

「金融化」論の功罪

神 野 光 指 郎

はじめに

1. 「金融化」論の概要とその限界
 - 1-1. 企業活動の「金融化」
 - 1-2. 家計と政府の「金融化」
 - 1-3. 「金融化」論で見る金融仲介構造の変化
2. 金融システム分析
 - 2-1. システム進化の視点
 - 2-2. 銀行業界と投資銀行業界の構造変化
 - 2-3. 金融業界の分化と分業構造
3. 非金融部門の「金融化」現象に対する異なる解釈
 - 3-1. 産業の新陳代謝
 - 3-2. もう一つの小さな政府

おわりに

は じ め に

第二次大戦後に、日本の経済・社会がアメリカから強い影響を受けてきたことは疑いようがない。バブル崩壊で自信を喪失してからは、さらにアメリカ型モデルへの信仰を強めたように見える。ドーアによると、その基本路線は消費者主権思想に基づく規制緩和、効率性と道徳性に優れたものとしての競争原理受け入れ、株主価値最大化を基調とする企業統治、株式市場を主軸とする経済と自己責任の徹底、および肥大化した市場主義福祉国家のスリム化である¹⁾。

ただし、アメリカ型モデルが常に同じ性格を持っていたという訳ではなく、

一般的には1980年代が大きな転機となって、ドーアの指摘するような要素が前面に出てきたと考えられている。そして、世界金融危機の以前から、それらの変化の軸として、経済の「金融化」という表現が使われるようになっていく。その表現が含意するのは、金融の影響力が、文化、地域開発、農業、インフラ運営、教育などあらゆる分野に及んでいるということである。

事実、金融危機後に浮き彫りとなった問題は、単なる金融市場の機能不全で片付けられない。企業役員の高額報酬と深刻な格差、一部地域での地価高騰と貧困地域における社会インフラの劣化などは、国内で民主主義の危機と表現されるほどの対立を生んでおり、アメリカ社会全体が重大な岐路に立っているのは明らかである。

それにも関わらず、アメリカ型モデルが根本的に修正されたようには見えない。むしろ Brexit やトランプ大統領への批判が、反「ポピュリズム」として結集し、既存のモデルを正当化することにつながりかねない。日本に至ってはアメリカ型を目指す改革圧力が加速しているようにすら感じられる。この推進力が何かを突き止めなければ、今後、民主主義世界が向かうべき方向は見えてこないのではないであろうか。

世界中で社会不安が高まる現在、現代社会・経済が直面する様々な問題を、それらの背後にあるメカニズムの解明という形で、包括的に把握しようという試みは大きな意義を持っている。「金融化」という表現の下に、広範な領域の研究分野が相互の参照を緊密化するようになれば、現代社会・経済の全体像が描きやすくなると考えられる。また、問題の解決に向けた社会改革の方向性について、幅広い合意が形成される可能性もある。

しかし、「金融化」論では金融の概念が極めて曖昧である。結果として、「金融化」論が対象とする領域において、「金融」がいかなるメカニズムを通

1) ドーア、ロナルド『金融が乗っ取る世界経済』中公新書、2011年、6～7ページ。

じて経済・社会全体に影響を及ぼしているのか具体化されているとは言い難い。また、金融の活動として、金融危機前に目立っていた現象が想定されており、しかもその理解が著しく正確さを欠く場合がほとんどである。そのため、危機後の大きな環境変化に対して、それ以前からの論理を適用するのに無理が生じている。

そこで本稿では、「金融化」論が抱える難点を明らかにし、議論の再構築に向けてどのような修正が可能かを考察する。最も重要なのは金融に対する理解である。これについては、「金融化」論が念頭においている金融現象をより正確に捉えるため、金融システムを分析する基本的な枠組みを提示する。それが、金融とその他の分野の相互作用を解明する上での土台となるであろう。

もちろん、あらゆる社会・経済問題の一貫した把握が、金融に対する理解を向上するだけで可能になる訳ではない。それでも「金融化」論を、金融システム分析の視点から再考するだけで、見えてくることは少なくない。

1. 「金融化」論の概要とその限界

「金融化」は、現代社会を表現する多様な表現の一つであり、それに関連する議論には複数の学問領域から多様な学派が参加している²⁾。Krippner が、それらの雑多な議論を整理し、その要点を全て包摂するように Epstein が

2) 高田の指摘によると、現代資本主義における変化に対して、どこに着目するかによってポストフォーディズム、サービス化社会、カジノ資本主義、格差社会など様々な表現が用いられる。「金融化」は、グローバル資本主義、情報化社会、新自由主義の隆盛と並び、それらのうちで最も頻繁に用いられる表現の一つである。そして、ポストケインジアン、レギュレーション学派、SSA 学派、伝統マルクス理論などが議論に参加している。高田太久吉「現代資本主義と『経済の金融化』－信用制度の役割と金融恐慌をめぐって－」, 2014 年, 1～7 ページ, <http://takuyoshi.sakura.ne.jp/index.php?%E8%AB%96%E6%96%87>。

「金融化」現象を定義している。それによると、「金融化」とは「国内外の経済活動において、金融的動機、金融市場、金融アクター、金融機構の果たす役割が高まる」³⁾ことを指す。この定義が、「金融化」論の出発点となっている。

このように網を大きく広げた定義によって、肝心の「金融」が抽象化されてしまった一方、非金融部門である家計、企業、国のレベルにわたって主要な特徴を絡め取ることができた。そして、ドーアは、それぞれのレベルで「金融化」を推進する要因として、世界的な投資意欲の低下、公的社会保障の衰退とリスクの個人化、所有権優越性の強化と企業共同体思想の衰退を挙げている⁴⁾。

これらの要因は、各レベルで多くの論者が「金融化」として指摘する特徴とよく対応している。しかも、それぞれの要因が無関係に生じているものでもない想定できる。そのため、雑多な議論が、一つの体系的な理論の構築に向けて動き始めたと考えられる。以下ではレベル毎に「金融化」として説明される変化を概観したい。

1-1. 企業活動の「金融化」

企業活動に関する「金融化」論が最も注目するのは、利害関係アプローチから株主至上主義への変化であろう。Lazonick and O'Sullivan によると、1990年代の末までには株主至上主義が先進国で支配的な企業統治の考え方になった。彼らによると、それはもともとアメリカでコングロマリット企業が成長力を低下させたことに端を発していた。問題の所在は大企業が多様な事

3) Epstein, Gerald A., "Introduction : Financialization and the World Economy", in Epstein, Gerald A. ed., *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, 2005, p.3. 金融機構は financial institutions の訳であり、単に金融機関を指すのかもしれない。しかし、直前にアクターがあるため、ここでは金融機構と訳しておいた。

4) ドーア、前掲、213 ページ。

業領域を中央集権的に運営しようとしたことであったが、金融経済学者はそれをエージェンシー問題と解釈した。ちょうど債券運用での不調に直面した機関投資家が、ERISA 成立を機に株式投資に乗り出し、企業に株主価値引き上げを求めるようになったということである⁵⁾。

エージェンシー理論が基礎になっていたことから、株主至上主義の広がりには経営者報酬に株価の動きを反映させる傾向を伴った。1980年代には買収ファンドが報酬体系の変更を先導し、1990年代には企業税法の変更がその動きを後押しすることになった⁶⁾。レーガン時代にキャピタルゲイン税率が引き下げられたこともあり、企業経営者は株価引き上げに対する強い動機を持つようになった。多くの「金融化」論者は、それが経営者に成果が不確実な長期投資よりも、株主還元を優先させることになったと見ている。

