

経済の金融化の部門別再整理と新たな分析視角

メタデータ	言語: ja 出版者: 静岡大学人文社会科学部 公開日: 2013-12-16 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 小倉, 将志郎 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.14945/00007470

研究ノート

経済の金融化の部門別再整理と新たな分析視角

小倉 将志郎

はじめに

2007-9年に米国住宅金融市場を震源に発生した金融危機は、大手金融機関や一部のヘッジファンドなどに経営破たんや巨額損失をもたらしつつ、世界中の金融市場に瞬く間に波及して国際金融危機へと展開した。その影響が次第に実体経済にまで伝播したことで、グローバルな規模での資本主義の危機の発生を指摘する声まで聞かれるようになった。それに対して世界中の政府・中央銀行および国際機関が、実施可能なあらゆる手段を前例のない規模で実施した結果、世界経済崩壊の危機はひとまず回避された。一方、危機発生直後から、危機の主要な原因は自由放任され肥大化した金融活動にあるとして、金融に対する批判的注目が、政治家やメディア、市民などの間に急速に広まった。2010年以降は、今次の国際金融・経済危機の経験を踏まえ、次なる危機の再発を予防するための新しい金融枠組みの構築が、米国を中心に進められている。

ところで学術的には、米国を中心とした先進諸国における、金融活動の拡大や経済に対する金融の影響力の増大といった現象への注目は、今次の危機が生じるかなり前から、政治経済学分野の研究者の間で非常に高まっていた。それらの多くは、金融の拡大現象を「経済の金融化(financialization)」(以下、金融化)と呼称し、自らの分析をその分析の一環に位置付けて研究を進めてきた。本稿では、それら諸研究を包括して金融化アプローチと呼ぶこととする。

金融化アプローチは、その用語が使用され始めてしばらくは、金融化の定義、内容、背景、影響といった諸要素をめぐる、様々な立場から様々な議論が提出された。ここ数年の学術的展開によって議論の整理がなされつつあり、そうした議論の錯そう状態も徐々に改善されてきてはいるものの、現在でも完全に解消されるには至っていない。金融化に関する議論の錯そう状態が容易に解消されない理由は、金融化という現象が、様々な要素が複雑に絡み合った非常に混沌としたものであることが、分析を進めるほどに明らかになってきたからである。しかし、金融化アプローチが理論面でも現実面でも有意義なアプローチであることが示されるためには、議論の整理の段階を踏まえたアプローチの体系化・統合化がやはり必要になる。それらの努力は現在まさに行われている最中といえ、その学術的成果も最近活発に発表されつつある。

本稿では、第一に、これまで展開してきた金融化アプローチの諸議論に基づき、金融化について、定義、内容と背景、諸影響といった側面から、可能な限り簡潔に整理する。その際に導入されるのは、「部門別分析」の視点である。企業部門、家計部門、政府、金融部門という経済社会を構成する主要主体ごとに、金融化との関連を整理し、そのうえで、各部門がどのように結び付き、相互に影響を与え合いながら金融化を展開させてきているのかを検討する。これが本稿の中心的課題になる。それを踏まえて第二に、金融化アプローチに対して、その体系化・統合化を図るうえでの基軸・結節点を模索する⁽¹⁾。この点については、本稿のみで分析を完遂することは困難であるため、あくまで既存のアプローチの不十分な点の指摘と筆者の新しい視角の提示にとどめる。なお金融化の展開におけるグローバル要因の分析はきわめて重要であるが、本稿では紙幅の関係上、あくまで分析対象を原則として米国に絞り、主にその国内要因に焦点を当てて分析を進める。

I. 経済の金融化とは何か

最初に、金融化アプローチおよびそれが分析対象とする金融化とは何か、について確認する。金融化アプローチは、広義には、とくに1970年代後半以降、米国を中心に先進諸国で進展しつつある、経済における金融の地位・影響力の相対的または絶対的な拡大という現象を捉え、とくにそれを一時的な現象としてではなく現代資本主義を特徴づける構造的・長期的な変化と位置付けたうえで、理論的・実証的に分析しようと試みる諸研究の総称である⁽²⁾。狭義には、それらのうちそうした現象を、金融化という用語を明確に又は部分的に用いて表現したものということになる⁽³⁾。金融の拡大については、1980年代や90年代にも一部の政治経済学者によってきわめて限定的に主張されてはいたが、金融化アプローチとして議論が活発化し始めたのは2000年前後からである。そうしたアプローチをとる研究者には、欧米を中心に、マルクス経済学派、ポストケインズ派、レギュラシオン派、経済社会学派など、いわゆる広義の政治経済学アプローチを採用す

⁽¹⁾ もちろん、社会的諸事象を一つの基軸・結節点に還元することは、そもそも極めて困難であるし、場合によっては現実が生じている複雑な諸事象の絡まり合いを無視して因果関係を極端に単純化することで、重要な要素を見落としてしまったり、逆に諸問題・諸矛盾の解消法を発見したかのような錯覚を生み出してしまう恐れもあるため、注意が必要である。一方で、諸要素間の複雑な関連性の中から広義の「法則性」を見出そうとする努力自体は、必ずしも無意味ではないだろう。

⁽²⁾ 1970年代後半という金融化の開始時期をめぐっては対立があり、1960年代後半や70年代初め・半ばを開始点とする議論もある。また金融化以外にも同じ時期の資本主義経済の枠組みを特徴づける表現として、「新自由主義」、「グローバリゼーション」、「ポスト工業化」、「情報化」なども使用され、金融化アプローチよりもすでに多くの研究蓄積を持つ。金融化が、それらとどのような関連を持つかは、本稿のⅢ節で一部示されよう。

⁽³⁾ 金融化に類似した表現として、「金融資本主義」や「マネー資本主義」といった用語も盛んに使用されている。ただしそれらを使用した文献には、必ずしもそれらの厳密な定義を行わず、ジャーナリスティックな視点から直感的に使用するものも少なくない。金融化と部分的に重なるものの、分析の体系的性という意味では現時点では十分な表現であるとは言い難い。

る研究者の大半が含まれる⁽⁴⁾。それらは当初個別に議論を展開していたが、とくに2000年代半ば以降の研究交流により、論点が明確化されるとともに、議論の体系化・統合化や、さらなる発展を目指す動きも活発になりつつある⁽⁵⁾。

次に分析対象としての金融化とは何かであるが、金融化アプローチを採用する多くの研究者が引用するエプシュタインの定義によれば、「金融的動機、金融市場、金融的主体、金融機関が、国内及び国際的な経済活動において果たす役割が増していくこと」を指すとされる⁽⁶⁾。この定義は、金融化という現象をきわめて広義に捉えたものであって、様々な立場の諸議論とも大きな矛盾が発生しないため、多くの研究者が使用する。一方でこの定義は、非常に多義的すぎるとともに、その内容も本質もあいまいにしか捉えられていない、といった欠点も併せ持つ。つまり、この定義のみでは「経済における金融の役割が増した」という事実のより深い部分で生じている、金融と金融以外の諸主体との関連性や金融以外の諸主体間の関連性、金融内部における重要な変化などが、必ずしも見えてこない。

それに対して、定義があまりにあいまいかつ多義的であると本質が見えにくくなるため、特定の重要な事象を結節点に様々な事象を結び付け、それを定義に反映させようとする努力がなされてきたことも、極めて自然な流れである。たとえばこれまで、金融化を、「金融的経路を通じて主に利潤が生み出される蓄積様式」、「非金融企業の金融市場への参入」、「非金融企業の経営に対する金融市場、特に株式市場の影響力の拡大」などの個別的事象として定義するものや、広義の金融化と狭義の金融化という二段階の定義を試みようとするもの、などが存在した⁽⁷⁾。

ところで、そうしたこれまでの議論を部門別に見た場合、とくに企業部門に焦点を当て、その行動が金融化していることを主要な分析対象としてきた、と認識できる。本稿ではこれを「企業の金融化」と呼ぶ。そして企業の金融化は、大きく「利潤の金融化」と「支配の金融化」の二つの側面に区分できる⁽⁸⁾。初期的な金融化アプローチでは、こうした二重の意味での企業の金融化に重点を置いて分析が進められてきたといえる。

ここで問題になるのは、それら企業の金融化に焦点を当てた金融化の定義が、金融化を構成す

⁽⁴⁾ わが国では金融化に関する研究はほとんど進んでいないが、それに着目し、既存の議論を紹介した先駆的文献として、高田(2009)を挙げておく。

⁽⁵⁾ 金融の拡大に注目が集まったのは、歴史上、金融化アプローチが初めてではない。政治経済学分野に絞っても、古くは、20世紀初頭を分析対象としたヒルファディングやレーニンのいわゆる「金融資本」概念は、銀行資本が産業資本に与える影響力の強さを分析したものである。また一部の歴史学者は、16世紀まで遡って循環的視点から金融の拡大現象を捉えようとしている。この点についてはOrhangazi(2008) pp.42-49などを参照。一方、過去の金融の拡大と金融化との違いは、その規模、スピード及び全般性であり、金融が前例のないほどに多様化するとともに、それらが実体経済に対してだけでなく、人々の生活、文化、価値観、労働条件や、広くは世界経済の在り方などにまで、瞬く間に強力な影響力を発揮するようになっていく、ということになるだろう。

⁽⁶⁾ Epstein(2005) p.3.

⁽⁷⁾ Orhangazi(2008) pp.3-6などを参照。

⁽⁸⁾ Nolke and Perry(2007).

る諸事象をどれだけ包含し得るのかである。結論を先取りすれば、その役割を果たすには十分でないように思われる。なぜなら、III 節で詳述するように、金融化を検討する場合には企業の金融化だけでなく、企業以外の主要経済部門である家計、政府、金融部門の行動の変化も、それと相互に影響を与え合うものとして考慮しなければならないからである。本稿ではそれぞれを「家計の金融化」、「政府の金融化」、「金融部門の深化」と呼ぶ。つまり経済全体の金融化は、各経済部門の金融化によって構成されるのであるが、それら各部門の個別の金融化をすべて足し合わせれば経済全体の金融化になるかという点、そう単純なものではない。それらは互いに強い影響を与えあい、依存しあいながら、経済全体の金融化を構成していると想定する必要がある⁹⁾。そして企業の金融化は極めて重要な要素であるものの、それを基軸・結節点に家計の金融化、政府の金融化、金融部門の深化といった金融化の別の要素を完全に説明することは困難であると考えられる。

以上、金融化の定義をめぐる現時点での議論を簡単に整理し、広義であっても狭義であっても、現時点ではいずれも不十分さを持つことが明らかになった。したがってより望ましい形で再定義する必要があるが、それを現時点で行うのは困難である。なぜなら金融化の再定義は、金融化の体系化・統合化をなし得て初めて可能になるからである。この点については、本稿の結びにおいて筆者の視点を提示することとする。

II. マクロデータで見る部門別の金融化の進展

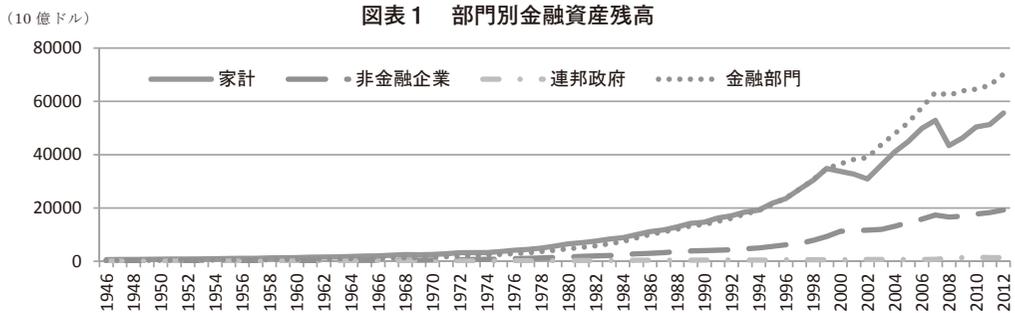
さて前節で示した通り、金融化がどれほど進展しているかをより正確に理解するには、部門別の検討が必要である。そうした観点から本節では、金融化が最も顕著に進展している米国を事例に、米国連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System：FRB）が公表するマクロ経済データ（Financial Accounts of the United States）を用いて、社会経済主体を、非金融企業部門（以下、企業）、家計、連邦政府（以下、政府）、金融部門という大きく四つの部門に区別したうえで、各部門の金融化の進展度合いをマクロの視点で確認する¹⁰⁾。そうした進展度合いは、まずは各部門の金融資産と金融負債（借入）の規模の変化を見ることで明らかになる。

⁹⁾ もっと言えば、諸部門を平坦な一枚岩の存在として見るのではなく、各部門内の規模別格差の存在や、立場の違い（たとえば労働者、消費者、個人投資家としての側面を持つ家計など）といった側面も、本来考慮しなければならない。

