

世界金融資本主義と金融・資本市場の変容

鈴木芳徳

要 旨

小稿は、近年における「世界金融資本主義」発展の諸様相について、大局的・包括的理解を目的とするものである。1929年の世界恐慌の帰結として、Glass-Steagall 法を始めとして、銀行並びに証券市場に対する様々の規制が設けられたが、その後、この種の規制は Liberalization の名のもとに次々と外され、遂には世界的規模での活躍が可能とされるに至った。かつての「経営者資本主義 (managerial capitalism)」は、今や「世界金融資本主義 (global finance capitalism)」にとって代わられた。

かくて、①金融資産の肥大化が生じ、②銀行業の地位が相対的に低下するとともにその業容が変化し、③多様な金融派生商品が生まれ、④ヘッジ・ファンド等の活躍を見るに至り、⑤国際的金融資産ならびに債務の保有が増大した。

しかも、世界的な規模での M&A の増大は、各国の社会的文化的な姿を書き換えつつあり、暗黙の信頼によるというのではなく、明示的可視的な契約で物事を運ばざるを得ない状況が一般化するに至っている。

こうした変化は、富と所得の集中を生むとともに、そこに伏在するリスクが果たして制御可能なものかどうか、大方の危惧するところとなっている。また、同時に、そうした変化が生み出しつつある、対極に位置する一群にも観察の目を向けるのでなければなるまい。

目 次

- | | |
|---------------------------|-----------------|
| I. 世界金融資本主義 | IV. 変化の深層 |
| II. 1929年恐慌と金融・証券界への制度的預き | V. M&A 急増の歴史的意味 |
| III. 変化の諸相 | VI. 制御は可能か |

I. 世界金融資本主義

今、私たちが目前にするものは、「世界金融資本主義 (global finance capitalism)」とも呼ばれるべきものであろう。かつて、レオン・トロツキー (Leon Trotsky) は「永久革命 (permanent revolution)」を唱えたが、米ソの冷戦終結後、更なる革命の変容を遂げたのは資本主義の側であった。

この世界金融資本主義は、まさに止まるところを知らない資本主義の発展を示すものであって、その帰結は富の集中であり、また所得の集中であった。

しかしまた、当然のことであろうが、そうした富と所得の集中は「獐猛なる敵 (fierce-Foes)」を生み出したのであった。かつてジョン・ロック (John Locke) は貧民 (the poor) の存在に目を留め、これに対する対策として、独自の救貧法案を考案したとしたことが知られているが、しかし他方、ロックと全く同年、1932年に生まれ、同時代に生きたスピノザ (Spinoza, Benedictus de) は、単なる貧民というのではなく、反逆者としてのマルチチュード (Multitudo) について語った。ヘーゲルもまた、経済的水準の低さによる貧民とは区別されたものとして、「賤民 (Pöbel)」について語り、富者や社会や政府に対する内心の反逆をもってその特徴とした (Der Philosophie des Recht, § 243)。私たちの記憶に新しいナイン・イレブン (9.11) の痛ましい事件を想起させるものがある。そして、ナイン・イレブン以降、グローバル化の政治的・軍事的次元が改めて勢いを得るに至ったのである。

この「グローバリゼーション」という言葉が、広く用いられるようになったのは比較的最近のことであって、1990年代後半以降のことと考えられる。一方では冷戦の集結・ソ連邦の崩壊とそれに伴う市場経済化、更には新興国の相次ぐ市場経済化、他方では新自由主義的市場経済重視の傾向が進む中で、市場経済が世界に拡大し、貿易が伸長したのみか、生産の国際化、資金・人・技術の国境を越えての移動が急増、各国がオープン・エコノミーとなるに至って、世界経済の統合化が進んだ。ここにおいて、「グローバリゼーション」の当否功罪が問われるようになったのである。