例えば Lazonick は、アメリカの大手企業が「内部留保と再投資レジーム」によって、各産業分野において高いシェアを獲得し、多くの雇用を抱えていたが、1980年代までには一部の経営者が「規模縮小と配分レジーム」にシフトしたことで、価値の創出が鈍化し、株主や経営者に価値が抜き取られるようになったと主張する。ここで、価値創出の鈍化は、固定資本に対する長期投資の抑制だけでなく、人的資本への投資縮小によって組織的学習が蓄積されなくなったことの影響もあると想定されている⁷⁾。

5) Lazonick, William and Mary O'Sullivan, "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000, pp.15-17. そして、1990年代以降の米株価上昇に乗って、世界的にその考え方が広がり、1999年のOECD企業統治原理において、もっぱら株主価値に注目して企業統治を行うことが推奨されるようになった。

6) クリントン政権初期の税制変更によって、100万ドルを超える報酬は、企業業績に結びついていない限り法人税の控除が制限されるようになった。Davis, Gerald F. and Suntae Kim, "Financialization of the Economy", Draft chapter for Annual Review of Sociology, January 13, 2015, p.13.

7) Lazonick, William, "Innovative Enterprise Solve the Agency Problem: The Theory of the Firm, Financial Flows, and Economic Performance", Institute for New Economic Thinking, *Working Papers*, No.62, August 28, 2017, pp.5-6.

つまり企業活動の「金融化」は、固定資本投資の縮小によって成長を鈍化させ、同時に経営者報酬を引き上げながら雇用と賃金を抑制することによって深刻な格差を生み出すことになったと考えられている。「金融化」論はほぼ例外なく格差問題を重視しており、それが株主至上主義への注目につながっていると表現した方が適切かもしれない。Dunhaupt の場合は、配当、利払い、経営者報酬と労働者賃金・給与の綱引きにおいて、労働者が不利になった一因として株主圧力の高まりを挙げている⁸⁾。

Lazonick にせよ、Dunhaupt にせよ、「金融化」を成長力毀損の要因として捉えている面が大きい。Lazonick が価値の抜き取りという時、それは本来長期的な投資に向けるべき利益が企業から流出していることを問題視している。また Dunhaupt は、労働分配率の低下が、消費需要を縮小させることで成長を鈍化させる点を指摘している。

これに対して、成長鈍化が「金融化」をもたらしているという説明もある。「金融化」による成長鈍化を強調する議論が、ポストケインジアンと見られる論者で多いのに対して、成長鈍化から「金融化」の経路を強調するのはマルクス理論の系譜に見られることが多い。例えば Foster は、Paul Sweezy などの独占資本の議論を引用し、1970年代にはすでに縮小する投資機会を求めて、金融的な投資に向かう動きが顕著になっていたと主張する⁹⁾。

そして、成長鈍化から「金融化」という経路でも、やはり所得格差の拡大に結びつく。Lin and Tomaskovic-Devey はその因果関係を次のように説明する。

8) Dunhaupt, Petra, “The effect of financialization on labor’s share of income”, Institute for International Political Economy Berlin, *Working Paper*, No.17/2013, p.8. 他の要因はグローバル化による競争激化、企業による海外移転の容易化、M&A 活発化、政府部門の活動縮小である。

9) Foster, John Bellamy, “The Financialization of Capitalism”, *Monthly Review*, An Independent Socialist Magazine, April 1, 2007, <https://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism/>.

1970年代における経済低迷を受けて、新自由主義に基づく規制緩和が推進されるようになった。その結果、非金融部門も金融活動への参入が容易になり、GM, GE, Sears, AT&T といった大企業が手っ取り早い収益活動として金融分野に乗り出した。しかし、その背景にはコングロマリット下で経営中枢部が傘下事業部門を取引可能な資産と見なすようになっていたことがあった。経済とコングロマリット経営の不調もあって、1980年代に株主からの圧力が強まると、経営者の目標が市場シェアから株価に移り、株価引き上げを目指して事業ポートフォリオが柔軟に組み替えられるようになった。その結果、従業員の交渉力が低下し、賃金が圧縮されるようになったということである¹⁰⁾。

収益率に応じて資源を配分するということは、Lin and Tomaskovic-Devey が指摘するような GM などにおける本業への投資優先度の低下だけでなく、収益性の低い事業からの撤退も伴う。1980年代に M&A ブームが生じてから、10年以内に Fortune 500企業の1/3近くが買収され、多くの場合その後非関連部門が切り離されることになった。Davis and Kim は、この展開を、長期雇用と安定した年金を提供していた複合企業が、株価引き上げのために分解された組織に取って代わられたと評価している¹¹⁾。これは正に Lazonick のいうところの「規模縮小と配分レジーム」である。

このように見ると、「金融化」から成長鈍化という経路と、成長鈍化から「金融化」という経路は相互に排他的という訳ではないことが分かる。Orhangazi は、米企業の1973～2003年のデータを利用して、「金融化」と実物投資の負の相関を計測している。その際、金融投資への傾注によって実物投資を閉め出すという可能性と、内部資金の減少、投資ホライズンの短期化、

10) Lin, Ken-Hou and Donald Tomaskovic-Devey, "Financialization and U.S. Income Inequality, 1970-2008", *American Journal of Sociology*, Vol. 118, No. 5, March 2013, pp.1291-1293.

11) Davis and Kim, *op.cit.*, p.13.

不確実性の高まりによって実物投資が抑制された可能性という、二つの経路を想定している¹²⁾。

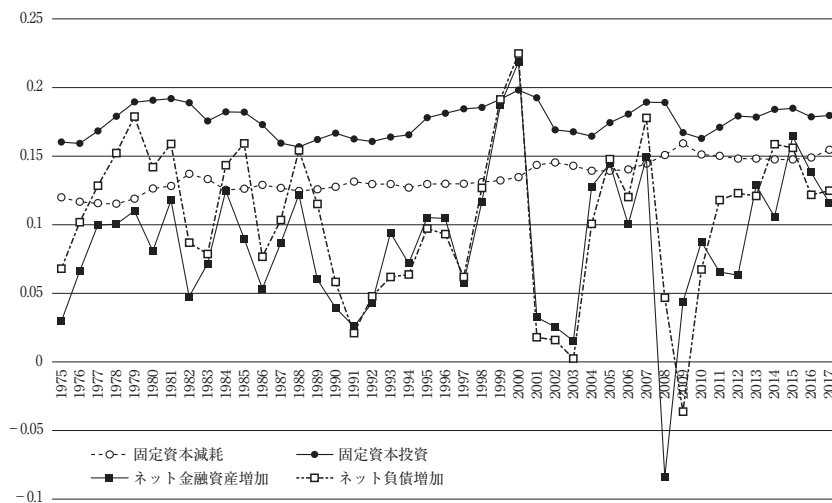
しかし、二つの経路は本質的な部分で相容れない。「金融化」から成長鈍化のルートを重視する際、株主と経営者に抜き取られさえないければ、企業には十分な投資機会があるとの前提が必要になる。そうすると、非金融企業が金融的な活動に向かうという必然性はない。それではなぜ「金融化」という表現を用いるのかといえ、金融市場（実際は株主）の果たす役割（株価引き上げ圧力）が高まったという点で「金融化」の定義と重なるからであろう。

一方、成長鈍化から「金融化」のルートを重視する場合、企業経営者（資本と表現しなければならないかもしれない）は自発的に新たな収益源を求めて、金融分野に参入すると考えることになる。それは、金融的な動機を持った金融活動であるため、「金融化」という表現は的を射ている。ただし、その論理展開には株主の圧力が不可欠な要素として入っておらず、金融市場の果たす役割は不明である。もし金融市場が非金融企業の投機的な活動によって膨張したということであれば、そこから「金融化」を正当化するだけの収益を多くの企業が獲得できるとは考えられない。

曖昧な定義を採用することによって、幅広い学問的な系譜の議論を、「金融化」という土俵に乗せることにはつながったが、それでは体系的な論理を組み立てることはできない。いくつかの研究で、二つの経路をとともに論じるほど、同じような現象を扱っていることは、それら理論の対象とすべき事象を、一方だけの論理展開だけでは説明することが出来ないことを物語っている。

12) Orhangazi, Ozgur, "Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003", Political Economy Research Institute, *Working Paper Series*, Number 149, October 2007, p.4.