¹⁰⁾ データを見る際に留意が必要な点として、家計部門には、非営利組織に加え、ヘッジファンド、プライベートエクイティファンド、個人信託なども含まれること、金融部門には、金融機関（預金機関及び保険会社、証券会社、ファイナンスカンパニー、政府支援機関など）だけでなく、年金基金、投資信託といった機関投資家、金融規制当局なども含まれることを指摘しておく。ただし家計部門に、ほとんど情報公開義務もなく、多くの取引をタックスヘイブン経由で行う、ヘッジファンドやプライベートエクイティファンドなどの活動が、どれほど正確に反映されているかは不透明である。

1. 金融資産・負債残高の推移

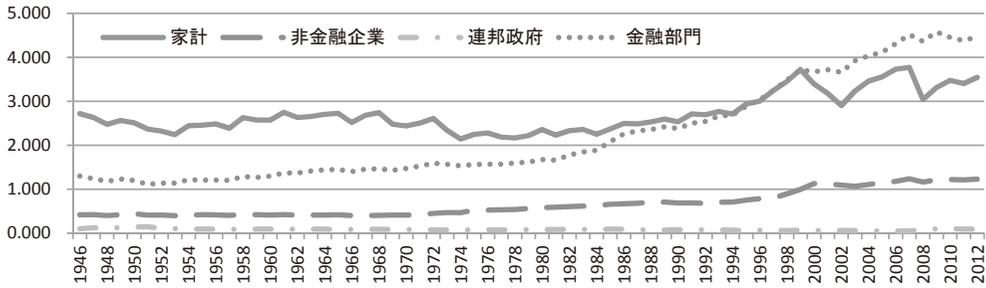
まず各部門による金融資産の保有状況が歴史的にどのように変化してきたのかを確認しよう。図表1は、米国における四部門の金融資産残高の推移である。ここから明らかなように、1970年代以降、政府を除く三部門で金融資産残高が急速に拡大しており、なかでも家計と金融部門の伸びが顕著である。各部門に占める金融資産の内容は異なるが、全体として家計と金融部門は積極的に金融資産を取得していることがわかる。もちろんここには株価上昇が保有金融資産の時価を上昇させたことによる効果も影響している。



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States, Historical data, Annual, Levels各表 (2013年6月公表分) より作成

一方で、金融資産残高の絶対的拡大は、それが実体経済の拡大に伴ったものであれば、特段注目に値する現象ではないかもしれない。実体経済の規模を代理的に示す値として名目GDP値を取り、図表1で示した部門別金融資産残高がそれぞれGDPと比較してどのくらいの割合かを示したのが図表2である。これによると、1970年代前半までは各部門とも金融資産残高の拡大はGDPの拡大とほぼ歩調を合わせていたが、1970年代末以降、政府を除く三部門で、GDPの拡大と比較してその拡大スピードを急速に上げていることがわかる。そしてここでも図表1と同様に家計と金融部門のそれが顕著である。GDPはフロー概念であり、金融資産残高はストック概念であるため、単純比較は避けなければならないが、ストックはフローの積み重ねであり、ストックが拡大しているということは原則としてフローが拡大している（ネットの金融資産取得が行われている）ということでもあるので、実体経済の活動と比較して、金融取引の方がより活発に行われていることを、ある程度明らかにしているといえよう。

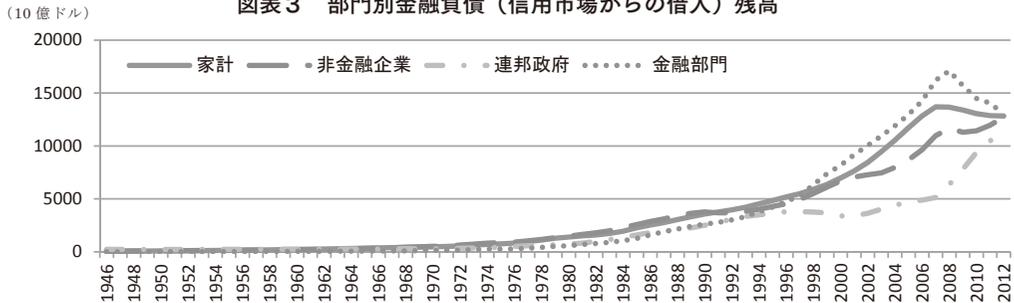
図表 2 部門別金融資産残高の対 GDP 比



(出所) 図表 1 と同じ

次に、各部門による金融負債（信用市場からの借入）の状況がどのように変化してきたのかを確認しよう。図表 3 は、米国における四部門の金融負債残高の推移である。ここから明らかなように、金融資産残高とは少し異なり、1970年代以降、政府を含むすべての部門で金融負債残高が急速に拡大していることがわかる。部門別により詳しく見てみると、1990年代以降に家計と金融部門の残高が急拡大していること、また金融資産と異なり、政府の負債残高が1970年代から90年代半ばと2000年代半ば以降に急速に拡大していることがわかる。

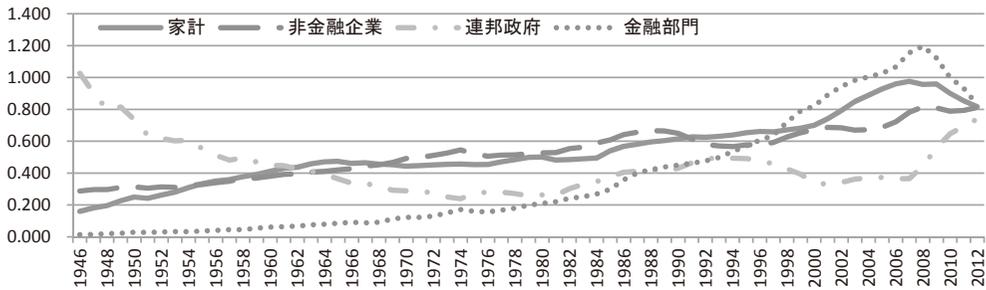
図表 3 部門別金融負債（信用市場からの借入）残高



(出所) 図表 1 と同じ

金融資産残高と同様、金融負債残高の拡大も実体経済の活動との比較で見ても。図表 4 は、各部門の金融負債残高を GDP で割ったものである。これによれば、政府を除く三部門で、負債残高は戦後一貫して、GDP と比較してより早いペースで増大してきていることがわかる。しかしより詳しく見ると、1980年代以降、実体経済と比較して金融部門の負債の伸びが急速に高まっていること、2000年代前半に家計のそれが急速にペースを上げていること、政府については1970年代に向けて拡大のペースが抑制されてきたが、1980年代以降に再び拡大傾向にあることなどがわかる。

図表4 部門別金融負債（信用市場からの借入）残高の対GDP比



(出所) 図表1と同じ

2. 金融資産・負債残高拡大の内訳

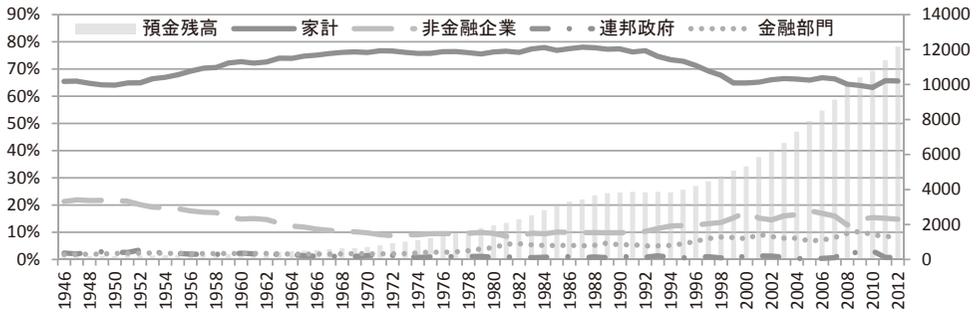
以上のように、米国経済において、金融資産残高と負債残高はいずれも、絶対的にも、また実体経済活動と比較して相対的に見た場合でも、とくに1970年代以降全体として急速に拡大傾向を見せており、これを部門別に見ると、家計と金融部門がそれらをリードしてきていた。つまり両部門は金融取引を通じてバランスシートの両面、すなわち金融市場を通じた資金運用と資金調達を急速に拡大させてきたということである。それでは、これらのことはいったい何を意味するのであろうか。

一般的理解では、米国金融は、直接金融型の金融仲介が歴史的に優位を占めるが、間接金融型も一定程度のシェアを保ち、両者が並存している、とされている。この理解を前提に、以下では、特に家計と金融部門の金融資産と金融負債に焦点を当て、各部門の金融市場との関わりの内実およびその変化を、より詳細に見ていくことにしよう。

初めに、間接金融的側面を確認するために、預金残高と預金主体、貸出残高と借入主体をそれぞれ確認してみよう。まず預金であるが、預金は貯蓄性預金と決済性預金に区分できるが、特に貯蓄性預金については家計の金融資産の代表であると想定される。図表5は、預金残高と部門別のシェアを示している。貯蓄性と決済性を合計した預金残高（棒グラフ、右目盛り）を見てみよう。1970年代以降、1990年代前半の一時的停滞を除き、一貫して拡大傾向にある。そしてその拡大傾向は2000年代に入って加速している。部門別シェア（折れ線グラフ、左目盛り）を見ると、1970年代以降に明確にシェアを拡大しているのは金融部門（と企業）であることがわかる。一方、家計は同時期に残高は増えているものの1970・80年代にシェアは停滞し、1990年代以降は徐々に減らしている。間接金融における資金の出し手としての家計の役割は高いままであるものの、徐々に低下してきていると推定できる。

図表5 預金残高と部門別シェア

(10 億ドル)

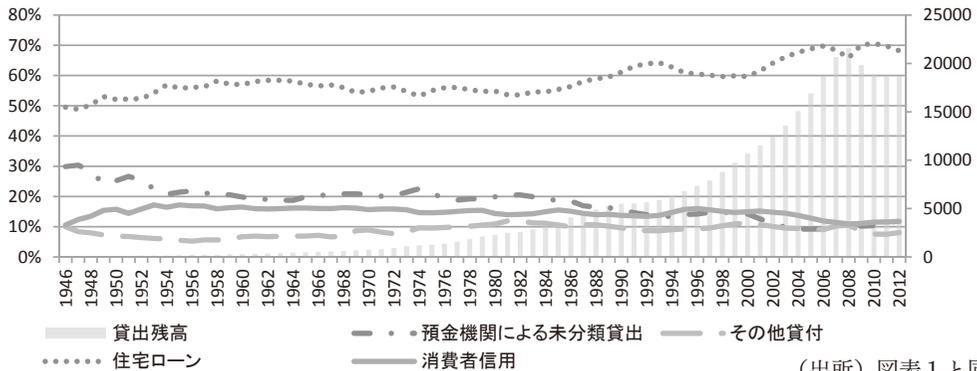


(出所) 図表1と同じ

続いて貸出であるが、貸出主体は銀行に代表される預金機関に留まらない。預金を貸出の原資としない、ファイナンスカンパニーなどのいわゆるノンバンクや、証券会社、保険会社なども貸出を行う。一方、借入主体は上述のように原則として企業が想定されるが、実際には住宅ローンや消費者ローンといった形で家計も借入を行う。図表6は、総貸出残高と貸出種目別のシェアを示している。貸出種目は、貸出主体と借入主体の両方を代理的に示す。これによると、総貸出残高(棒グラフ、右目盛り)も預金残高と同様、1970年代以降に急速に拡大しており、とくに1990年代から2000年代半ばにかけてその伸びが顕著である。次いで貸出種目別のシェア(折れ線グラフ、左目盛り)を見ると、同時期の残高拡大に合わせてシェアを拡大させているのは、住宅ローンとその他貸付であることがわかる。住宅ローンの借手は主に家計であり、貸手は住宅ローン専門会社などの非預金機関や銀行などの預金機関である。その他貸付は、預金機関以外が実施する、住宅ローンや消費者ローン以外のローンであり、主要な借手は企業や金融部門であることが想定される。間接金融で代表的な、銀行を中心とした預金機関による企業向け貸出(ここでは未分類貸出が該当する)は、一貫してシェアを減少させている。

図表6 総貸出残高と貸出種目別シェア

(10 億ドル)