これと似た事態は、第一次世界大戦前にも見られたが、今日と全く異なるのは、当時の国際的資金移動が一方的・固定的なものであり、また生産投資と直接に結びついていた点である。これに対し、今日のそれは、短期的・浮動的・投機的な資金移動であって、その基礎には金融・債務の証券化がある。こうした点は決定的な違いといえることができる¹⁾。

「グローバリゼーション」という言葉の含意について、OECDの2007年報告書である『エコノミック・アウトルック』は次のように述べている。原文のまま記載してみよう。

Globalization may be defined as the process whereby domestic product, capital and labour markets become more integrated across borders. It is a process that has deep historical roots. Indeed, an early manifestation was the integration of markets for goods, labour and capital in Europe, the Middle East and Northern Af-

rica during Roman times. However, a distinguishing feature of the current period is the size of the ongoing “globalization shock”. In comparison with earlier phases of globalization, the countries now coming in have relatively larger populations and lower incomes.

すなわち、OECDの報告書の言うところによれば、現今における「グローバリゼーション」における注目点の一つは、「中国」と「インド」とが組み込まれたことである。そしてその背景には、関税障壁の撤廃ないし引き下げ、技術進歩による運輸コスト及び情報通信コストの劇的な低減、これらによる国際通商取引の拡大があり、更には生産過程そのものの国際化ということが加わってきている。こうした変貌の中で、1990年代後半以降、国際的な資本流入は驚異的な増加を示した。同時に、移民の数も増加し、各国の経済における不可欠な要素となった。かくてオープン・エコノミーになるに依りて、①生産における国際分業体制が進み、各国は比較優位の産業に特化し、②市場が国際的に統合されるとともに、規模の経済的利益を享受することとなり、③厳しい国際競争にさらされることによって、各国の産業は、コスト削減、技術開発、不効率部分の切捨て等々を含む資源の再配置、などに向かわざるを得なくなった。かかる経過の中で、中国は巨額の外貨準備を積み上げ、また産油国は原油価格高騰によるウィンドフォール・レヴェニューを手中に収め、これら資金はアメリカなど先進国に向けられることになった。ここで注目しなければならないことの一つは、国際的な連携関係が強ま

り、「グローバリゼーション」が進む中で、或る一国・一地域で生じた何らかのショックが、その他の諸国にすぐさま伝播するリスクも高まるという点である。

以上がOECD報告書が示すところの概略であって、「グローバリゼーション」の基礎と周辺にある事実そのものの包括的な提示として学ぶべきところが多い²⁾。

ところで、今日の世界金融資本主義は、金融・資本市場の変容をその中心としている。《資本主義を作り出した精神》と《資本主義が作り出した精神》とを峻別しようとしたマックス・ウェバーは、ニーチェに倣って「最後の人々 (letzten Menschen)」 (= 「末世の人々」) について語り、「営利活動」が「競技の性質を帯びる」点に特徴を見出し、「精神なき専門家」について語った。それは「拝金主義 (Mammonismus)」を専らとする世界に外ならず、またパーリア・カピタリズム (Paria-Kapitalismus) に覆いつくされた世界であった³⁾。

「競技」の性質を帯びた世界は、換言すれば、営利活動が「ゲーム」と化した世界である。「マネー・ゲーム」は「カジノ資本主義 (Casino Capitalism)」 (by Susan Strange, 小林襄治訳) に他ならない。そのことは、LTCMの破綻、エンロン事件、ワールド・コム破綻といったカジノにおける盛衰を見れば明らかなことである。スーザン・ストレンジが指摘する中で、最も重要なのは、「リスク対応回避の悪循環」という点であって、「不確実性に対処するために発展してきた先物市場などの工夫は、価格変動を抑えることによってシステムを安定させるどころか、実際にはそれを増幅し、永続化させてしまっている。」 (小林襄治訳, 岩波文庫