図1 非金融企業投資のグロス付加価値に対する比率



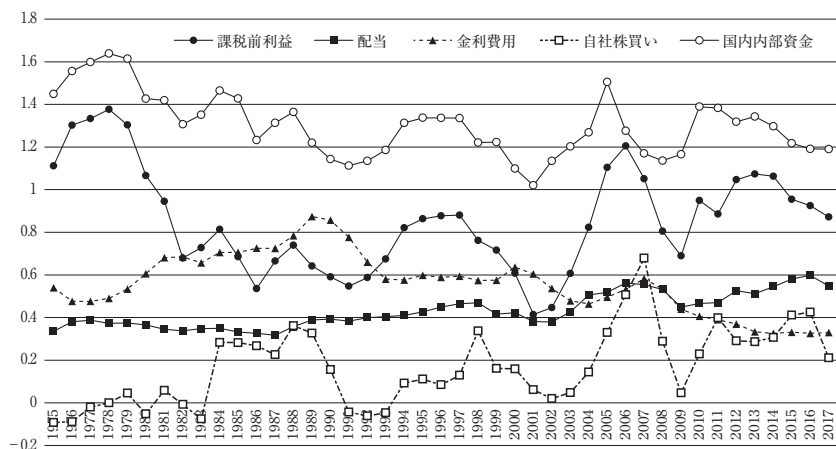
注) それぞれグロス付加価値に対する比率。固定資本投資は F.102, その他は S.5.a の数値を利用している。S.5.a では2017年の数値を F.102 と別の発行分から取っている。

出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States 各号より作成。

代替的な見方については後述するとして、ここでは以上の議論を念頭に、企業の「金融化」に関する基本的なデータを確認しておきたい。図1は米企業による投資の動向をグロス付加価値との対比で見たものである。まず固定資本投資は、徐々に資本減耗との差が縮小しているように見える。これに対して、当初は負債の増加が金融資産獲得を上回っていた状態が、1990年代からは両者がほとんど同じ水準を推移するようになった。これは、負債調達による固定資本投資が減少し、それが金融資産投資に向かったと解釈することも可能である。

しかし、確かに1990年代末からは金融資産投資が高い数値を記録する局面が現れるようになったものの、それは単に振れ幅が大きくなったからであるとも言える。そして、1970年代からすでに金融資産投資は負債の拡大と連動

図2 非金融企業の利益と株主還元の固定資本減耗に対する比率



注) それぞれ固定資本減耗に対する比率。自社株買いはネット負債増加の中の企業株の数値に-1をかけて符号を入れ替えたもの。課税前利益と国内内部資金はF102, その他はS5.aの数値を利用している。

出所) 図1と同じ。

しており、しかもそれらが上昇する局面では、固定資本投資も水準を高めていることが多い。少なくとも企業部門全体を見た場合、金融資産への投資が、固定資本投資を犠牲にして行われるようになったと言うことは困難である。

次に図2を参照されたい。資本減耗に対する比率をとると、「金融化」論で金融市場への支払いと表現される自社株買いは期間中を通じて、配当は1980年代の末から上昇傾向をたどっていると言える¹³⁾。ただし、金融市場への支払いに含められることが多いもう一つの項目である利払いは、1980年代

13) 例えばドーアは、金融市場への支払いとして、利子、配当、自社株買いを挙げている。ドーア、前掲、35 ページ。また、ここでは Integrated Macroeconomic Accounts の net incurrence of equity liabilities を自社株買いとしているが、それは Gruber and Kamin にならっている。Gruber, Joseph W. and Steven B. Kamin, "Corporate Buybacks and Capital Investment: An International Perspective", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper Note*, April 2017, Data Appendix.

末のLBOブーム時をピークに、その後は低下傾向をたどっている。図1で見た負債急増期に利払いコストがやや高まることはあっても、その後の大胆な金融緩和が常に金利負担の重荷を取り去ってきたと考えられる。特に危機後においては、負債増加が続いても金利コストは低下している。

課税前利益と国内内部資金を見ると、2000年代初頭までは低下傾向にあったと見る事が出来る。しかし、課税前利益の低下に対して、利払いはあまり重要な説明要因とは言えない。課税前利益と内部資金の開きにしても、配当で説明できる部分は小さいであろう。そして、自社株買いについては課税前利益と同じ方向に動いていることが多い。それは、同じ期とは限らないにしても、利益水準が高まる環境において自社株買いが行われるという単純な関係の表れかもしれない。いずれにしても、2000年代以降だけを見ると利益と内部資金が低下傾向をたどっているようには見えず、配当と自社株買いが経営を圧迫していると言にくい。

ただし、以上はあくまでマクロの話である。企業財務というものは、やはり企業のミクロな活動に結びつけて解釈する必要がある。

1-2. 家計と政府の「金融化」

「金融化」論が総じて所得格差の拡大に注目していることは上述のとおりである。そして、所得格差が、家計を「金融化」に向かわせる中心的な要因と考えられている。所得格差が、企業の報酬の問題であることから考えれば、家計の「金融化」は、企業の「金融化」から派生しているということもできる。

「金融化」論では、所得格差が負債への依存に帰結することを家計の「金融化」の一つと見なしている。1980年代以降、一部の高額所得者がますます豊かになる一方、それ以外の人々は所得が伸び悩むか、貧しくなってきた。その結果、少なくともアメリカにおいて、中間層以下は医療、教育、住宅購

入などのため、負債への依存を強めたと言われる。金融規制緩和によって金融機関の貸出競争が激しくなったことは、家計が消費や投資において負債に依存することを容易にした。企業の「金融化」で投資が減退したと見なす論者にとって、経済はますます消費の刺激に依存したものに映る¹⁴⁾。

アメリカではクレジットカードに依存した消費が度々問題になっている。リーマンショックで下火になったかと思いきや、近年は再び脚光を浴びているようである¹⁵⁾。これは必ずしも格差問題によって引き起こされているとも言えないが、さらに深刻なのは学生ローンの膨張である¹⁶⁾。経済的に取り残された人々の苦境を目の当たりにして、負け組になるまいと負債を背負い込むのは、格差社会が生み出した現象であることは間違いない。

それでは、負債依存という意味での家計の「金融化」をデータによって確認しておきたい。図3を参照されたい。データには高額所得者も含むため、格差の影響を見ることはできない。しかも、非営利組織だけでなく、ヘッジファンドやPEファンドも分類に含まれているため、家計の状況を見るというだけでも、かなり問題があるデータである。それでも、大まかな状況くらいはつかめるであろう。