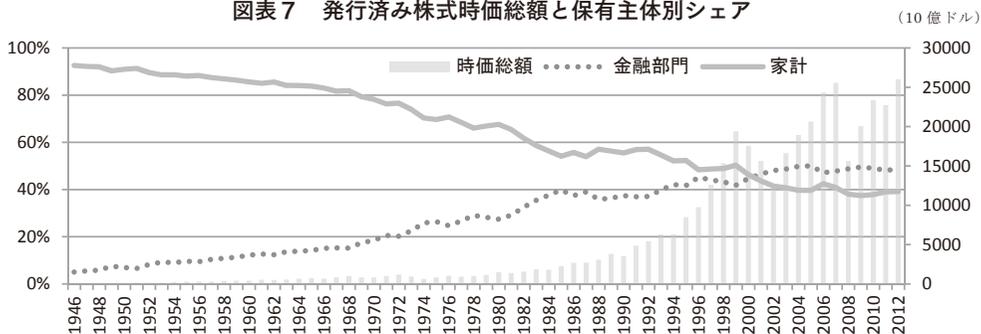
(出所) 図表1と同じ

以上のように、1970年代以降、金融部門が預金主体としてのシェアを高めており、これが金融部門の金融資産拡大をある程度説明する一方で、家計の金融資産の拡大は主に預金以外の金融資産の増加によって説明されることが想定できる。実際に家計の金融資産に占めるシェアを歴史的に見ても、預金は一貫してそのシェアを低下させ続けている。また、同時期に金融部門は貸出を積極的に拡大させているが、これは預金機関の企業向け貸出ではなく、預金機関と非預金機関の家計向け住宅ローンや、ファイナンスカンパニーなどによる企業・金融部門向け貸出などによっており、金融部門の資産の拡大と、家計と金融部門の負債の拡大はこれらによって一定程度説明される。いずれにせよ米国でも一定程度の役割を果たしていた、伝統的な意味での間接金融型システムは、1970年代以降かなり崩れてきていることがわかる。

それでは、そうした伝統的間接金融の傾向的縮小は、裏返しとして、伝統的 direct 金融の傾向的拡大とセットで生じているのか。直接金融的側面を確認するために、代表的な証券である株式と債券の発行残高および部門別保有を確認しよう。まず株式についてであるが、企業が株式を発行して調達した資金は信用市場からの借入ではないため、この増減から企業の負債の拡大を説明することはできない。また特に株式を見る場合は、発行市場と流通市場の区別がきわめて重要である。資金調達のための発行市場が機能していなくても、既発行株式の売買のための流通市場が活発に機能することで、株価が上昇し、金融資産としての株式の市場価値が高まって、金融資産残高の上昇に貢献することもあり得る。株式の発行残高が高まったからと言って、必ずしも株式による資金調達が積極的に行われているということではない。

それらを踏まえ、図表7は、発行済み株式時価総額と保有主体別のシェアの推移を示している。これによれば、発行済み株式時価総額（棒グラフ、右目盛り）は、1980年代以降急速に上昇しており、2000年代初め（ITバブルの崩壊）と2008年（リーマンショック）に大幅な下落があるものの、長期的上昇傾向がはっきりと表れている。次に部門別保有主体のシェア（折れ線グラフ、左目盛り）を見ると、戦後一貫して家計はシェアを縮小、金融部門がシェアを拡大していることがわかる。ただし時価総額が急拡大した1980年代以降は、それぞれのシェアはそれほど変化していない。これを一定程度説明するのは外国主体による株式取得であり、同時期にシェアが徐々に拡大してきており、2012年には約12%を占めるに至っている。一方、株式の発行状況をフローで見ると、経済的ショックがあった年以外でも、株式による資金調達は積極的に行われておらず、年によってマイナス（発行額より償却額が多い）を記録することもある。したがって先ほどの時価総額の一貫した上昇は、主に流通市場での取引活性化と株価上昇の結果といえる。

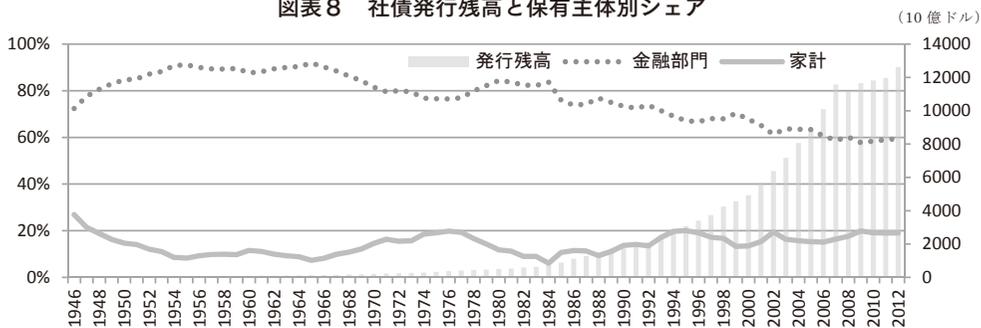
図表 7 発行済み株式時価総額と保有主体別シェア



(出所) 図表 1 と同じ

次いで社債であるが、社債は企業が資金調達のために発行する負債性の証券であり、企業の負債を構成する。図表 8 は、社債（外国債含む）の発行残高と部門別保有主体のシェアの推移を示している。これによると、社債の発行残高（棒グラフ、右目盛り）は1970年代以降一貫して拡大傾向にあり、1990年代に入って加速している。企業は積極的に社債を発行し、負債による資金調達を行っていると判断できる。次に部門別保有シェア（折れ線グラフ、左目盛り）を見ると、金融部門のシェアがほぼ一貫して縮小し、家計のシェアもそれを埋め合わせるほどの上昇は見せずにはほぼ一定の状態である。それに対し、株式と同様、同時期に外国主体による社債の購入が増加しており、2012年時点で発行残高の約20%を占めるに至っている。

図表 8 社債発行残高と保有主体別シェア

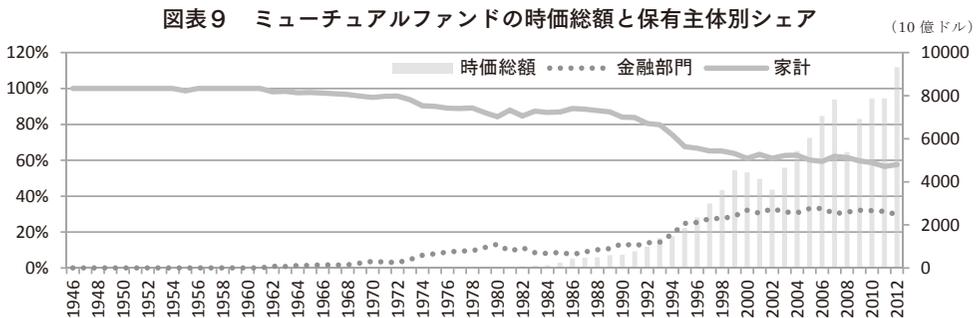


(出所) 図表 1 と同じ

以上から、企業は株式発行による資金調達は積極的に行っていないものの、社債の発行は着実に進んでおり、その意味で直接金融での資金調達を、負債の形で拡大させている。これは企業の負債拡大の説明要因となる。他方で、発行された社債の購入主体としてシェアを拡大させている

のは外国主体であり、米国内の家計や金融部門が資金の出し手としての役割を拡大させているわけではないようである。したがって伝統的な意味での直接金融が拡大しているというわけでは必ずしもない。

ここまでで、家計及び金融部門の負債の拡大は、非従来型のローン債務の増加によって主に説明できること、金融部門の金融資産の拡大は、預金、株式、非従来型のローン債権の増加などによって主に説明できること、がわかった。一方で家計の金融資産の拡大については、預金でも、株式でも、社債でも完全には説明できなかつた。それでは家計の金融資産の拡大は主に何によっているのか。指摘されるところによれば、家計はミューチュアルファンド（投資信託）の取得を積極的に行っている。家計の金融資産に占めるシェアを見ても、たしかにミューチュアルファンドのシェアはそれほど大きくないながらも一貫して上昇している。一方、図表9は、ミューチュアルファンドの時価総額と部門別保有主体のシェアの推移である。これによればミューチュアルファンドの時価総額（棒グラフ、右目盛り）は、ほぼ株式時価総額の変化と歩調を合わせる形で、1980年代以降拡大傾向にある。他方で部門別保有主体シェア（折れ線グラフ、右目盛り）を見ると、家計のシェアはむしろ減少傾向にあり、金融部門による保有のシェアが拡大している。ミューチュアルファンドの拡大で家計の金融資産の拡大を説明できる、と言ってしまうには少し留意を必要としそうなデータではある。



(出所) 図表1と同じ

それでは家計の金融資産の拡大は何によって主に説明すべきなのか。もちろん預金や株式、ミューチュアルファンドなども、絶対額は全般的に増加しており、ミューチュアルファンドは家計の金融資産に占めるシェアを少しずつ拡大させているのではあるが、最も説明要因となりうるのは年金基金である。家計の金融資産のうち、年金基金資産は残高・シェアともに同時期に急速に拡大しており、こうした年金基金を通じて、株式やミューチュアルファンドの保有を間接的に行っている。

以上、本節の分析からだけでも、いかに1970年代以降、家計と金融部門が金融市場で重要なプレーヤーとなり、それら家計の金融化と金融機関行動の深化を分析に組み込むことが重要であるかが見えてくる。そして、家計と金融部門を先導役とした、全部門的な金融資産と金融負債の拡大という事実は、伝統的な間接金融、直接金融が前提とする構図が崩れて、すべてのプレーヤーが、金融市場における資金の出し手でもあり、取り手でもあり、場合によっては仲介者でもあるような状況が生まれたことを示している。

もちろん金融化の実態は、マクロデータだけでは完全には明らかにならず、よりミクロな分析が必要である。加えて金融化は重要な要素として質的側面も分析に加える必要があり、それを考慮した場合の金融化は、量的だけを見ていた場合よりもさらにその重要度を高める。そうした質的側面は、とくに量的に見ることが難しい政府の金融化の実態を考慮するうえでも、きわめて重要である。

Ⅲ. 経済の金融化の部門別分析

前節で、マクロデータからだけでも、各経済部門の金融化がある程度明らかになった。以下では、そうしたマクロ的な企業、家計、政府、金融部門それぞれの金融化を、よりミクロな視点で、量的・質的両側面からさらに検討を進める。まず本節では、それらがどのような内容を持ち、どのような背景をもって発生したのかに焦点を当て、個別により詳細に検討する。重要なのは、各部門の金融化がどのように相互影響しあっているのかを理解することであり、それを通じて金融化の全体像をつかむ足掛かりとする。

1. 企業の金融化

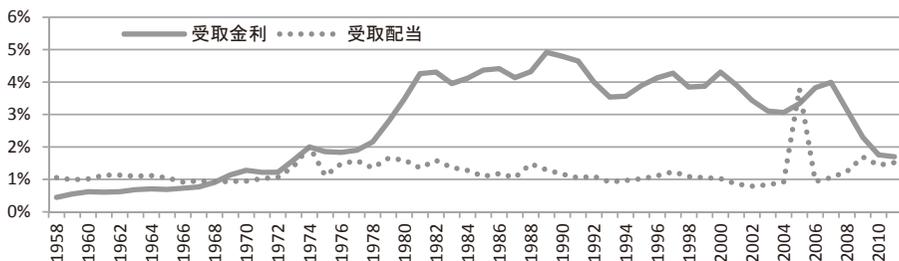
1970年代以降、企業は金融資産と金融負債の両方を拡大させることで金融市場とのかかわりを急速に高めてきたが、これはどのような内容をもって展開してきたのであろうか。上述のように企業の金融化は、利潤の金融化と支配の金融化という、企業における二重の金融化が組み合わせされたものであるが、そのことは金融負債と金融資産の拡大とどのように関係するのか。また利潤の金融化と支配の金融化にはどのような関係性があるのか。

①利潤の金融化

第一に、利潤の金融化は、企業の利潤の獲得経路が、生産や流通、サービスの提供といった従来のものから、金融的経路を通じたものに変化してきている現象を捉えたものである。ここでの金融的経路には、金融投資・金融資産保有に基づく金利・配当・キャピタルゲイン収入などや、

金融サービスの提供による金利・手数料収入などが含まれる。図表10は、非金融企業（全産業からFIRE部門¹¹⁾を除いたもの）の所得（減価償却前）のうち、金融資産保有に基づく金利・配当収入の比率の変化を歴史的に示したものである。これによると、1970年代半ばを境に、企業の所得に占めるそれら金融収益のシェアは全体として拡大しているが、その内訳において、配当収入には大きな変化がなくほぼ一定を保っている一方、金利収入が占める割合が急速に上昇している。これは、非金融企業が一定程度の貸出業務を行ったり、負債性証券に投資をすることで、金利収入を得ていることを示している。

