で生じた変化を念頭に置いている。

以上のように、金融化が多義的、複合的な概念であることから、金融化アプローチの内部にも、着眼点の異なるいくつかの系譜が存在する。

第一は、金融化が企業経営、とりわけ財務活動と企業統治に及ぼした影響に着目するアプローチである。このアプローチでは、企業の債務/投資の抑制、金融資産の保有増加、配当や自社株買いを伴う、シェアホルダー（株主）重視の経営、金融関連子会社の運営他が重視される。

第二は、家計部門の貯蓄と債務のパターンに生じた変化に着目するアプローチである。このアプローチが重視するのは、家計貯蓄が銀行預金から年金、生保、投資信託など証券ベースの貯蓄手段に移行する傾向である。

第三は、金融化にともなう「金融証券化(securitization)」の動きが、単に金融産業や企業財務に関わらず、人間の生存および社会生活を支える医療、教育、インフラ、社会保障、さらには天然資源と自然環境にまで及ぶ傾向に注目するアプローチである。

金融化アプローチは複眼的であるが、一つの重要な概念を共有している。金融化アプローチをとる論者の多くは、現代資本主義のもっとも顕著な特徴を、金融主導型資本主義(finance-led capitalism)の概念で表現してきた。[他に、金融化した資本主義(financialized capitalism)、金融優先型資本主義(finance-dominated capitalism)、金融資本主義(finance capitalism)などの用語も使用されている]

一般に金融化アプローチが重視するのは、現実資本の蓄積と区別される貨幣資本の前例のない規模での蓄積である。過去20年間に実現した貨幣資本の莫大な蓄積は、それ自体が、貨幣資本の更なる蓄積を促す自己増殖的メカニズムを形成するとともに、「生産過程を介さない利殖」を至上の目標とする資本主義の病理現象をもたらした。

レギュラシオン学派の系譜に属するD. ガットマンによれば、金融主導型資本主義あるいは金融主導型蓄積レジームは、次のような特徴を備えている。

第一は、企業の営業目的として、株主価値最大化がもっとも重視されることである。企業目的における株主価値最優先の傾向は、投資家の資金を集中的に運用する年金基金、投資信託、さらに最近では投資ファンドなどの機関投資家の急激な成長によってもたらされている。

第二は、企業経営において利潤と投資が分離すること、言い換えれば資本蓄積率が低下することである。金融主導型資本主義のもとでは、経営者の投資判断において、レバレッジを上昇させ、短期的株価上昇に直結しない設備投資や研究開発投資が消極的になる。利潤再投資による資本集積にかわって、株式交換をふくむ貨幣資本を利用した既存企業の合併・買収(M&A)による資本集中が成長戦略として優先される。

第三は、富裕層（経営者と株主）に有利な所得再分配が進行し、所得と富の格差が拡大

することである。企業の自社株買いや増配は企業利益の株主還元を促進し、株価上昇をもたらすキャピタルゲインと合わせて、株主利益を増進する。株価上昇と連動したストックオプション他の経営者報酬制度は、そうでなくとも一般労働者の賃金と比較して急増する経営者報酬をさらに法外なレベル押し上げる。

以上のような金融主導型資本主義の特徴はあいまって、金融システムの構造と作用を変化させ、資本主義的蓄積の運動に歴史的変化を引き起こしたというのが、金融化論の現代資本主義認識である。

マルクス経済学では、恐慌は一般に資本の過剰蓄積を主因とし、恐慌の諸現象には資本主義の蓄積・運動様式の特徴が反映されると考えている。2007-10年の恐慌では、資本の過剰蓄積は、現実資本の過剰投資/過剰生産ではなく、現実資本の蓄積から遊離した仕組み証券市場/レポ市場を震源とする、独自の金融恐慌として発現した。

この恐慌で、資本の過剰蓄積が最初に現れたのは、いわゆるジャンクボンドを含む、社債や国債などの架空資本市場における利回りの異常な低下、言い換えれば、投資対象となるあらゆる証券に対する需要の異常な膨張であった。投資証券に対する異常な需要増は、多くの経済学者によって、「過剰流動性」の爆発的な増大として把握された。