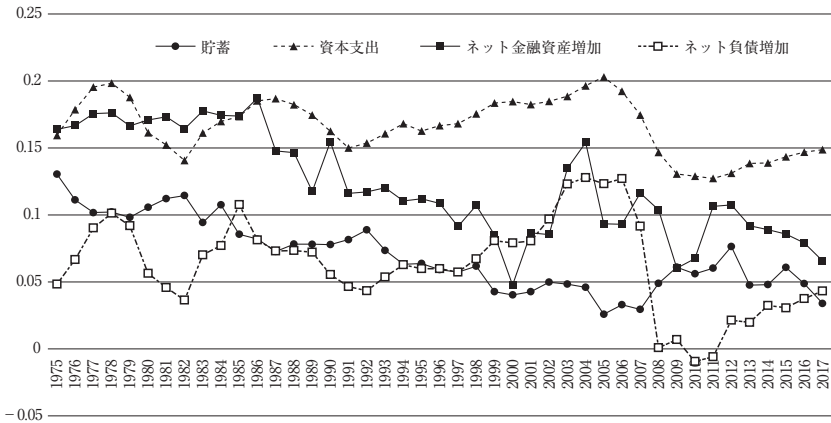
まず可処分所得に対する貯蓄の比率であるが、2000年代半ばまでかなり明瞭な低下傾向をたどっている。しかし、負債はというと、貯蓄と逆の動きをしている訳ではない。1990年代から2000年代半ばにかけて大きな上昇が見られるが、恐らく金融危機の影響を受けて急落し、2010-2011年はマイナスに落ち込んでいる。ただし、その後は上昇傾向を再開しているようである。

14) Storm, Servaas, “Financialization and Economic Development: A Debate on the Social Efficiency of Modern Finance”, Institute of Social Studies, *Development and Change*, 49(2), March 2018, p.309.

15) Pak, Nataly, “Credit card debt surpasses \$1 trillion in the US for first time”, ABC News, March 8, 2018.

16) Krupnick, Matt, “\$1.5tn in debt: student loan crisis shatters a generation’s American Dream”, *The Guardian*, October 4, 2018.

図3 家計・非営利組織の貯蓄と投資の可処分所得に対する比率



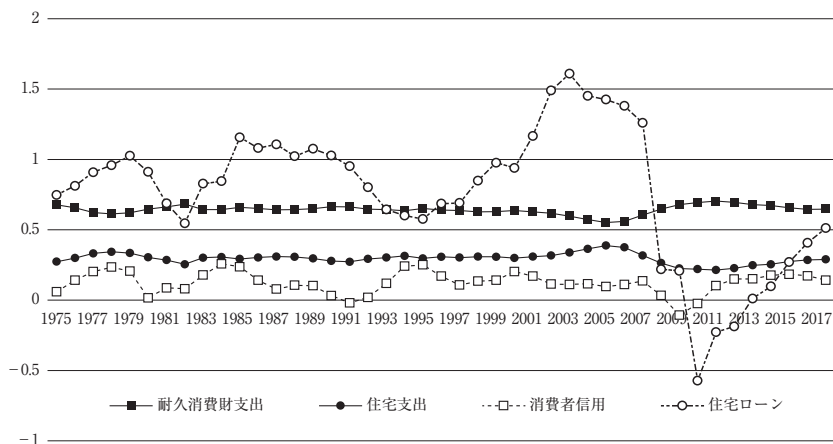
注) それぞれ可処分所得に対する比率。全て F.101 の数値を利用。

出所) 図1に同じ。

貯蓄率が低下しているにもかかわらず、負債がさほど増加していないのは、ネット金融資産の獲得が比率を低下させていることと関係している可能性がある。金融資産の購入を抑制するか取り崩しを増やせば、負債を拡大しなくても消費水準を維持できるかもしれない。あるいは資産価格上昇の影響を考えれば、貯蓄と金融資産獲得を抑制しても、それほど心配する必要はないのかもしれない。しかし、金融資産の購入は可処分所得に対する比率を低下させたとは言え、つねにネットでプラスを維持しており、負債増加分を下回るケースが常態化した訳ではない。

負債の動きは、貯蓄低迷を補うためというより、投資のためと見た方がよいであろう。資本支出と負債増加の動きは、かなり密接に連動している。そこで次に図4を参照されたい。資本支出に占める各項目の比率には大きな変化が見られない。住宅価格がピークを迎えた2006年までの時期にかけて緩やかに住宅投資がシェアを高め、サブプライム問題顕在化を受けて一時的に逆方向に動いた後、2010年以降は再びシェアの回復に向かっている。耐久消費

図4 家計・非営利組織の資本投資と負債



注) 耐久消費財支出と住宅支出は資本支出に対する比率。消費者信用は耐久消費財支出，住宅ローンは住宅支出に対する比率。全て F.I01 の数値を利用。

出所) 図1に同じ。

財の購入は，住宅投資とほとんど対称に動いているだけである。

これらの家計投資に対して，関連する負債がどれだけ増加しているかを比較すると，消費者信用利用の耐久消費財購入に対する比率はほとんど一定の範囲で上下しているだけである。わずかな例外を除いてプラスを維持しているため，残高としては徐々に積み上がっているにしても，耐久消費財の購入をますます負債に依存するようになったとまでは言えない。

これに対して，住宅購入に対する比率で住宅ローンは，大きな変動を伴いながらも，2000年代前半のブーム期にかけてかなり比率を上昇させている。図3と合わせて考えると，負債増加の大部分が住宅購入を目的にしたものであったと言っても間違いないであろう。そうすると，やはり負債依存という形の「金融化」が進行していると表現することはできる。

「金融化」論者ではないが，元イングランド銀行総裁の King は，グローバルインバランスによってもたらされた先進国の低金利が，中央銀行の物価目

標政策によって正当化され、資産価格の長期的な上昇をもたらしたと指摘する。それは住宅を購入するために必要なローンの金額を持続的に大きくして行き、それに応じて負債残高が積み上がることになる¹⁷⁾。バブル崩壊で一度は負債が整理されても、同じプロセスが繰り返されようとしているのかもしれない。企業の「金融化」による所得格差の拡大は、所得低下が住宅購入意欲を冷え込ませない限り、状況を悪化させる要因にしかない。

一方、住宅購入に伴う負債拡大という意味での家計の「金融化」は、政府の「金融化」と呼ばれる変化とも関連している。それはドーアが挙げた「金融化」促進要因の内、所有権優越性の強化という部分である。多くの個人が住宅の購入に向かうのは、それがアメリカンドリーム象徴であるからと同時に、政府の住宅所有促進策の影響もある。より多くの人間が住宅を購入するようになれば、住宅価格が上昇し、それが継続する限り住宅価格の恩恵を受ける層が広がっていく。その結果、資産価格の上昇に対する強い政治的関心が形成されることになるという説明がある¹⁸⁾。

所有権優越性の強化は、企業統治における株主至上主義にも結びついていて、個人に所有を促す動きにも対応しているのである。公的な社会保障に加え、企業による従業員福利厚生も縮小される中、「所有者社会」では不安定性がリスクを取って成功する機会として称揚されることになる¹⁹⁾。個人は将来に備え、自ら資産形成を行わなければならない。そのために、金融市場への関与が深まり、資産価格の変動から受ける影響が大きくなる。これは家計の「金融化」であり、それを促進する政府の「金融化」でもあると見なされる。

17) King, Mervyn, *The End of Alchemy*, 2016（遠藤真奈美訳『錬金術の終わり：貨幣、銀行、世界経済の未来』日本経済新聞社、2017年、43ページ）。

18) Blakeley, Grace, “The latest Incarnation of Capitalism”, JACOBIN, September 5, 2018, <https://www.jacobinmag.com/2018/09/financialization-capitalism-debt-globalization-crisis>.