図表10 企業部門の所得に占める金利・配当収益のシェア



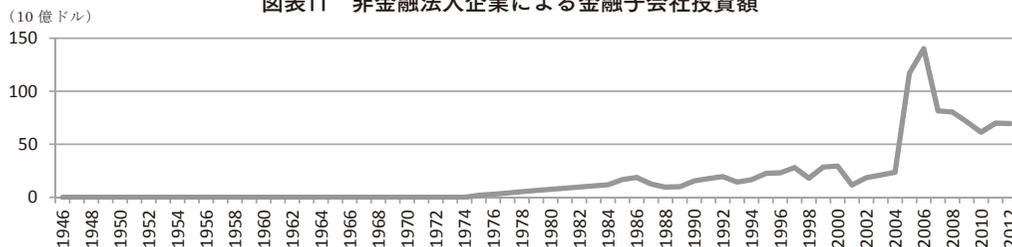
(出所) U. S. Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts より作成

もちろん金利・配当収入以外に、金融収益としてはキャピタルゲイン収入もあり、それは統計上は明確に示されないが、企業に一定程度の配当収入があることから金融資産として株式を保有していることは明らかであり、実際企業は1980年代以降、M&Aを通じて企業株式を積極的に取得した。これらは株式市場が好調な時には相当な含み益を生み出したと想定できる。いずれにせよ、企業は金融投資を拡大させている。そうした金融投資に加え、企業は、金融子会社を設立したり、M&Aで取得したりすることを通じて、金融市場に密接に関連するようになっていく。図表11は、非金融法人企業による金融子会社（非預金機関）への投資額を示している。これによると企業は、1970年代以降に金融子会社投資を徐々に拡大させており、子会社の金融機関を通じて金融収益を取得していることが想定される¹²⁾。

¹¹⁾ 米国商務省経済分析局（Bureau of Economic Analysis: BEA）の提供するデータ上の表現で、Finance（金融）、Insurance（保険）、Real Estate（不動産）の頭文字をとったものである。

¹²⁾ GE、シアーズ、GM、フォードといった米国を代表する大企業が軒並み金融子会社を保有しており、たとえばGEでは近年、収益の約半分がこれら部門から生み出されるようになっていた（Krippner (2011) pp.28-29）。

図表11 非金融法人企業による金融子会社投資額



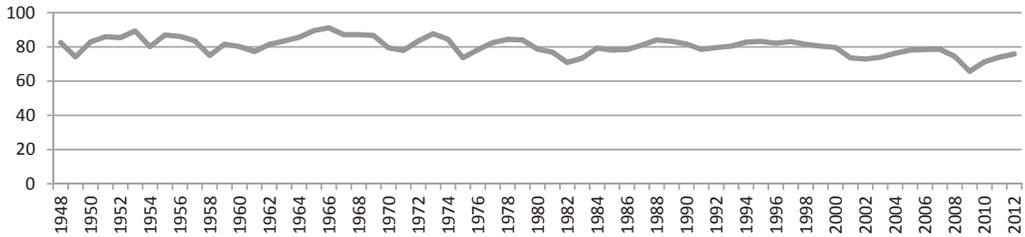
(出所) 図表 1 と同じ

以上のように、企業は金融投資や金融子会社といった金融経路を通じて、利潤の金融化を実践している。それでは企業はなぜそれらを拡大したのか。指摘される主要な原因として、企業を取り巻く環境変化がある。1970年代以降、特に製造業企業は劇的な環境変化を経験した。

たとえば、独占化の進展は、1970年代までに、巨大企業の利潤を着実に増加させた。一方で、生産性の向上と、製造業からサービス業・情報産業へ、労働集約型から知識集約型へといった産業構造の変化が同時期に発生していたことは、企業にいわゆる「過剰生産能力」・「遊休資本」の発生をもたらした。他方で、フォーディズム体制の終焉のプロセスで所得分配の減退を経験した家計には消費の停滞が生じており、いわゆる「過少消費」状態が企業の投資活動に悪影響を及ぼす恐れもあった。そうした企業の投資需要に対する二重のショックに加え、政府による公的部門縮小に基づく政府需要の縮小、グローバル化による低価格商品の外国からの流入なども、複合的に発生した結果、企業にとって収益性のある生産的投資の機会は徐々に減少していった¹³⁾。図表12は、FRBが独自に調査した、製造業の資本（設備）稼働率（capital utilization）を示したものである。これによると、1960年代の稼働率の平均が85%であったのに対して、70年代が81.6%、80年代が78.4%、90年代が81.3%、2000年以降が74.8%と傾向的に徐々に下がってきていることがわかる。こうした状況下で、利潤のさらなる拡大を目指す独占企業が中心となり、その経済的余剰を活用する方法の一つを金融市場に求めたのである。

¹³⁾ Foster and Magdoff (2009) pp.77-88を参照。フォスターらは、主にスウィージーの議論に依拠しつつ、Monthly Review誌上でマルクス主義的な立場（実体経済面を重視）から金融化論を展開している。

図表12 製造業の資本稼働率（capital utilization：※）



（出所） Board of governors of federal reserve system, Industrial Production and Capacity Utilization より作成

（※） FRBが独自に計測した「産出指数（output index）」を「生産能力指数（capacity index）」で割ったもの

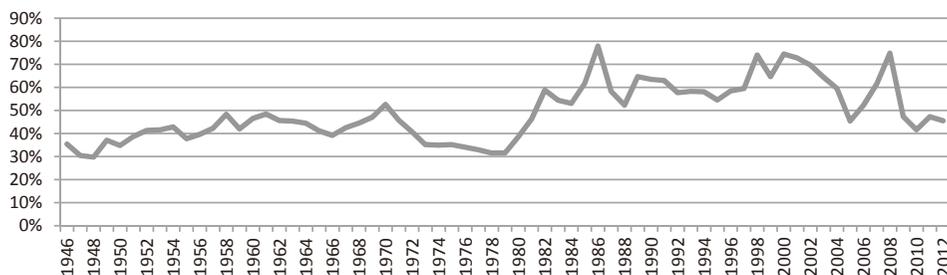
ところで、企業がこうした利潤の金融化戦略を採用した背景には、その他の経済部門の行動が密接に関連していた。第一は家計である。家計は、企業の金融子会社の提供する消費者ローン、自動車ローン、住宅ローン、クレジットカードローンといったさまざまな信用を利用する主要主体であり、後述するようにそれら負債に依存した消費を続けながら、企業の金融収益拡大に寄与した。第二は金融部門であり、大手金融機関を中心に、企業に対してさまざまな新しい金融商品の売り込みをかけ、金融的アドバイスを行い、企業年金などの資産運用を担うなどを通じ、企業の金融取引を加速させた。金融部門からの働きかけに応じて、余剰のはけ口を求める企業は、金融市場に大量の資金を流入させた。第三は政府であり、1970年代以降、企業の資金が金融市場に流入することを容易にする様々な制度変革を行った。たとえば政府は、法人税減税によって企業利潤の蓄積をますます促進し、金融取引税減税や時価会計の導入などを通じて企業の金融取引を促すなど、企業の資金が金融市場へと流れていくことを制度的に支援した。また上述のように「小さな政府」志向による公共事業削減を伴う公共サービス提供からの撤退を通じ、とくに製造業企業の投資需要を抑制し、それらにとって使い道の見つからない余剰をますます増やすことになった。

②支配の金融化

第二に、支配の金融化は、企業統治（コーポレートガバナンス）において、経営者や従業員その他の諸ステークホルダーと比較して、株主、とくに機関投資家の影響力が強まっていく状態を示す。機関投資家の影響力の強まりは、具体的には、株主が自らの利益に貢献するような形で経営がなされるよう企業経営に影響力を行使することを指し、影響力行使の経路として、株主総会での議決権行使や市場での株式一斉売却の脅威などが想定される。それらが強まる結果、数字として表れる現象として、企業利潤から株主への配当支払いの増大が発生する。図表13は、企業の

税引き後利潤と比較した配当支払い額の割合を示している。ここから明らかなように、企業利潤のうち配当金として支払われるシェアは、1970年代後半から急速に拡大している。これは、株主が経営者に対して無駄な資源を株主に還元するよう影響力を行使し、企業利潤を配当の形で吸い上げていることの表れとされる。

図表13 企業部門の利潤に占める配当支払いのシェア



(出所) 図表1と同じ

一方、株主が保有株式から利益を引き出す方法は配当に限られない。株価が上昇すれば、株主は保有株式を売却してキャピタルゲインを得られるし、売却しなくても帳簿上の含み益を得られる。したがって株主は経営者に株価上昇を求めるが、株価上昇のために、株主資本に対する純利益の比率、すなわちROEを高めることが主要経営目標となる。株主の要求に応じ、企業経営者はROEを高めるために実際に経営合理化を含む様々な戦略を採り、そうした戦略を具体的に練る財務担当役員の社内での地位が急速に高まった。そして彼らは、短期的に収益を上げ、株価およびROEを引き上げる主要な手段として、金融投資や戦略的M&Aを選択した。この意味で、支配の金融化が上述の利潤の金融化を促す関係にあったということもできる⁴⁴⁾。またそれら以外の代表的な戦略として、自社株買いも選択された。自社株買いをすれば市場に出回る流通株が減少するため、ROEと株価を吊り上げることにつながるとともに、手放した株主に対しては企業から直接資金を支払って利益分配したことになる。企業の自社株買いは1980年代以降上昇傾向にあり、2001年以降の10年間では約3兆ドルもの自社株買いが実施された⁴⁵⁾。

このように株主が企業経営者に株価上昇を求めることを正当化し、実際に経営者が要求に応じて株価上昇を経営目標の中心に据えるようになった背景に、いわゆる「株主価値経営」手法の導入とそれへの絶対的な信奉があった。株主価値経営とは、企業経営の究極的目標は、企業の所有者であり最終的なリスク負担者でもある株主の利益を最大化することである、という考え方であ

⁴⁴⁾ Nolke and Perry (2007).

⁴⁵⁾ Orhangazi (2009) p.21およびStockhammer (2013)を参照。

り、主流派経済学の「プリンシパル・エージェント」理論に基づく。それによると、企業の所有者（プリンシパル）は株主であり、株主から企業経営を委任された代理人（エージェント）である経営者は、あくまで株主価値（株価とほぼイコールである）の最大化を目標として経営すべきであるが、所有者と代理人の間には情報の非対称性が存在するため、経営者は自らの利害を追求する結果、株主価値を不当に引き下げる恐れがある（エージェンシー問題）。したがって重要なのは株主が経営者を適切にガバナンスすることである、ということになる。そして、こうした考え方が企業経営に浸透した背景には、1980年代以降、米国の大学、大学院の経済学・経営学の授業でそれが絶対的に正しいものとして教えられようになり、企業経営者の経営思想に組み込まれていったことがある。加えて、ストックオプション制度の広がりも、経営者を株主価値経営に向かわせる重要な装置となった。ストックオプションをボーナスとして支払われた企業経営者は、自社の株価上昇に直接的かつ強力な関心を持つことになる⁶⁶⁾。

他方、ここでもその他の部門にその原因の一端を求める必要がある。第一に、家計は、とくに一定以上の所得や資産を保有するベンチャー長者、金融関係者、高齢者、大資産家といった富裕層の資産を、年金基金や投資信託、保険会社、その他ファンドなどを通じて金融市場へと流入させ、機関投資家の保有資産拡大を促進した。機関投資家に集中した富裕家計資産の一部は、アクティビスト機関投資家として企業パフォーマンスの向上を求め、企業経営者に株価上昇や合理化を強く求めるようになった。第二に、金融部門は、M&A市場を含む広義の資本市場が拡大・活発化すれば、関連サービスの提供主体としては手数料収入や金利収入を、また自己勘定取引を行ったり機関投資家として市場の直接参加主体となる場合にはキャピタルゲインを得る機会が広がるため、こうした株主・資本市場による企業統治という考え方を取引先企業に強く推し進める主体となった。とくに機関投資家の資産運用者（ファンドマネージャー）は、一般的に業績連動型の報酬構造を取っており、株式取引が活発化し運用資産が拡大すれば莫大な報酬に直結するため、積極的な売り込み役を担った。1980年代以降はM&A関連ビジネスは金融部門の主要な収益源となり、企業に対してM&Aやそれに対する防衛策の実施などを積極的に提案した⁶⁷⁾。第三に、政府は、主流派経済学者やそれを学んだ人材を政府内に登用することでそれらの議論を受け入れ、また金融緩和を通じて株式市場の高騰を演出することで、株主価値経営が一般に受け入れられやすい土壌を作った。また制度変革の側面では、たとえばM&Aのための負債を税控除対象とすることで負債による敵対的買収（Leveraged Buyout：LBO）を容易に行えるような環境を整備した。金融緩和による低金利はそうした負債によるLBOも活発化させた。

⁶⁶⁾ 支配の金融化については、金融化アプローチの中でも最も分析が進んでおり、レギュレーション派、ポストケインズ派、社会経済学派などを中心に多数の研究結果が残されている。本稿ではさしあたり、Orhangazi (2009), Krippner (2011), Stockhammer (2013), Lazonick (2013), Palley (2013)などを参照。