版, 197頁) ののである。言うまでもないことであるが、先物市場におけるヘッジャーは、他方においてスペキュレーターが待ち受けているのでなければ、ヘッジすることができない。そうした意味では、包括的社会制度的に見るなら、ヘッジングのための機構としては、スペキュレーションの存在が前提とされねばならない。オプションについても同様のことが指摘できよう。このパラドキシカルな性格こそ、「リスク対応回避の悪循環」に他ならない。こうした点との関連において、かつてガルブレイス (Galbraith, J.K.) が、投機過多で、管理能力をもつ人間の数以上に多数のミューチュアル・ファンドがある、と警告したことが想起される。機知に富む表現で、カジノ資本主義のあり様を見事に言い当てているというべきであろう。

しかし、それにしても、何ゆえに事ここに至ったのであろうか。歴史の歯車を暫く逆に戻して、その歴史的所以について考えてみることにしよう。

II. 1929年恐慌と金融・証券界への制度的頷き

1929年恐慌の教訓から、1930年代に、金融・証券界に幾重もの頷きがかけられたことは周知の通りである。しかし、資本主義経済のその後の発展はこれらの頷きによる拘束を解き放ち、今やまさに「頷きから解き放たれた資本主義 (unfettered capitalism)」となっている。現状に即していうなら、現今の資本主義は、1900年代初めの状況を遥かに超えるものとなっている。

この間における変化の評価について言えば、楽観的に見るものと、悲観的に考えるものとが

存在する。

多くは楽観論者^{オプティミスト}であって、その言うところによれば、そうした頷きから解放されたことによって、投資家は容易に非効率な分野を見出さうことになって、あらゆるところで資本の効率性を向上することができるようになったのである。また、現職の経営者に市場の規律をもって制御を加えることができるようになった。或いはまた、新たな営利活動分野にファイナンスすることによって、グローバルなリスクへの対応能力を高めてきている。他方、こうしたことの結果、一般投資家による資金運用はより容易なものになってきている。また、楽観論者は、こうした新たな金融システムは、これまでにない程、安定性が高いものとなっており、例えば銀行に関していうなら、預金保険制度のごときによって安全性は確保されている。そうしたことの証左として、2000年のバブル崩壊にあっても、また2001年の、いわゆるナイン・イレブンというテロリストによる攻撃にも、市場は決して崩落することなく、また大銀行の倒産といったことも生じなかった。かくて、世界金融危機の発生する頻度は、かつてよりも遥かに小さなものとなっている、と主張するのである。

しかし、悲観論者^{ペシニスト}は、そうした判断を是としない。金融・証券市場の内部には、途方もない規模のリスクが醸成されており、しかもそれは正体不明、所在不明、評価困難、制御不能な性格のものとなっているであろうことを強調する。或るBIS関係者は、次のように語っている。「金融自由化と技術進歩によって、金融市場における民間部門の参加者たちが、より多くの危険をおかず度合いは促進されている。自由化された金融制度は……抑制された金融制度よりも、国際金融危機に陥る傾向が強い。」(2004

年, White, W. による指摘。)4)。

Ⅲ. 変化の諸相

事柄を楽観的に見るか、悲観的に捉えるかは、その見方によって様々であるのかもしれない。しかし、その以前に、どういう変化が、どういう部分で生じてきているのか、を出来るだけ詳細に検出してみる必要がある。

かつての経済システムの基幹部分は、優秀な「ビジネス・エリート」の存在、安定的な経営者支配、金融機関と企業との長期継続的關係、こうした一連のシステムが一国経済を形作っていた。

しかし、今日のそれはやや様相を異にする。「国民経済」ではなく「グローバル」が中心になり、「経営者」に代わって「投機家」が、「生産者」に代わって「金融・証券市場関係者」が中心的な位置を占めるようになった。こうして、かつての「経営者資本主義 (managerial capitalism)」から「世界金融資本主義(global finance capitalism)」へと資本主義は変貌を遂げた。

こういった変貌を伴いつつ、金融・証券界は、あの1930年代以降課せられた制約を解き放ち、その結果、金融・証券市場は様変わりのものであったのである。今、その変化の様相を列挙してみれば、次のように整理できよう。