19) Davis and Kim, *op.cit.*, p.21.

政府の「金融化」は、リスクテイクを推奨することに限定されない。実際に様々な税制措置を利用して、リスクテイクを優遇している。その最たる例がキャピタルゲインに対する極めて低い税率である。これが所得格差の重大な要因になっていることは明らかである。推進派は税率を引き上げてリスクテイクを罰するようなことをすれば、投資が縮小して経済に悪影響を与えると主張する。しかし、Buffett ですら、キャピタルゲインの税率が高いからと言って投資しない投資家の話など聞いたことがないと語っている²⁰⁾。それでも所有者優遇の方針が転換されそうにはない。

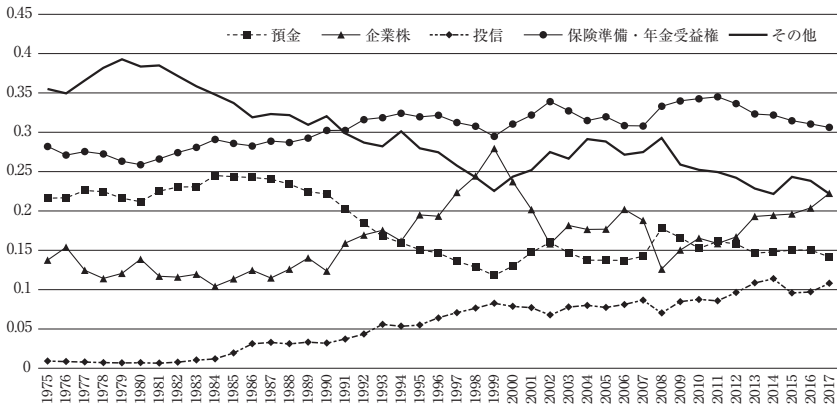
政府による政策をどのように呼ぶのかは別にして、この方針が企業の「金融化」と呼ばれる現象と、家計による金融市場への参加拡大という意味での「金融化」、そして場合によっては負債拡大という意味での「金融化」と相互に作用し合っているということは否定できない。

それでは、図5によって個人による市場への参加度を確認しておきたい。これもマクロ統計であり、かつ家計以外も含まれているという点に注意しなければならないが、全体として見ると、株式の直接的な保有は1990年代末の山を除くと一貫した上昇基調になっている訳ではない。それよりも年金と保険を通じた間接的な参加が緩やかながら上昇し、1990年代以降は30%を超えている。確定拠出年金という形で加入者がリスクを負っている部分も大きいであろう。もう一つ注目すべきは、投資信託がほとんど無視できるような値から、10%を超えるまでに伸びていることである。やはりリスクは取っているが、間接的な参加である。

一方、比率を低下させたものに預金がある。しかし1990年代を除くと意外に踏ん張っている。一因は預金と言っても多様な形態があり、しかもMMFなどもこの項目に含まれていることである。もう一つは「その他」であるが、

20) Buffett, Warren E., "Stop coddling the super-rich", *The New York Times*, August 14, 2011.

図5 家計・非営利組織の金融資産内訳



注) それぞれ総金融資産に対する比率。その他には負債証券，ローン，非企業形態事業持ち分，未分類資産を含む。全てL101の数値を利用。

出所) 図1に同じ。

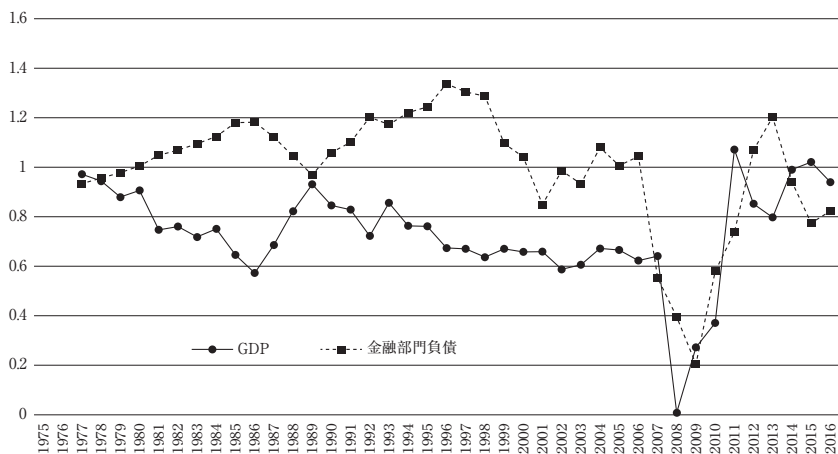
この中では非企業形態の事業に対する持ち分がかなり大きな比重を占めている。これがもし小規模な自営のような事業を指すのであれば，長期的な比率の低下傾向は「所有者社会」がパパ・ママ・ショップ等には当てはまらないことを意味している。

1-3. 「金融化」論で見る金融仲介構造の変化

「金融化」論のロジックでも企業，家計，政府の「金融化」と表現する現象は相互に独立ではない。雑多な「金融化」論を一つのまとまりにしているのは，金融に対する認識である。金融の「肥大化」こそが，あらゆる「金融化」現象の核になっているとの認識が「金融化」論の最大の特徴と言える。

図6を参照されたい。年ごとのデータでも確認できるが，3年移動平均にすると，より明瞭な形が現れる。金融部門の負債の伸びが全体よりも上回るペースになる局面では，負債の伸びに対するGDPの伸びが低下する傾向が見られる。データは因果関係を示すものではないが，こうした動きを見て，

図6 GDPと金融部門負債対前年伸び率の負債対前年伸び率に対する比率



注) それぞれ前年伸び率の全部門負債合計対前年伸び率に対する比率で3年移動平均。

出所) 図1に同じ。

金融部門の負債が「過剰」になると、経済に悪影響を与えるという議論が出てきても不思議ではない。

金融が「肥大化」しているとの論調は、固定相場制の崩壊後の資本移動拡大と為替取引急増を受けて勢いを得たと思われる。1980年代以降に金融市場の混乱が頻発するようになったことは、「肥大化」の議論に油を注いだ。そして、2000年代の金融危機後には、主流派ですら「肥大化」を口にするようになった²¹⁾。

21) 例えば池尾は次のように述べている。「1990年を境に、日本は別として、欧米の金融産業は肥大化しました。しかし、それは一夜にして起こった訳ではなく、30-40年かけて金融の拡大が続いてきました。金融拡大の約30年を振り返ると、最初の20年ほどは有意義な面が強かったと考えています。しかし、最後の10年は弊害が目立つようになり、肥大化したといわれても仕方がない状態になったのだと思います」。21世紀研究所「研究主幹に聞く、『金融と世界経済—リーマンショック、ソブリンリスクを踏まえて』プロジェクト、『金融資本主義』について。慶應義塾大学経済学部教授、池尾和人氏」, 21 PPI NEWS LETTER, No.29, January 2013。