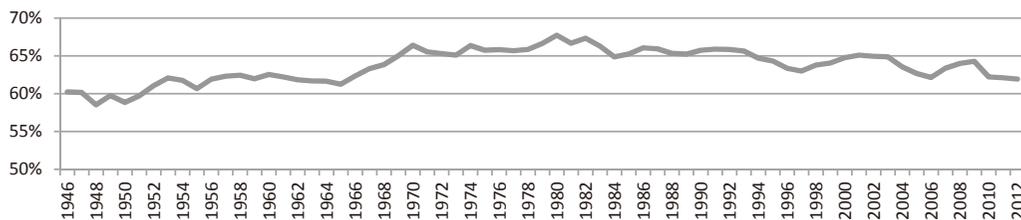
⁶⁷⁾ この点については、小倉 (2007) を参照。

2. 家計の金融化

前節でも確認した通り、1970年代以降、家計の金融資産が急速に拡大するとともに、金融負債も急拡大している。家計の金融資産拡大は積極的な金融投資の結果だが、それは一部富裕層に限られず、中間層、さらには一部の貧困層まで取り込まれ、主に年金基金を通じた株式やミュチュアルファンドの購入、さらにより高度な知識が必要なデリバティブなどにも積極的に関わるようになった。一方で、より重要性が高いのは金融負債の拡大であり、それらは主に住宅ローンの拡大によって説明される。持家信仰と実際に住宅価格の持続的値上がりの下で、貧困層を含む幅広い所得階層が住宅ローンを積極的に借り入れ、住宅購入を行った。さらに家計の負債は、前述のように消費者信用の形で消費拡大のためにも使用されたし、またレバレッジを利用した金融取引（信用取引）の形で金融投資のためにも利用された。

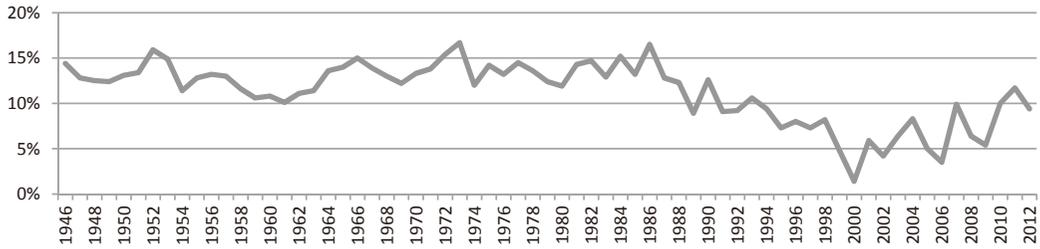
このように、家計の金融取引が拡大した背景としては、1970年代以降、停滞する所得分配に対して、家計がそれまでの消費（住宅投資も含める）水準を維持・拡大させようとし、金融投資や負債を通じてそれを行うことを選択したことが指摘される。図表14によれば、労働分配率は1970年代後半まで一貫して上昇したのち、停滞・低下傾向が続いている。実際、米国の家計は可処分所得に比して大きすぎるともいえる消費支出を行っており、可処分所得に占める個人貯蓄のシェアを示した図表15によれば、1980年代以降、そのシェアは徐々に下落傾向にあり、計測方法によっては貯蓄率はマイナスを記録するようにもなった。こうした家計による主に消費の維持・拡大目的での金融投資や負債の拡大には、たしかに家計の自発的選択の側面がある。

図表14 国民所得に占める被用者給与のシェア



(出所) 図表1と同じ

図表15 可処分所得に占める個人貯蓄のシェア



(出所) 図表10と同じ

他方で、家計の金融資産・負債の拡大には、他の経済部門の行動が影響を与えていた。第一に、企業は、利益を配当や自社株買いの形で株主に、またボーナスの形で株主と利害を一致させた経営陣に支払う一方、家計への所得分配を全体として縮小させた。その結果、一方で中間層以下のいわゆる一般家計では所得が停滞・不安定化し、他方で経営層・富裕層の所得は急激に拡大する、という所得格差の拡大を経験した。「自己責任」が追及される風潮とも相まって、一般家計は生活を維持するためにそうした所得停滞を負債で埋め合わせるとともに、半ば強制的に自らリスクを負って金融投資を行うようにもなった。また企業が自らの年金負担を減らす目的で確定拠出年金(401kプラン)を積極導入するようになったことも、一般家計に自己責任での金融投資を促す一因となった。加えて、一部の富裕層は株主として企業からの分配の恩恵にあずかり、経営層はストックオプションを行使して株価上昇の恩恵を被ることで、ますます拡大していく所得を再び金融市場に向かわせた。第二に、金融部門は、家計が金融取引をしやすい環境、とくに負債を利用しやすい環境を整備した。金融部門は金融革新、リスク管理手法の向上などを喧伝しつつ、様々な金融手段を開発し、広く家計に売り込みを行った。メディアを利用した広告戦略も相まって、家計は金融投資、負債をあおられ、日常生活の一部に金融取引や金融的思考が徐々に組み込まれていった。その過程で、機関投資家や優良顧客だけでなく、それまで借入れが困難であった貧困主体まで対象が広がり、巧みなセールスによって、あるいは顧客の無知につけ込み、そうした主体への貸出が積極的に行われた。このことは2000年代半ば以降、「略奪的金融」としてのサブプライムローンの急拡大として顕著に表れた。第三に、政府は、すでに指摘した金融緩和により、住宅ローンを中心とした家計の負債を促進した。また「貯蓄から投資へ」、「株式所有の民主化」といったスローガンの下に、家計資金の金融市場流入を目指し、その一環として、「金融リテラシー」を高める投資教育の促進を通じて、子供のころから金融投資を行う素養を涵養するようになった。加えて一部の富裕層向けの減税は、富裕層の金融投資を促進した⁸⁹⁾。

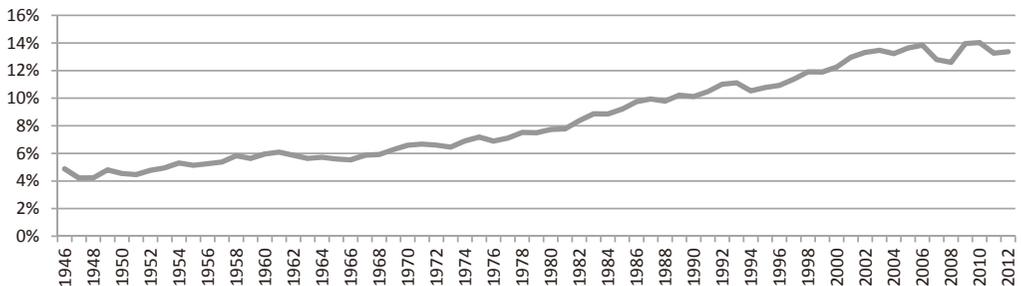
⁸⁹⁾ ドーア (2011) 52-67頁などを参照。

3. 政府の金融化

政府の金融化は、政府に対する金融の影響力が高まることである。ここでの政府は、狭義には中央政府を指すが、広義には、形式上独立していながら近年では政府と一体化しつつある中央銀行も含まれよう。前節でも言及したように、政府の金融化は、データとして示すことが困難な質的側面が強いことからであり、金融化アプローチにおいても必ずしも体系的に分析できていない。しかし、すでにそうした状況自体は多くの研究者が認識・指摘している。政府の金融化の下で、1980年代以降、一方で、金融部門の利潤追求のための行動の自由を保証するために金融自由化・規制緩和と「金融規制の民営化」が急速に進められ、他方で、損失が発生した時の穴埋めを政府が行うことを保証する流動性供給や緊急救済措置などのセーフティネットの設定が、並行して展開した⁹⁹。

それらの進展の背景には、政府が成長戦略の一環として、金融部門を一国の成長産業、リーディング産業と位置づけるようになったことがある。1970年代以降、非金融企業、特に製造業は収益性のある生産的投資の機会を喪失し、経済成長を先導する主体とはなり得なくなる。一方、「ポスト工業化」の中で成長しつつあったサービス業や情報産業なども、それらに代わる収益的産業、製造業で生まれた余剰資金を完全に吸収しきる主体には必ずしもなりえなかった。そこで米英を中心に先進国政府が新たなリーディング産業と位置付けたのが、金融業であった。金融業は政府からほぼ完全な自由を与えられることで、次々と新しい金融手段を生み出し、企業や家計を全面的に金融市場に組み込むことで、政府の想定通り拡大し続け、図表16及び17からもわかるように、1970年代以降、GDPや雇用の拡大に対して確かに一定の貢献をした。

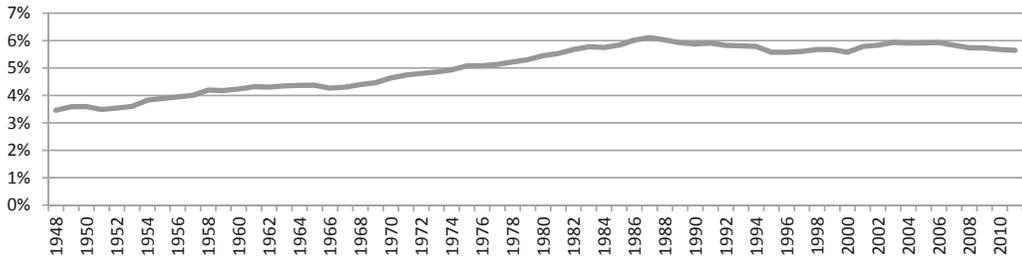
図表16 付加価値に占める金融部門のシェア



(出所) 図表10と同じ

⁹⁹ 加えて、政府の金融化には、政府自身が金融市場で負債や金融投資を行っていることも含まれよう。第二節のデータによると、政府の負債は1970年代以降、1990年代を除いて増加傾向にある。これは赤字の埋め合わせや政府支出を賄うために、長短の国債を大量に発行した結果である。一方で政府の金融投資は、データで見るとはほとんど行われていない。しかし、途上国を中心にいわゆる「政府系ファンド」の設立が相次いでおり先進国でも導入に向けた議論が進んでいること、また金融危機の際に政府が金融機関を事実上国有化していることなど、政府による金融投資の実際の規模とそれが与える影響は、近年上昇してきているといえる。

図表17 総雇用に占める金融部門のシェア



(出所) 図表10と同じ

そうした国家戦略的側面に加え、ここにもその他の部門との関連が存在した。第一に、政府の金融化の背景には、金融部門からの積極的な働きかけが存在した。金融部門は、巨額の政治献金とロビーイング、「回転ドア」とも称される密接な政府・官僚との人的つながりを元に政府と一体化し、それらを通じて、金融部門の量的・質的拡大と自由な金融取引は一国経済にとって望ましいものでありそれを妨害するものは取り除かなければいけない、という考えを政府に浸透させ、実際に重要な規制緩和を次々と獲得した。また政府の方も、金融の複雑化に伴って、ますます金融部門、とくに専門的知識を持つ大手金融機関の経営層に依存するようになった。そうした中で、重要な政策決定は、大手金融の世界観や政策観に染まった人間が下すようになり、必然的にそれらに有利な政策が次々と実施された⁹⁰。第二に、企業や家計が、政府の金融化をほとんど無批判に受け入れ、金融の拡大に組み込まれたことがある。企業も家計も徐々に金融化していく中で、知らず知らずのうちにもはや金融部門と共通の利害を持つに至っていた。それらは金融の実務家、ファイナンス理論の専門家などが政府に強い影響力を持つことをむしろ積極的に捉え、そうした専門家の中からは彼らの憧れや尊敬の対象になる者まで現れた。加えて、資産バブルの発生は、それらが長期的に持つ影響を批判的に捉える視点を消し去った。その結果、金融部門に有利に働くような、金融取引にかかわる減税、金融規制緩和、中央銀行の長期持続的な金融緩和といった諸政策を、企業や家計は直接または暗黙に支持した。

4. 金融部門の深化

最後に、金融化を構成するきわめて重要な要素として、金融部門の深化について確認しておこう。金融部門は家計と並んで、1970年代以降の金融資産と金融負債の全部門の拡大を主導したが、それは従来型の金融取引の拡大だけで説明されるものではなかった。一方、マクロのバランスシー

⁹⁰ 「規制の虜 (regulatory capture)」ともいわれるこうした状況については、Johnson and Kwak (2010) pp.88-119 (村井訳116-159頁)などを参照。

ト分析だけでは、1970年代以降の金融市場、金融機関行動の現実の変化を必ずしも捉えることはできない。ここで金融部門の深化とは、企業の資金調達手段、家計の資金運用手段としての間接金融や直接金融といった、伝統的で単純な金融仲介の在り方から、より高度で複雑性・不透明性をもつ金融仲介・金融取引へと、金融部門が展開していく過程である。金融部門を構成する金融主体は、この過程で多様な形態に分岐すると同時に、既存の金融機関もビジネスモデルの劇的変化を経験する。