第一に、金融資産 (financial assets) の大膨張が起こった。先進諸国においては、GDPの何倍もの金融資産が積み上げられた。

第二に、銀行業のあり方が変化した。銀行の相対的な地位は低下し、代わって資本市場 (capital market) が大きな地歩を占めるようになった。これを反映して、銀行業も、かつて

のような商業銀行業 (commercial banking) を基幹とする、顧客との長期継続的な関係を伴う長期的融資から、投資銀行業 (investment banking) へと針路を変えた。

第三に、オプション、フューチャアズ、スワップに代表される、金融派生商品 (financial derivatives) の一群が現れた。旧来からの債券、株式、商品、外国為替などを原資産としつつ、新たな金融商品が生まれ、ここに出現した金融派生商品はリスク対応の手段として利用されることになった。

第四に、ヘッジファンド (hedge funds)、プライベート・エクイティ・ファンド (private equity funds; PEF) などが新たなプレイヤーとして登場した。これらは、投機家 (speculators) として、またアービトラージャー (arbitrageurs; 鞘取り業者) として行動する。

第五に、資本主義は、かつてより遥かにグローバルなものとなった。先進諸国の人々が保有する国際的金融資産 (global financial assets) と債務 (liabilities) は急増した。

更に、銀行業がグローバル化し、ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドもまたグローバル化した。

こうした金融の肥大化はどういう理由から進展したのだろうか。これについて次に見ることにしよう。

Ⅳ. 変化の深層

金融肥大化という変化の深層にあるものは二つ、すなわち自由化と、コンピューターを軸とする金融技術の進歩である。

第一に、金融の自由化 (liberalization) が

進展してきた。20世紀中葉までは世界各国とも金融規制が厳しかった。例えば、アメリカでは、Glass-Steagall法が商業銀行と投資銀行とを厳しく切り離していた。各国とも外国為替についての規制が厳しく、従って外国金融資産の保有が制限されていた。金利規制もまた厳しかったのであって、例えば、Regulation-Qとして知られる規制は、要求払い預金への付利を禁止し、このことがロンドンのユーロ・ドル市場のようなオフショア市場の発展を促した。

しかるにここ四半世紀の間に、こうした商業銀行と投資銀行との分離は解消し、また外国為替規制もまず先進諸国から解消され、新興国においてもこれに追随する流れが生じた。今日では、国際的な金融セクターの活動は、丁度1世紀前、すなわち第一次世界大戦前と同じように、自由なものとなっている。

第二に、コンピューター化による情報通信手段の発達が目撃されなければならない。コンピューター化は、例えば、金融派生商品に関する複雑な取引を容易なものとし、また24時間取引を可能なものとした。また、コンピューター化あってこそ、リスク管理が可能となった側面が多いのである。

また、これらを支援してきた二つの理由が根底に存在するのであって、その一つは1970年代の初めに Myron Scholes と Fisher Black とによって金融工学 (financial engineering) の基礎が形作られたことである。いうなれば「ゲーム・ソフト」の精髓が設定されたのである。更に二つ目には、各国の中央銀行が不換となった Fiat Money を、ここ四半世紀の間、よくコントロールしてきたことによって金融的発展の基礎を安定的なものにしてきたことである。これら二つの支援なしには今日のような金