そこで、ある一定の水準までは金融の成長が経済に貢献するが、それを超えると悪影響を及ぼすようになるとの逆 U 字モデルが構築されるようになった。Cecchetti and Kharroubi は、まずデータ分析によって、民間信用の伸びが GDP を上回ると、それ以上の信用拡張は生産性の伸びを鈍化させ、金融部門の雇用に占めるシェアが3.5%に達すると、それ以上のシェア上昇は成長に悪影響を及ぼすとの結論を出した²²⁾。その後、金融部門に優秀な人材が偏ることによって、成長力は高くても担保に拠出できるものが少ない事業活動が制約を受けるというモデルで、逆 U 字現象を説明した²³⁾。

逆 U 字型の説明は、「金融化」によって成長が損なわれたとの経路を重視する論者にとって強力な援軍である。逆 U 字の下りを「金融化」と表現すれば、まさに「金融化」によって経済が下押しされているという想定と合致する。Epstein は、金融部門に資源が偏ることによるコストに加え、レントと危機コストを挙げて、1990-2023年にかけて米金融システムが経済全体にネットで22.7兆ドルのマイナスの影響をもたらすと推計した²⁴⁾。レントと危機コストが逆 U 字の登り部分に当てはめにくいことを考えると、資源偏重コストの議論は、渡りに船である。

しかし、経済全体に悪影響が及ぶ資源配分を偏重と呼ぶのであろうから、特定の部門に資源が偏重したから経済成長が鈍化したというのは同義反復でしかない。Philippon and Reshef の場合は、規制緩和によってリスク管理や IPO 関連の業務で優秀な人材が能力を発揮できるようになり、それが金融部門に人材を引きつけるようになったが、規制・監督が緩くなりすぎたために金融部門が過大な報酬を提示できるようになり、人的資本の偏重が生じたと

22) Cecchetti, Stephen G and Enisse Kharroubi, "Reassessing the impact of finance on growth", *BIS Working Papers*, No 381, July 2012, p.2.

23) Cecchetti, Stephen G and Enisse Kharroubi, "Why does financial sector growth crowd out real economic growth?", *BIS Working Papers*, No 490, February 2015, p.3.

24) Epstein, Gerald, "On the Social Efficiency of Finance", Institute of Social Studies, *Development and Change*, 49(2), March 2018, p.340.

説明している²⁵⁾。そうすると、問題は「金融化」というより、単なる規制・監督の失敗ということになってしまう。

そのためか、Epstein の「金融化」論は、レントと危機コストによって補強されている。Epstein がレントとしてあげるのは、安全網、TBTF、店頭デリバティブ市場の独占などである。危機コストは2000年代後半だけではなく、それ以前のものも含まれている。簡単に言えば、安全網と TBTF によって調達した不当に低コストの資金を投機的な活動で運用し、店頭デリバティブ市場の独占も手伝って大手金融機関が法外な利益を獲得するようになった。その結果、定期的に金融危機を引き起こし、負担を社会全体に押しつけているということである²⁶⁾。

なぜ金融機関がそのような行動を取り始めたかという点、やはり規制緩和という説明になっている。Epstein によると1970年代までは銀行が規制によってリスクテイクと異業種への参入を制限され、住宅ローンや長期信用供与によって適度なりターンが保証されていた「退屈な (Boring) 銀行業」の時代であった。それが規制緩和によって「どんちゃん騒ぎの (Roaring) 銀行業」へと変貌した²⁷⁾。

規制が緩和された要因として、「金融化」論でも脱仲介の動きが想定されている。しかも、かなり重大な出来事として捉えているようである。例えば Storm は、金融支配で最も顕著なのは、仲介が銀行やその他機関から市場にシフトしたことであるとしている²⁸⁾。また、Davis and Kim も、金融化の顕著な特徴は、仲介が金融機関から金融市場へとシフトしたことであり、それが社会機構に質的な変化を生み出すことが理解され始めたとしている²⁹⁾。

25) Philippon, Thomas and Ariell Reshef, "Wages and human capital in the U.S. Financial Industry 1909-2006", *NBER Working Paper*, 14644, January 2009, pp.30-31.

26) Epstein, *op.cit.*, 2018, pp.343-346.

27) *Ibid.*, p.333.

28) Storm, *op.cit.*, p.303.

Epstein の場合は規制緩和の要因をどのように考えていたのかは分からないが、もし脱仲介の動きであるとする、「金融化」論にとってあまり都合が良くない。脱仲介は家計や非金融企業が主体的に起こす行動を指しており、少なくともそこで中抜きされる金融機関は影響力が低下するはずである。それでは優秀な人材を引きつけられない。Philippon and Reshef のように、規制緩和によってリスク管理や IPO 関連で収益機会が広がっても、それは正当な対価でしかない。政府の信用力を後ろ盾にした独占力を強調するなら、それを利用して顧客から搾り取ることが可能になるはずであり、わざわざ高リスクの投機的活動にのめり込む必要性が理解できない。

一方、成長鈍化によって「金融化」したとの立場から見ると、話は単純である。高田による次のような表現が、金融に対する認識を端的に物語っている。彼によると、過剰蓄積によって信用が膨張し、その圧力を吸収して価値増殖機会を提供するため金融革新が進行した。金融化は、実体経済から遊離して、信用制度が独自の資本蓄積の仕組みを作り出したことの表れである。金融化は金融市場内部での利益獲得を目指す。最も直接的な方法は価格変動からの利益を獲得することである³⁰⁾。

勝手なイメージかもしれないが、マルクス主義を標榜する研究者にとって、金融取引の膨張は、現代社会の矛盾の表れでしかない。したがって、そうした現象が生じるメカニズムをそれ以上深く考察する意味が無い。それでは、金融革新と呼ばれる展開についての分析で立ち後れたとしてもやむを得ない。驚くべきは、ポストケインジアンですら、それと何ら変わらない金融に対する認識を持っていることである。

2000年代後半における金融危機の劇的な展開は、「資本主義体制」の矛盾

29) Davis and Kim, *op.cit.*, p.3. ただし、彼らの場合は市場の役割に関する認識が、他の「金融化」論とはやや異なっている。

30) 高田、前掲、9 ページ、12～13 ページ。

を明らかにする、あるいは金融がいかに「実体経済」に悪影響を及ぼすのかを解き明かす、絶好の機会となった。そのため、両陣営とも金融市場を単なる賭博場としか見ないような認識のまま、金融危機を引き起こしたメカニズムの説明に乗り出していった。それでは、あらかじめ決まった結論に見合う要素だけを取り出して、つぎはぎにすることにしかない。

以下で、主だったものを少し挙げてみる。いずれも危機後に登場した議論の一種であり、必ずしも相互に整合性はない。そして、それらの隙間に金融の寄生性に関する非難が埋め込まれている。

金融化現象は仲介過程が分解され、影銀行システムや店頭取引に委ねられるようになったことに伴って発生した。その変化は金融市場の不透明性と脆弱性を高めた³¹⁾。

必要な金融機能は融資、貯蓄への妥当な利回り、不確実性への保険を提供するだけであるが、金融はそれらニーズに応えるとして膨大な上部構造を構築した。結果としての手数料などの負担は実体経済の人達が負っている³²⁾。

金融化で鍵となるのは証券化、仕組み金融、レボ調達といった金融革新であり、それらがシステム全体の回転を促進して、金融活動を膨張させることに貢献する。その中で生み出される信用バブルは、PE ファンドやヘッジファンドが活動を活発化し、経済から富を抜き取るのに貢献する³³⁾。

金融産業は格差拡大とともに成長していた。富裕層は貯蓄性向が高く、投資資金を豊富に持つ。それを資産管理業者が運用する。預かり資産獲得を巡って資産管理業者の競争が激化し、その需要に牽引されて手っ取り早くリターンが獲得できる新種の金融商品が生み出された。ただし、資産管理業界には預金保険がなく、流動性と安全性を求めて運用対象がレボや証券化商品

31) 高田、前掲、5～6 ページ。

32) ドーア、前掲、33 ページ。

33) Epstein, *op.cit.*, 2018, p.334.