より高度で複雑性・不透明性をもつ金融取引の代表例は、証券化取引、とくに「仕組み金融(structured finance)」ともいわれる複雑な証券化取引と、デリバティブ取引、とくに「店頭デリバティブ取引」と呼ばれる相対型のデリバティブ取引であろう(それらは「モダンファイナンス」とも総称される)。いずれも金融機関のバランスシートに載らないオフバランスシート取引のため、その取引規模を正確に捕捉することは困難である。ただし公表されたデータによれば、代表的な仕組み金融商品である債務担保証券(Collateralized Debt Obligation: CDO)の世界の発行残高は2012年末で約8,500億ドルにまで、また世界の店頭デリバティブ取引の想定元本は2012年12月末時点で633兆ドルにまで拡大している²¹⁾。証券化もデリバティブも、既存の金融取引をベースに、そこに付随するリスクを切り離し、様々なリスクを組み合わせることで新しい金融商品に仕立て上げる、という共通点を持つ。こうした技術の発展により、金融機関は、リスクを商品化し、それを複雑に組み合わせることで新たな金融商品を無限に再生産するとともに、そうした金融商品を、情報公開の義務を負わずに、きわめて少ない資本で大量に取引することが可能になった。

そうした複雑・不透明な取引の発展・拡大と並んで、金融部門内部に、既存の金融機関以外の様々な新しい金融主体が登場し、金融仲介の大きな部分を代替するようになる。それらが行う金融仲介は、「影の銀行システム」とも呼ばれるが、例えばヘッジファンド、プライベートエクイティファンドや投資ピークル、投資コンデュイットといった、新たに存在感を増していった主体が、大手金融機関、機関投資家、富裕層などから巨額の資金を集めて、上述の仕組み金融商品や店頭デリバティブのような「モダン」で「エキゾチック」な金融取引にそれらを投入するようになった²²⁾。その際、投資資金は負債によるレバレッジ効果で何倍にも拡大させられる。

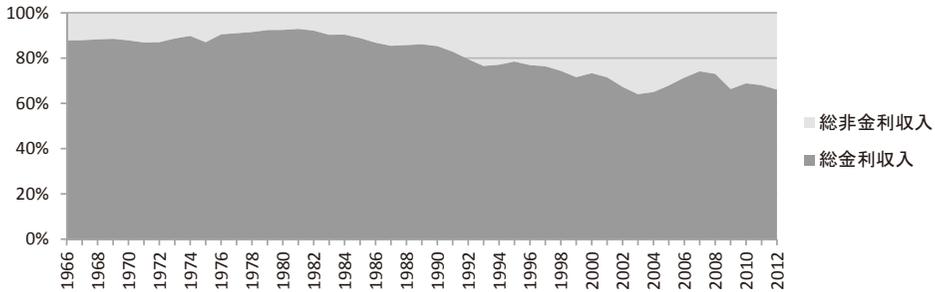
そのようなエキゾチック金融、影の銀行システムの展開に対して、既存の金融機関は、大手を中心に、商業銀行であろうと投資銀行であろうと、新たな収益源を、そうした急展開する新しいビジネスに移すようになる。金融機関は、新しい金融主体への貸出や出資、自らリスクを取る自己勘定取引を通じてそれらの取引に関与するほか、それらビジネスの参加者を仲介することで様々

²¹⁾ CDOについてはSecurities Industry and Financial Markets Association, Statistics, Global CDO Issuance and Outstanding (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>), 店頭デリバティブについてはBIS (2013)を参照。

²²⁾ 影の銀行システムについては小倉(2009)を参照。影の銀行の債務規模は2010年時点で約16兆ドルにも上ると推定され、他方で伝統的な銀行のそれは約13兆ドルであった(Taub (2013) p.447)。

な形で手数料を取得した。図表18は、商業銀行の収入に占める金利収入と手数料収入に代表される非金利収入の割合を示しているが、1980年代以降、後者が急拡大していることがわかる。

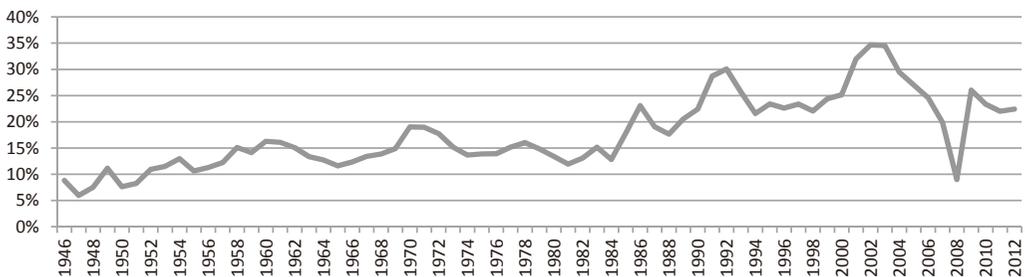
図表18 商業銀行の金利収入と非金利収入の割合



(出所) Federal Deposit Insurance Corporation, Historical Statistics on Bankingより作成

新しい金融への既存の金融機関の積極的関与は、あらゆる部門のほぼすべての階層を金融市場に直接間接に惹きつけるようになり、そのことが金融市場全体を急速に膨張させた。その結果は、絶対的かつ相対的な金融部門の利潤の拡大現象として現れる。図表19は金融部門の純利益が産業全体に占めるシェアを示している。これによると金融部門のシェアは、その絶対的拡大とともに1980年代に入って徐々に拡大し、その傾向は2000年代前半まで続き、最も高い値では約35%を金融部門だけで取得した。こうして拡大した金融部門の利潤はそれによりますますます活況をもたらしたが、それはほぼ同時に進展した金融部門の集中の影響で、きわめて少数の金融機関や金融主体の間でシェアされることになった⁸²⁾。

図表19 全産業利潤に占める金融部門利潤のシェア



(出所) 図表1と同じ

⁸²⁾ もちろん利益だけでなく市場の状況によっては損失を被ることもあったが、大手金融機関はオフバランスシート化、オフショア化、会計偽装などを通じて損失を隠蔽することができた (Dumenil and Levy (2011) pp.127-131). 金融部門の集中については、Crotty (2007) pp.8-13, Wilmarth (2009) pp.976-978, Johnson and Kwak (2010) pp.82-87 (村井訳108-115頁)などを参照。

以上確認した金融部門の深化の背景に、金融市場の全般的な状況変化があった。1970年代までの米国金融市場は、1930年代に成立した金融規制体制の下、厳しい競争制限を課されていた。一方、企業には旺盛な投資需要があり、それは証券発行での調達と銀行借入での調達の両方で用途によって比較的バランスよく満たされており、家計も安定的な資産運用先としての預金を重視していた。こうした比較的平穏な金融環境の中で、金融部門はそれぞれ伝統的な業務から安定的に収益を上げることができた。しかし、1970年代後半までに、大企業中心に内部資金の蓄積が進んだことや資金調達手段が多様化したことから、非金融企業の銀行借入ニーズが減少した。家計からみても、上限金利を設定された銀行預金が金融商品としての魅力を失っていき、1970年代末のインフレの発生といわゆるボルカーショックを契機に、市場金利に連動しつつ安全な金融商品としての MMMF に次第に資金が流出した。こうした環境変化の下、1980年代以降、狭まるパイを巡って銀行間競争が激化し、銀行はいわゆる伝統的な預貸業務だけで収益を獲得し続けていくことが困難になった。新たな収益源を模索する銀行は、業務の国際化と並び、業務の垣根を越えて証券業務へ、さらに進んでより複雑な金融取引へと業務を展開していった。銀行の参入により証券業務その他の業務でも競争が劇的に高まったことで、金融部門の深化は急速に進展した。

加えて、同時期の金融革新も金融部門の進化を促した。1980年代以降、学术界でファイナンス理論・金融工学が急速に展開し、それを金融部門が実用化したことにより、上述の複雑な金融商品の組成や取引を低コストで行うことが可能になった。中でもオプションの価格理論である「ブラック＝ショールズ・モデル」はその代表格であり、この確立によりオプション取引は急速に拡大した⁹⁰。また情報技術の発展により、高性能のコンピュータを使用して、大規模・高頻度・瞬時に、複雑な金融取引を成立させることが可能になった。これらは金融取引を爆発的に拡大させ、金融機関の巨額の利潤につながった。

そうした外部環境や金融革新に対応した金融部門の自発的行動以外に、ここでもその他の経済主体の行動変化との関連を考慮する必要がある。第一に、政府の金融化の下で進んだ、新自由主義的な金融自由化、規制緩和の存在がある。1970年代半ば以降に急速に進んだ金融の自由化・規制緩和は、新しい金融業務の模索や新しい金融手段の開発・商品化を徐々に是認していき、世紀をまたぐ頃にはほぼ全面的に解禁された。それと並んで進展した、金融部門の規制を自主的な内部管理や民間格付け機関などに一任する「規制の民営化」も、事実上の規制緩和として機能した。また経済状況に対応した、急激な利上げや長期的金融緩和といった金融政策も、金融部門の利害を最優先にしたものであった。そうした政府による後方支援を受けて、金融部門の深化は急激に進展した。第二に、家計も企業も、自らが直接間接に金融部門と同一化する中で、複雑な金融の

⁹⁰ Mandelbrot and Hudson (2004) (高安監訳 (2008)) などを参照。

世界で実際に行われていることが理解できていなくても、金融機関のアドバイスにのり、負債を高め、必要性の乏しいM&Aを実施したり、不透明な金融商品を購入したりした。金融部門とそれ以外の部門に強烈な「情報の非対称性」が存在する中、家計や企業は、金融部門が提供する不透明な金融取引やコンサルティングなどに割高な金利や手数料を支払うことで、金融部門の利潤の拡大に貢献した⁶⁹。

IV. 部門別にみる経済の金融化の諸影響

以上、各部門の金融化が様々な要素で構成され、一つの要素が別の要素の原因となり、それがさらに別の要素の原因となるといった多重の関連性を持ち、加えて、そうした一方向の関連性だけでなく、ある要素が別の要素の行動を変化させた結果、そのことがフィードバックして再び自らの行動を変化させる（例えば、企業の行動が家計の行動を変化させ、そのことが企業の行動をより制約するといったこと）といった側面も有するなど、きわめて複雑な連関の存在が見えてきた。

そうした金融化は、経済社会に広範な影響を持つとされる。主にポジティブな影響を主張するのは、市場の効率性に重点を置く主流派経済学に依拠した議論であり、それらは、市場の仲介者としての金融の役割を重視し、その量的・質的發展をポジティブに捉えて、さらなる発展を促す。こうした考えは、金融業界やそれに近いメディアなどによっても盛んに利用され、また金融業を一つの成長産業として展開させていくことを目指す政府の政策にも重要な影響を与えている⁶⁹。

金融が持つとされる代表的なポジティブな影響は、以下のように整理できる。第一に、企業は、資金調達手段が多様化してそれらが互いに競争することで低コストかつ機動的な資金調達が可能になる。また企業財務にファイナンス理論を応用することでリスクの管理・分散がより効率的に行えるようになる。さらに株主価値経営概念に基づく金融市場における敵対的買収の脅威が市場規律としてつねに経営効率化を促す。第二に、家計は、金融商品の多様化によって各家計のリスク寛容度に応じた金融資産保有の選択が可能になる。そして資産価値の上昇は資産効果を通じて家計の消費需要を促進する。第三に、よりマクロな視点で見れば、金融仲介は希少資源の最適かつ効率的な配分の実現メカニズムであって、その拡大・機能強化は効率的資源配分にポジティブな効果を持つ。そして金融革新を通じてリスクの商品化が可能になると、特定の部門にリスクが偏ることがなくなり経済全体でのリスク分散効果も働く。また金融部門が拡大するほど、その流

⁶⁹ Greenwood and Scharfstein (2012)などを参照。

⁶⁹ たとえば、一般的な「金融論」のテキスト、SIFMAなど業界団体のレポート、Wall Street JournalやFinancial Timesの各号などを参照すれば、少なくとも2008年より前の時点では、そうした議論はいくらでも見つけることができた。Crotty (2013)なども併せて参照。

動性供給に基づく価格発見機能や裁定取引を通じた価格安定化機能などもより機能する。産業としての金融業は、資本の供給や引き上げを通じて実体経済のダイナミズムを促しつつ、自らが重要なリーディング産業にもなりうる。そしてそれらが複合的に機能することで、ひいては一国の経済成長に対してもポジティブな影響を持つことになる。以上のような金融に対するポジティブな捉え方のベースにあるのは、完全情報と合理的主体を前提とした市場メカニズムの効率性・自動調節機能への信奉と、金融はあくまで中立的な存在であって実体経済における資金調達や資金運用のための便利で効率的な道具にすぎないという比較的単純な思考であろう。