証券需要の増大は、年金をはじめとする資金運用型機関投資家が投資対象に選ぶ、国債をはじめとする高格付けの投資適格証券市場ではとりわけ顕著であった。MIT教授で全米経済研究所(NBER)に席を置くR. J. キャバレロによれば、金融恐慌に先立つ数年間、米国はもとより海外の中央銀行や機関投資家を含む金融機関にとって、投資適格な資産に対する「満たされることのない需要」が存在し、この資産不足が金融システム自体に強いストレスをもたらしていた。

これら金融機関と機関投資家の旺盛な需要が、米国の債券市場における安全資産の供給を大きく上回ったために、投資銀行は、これまで証券化に利用してこなかったハイリスクの債権（サブプライムローン、中小企業向けローン、消費者ローン、自動車ローンその他）を投資適格証券に転換（組成/販売）するためのスキームの開発に力を入れた。

この認識が正しいとすれば、今回の恐慌の基本的原因は、過剰流動性が作り出す投資適格証券の不足を埋め合わせるための証券化プロセスの突然かつ大規模な膨張と破たんであったということになる。

しかし「過剰流動性」という概念は、きわめて多義的で、容易に定義することも、統計的に集計することもできないあいまいな概念である。

証券市場における「超過需要」をもたらす貨幣資本の「過剰」とは、第一に、現実資本として生産や流通の拡大のために充当されない（資本家が望む利潤を上げられない）だけではなく、第二に、既存の証券市場で提供される投資適格証券への投資だけでは運用しきれない（従来の運用対象、運用基準では利子生み資本として価値増殖できない）という意味で、二重の意味で「過剰な」貨幣資本と捉える必要がある。

1980年代以降に顕著になった貨幣資本の過剰蓄積は、70年代の経済危機を契機としているが、多くの歴史的要因の相乗的結果として発生した。もっとも重要な要因は、経営者の権力回復が可能にした賃金・雇用の抑制による労働分配率の低下、ICT化が可能にした生

産性上昇と資本節約、これらの結果生じた利潤率の回復と株価上昇、経営者報酬の増大と富裕層向け減税であり、これら諸要因が、国際経済のマクロ不均衡および波動的な金融緩和政策と相まって、富裕層と機関投資家が運用する貨幣資本を急増させた。

1970年代以降に顕著になった経済成長率の低下、家計貯蓄率の低下、実物的投資の減退、企業の手元流動性の増大、長期的低金利は、銀行が仲介する貯蓄・投資の間接金融の経路を衰退させた。企業の豊富な内部資金、世界の富裕層の莫大な資金、さらに、広範な中間層の貯蓄を集中する年金、保険、信託他の機関投資家の資金が、架空資本市場に動員されるようになり、旧来の株式市場や債券市場に変わる、新しい架空資本市場として仕組み証券市場およびデリバティブ市場を急拡大させた。

このように、貨幣資本の過剰蓄積は、金融仲介に占める銀行信用の役割の低下を伴った。銀行による金融仲介の衰退は、年金を始めとする機関投資家の運用資金の増大と表裏一体になっている。機関投資家が運用する貨幣資本の増大は、証券ベースの金融取引増大、言い換えれば、金融の証券化を促進した。その結果、金融産業の構造も、商業銀行から投資銀行、資産管理会社、投資会社、投資信託など証券ベースのビジネスに従事する金融機関に移動した。

現代の金融システムを特徴づけているのは、マルクスの時代とは比較にならない巨大かつ流動的な証券市場の存在であり、膨大かつ多様な架空資本の発行/流通である。このシステムの中では、機関投資家の投資需要を満たすために、旧来の株式・債券市場に加えて、仕組み証券市場、デリバティブ市場に代表される新たな架空資本市場が急膨張（セキュリタイゼーション）している。

これらの架空資本市場を主導しているのは商業銀行ではなく、証券の組成、引き受け、販売、自己勘定取引を主要業務とする、投資銀行もしくは大手銀行の投資銀行部門である。さらに、これら投資銀行の最重要な顧客は、産業企業ではなく、顧客（投資家、富裕層）のために莫大な貨幣資本を運用する年金、投資ファンド、資産管理会社、投資信託などさまざまな機関投資家である。そして、大手投資銀行とこれら機関投資家との複雑かつ連鎖的な取引を支えているのは、預金市場ではなく、レポ市場、資産担保コマーシャルペーパー(ABCP)市場、証券貸借市場などの、証券ベースのホールセール短期金融市場である。