に偏る。リスク変換の需要が拡大するにつれ、影銀行システムが拡大した。そこに担保を供給したのが銀行による貸出債権売却である。銀行は危機前に信用力の低いローンを漁るようになった³⁴⁾。

以上の議論は、仲介過程の分解、複雑な信用関係と言いながら、大手の金融機関がほとんどの役割を果たしているという話に帰結する。多様な参加者が相互にどのような関係を持っていたのかは明らかにされない。そのため、大手の金融機関が膨大な利益を上げていたと言うだけで、どのようにそれを獲得したのかは分からない。単にレバレッジを利用して大手が多大なリスクを抱え込んだというのであれば、仲介過程の分解の説明など必要ない。

さらに問題なのは、危機の説明だけのために出てきたような議論を「金融化」論の軸に据えると、危機後の展開を見たとき、金融部門以外の「金融化」現象には大きな変化が見られないにもかかわらず、金融部門だけ「金融化」が終焉を迎えたということになりかねない。

表1を参照されたい。アメリカ全体の負債残高は大規模金融緩和の影響も手伝って、危機後に大きく膨らんでる。その中でシェアを高めているのは連邦政府である。非金融企業の負債も大きいが、シェアは2010年にかけて低下した部分を取り返したという状況である。金融部門はというと、図6を見ると危機後に負債全体よりも大きく伸びているが、それを牽引したのは投資信託である。この数字は負債ではなく、預かり資産である。その他では連銀を含む通貨当局がシェアの伸びとしては大きい。

危機に関与したと考えられる部門は総じて数字を低下させている。公的MBSはGSEのバランスシートに移転されたことでシェアを低下させている。GSE本体も移転後に数値を高めている訳ではない。ABS、金融会社、証券ブローカー・ディーラーはシェアが低下している。いずれも危機後に金額が

34) Storm, *op.cit.*, pp.310-2-313.

表1 総負債に占める各部門のシェア (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
家計と非営利組織	12.33	12.45	12.12	11.81	11.43	10.86	10.36	9.89	9.48	9.33	9.31	9.22	9.04
非金融会社形態事業	11.34	10.94	10.88	10.94	10.49	10.42	10.59	10.66	10.64	10.67	11.42	11.55	11.31
非金融非会社形態事業	4.24	4.41	4.51	4.80	4.66	4.47	4.35	4.27	4.09	4.09	4.37	4.42	4.35
連邦政府	7.47	7.09	6.78	7.80	8.94	10.09	10.68	11.06	11.09	11.14	11.26	11.34	11.09
州政府・地方自治体	3.47	3.22	3.10	3.95	3.93	4.07	4.16	4.00	3.52	3.38	3.66	3.59	3.27
通貨当局	0.88	0.83	0.79	1.86	1.82	1.91	2.23	2.12	2.78	2.98	2.89	2.76	2.60
民間預金機関	11.29	11.10	10.96	11.78	11.20	10.99	11.38	11.27	11.30	11.55	11.42	11.37	11.21
生損保	4.92	4.85	4.62	4.18	4.34	4.46	4.47	4.43	4.45	4.42	4.47	4.48	4.49
公的・私的年金	11.63	11.39	10.93	10.13	10.81	11.56	11.49	11.54	11.75	11.73	11.51	11.52	11.58
MMF	2.02	2.12	2.55	3.11	2.65	2.17	2.02	1.92	1.84	1.77	1.76	1.67	1.64
投資信託	6.71	7.20	7.37	5.07	6.44	7.17	6.98	7.91	9.28	9.79	9.74	10.04	11.31
GSE	2.77	2.57	2.59	2.81	2.42	5.21	4.87	4.51	4.34	4.21	4.13	4.09	3.94
連邦機関・連邦支援機関	3.60	3.55	3.76	4.11	4.37	0.90	1.00	1.04	1.08	1.08	1.13	1.18	1.23
保証担当プール	3.44	3.85	3.80	3.40	2.68	1.76	1.52	1.28	1.02	0.91	0.86	0.75	0.67
ABS 発行主体	1.85	1.74	1.64	1.56	1.33	1.23	1.17	1.05	0.98	0.95	0.88	0.79	0.71
金融会社	0.54	0.53	0.49	0.42	0.40	0.41	0.50	0.59	0.62	0.67	0.64	0.62	0.62
REITs													
証券ブローカー・	3.54	3.79	3.89	2.85	2.57	2.68	2.64	2.63	2.29	2.09	1.81	1.72	1.74
ディーラー													
持株会社	0.72	0.80	0.88	1.02	1.47	1.39	1.30	1.62	1.47	1.39	1.04	1.17	1.34
ファンディング・													
コーポレーション	1.43	1.35	1.47	1.89	1.44	1.27	1.11	0.97	0.88	0.86	0.96	1.03	1.02
その他世界	5.79	6.22	6.87	6.52	6.62	6.98	7.20	7.22	7.09	6.97	6.74	6.70	6.84

注) 年金は受益権。MMF と投資信託は発行持ち分残高。
出所) 図1に同じ。

横ばいないし減少している。表には載せていないが、危機後はデリバティブ取引も伸び悩んでおり、金融技術革新の面から金融を拡大する推進力は、危機後に失われているとの指摘もある³⁵⁾。

この背景には、危機によるリスクテイク意欲の低下に加え、ドッド＝フランク法およびバーゼル2.5とバーゼルⅢといった規制強化の影響もあることは間違いない。表1で民間預金機関は負債の伸びが危機後に回復しているが、その中では預金が顕著に比率を高めている。一部はMMFからシフトしたのであろう。同時に資産側ではトレーディング資産の比率が低下し、中でもLevel 3の低下幅が大きかった³⁶⁾。バランスシートは拡大していても、その内容は「Boaring バンキング」に回帰しているかのような状況である。

次に表2によって大手金融機関の収益性を確認しておく。ブローカー・ディーラー業界では危機前に目立って数値が大きいくということもなく、危機時の落ち込みと2009年の異常な回復を経て、その後は危機前と似たような水準に回復している。被保険銀行では明らかに危機前に比べてROEは低下しているが、ブローカー・ディーラーよりはやや平均的に高い数値になっている。ROAも危機後に若干の水準低下は見られるが、危機時からはかなり回復している。

大手5社はグループレベルであるが、当初はJPMCを除いて業界水準を大きく上回るROEの水準であった。ところが、危機後には業界全体と全く同じ水準になっている。ROAについては危機前においても業界を大きく上回っているということもなかったが、危機後は危機前の水準を回復、もしくは上

35) 北原徹「ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉」『立教経済学研究』第71巻第2号、2017年10月、134ページ。

36) こうした傾向は先進国に共通する。G-SIBsを取り上げると、トレーディング資産比率の中央値は2009年20%から2016年10%に低下し、Level 3は同時期に20%から5%になった。預金比率の上昇と短期調達比率の低下も先進国に共通する現象である。Committee on the Global Financial System, “Structural changes in banking after the crisis”, BIS, *CGFS Papers*, No 60, January 2018, pp.19-21.