一方で、現実には生じている金融化は、そうしたユートピア的なものではなく、むしろ社会・経済に広くネガティブな効果を持つ。以下、本節では、そうした金融化のネガティブな諸影響について、再び部門別視点に基づき確認する。

1. 企業の金融化の影響

第一に、利潤の金融化の下、独占的企業は蓄積していく利益を、そのまま貯めこむか、短期的には収益性の低い生産的投資に代わって金融市場に投入するようになるため、ただでさえ停滞している生産的投資が、比較的順調であったり長期的には収益性が高いような対象も含めて、ますます停滞することになる⁸⁰。そのことは企業の売り上げや雇用面にネガティブな効果を持ち、ひいては経済成長にも悪影響を及ぼしうる。逆に金融市場に投入された資金は、機関投資家の手元に集中され、いわゆる投機的資金として短期的に収益性の高い資産に流れていく。その対象は株式であったり、他国通貨であったり、不動産であったり、貴金属であったり、仕組み金融商品であったり様々である。いずれにせよ、一時的にはそれらが流入した市場で資産バブルが引き起こされるものの、何らかのきっかけでその資金が急速に回収されると同時にバブルが崩壊する、という負のサイクルを生み出す原因となる。資本の自由化が進むにつれてそうした資金は容易に国境を越え、途上国にも流入してバブルとその崩壊を引き起こすが、とくに経済規模の小さい途上国にとってはその影響も甚大なものになる。

第二に、支配の金融化の下で、企業が株主の要求に応じて短期的な株価と ROE の上昇を経営の第一目標とするようになり、そのために採られる様々な短期的な経営戦略が、広範な悪影響を及

⁸⁰ こうした、金融化（とくに支配の金融化）の結果としての実体経済への投資面での悪影響は、金融化アプローチのうち、ポストケインジアンやレギュレーション派の中心的主張である。一方で、フォスターらマルクス派は資本主義の発展の必然的帰結としての過剰生産能力とそれに基づく実体経済の停滞傾向をまず認識し、それが金融化をもたらす契機となると主張するので、有効な潜在的投資先があることを前提とするそれらの議論とは対立することになる。つまり、金融化は実体経済の不調の原因なのか、それとも結果なのか、という論点は、金融化アプローチにおけるもっとも主要な対立点となっている。それに対して Lapavistas (2010) は、いずれの議論にも否定的立場を取っており、金融と実体経済の間の因果関係は、一方向的ではなく、双方向かつ間接的なものと捉えるべきとしている。筆者もこの立場に同意する。

ばしうる。企業経営陣が収益を上げる主要な手段としてまず選択したのは、新規のイノベーション投資よりもコストの削減であり、労働者は成果主義の導入などを名目に賃金を徐々に引き下げられたり、福利厚生や諸手当を削減されたり、レイオフ、正規雇用の非正規雇用への置き換え、場合によっては不採算部門の縮小に伴う解雇といった脅威にさらされ、全面的な雇用の不安定化に直面する。特に対象となるのは労働組合に加入する組織労働者であり、結果として労働組合が弱体化すると、そうした事態に対する抵抗力はますます弱まっていく。労働者への分配が停滞する一方、巨額のボーナスとストックオプション制度を通じて少数の企業経営陣の所得は増加していく。経営陣は企業利潤を用いて自社株買いを行うことで株価を吊り上げ、自らのストックオプションを行使して利益を得る。その結果、一部の富裕層とそれ以外の一般労働者との所得格差は拡大し、富裕層による奢侈品消費はあるものの、消費需要は全般的に減退する。また、取引先企業に対しても短期的なコストカットを要求するため、投資・消費需要の減退はスパイラル的に広がっていく。さらに、経営陣によって、収益を上げる最も手っ取り早い手段としてM&Aが採用されると、企業自体が一種の金融商品のように短期的な売買の対象となる。そしてM&Aが活発化するにつれて、その実施手段または防衛策として、企業の負債も増大していく。こうした負債の増大は、金利支払いの負担を高め、長期的には企業の健全性・安定性に悪影響を及ぼすものであり、経済状況の悪化によってそれらが一挙に不良債権化すれば、経済全体にも破壊的な影響を及ぼしうる。そして、機関投資家と利害を一体化させた経営陣の戦略によって、配当や自社株買いの形で利潤の大きな部分が株主に分配されるため、上述の生産的投資の停滞はますます加速することになる²⁸⁾。こうした株主に分配された資金は金融市場に留まって還流するため、バブルとその崩壊のサイクルも加速する。

2. 家計の金融化の影響

二つ目に、家計の金融化は、家計の金融市場とのかかわりを急速に高め、一方でモーゲッジを中心に負債を増大させ、他方でリスクの高い金融資産への投資も拡大させた。しかし、こうした効果は平面的には現れず、金融負債の拡大は中間層から貧困層まで家計の大多数において顕著に表れる一方、金融資産の拡大は中高年層と少数の富裕層にとくに顕著に表れるという形で、格差を伴って進展した。労働所得に基づく格差に加えて、そうした金融所得・支払の効果も重なり、経済全体の格差は徐々に拡大した²⁹⁾。

一般家計にとって、そうした負債の増大は、現在および将来における生活の持続性を脅かすものの、将来設計を不確実化させうるものであり、とくに低所得層にとっては、負債の元利金返済が

²⁸⁾ Orhangazi (2008)などを参照。

²⁹⁾ 金融所得を含む所得格差拡大の実態については、Dumenil and Levy (2011)、Lazonick (2013)などを参照。

滞ったり困難になった場合には、金利支払い負担の急増、住宅の抵当流れ、多重債務、自己破産、一家離散といった形で、生活の破たんにつながりかねない。所得の減退を前提に、負債に依存して消費を行っていくことは、一般家計にとって持続可能ではない。また、一部富裕層に集中した資金は企業同様、投機資金化して金融不安定性を高めている。加えて、特に中高年層が老後のための資金を「自己責任」の下でリスクの高い金融投資に向かわせるようになっている点も重要である。市場が好調な時にはいわゆる資産効果が働き、現在消費にもポジティブな影響を持ちうるが、市場の状況によってそれらがほとんど無価値になったり、「情報の非対称性」を悪用して詐欺的な金融商品をつかまされる、といった事態も現実には頻発している。資産効果に依存した消費や、老後の資金を金融市場の好調さに依存することを通じて、生活の不安定化は進んでいる。家計が負債を伴って金融投資を行う場合には、そうした不安定化効果も倍増する⁶⁰⁾。また所得の獲得方法として金融投資が重視されるあまり、勤労による所得が軽んじられ、一般家計が金融投資でいかに儲けるかに日々熱中しすぎて、経済的にほとんど意味をなさないようなことに時間や資金を使うようになると、一国経済にとっても重大な資源の浪費といえるだろう。

3. 政府の金融化の影響

三つ目に、政府の金融化の下での、全面的な金融自由化・規制緩和については、とくに今次の金融危機との関連で、金融部門の自由な金融商品開発や金融取引は、その大半が実際には経済的にほとんど意味をなさないどころか、金融バブルと金融危機を頻発させ、その被害の規模をますます増大させる経路となっており、いわゆる「規制の民营化」を通じた金融部門による自主的な管理も実際にはほとんど機能していない、という点でむしろ有害であることが、すでに多くの研究によって指摘されている。一方、政府による実質的な損失負担については、モラルハザードの観点から、損失の事実上の政府保証が大手金融機関の過度のレバレッジとリスクテイクを促す一方、平時においては割安な資金調達コストを提供するなど、金融部門の利益を不当に吊り上げていることが指摘されている⁶¹⁾。

また金融化した政府は、金融的利害の要求に応じて、富裕層向けや金融取引関連の大幅な減税を実施する。このことは、それ以外の税の引き上げがなされない限りは税収減を意味し、それは公的部門の支出を減らすことにつながり、総需要に占める政府支出を抑制して、民間の投資や消費への波及効果を減じる。それだけでなく、社会保障、教育、医療、その他社会インフラなど、社会的に必要な公的サービスのカットや民营化が進むことにもなる。公共サービスが民間主体によって提供されるようになると、それらが提供する高額のサービスに対して支払いができず、は

⁶⁰⁾ Davis (2009) pp.248-255などを参照。

⁶¹⁾ 淵田 (2012) などを参照。

じき出される所得層が現れ始める。所得の減退を経験した中流以下の家計は、そうしたサービスを受ける目的でも半強制的に負債を拡大していく⁶³⁾。

4. 金融部門の深化の影響

最後に、金融部門の深化については、第一に、それは、影の銀行システムの拡大とほぼ同義であった。影の銀行は、伝統的な金融部門と異なり、それを担当する金融規制当局が存在しないかあいまいであったり、いわゆる金融部門による「規制のアービトラージ」の効果を通じて、規制当局が存在しても非常に緩い規制をかけられるか、大部分自主規制を認められていたり、タックスヘイブンの利用により規制逃れをしている、といった特徴を持つ。そうした規制当局の監視下でない「影」の金融取引の規模が拡大することは、一国経済、世界経済の重大なリスク要因となっている⁶⁴⁾。具体的には、影の銀行主体は何十倍というレバレッジをかけて、伝統的商品に加えて次々に開発される複雑な金融商品にも、主にデリバティブ取引や店頭取引を通じて、不透明な形で巨額の投機的取引を行っている。例えばヘッジファンドによる通貨アタックなどは、国際金融市場のボラティリティを高めている代表例である。加えてそれらが採るレバレッジ戦略自体も重大な問題を抱えており、例えば、金融機関借入やレポ取引を通じて、自己資本の数十倍にまで高まったレバレッジは、担保となる証券の価値が急激に下がると、資金確保のために手持ち証券の投げ売りを引き起こし（デレバレッジ）、これがさらなる資産価格の暴落を引き起こす。しかも、こうした影の銀行による取引手法を、欧米の大手金融機関は、かなり初期の段階から模倣し、その規模はますます拡大しており、それらは国際金融市場のボラティリティを一層高めている。

第二に、有能な人材が不生産的な金融部門に集中することが、人的資源の配分をゆがめ、経済社会にネガティブな影響を与えている、という指摘がある。金融部門で急速に積みあがった収益、利潤の一部は金融部門、とくに大手金融機関の従事者に分配され、きわめて高額な所得として実現する⁶⁵⁾。本来であれば科学・技術の進展や実体経済のイノベーションなどを担うべき多くの優秀な人材が、金融部門で働くことで得られるそうした高額所得を目指して、一流ビジネススクールでファイナンス理論を学び、ウォール街に職を求めようになっている。一方で、実際に彼らが学んでいる学問やそれに基づいて行われる業務が、その高額所得に見合う社会的・経済的付加価値を生み出しているかは全く不明であるし、むしろ現実に生じている事態を見ると社会経済に有害であるとも捉えられる。そうだとすれば金融部門は、その他の部門から人材を奪って社会・経済に害を与える主体である、という指摘が的を射たものになる⁶⁶⁾。

⁶³⁾ ジョージ（荒井訳）（2011）などを参照。

⁶⁴⁾ 小倉（2009）などを参照。

⁶⁵⁾ Tomaskovic-Devey and Lin（2011）などを参照。

⁶⁶⁾ Greenwood and Scharfstein（2012）などを参照。

第三に、金融部門の利潤は実体経済の活動規模などからみた適正規模に対して不均等に肥大化している、という指摘がある。上述のように、金融機関の利益の主要源泉は金融部門の深化に伴って、主に金利収入から手数料収入や自己勘定取引でのゲインなどに移っているが、手数料については、店頭デリバティブや複雑な構造の金融商品など金融取引の不透明性が高まるとともに割高に設定されるようになってきていること、自己勘定取引のゲインについては、上述のように、その損失が究極的には納税者の負担の下での暗黙の政府保証によって穴埋めされることが前提となった、過度のリスクテイクによるものならば正当化されえないこと、などが指摘される。したがって、金融部門の肥大化した利潤は、そのますます多くの部分が、資金仲介者として実体経済の付加価値創造に貢献してその報酬を受け取ることから生み出されたのではなく、むしろ実体経済に対して金融部門が働きかけ、そこに存在する情報の非対称性を利用し、場合によっては利益相反的行為を行うことなどで、実体経済から抜き出されたものである、とも想定できる⁹⁹。

第四に、以上の過程を経て、金融部門の集中度はより一層高まることになる。その結果、金融市場の競争はますます機能しなくなり、特定の金融機関の「金融権力」はますます高まり、一方で公的資金を用いた「大きすぎてつぶせない (Too-Big-to-Fail)」機関に対する救済が実施される潜在的可能性はますます高まっていく。