融発展はありえなかったであろう。

V. M&A 急増の歴史的意味

同時に、世界的な規模で、M&A が急増した。2006年における世界の M&A は前年比 36% の増加で 4兆6百億ドル (約480兆円) で、過去最高、また同年における LBO の際の企業買収融資は世界で前年比68% の増加で 3千6百億ドル (約44兆円)、M&A を仲介する金融機関などの助言業務収入は17%増の2百億ドル、と伝えられる。ここにおいて、長期にわたって「生産」に携わるものに対して、「企業を売買」するものの勝利が明白となった。こうした場においては、ヘッジ・ファンドや PEF が専ら活躍する。銀行もまた、顧客との暗黙の信頼関係に基づく継続的な取引よりも、文書による明示的で可視化された契約に基づく金融資産売買に業務の重心を移すようになった。日本の場合にも、旧来の顧客との暗黙の信頼関係を前提とする業務展開は影を潜め、また会社間の株式相互保有もまた解消されるに至った。直接的な契機はさておき、そうした方向を辿らざるをえなかった歴史的な底流はここに述べた通りにある。旧来の社会的な、或いは文化的な約束事から自由な外国人株主・外国人投資家が多くを占めるようになったことは、事柄を専ら合理的に処理すること、言い換えると全てを explicit に処理することが求められるようになったことを意味していた。もはや、旧来の国民経済的な仕組みの全ては、文化的ないし社会的な風土をも含め、世界的な規模で活躍する金融資本によって浸食され、溶解されるに至ったのである。それは、文化的価値、社会構造、食文化、そして気風にまで及ぶことがある。かつてアジ

ア経済危機（1997～8）の際、アメリカは、アジアの縁故資本主義（crony capitalism）を批判し、透明性と説明責任に欠ける点をもって危機の原因であるとした。しかし、この主張も、その後のエンロン・スキャンダルなどを思う時、果たしてどこまで説得力があるものか、疑問なしとしない。それはひとまず措くとして、ひとは、こうしたところに、言うところの「資本の文明化作用（zivilisierende Wirkung des Kapitals）」の今日的な顕現を看取するかも知れない。グローバリゼーションの進展とともに、人々は「市場で生きてゆく」ことを余儀なくされる。このことの中には、グローバリゼーションの見過ごされてはならない一つの側面が含まれているのであって、例えば民主主義とか人権とかいった、近代市民社会に普遍的な理念と枠組みとが世界に向けて発信され伝播されるという過程が示されている。価値意識の近代化、共同体的規制からの意識における解放、主体的合理主義、そうした一連の近代化（modernization）が生じ、村落、血縁集団、貴族性のなごり等々が払拭されてゆく。小稿が、想源として、多くを負っているウルフ（Wolf, Martin）の書物が、“a global market economy is highly desirable,”とするのもまた、グローバリゼーションのそうした側面を積極的に評価することから来ている⁵⁾。しかしまた、そのことは、現実には、英語の通じる諸国が世界金融資本の活動する舞台となり、それ以外の諸国が遅れを取らざるをえないことを意味していたのである。

VI. 制御は可能か

こうした世界的な規模での複雑なシステムを

どう制御するか、これは極めて困難な課題である。IMF（International Monetary Fund）であるとか、FSF（Financial Stability Forum）であるとか、そうした機構がどれほどまで制御への方策を打ち出せるか、これは今後における大きな課題である。

しかし、それ以前に重要なのは、リスク・マネジメントのための金融技術がどれほどまで進化したかであろう。確かに一方では、きめ細かなリスク対応の手法が用意されるようになってきた。例えば、大手投資銀行のプライム・ブローカレッジ部門では、取引先ヘッジファンドの投資内容を常時把握し、リスクの増大に応じて担保を積み増し、また、ストラクチャード・インベストメント・ピークルでは、例えば資産サイドの構成を常時見直して組み替えるなど、そうした手法は一般化してきている。だが、皮肉なことに、こういうハイリスク・ハイリターン金融商品を運用するというのは、「過剰流動性」が在るからなのであるが、しかし、他に転売しようとしたときに転売先が見当たらないという「流動性リスク」は決定的であって、どんなに「金余り」の状況下であろうと、「買手が見当たらない」という「流動性リスク」は生じうるのである。かつてのブラック・マンデー（1987年）やLTCMの破綻等々、全ては「流動性リスク」が顕になったときの怖さを示している。市場価格が下がるから買手は減少し、買手が居なくなるから市場価格は崩落するという悪循環。もしかすると現今でも、リスク・マネジメントの進化への過信がありはしないか。