現代の金融システムは、大手投資銀行とその証券化業務を支えるシャドーバンキング、年金・保険に代表される巨大機関投資家、ヘッジファンドや投資ファンドに象徴される投機的機関投資家、企業・金融機関・富裕層・公的組織の金融資産をグローバルな規模で管理する巨大資産管理会社、などで構成される、グローバルで階層的なネットワークである。これらの機関投資家はいずれも「架空資本」の形態で商品化された貨幣資本を自己増殖の手段に利用している。言い換えれば、これらはミンスキーのいわゆる「マネーマネジャー」であり、その意味で、現代資本主義はマネーマネジャー資本主義の様相を深めている。

マネーマネジャー資本主義の最大の特徴は、第一に、消費財や生産財に代表される商品の生産/流通に代わって、「商品としての架空資本」の組成/販売が急激に膨張する傾向である。第二に、マネーマネジャー資本主義のもとでは、恐慌は過剰生産恐慌ではなく、主として銀行恐慌、通貨危機、証券/不動産のバブル崩壊の形態で発生する。

マネーマネジャー資本主義の不安定性は、架空資本ベースの現代資本主義の金融システ

ムに特有の不安定性に根差している。この不安定性を特徴づけているのは、第一に、商品としての架空資本、とりわけ現代のファイナンス論と金融工学に依拠して組成される新しい架空資本の複雑性と不透明性である。第二に、巨大化し、多角化した銀行や機関投資家の業務と財務の複雑性と不透明性、さらには、これらが形成するグローバルな取引ネットワークの複雑性と不透明性である。

これらの架空資本の複雑性と透明性、金融組織の業務と財務の不透明性、大手銀行組織とシャドバンキングとの不透明な関連、さらに、国際的な金融連鎖のネットワークが機能不全に陥る危険性は、「システムリスク」と呼ばれているが、現代の金融監督機関は、このリスクを把握し、その暴発を防止する手立てをいまだ手にしていない。

2007-10年金融恐慌は、1930年代の大恐慌および1970年代の経済危機に続く、資本主義の歴史を画する甚大な恐慌であった。このような甚大な経済的損失と社会的混乱を伴う経済危機の再来を防止するために、米国議会はオバマ大統領のイニシアティブのもとに、ニューディール以来の大規模な金融制度改革に乗り出した。

オバマ金融制度改革法（いわゆるドッド・フランク法）は、大手銀行組織がヘッジファンドやエクイティファンドを運営し、高リスクの投資を行うのを制限する条項（ヴォルカールール）を目玉にし、合わせて、すでに大きすぎてつぶせない(Too Big To Fail)と言われる巨大金融機関のこれ以上の集中を抑制する措置、金融市場における「消費者保護」を目的とする新しい監督機関の創設などを盛り込んでいた。

しかし、多くの実施細目に関する連邦監督機関のすり合わせが難航し、この間、議会関係者はウォール街による執拗で激しいロビー活動に洗われ続けた。最終的な条文は、改革の成否にかかわる重要事項については、いずれも当初の案文から大幅に後退した。

金融恐慌を契機として試みられた金融制度改革の経過と顛末は、金融市場と金融産業の経済全体への影響力が極度に強まり、富裕層と機関投資家による膨大な金融資産（金融的富）の集積が進み、金融界と政界の融合・癒着（金権政治）が進行した金融主導型資本主義における金融制度改革の困難性と限界を浮き彫りにした。

第一に、大手銀行組織によるヘッジファンドなど投機組織への出資を制限するヴォルカールールについて言えば、確かに、銀行がヘッジファンドなどに直接投資することは制限されたが、大きな抜け道が残されている。それは、大手銀行組織と投機組織との関係を媒介する、巨大投資（資産管理）会社の増加である。

第二に、Too Big To Fail問題に関して言えば、米国の最大手銀行と投資銀行の多くが経営危機に陥り、あるいは事実上破たんし、政府主導の金融集中が進められたために、生き残った巨大銀行組織の規模がさらに巨大化した。