結び 部門別分析による経済の金融化の整理と結節点

以上のように金融化は、経済社会を構成する主要部門すべてが様々な形で金融化し、それが複合的に相互作用し合いながら進展しているのであって、その影響も様々な部門に複合的に生じていた。本稿で明らかになったことを整理すると、図表20のようになる。上段には、縦軸の主体の行動が、横軸の主体にどのように関連しながら各主体の金融化を促進したのかが、そして下段には、そのことが各主体にどのような影響を与えているのかが示されている。

⁹⁹ Epstein and Crotty (2013)などを参照。

図表20 経済の金融化の部門別分析の概要

対象 行動主体	企 業	家 計	政 府	金 融
企 業	<ul style="list-style-type: none"> 生産的投資の抑制 株主価値重視経営の徹底 財務担当役員の地位の高まり 	<ul style="list-style-type: none"> 所得分配の縮減 労働者に対する金融投資および負債の推進 	<ul style="list-style-type: none"> 政府の金融化を直接間接に容認 	<ul style="list-style-type: none"> 負債を利用したM&Aの実施 配当・金利・手数料などを金融部門に支払い 余剰金の金融市場での運用
家 計	<ul style="list-style-type: none"> 消費需要の抑制 企業の金融子会社から負債 機関投資家の資金源として企業に間接的に圧力 	<ul style="list-style-type: none"> 負債による消費の維持・拡大 負債による住宅購入拡大 	<ul style="list-style-type: none"> 政府の金融化を直接間接に容認 	<ul style="list-style-type: none"> 富裕層中心に機関投資家に資金を投入 金融サービス利用の拡大 金利・手数料などを金融部門に支払い
政 府	<ul style="list-style-type: none"> 減税を中心とした諸制度改革の実施 公共事業の削減 会計規則の変更 	<ul style="list-style-type: none"> 金融緩和政策 富裕層向け減税 公共サービスの縮小・民営化 「貯蓄から投資へ」の推進、投資教育 	<ul style="list-style-type: none"> 金融部門をリーディングセクターに設定 金融部門関係者の積極登用、金融界の考え方の受け入れ 	<ul style="list-style-type: none"> 金融緩和政策 全面的な金融自由化・規制緩和の実施 金融セーフティネットの設定
金 融	<ul style="list-style-type: none"> 運用手段の開発・提供 PA理論の促進 	<ul style="list-style-type: none"> 運用手段の開発・提供 資金提供先の拡大 金融を絶対化する文化の醸成 	<ul style="list-style-type: none"> 巨額の政治献金 人的つながり 	<ul style="list-style-type: none"> 高度な金融商品の開発・商品化 ファイナンス理論の実務への応用 大規模化



影 響	<ul style="list-style-type: none"> 生産投資のいっそうの停滞 経営視点の短期化、コストカットの強制的実施 負債増大を伴うM&A 労働力の縮減 	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の縮減 負債に依存した消費 生活の不安定化 格差・貧困の拡大 	<ul style="list-style-type: none"> 規制の虜 税収減と公共サービス縮減 政府債務の拡大 	<ul style="list-style-type: none"> バブルとその崩壊のサイクルの頻発とグローバル化 不透明性の高まりと規制の困難性 金融部門のモラルハザードと過度のリスクテイク 金融部門による他部門からの資源の収奪 集中度のいっそうの高まり
-----	---	---	---	--

(出所) 筆者作成

このように各部門の行動変化とその影響が複雑に絡まり合いながら進展している現代の金融化に対して、既存の金融化アプローチは、初期的な個別事象の検討から、そうした複雑な連関を意識しつつそれぞれの現象を結び付ける基軸・結節点を追求し、それを元に金融化アプローチの体

系化・統合化を図る段階へと分析を進めてきている。現在のところ、それらは大きく三つの潮流に区分可能である。具体的には、金融化の体系化・統合化を、主に企業の行動に基軸を置いて行おうとする潮流、主に株主の行動に基軸を置いて行おうとする潮流、そして主に政府の行動に基軸を置いて行おうとする潮流である。

まず第一の考えに従えば、金融化は、企業の生産的投資需要の減退を出発点とする。実体経済が停滞する中で、収益的な投資先を見つけられず余剰化した資金の一部は、企業からの金利支払いや配当分配などを通じて金融部門に移転する。他方で企業は取得した収益の家計への分配を抑制し、配当や経営者への支払いを増やし、残る一部は貨幣資本として金融市場での投資に向かう。こうして、企業から金融部門に分配されたり、金融市場に投入された資金は、金融市場内を還流することで金融取引を活発化させる。一方で、家計は分配の減少を埋め合わせるためにリスクを取って金融投資に参入したり、金融負債を急速に高める。ここでは企業部門の置かれた全般的状況とそれらへの対応行動が軸となり、家計と金融部門の行動が結びつけられて説明される⁶⁷⁾。

第二の考えに従えば、株主、特に機関投資家の地位の高まりが金融化の基軸となる。主に1980年代以降、徐々に積み上がる機関投資家の資金と、学术界での新制度学派による「プリンシパル＝エージェント理論」の展開は、株主による企業統治の必要性の主張につながった。企業経営者はそれに従い、「株主価値経営」を絶対的経営指針に設定し、株価と株主資本利益率の引き上げのための様々な施策を行う。利益を短期的に引き上げるために実物投資よりもM&Aや金融投資が選択される一方、労働者に対しては雇用の流動化や労働分配の引き下げなどが強制され、株主には配当や自社株買いなどを通じて利益の還元が行われた。ここでは、支配の金融化がもたらす企業の行動変化を基軸に金融化が説明される⁶⁸⁾。

第三の考えに従えば、主に階級論・権力論の視点から、株主や経営者、高額所得者といった「上部階級」が共同で行う、高所得のさらなる追求、階級権力復活のための諸戦略が、政府の新自由主義的な諸施策として実現されていくことを軸に、現代経済のさまざまな事象が説明される。ここでは金融化は、グローバル化などと並ぶ、新自由主義戦略の一つの経路として認識される。階級権力の実現形態としての新自由主義的な諸施策を結節点に、それが企業や家計の状況を変化させ、それらの対応として取られる様々な行動が、各部門の金融化として現れる⁶⁹⁾。

それら金融化をめぐる三つの潮流に対して、筆者は、企業における生産的投資の減退に軸を求めるとしても、株主の地位の高まりに基軸を求めるとしても、上部階級による高所得追求手段と

⁶⁷⁾ Foster and Magdoff (2009)などを参照。

⁶⁸⁾ 主にポストケインジアンやレギュレーション派の主張である。

⁶⁹⁾ Crotty (2005), Dumenil and Levy (2011)などを参照。クリップナーも国家の政策に重きを置くが、それらは意図的なものではなく、国家が直面する危機（そこには社会的危機、財政危機、正当性の危機が含まれる）に対する、場当たりの対応であったとする（Krippner (2011)）。

しての新自由主義に軸を求めるとしても、いずれも金融化を体系的に理解するうえで非常に有意義であり、それぞれは必ずしも対立する視点ではなく、分析上の重大な誤りを抱えているということでもない、と考える。一方で、第一の議論は、金融化を基本的に企業における変化の「結果」とのみ想定しており、分析がやや一方向的である点や、政府の金融化の視点が弱い点などで、第二の議論は、株主による企業経営への影響を過大評価している点や、機関投資家の実態（特に金融機関との関係性）の分析が必ずしも厳密になされていない点、家計・政府の金融化との関連の分析がやや弱い点などで、また第三の議論は、金融化をあくまで新自由主義の複数の経路の一つとして並列的に捉える点や、「金融」を一つの階級として広義に捉えるあまり、そこに存在する質的違いや階層性を必ずしも分析に反映させられていない点などで、それぞれ分析上の不十分さを残している。

そうした理由から、現在のところ金融化分析に決定的に不足しているのが、金融化の進展における金融機関、特に大手金融機関の役割や、それらの実際の業務・収益源の内実・変容、そしてそれらによる政治権力の行使など、金融機関行動に焦点を当てた詳細な分析である。実際、大手金融機関は、金融化の最大の促進者であると同時に最大の受益者であり、また最も強力な政治経済的権力の行使主体でもある。したがって、それらの行動の詳細な分析なくして、金融化アプローチは完成しえないし、金融化の再定義や評価、オルタナティブの提案なども成し遂げられない。筆者は、一握りの大手金融機関の存在とそれらの利益追求の強化・徹底こそが金融化の結節点となりうる、と考えるが、本稿ではそうした分析視角の重要性の提示にとどめ、それらの論証については稿を改める。

参考文献

- 小倉将志郎「1980・90年代における米国投資銀行の収益拡大と「M&A関連業務」」『一橋研究』第32巻第2号，2007年。
- 「サブプライム金融危機と「影の銀行システム」」『行財政研究』No.73，2009年。
- 高田太久吉「現代資本主義論としての『経済の金融化』論」『企業研究』第14号，中央大学企業研究所，2009年。
- 淵田康之「経済における金融セクターのシェアをめぐる論点」『野村資本市場クォーターリー』vol.16-3，野村資本市場研究所，2012年。
- ロナルド・ドーア『金融が乗っ取る世界経済』中央公論新社，2011年。
- Bank for International Settlements (BIS) (2013), *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at end-December 2012* (http://www.bis.org/publ/otc_hy1305.pdf).

- Crotty, J. (2005), 'The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era.' in Epstein, G. (eds), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- (2007), "If Financial Market Competition Is So Intense, Why Are Financial Firm Profits So High? Reflections on the Current 'Golden Age' of Finance." *Working Paper Series*, Political Economy Research Institute, No.134.
- (2013), 'The Realism of Assumption Does Matter.' in Wolfson, M. and G. Epstein (eds), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, NY, USA: Oxford University Press.
- Davis, G. (2009), *Managed by the Markets; How Finance Re-Shaped America*, NY, USA: Oxford University Press.
- Dumenil, G. and D. Levy (2011), *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge, MA, USA and London, England: Harvard University Press.
- Epstein, G. (2005), 'Introduction: Financialization and the World Economy.' in Epstein, G. (eds), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- and J. Crotty (2013), "How Big Is Too Big?" *Working Paper Series*, Political Economy Research Institute, No.313.
- Foster, J. and F. Magdoff (2009), *The Great Financial Crisis; Causes and Consequences*, NY, USA: Monthly Review Press.
- George, S. (2010), *Leurs Crises, Nos Solutions*, Paris: Editions Albin Michel (スーザン・ジョージ 『これは誰の危機か、未来は誰のものか』(荒井雅子訳) 岩波書店, 2011年).
- Greenwood, R. and D. Scharfstein (2012), "How to Make Finance Work." *Harvard Business Review*. June 2012.
- Johnson, S. and J. Kwak (2010), *13 Bankers; The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, NY, USA: Pantheon Books (サイモン・ジョンソン, ジェームズ・クワック 『国家対巨大銀行』(村井章子訳) ダイヤモンド社, 2011年).
- Krippner, G. (2011), *Capitalizing on Crisis; The Political Origins of the Rise of Finance*, Cambridge, MA, USA and London, England: Harvard University Press.
- Lapavistas, C. (2010) "Financialization and Capitalist Accumulation: Structural Accounts of the Crisis of 2007-9." *Research on Money and Finance Discussion Papers*, SOAS. No.16 (コスタス・ラパヴィツァス 「金融化と資本主義的蓄積」(横内正雄訳) 『季刊経済理論』第47巻1号, 2010年).

- Lazonick, W. (2013), 'From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology Is Destroying the US Economy.' in Wolfson, M. and G. Epstein (eds), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, NY, USA: Oxford University Press.
- Mandelbrot, B. and R. Hudson (2004), *The (Mis) Behavior of Markets; A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward*, USA: Basic Books (ベノワ・マンデルブロ, リチャード・ハドソン『禁断の市場』(高安秀樹監訳) 東洋経済新報社, 2008年).
- Nolke, A. and J. Perry (2007), "The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB." *Business and Politics*. Vol9, Issue3.
- Orhangazi, O. (2008), *Financialization and the US Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- Palley, T. (2013), *Financialization; The Economics of Finance Capital Domination*, Hampshire, England and NY, USA: Palgrave Macmillan.
- Stockhammer, E. (2013), 'Financialization and the Global Economy.' in Wolfson, M. and G. Epstein (eds), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, NY, USA: Oxford University Press.
- Taub, J. (2013), 'What We Don't Talk about When We Talk about Banking.' in Wolfson, M. and G. Epstein (eds), *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, NY, USA: Oxford University Press.
- Tomaskovic-Devey, D. and K. Lin (2011), "Income Dynamics, Economic Rents and the Financialization of the US Economy." *American Sociological Review*. Vol.76: pp.539-559.
- Wilmarth, A. (2009), "The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origin of the Subprime Financial Crisis." *Connecticut Law Review*, Vol.41, No.4.