また、明らかなことは、各国の一般大衆、経営者、労働組合、政治家の全てが、これまで述べてきたような合理的かつ冷酷な世界的金融資本に脅威を感じつつあることであって、特に最

近、労働組合が、国境を越えたM&Aに警戒感を強めている。アメリカでは、買収資金を多額の借入金で賄ったファンドが、負債を減らすために大規模な人員削減を行うケースが少なからずあり、ドイツがファンド規制を訴える一つの理由はこの辺りにあると考えられる。ファンドのことを「失業者のことを考えないイナゴ」(ミッテフェリング副首相)と見る考え方が大方の賛意を受けているのはそのためであろう。

ここにおいて、世界的な規模で、富と所得の偏在・集積が進み、経営者の中には巨額の年間所得を得ているものがあり、また成功報酬を旨とするヘッジ・ファンドのような投機家の中には瞬時にして何百万ドルもの富を獲得するものがある。これらはとりわけアメリカにおいて著しい。そしてそうした傾向は、或る意味で政治への挑戦であるといつてよい。かくて各国は、以上のような global finance capital の活動に警戒感を強めつつあり、特にその中に伏在するシステム全体の不安定性というリスクに注目しつつある。

冒頭、述べたように、こうした新しい global finance capitalism は、確かに一方ではそのために働く忠誠なるエリートを生み出したが、同時に他方ではそれに対する「獰猛なる敵」をも生み出していることを忘れるわけにはいかない。それは、この社会から排除されている人々、この社会で保証されざる人々、そしてこの社会を拒絶する人々、こうした少数者の一群が存在することを意味する。

とりわけ注目すべきは、例えば、2000年に開催されたIMF、世界銀行の閣僚級会議が、5万人を越えるNGOの人々の抗議デモに見舞われたことがある。そこにはリーダーは存在せず、集結した人々のつながりは、丁度、イン

ターネットの下で、ヒエラルキーが潰れ、フラット化したコミュニケーション・システムが成立したのに似て、各人が自立しながら相互につながっている、という性格のものであった。同様の事態は、同年のジェノバでのG8サミットの際にも見られた。進展するグローバリゼーションと、そうした人々間の連帯感とは、インターネットを媒体としてみるとパラレルな存在であり、重なり合う存在なのである。そしてその後も、サミットが開催される度ごとに同様の「反グローバリゼーション」デモが繰り返し発生している。

かくて私たちは、アンドレ・コント＝スポンヴィルとともに、『資本主義に徳はあるか (Le Capitalisme est-il Moral?)』⁶⁾ と、改めて問うてみる必要があるのではあるまいか。

注

- 1) 平勝廣編著 [2001], 『グローバル市場経済の諸相』, ミネルヴァ書房, 第一章他
- 2) OECD [2007], *Economic Outlook*, 81, Chap.1
- 3) 梶山力訳, 安藤英治編『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』, 未来社, 357頁
- 4) アンドルー・グリーン著, 横川信治・伊藤誠訳 [2007], 『狂奔する資本主義』, ダイアモンド社, 88頁
- 5) Wolf, Martin [2005], *Why Globalization Works*, Yale Nota Bene book, preface ?
- 6) 小須田健/C. カンタン訳, 紀伊国屋書店

参考文献

- 木下悦二 [2007], 「世界不均衡を巡って」『世界経済評論』, 9月
- Wolf, Martin [2005], *Why Globalization Works*, Yale Nota Bene book
- [2007], “The New Capitalism”, *Financial Times*, 19 June
- (小稿は、多くをこの論説に負っている。但し、いうところのグローバリゼーションの語用を含め、ウルフにおける、グローバリゼーションの

歴史的意義の扱いには、極めて興味深いものがあるとはいえ、なお検討の余地が多く残されていることを特に記しておく必要がある。）

—— [2007], “Big Lessons from Northern Rock”, *Financial Times*, 16 Nov.

(神奈川大学名誉教授)