第三に、甚大かつグローバルな金融恐慌の原因となるシステムリスクへの対応がまったく手付かずで残ったことである。

問題は、現代の金融システムの経済全体に対する影響力が大きすぎるために、政府監督機関が金融システムに政策的なストレスを及ぼした場合の波及効果が予測しがたいということである。現在では、企業だけではなく、家計の経済行動と福利が、国際的な架空資本市場および、これを主導するさまざまな機関投資家の業績にますます依存するようになって

ている。このため、いずれの国の政府・金融当局も、GDPの何倍にも膨張した架空資本市場を、「実体経済」と両立可能なレベルに圧縮する措置を実施することはほとんど不可能に近いと言わなければならない。この問題の解決は、次の世界金融恐慌による暴力的調整に委ねる他はないのである。

2007-10年金融恐慌は、現代のグローバル金融システムの動揺と混乱が、多くの専門家の予想をはるかに超えて、広範かつ甚大な経済的負荷を世界経済にもたらすことを明らかにした。金融恐慌を契機にして、研究者やメディアの間で、現代資本主義自体の持続可能性を俎上に乗せる議論が高まったことは自然なことであった。

現代資本主義の危機を取り上げる論者の多くは、金融化、グローバル化、ITC化が進み、新自由主義が野放しにする格差拡大と雇用の不安定化によって社会的分断が深刻化し、ポピュリズムとナショナリズムの台頭によって生じる民主主義の危機に焦点をあてている。

資本主義が、単なる経済システムではなく政治的、イデオロギー的統合によって維持される社会システムである以上、金融を含む経済システムで生起する問題が、民主主義の存続に関わる政治的・社会的問題として表面化することは、ある意味当然である。

金融主導型資本主義の矛盾を検討する場合の重要な論点の一つは、金融主導型資本主義に特徴的な、金融産業と金融市場の肥大化、架空資本市場の膨張と金融システムの不安定化を、資本主義の歴史的な発展経路に照らしてどのように見るのかとい問題である。

マルクス経済学を含む非主流派経済学の一部には、金融主導型資本主義は、必ずしも資本主義の本来の発展経路ではなく、むしろ、多国籍企業主導のグローバル化、新自由主義的イデオロギーにもとづく誤った経済政策、および急激なICT化が企業経営と労働市場に及ぼした予想外のストレスによって、資本主義が本来の発展経路から逸脱あるいは乖離した結果と捉える見解がある。

これに対して、マルクス経済学の陣営の一部には、資本主義の発展経路には本来、言い換えれば資本の本性に根差す、金融化と金融危機に向かう内在的傾向が作用しているとする見解がある。

前者の見解によれば、現代資本主義の危機は、国民経済に責任を負う国家の復権によって行き過ぎたグローバル化を抑制し、ICTが引き起こす生産過程のイノベーションを、労働の排除ではなく、長時間労働や非正規雇用を含む労働疎外の克服に活用すること、さらには、抜本的な税制改革と所得政策他によって経済格差を是正し、資本主義を健全な発展経路に回帰させることが可能である。

これに対して、後者の見解によれば、資本主義を金融化の経路から健全な発展経路に引き戻すことは、資本主義自体の体制的転換、少なくともその構造と運動形態の根本的な変革なしには、実現困難であろう。

この論点をめぐって、報告者が注目するのは、ギリシャを拠点とする3人の経済学者（P. ディミトリス、J. ミリオス、S. ラパツィオラス）による、新しい政治経済学の提案である。

かれらによれば、金融化は資本主義的生産の歴史がもたらした「ひずみ」ではなく、資本主義経済の一貫した有機的発展の帰結である。現代金融は、非主流派の人々が批判する意味で、非現実的でも、機能不全でもなく、実体経済からの不健全な乖離でもない。現代資本主義の理解のためには、まずは、金融化を資本主義自体の内在的過程の歴史的帰結と

して理解する必要がある。

われわれは、資本主義の運動と傾向を規定している資本の論理を度外視して、金融化を非難しても、これを克服する手立てを得ることはできない。同様に、金融産業の不生産性や架空資本の虚構性を非難しても、現代資本主義の効果的な批判にはならない。なぜなら、架空資本は投資家の空虚な幻影ではなく、資本制的生産関係を物象化しており、資本の実在形態だからである。現代資本主義の運行においては、金融市場を介する統治機構（企業、家計、政府に対する規律づけ）が決定的に重要な役割を担っている。

かれらは、マルクス『資本論』の論述を振り返りながら、資本主義に対する批判的考察の出発点が、貨幣資本循環の定式 $G—W—G'$ であることに読者の注意を促す。この定式は、すべての資本の運動が「自己目的としての貨幣」、「より多くの貨幣を創造する貨幣」の運動として自己を表現することを表している。

したがって、かれらの理解では、貨幣資本の運動から派生する利子生み資本は、資本のもっとも一般的な形態（資本そのもの、普遍としての資本）を表現している。そして、利子生み資本の発展が必然的に架空資本の成立と発展をもたらすとすれば、架空資本の形態は資本の純粋な発現形態であり、金融主導型資本主義は、資本主義の健全な発展経路からの逸脱や乖離ではなく、本来の歴史的発展の帰結である。言い換えれば、資本主義が、その歴史的発展のいずれかの段階で金融主導型資本主義の様相を呈することは、資本の内在的運動原理に照らしてみれば、当然の帰結なのである。

かれらによれば、資本主義における金融中心性の主たる帰結は、資本主義が歴史的危機に向かう傾向である。この傾向は、金融市場の順調な機能が、不安定な「市場流動性」に依存しているということに根差している。したがって、金融システムは発展すればするほど、市場流動性の動揺に対して脆弱になる。

彼らの議論の基本的な問題は、金融主導型資本主義の不安定性と危機を、ミンスキー的な金融不安定性の問題に帰着させている点にある。金融不安定性の理論的解明は資本主義研究の重要な課題の一つであるが、それによって説明できるのは、資本主義の歴史的限界ではなく、資本主義の循環がなぜ貨幣・金融恐慌を伴わざるを得ないのかという問題である。マネー・マネジャー資本主義という概念にもとづいて、資本主義の存続可能性を考察することは困難である。

まとめ：資本主義の限界をめぐる金融化論の課題

金融化アプローチは、すでに現代資本主義の政治経済学として、社会科学のさまざまな領域に浸透しているが、いまだ明確に定義された概念と、一貫した理論枠組みを発展させていない。しかし、このこと自体は、金融化アプローチの限界を示していると考えべきではない。近年の金融化アプローチの影響が、狭義の経済学の領域だけではなく、社会学、経営学、政治学、国際関係論、文化・イデオロギー論その他の領域にまで及んでいることは、現代資本主義の批判的考察における金融化アプローチの射程の広さを示していると考えべきであろう。

私が今後の金融化アプローチに期待するのは、第一に、このアプローチを採用する論者の一部にみられる、貨幣資本と現実資本、貨幣経済と実体経済、さらには貨幣と労働を二元論的、対立的に捉え、前者の行き過ぎた肥大化と権力が、後者の健全な発展とこれに依

抛する家計の福利向上を阻害しているとする捉え方を克服し、ディミトリス他が提起するように、金融化を資本主義の歴史的発展の筋道に批判的に位置づける作業である。

第二に、金融化アプローチ以外の政治経済学が提起している、現代資本主義を特徴づける諸要因とそれらの複雑で多面的な作用を十分に考慮に入れる必要性である。金融化アプローチを、資本主義の体制的危機の理論にまで高めるためには、新自由主義、グローバル化、ITC化を含む、現代資本主義の蓄積と運動を規定している歴史的諸要因が、企業経営、階級関係、国際経済、経済政策その他に及ぼす影響を全体として考慮に入れる必要がある。

しかし、以上のことは、現代資本主義分析における金融システム分析の独自の重要性を否定するものではない。現代資本主義が金融主導型資本主義の様相を深め、その矛盾が、金融システムの激しい動揺として繰り返し発現している事実は、現代の金融システムの異常な膨張と不安定性をもたらしている諸要因の中に、現代資本主義の体制的危機を解明する重要な手掛かりが隠されていることを示唆している。資本主義の歴史的限界を金融システムの限界（金融不安定性）に矮小化することは誤っているが、現代の金融システムの構造と運動を徹底的に考察し、その不安定性の真の原因を解明することなしに、現代資本主義の体制的危機を理解できないこともまた事実なのである。