表2 証券会社と商業銀行の業績

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
NYSE 報告商会							
課税前利益 (\$m)	10,411	6,919	16,750	13,680	9,446	20,894	-11,302
課税前 ROE (%)	12.0	8.3	18.6	14.2	9.4	19.0	-10.4
被保険銀行							
課税前利益 (\$m)	111,247	133,286	151,458	153,305	167,598	185,112	142,127
課税前 ROA (%)	1.7	1.9	2.0	1.8	1.9	1.8	1.3
課税前 ROE (%)	18.7	20.6	21.9	18.0	18.4	18.0	12.4
大手 5 社							
Goldman Sachs							
課税前利益 (\$m)	3,696	3,253	4,445	6,676	8,273	14,560	17,604
課税前 ROA (%)	1.2	0.9	1.1	1.3	1.2	1.7	1.6
課税前 ROE (%)	20.3	17.1	20.5	26.6	29.5	40.7	41.1
Morgan Stanley							
課税前利益 (\$m)	5,684	4,720	5,767	6,685	7,361	11,000	3,441
課税前 ROA (%)	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8	1.0	0.3
課税前 ROE (%)	25.8	20.4	20.8	23.6	25.2	31.0	11.0
Bank of America							
課税前利益 (\$m)	10,117	12,991	15,861	20,908	24,480	31,973	20,924
課税前 ROA (%)	1.6	2.0	2.2	1.9	1.9	2.2	1.2
課税前 ROE (%)	20.9	25.8	33.1	21.0	24.1	23.6	14.3
Citigroup							
課税前利益 (\$m)	21,897	20,537	26,333	24,182	29,433	29,639	1,701
課税前 ROA (%)	2.1	1.9	2.1	1.6	2.0	1.6	0.1
課税前 ROE (%)	27.0	23.7	26.9	22.1	26.2	24.7	1.5
JPMorgan Chase							
課税前利益 (\$m)	2,566	2,519	10,028	6,194	12,215	19,886	22,805
課税前 ROA (%)	0.4	0.3	1.3	0.5	1.0	1.5	1.5
課税前 ROE (%)	6.2	6.0	21.7	5.9	11.4	17.2	18.5

注) 被保険銀行の課税前利益は、課税前営業利益に証券損益を加えたもの。NYSE 報告商会以外は ROA と ROE を、それぞれ期末の総資産、株主資本を利用して計算している。

出所) NYSE 報告商会は SIFMA, *Fact Book*, 被保険銀行は FDIC, *Historical Statistics on Banking*, 大手 5 社は各社 Form 10K の数値を利用して作成。

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
-42,587	58,576	25,092	7,747	24,002	17,009	16,342	15,237	18,260	25,190
-37.9	40.3	15.3	5.0	14.1	9.6	9.2	8.7	10.5	13.7
16,105	-2,504	112,340	156,307	183,316	208,631	202,961	217,393	226,632	242,608
0.1	0.0	0.9	1.2	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
1.4	-0.2	8.4	11.1	12.3	13.7	12.6	13.0	13.0	13.3
2,336	19,829	12,892	6,169	11,207	11,737	12,357	8,778	10,304	11,132
0.3	2.3	1.4	0.7	1.2	1.3	1.4	1.0	1.2	1.2
3.6	28.0	16.7	8.8	14.8	15.0	14.9	10.1	11.9	13.5
2,287	857	6,202	6,114	515	4,482	3,591	8,495	8,848	10,403
0.3	0.1	0.8	0.8	0.1	0.5	0.4	1.1	1.1	1.2
4.5	1.6	9.5	8.7	0.7	6.5	5.0	11.2	11.5	13.3
4,428	4,360	-1,323	-230	3,072	16,172	6,855	22,154	25,153	29,213
0.2	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.8	0.3	1.0	1.1	1.3
2.5	1.9	-0.6	-0.1	1.3	7.0	2.8	8.6	9.4	10.9
-53,055	-7,799	13,184	14,624	7,936	19,497	14,364	24,826	21,477	22,761
-2.7	-0.4	0.7	0.8	0.4	1.0	0.8	1.4	1.2	1.2
-37.5	-5.0	8.0	8.1	4.2	9.5	6.8	11.1	9.5	11.3
2,773	16,067	24,859	26,749	28,917	25,914	29,792	30,702	34,536	35,900
0.1	0.8	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
1.7	9.7	14.1	14.6	14.2	12.3	12.8	12.4	13.6	14.0

回っている。ROE と ROA の異なる動きは、大手が危機前にかけていたレバレッジを、危機後に圧縮したことを示唆している。

以上のように、危機前における表面的な金融業界の描写と比較すると、危機後はその特徴があまり見られなくなった。それでも、非金融部門については「金融化」と表現される現象が消滅したようには思えない。金融部門と非金融部門の関係について、「金融化」論は再考すべきであろう。

2. 金融システム分析

2-1. システム進化の視点

Davis and Kim は他の「金融化」論とは異なり、現代金融市場は特定主体への権力集中を制限する傾向があると指摘する。そのため金融化がウォール街に権力を集中するという感覚に反して、最終的には金融機関の力を弱め、金融市場の力を強める可能性があるとまで述べている³⁷⁾。これは市場化が仲介機関の迂回によって促進されたという側面に注目しており、「金融化」論の曖昧な「金融」に関する説明よりは理解しやすい。しかし、ここで言う金融市場の力と、仲介構造の複雑化、巨大複合機関の影響力はどのように整合的な理解が可能なのであろうか。

Epstein による「金融化」の定義を紹介した際、financial institutions をあえて金融機構と訳しておいたが、これを金融制度と訳すと、金融市場を独立した要素として取り扱う必要がなくなる。中心となるのはアクターであり、そこには大手仲介機関だけでなく、その他の金融業者から金融サービスの利用者まで含む。各主体はその時々における公式の制度（法、行政による規制・監督）と非公式の慣行に影響されながら、相互作用によって特定の競争、分

37) Davis and Kim, *op.cit.*, 2015, p.28.

業，取引関係を形成する。そのあり方が，公式，非公式の制度に影響を及ぼす。

その中で，市場とは取引関係のある範囲を指すと解釈できる。広義においてはアームズレングスの取引関係を市場と呼ぶこともあるし，狭義に公式な制度によって組織されるものを市場と呼ぶこともある。一般的には取引対象の規格化度合いが高いほど，市場における公式，非公式のルールが確立されている。規格化度合いが高まれば，取引の頻度も高まり，様々なケースを想定したルールを構築しやすいことが要因と考えられる。

そして，市場の利用方法を含めた公式，非公式の制度に従って各アクターが活動し，その相互作用によって金融の機能が提供される仕組みを金融システムと定義することができる。「金融化」論が注目する金融の変化とは，この金融システムが連続的に変化する過程である。したがって，金融の変化を理解するには，金融システムという生態系と，その中のアクターが進化するメカニズムを解明しなければならない。

そのための基礎となる理論的枠組みを提供したのがCraneらの研究である³⁸⁾。彼らによると，決済手段の提供，資金のプール化，異時点および異地点間の資源移転，リスク管理手段の提供，価格情報の生産，誘因問題（情報の非対称性）への対処といった金融システムの基本的な機能は時代や地域によって変化しない。変化するのはそれらの機能が提供される方法である。その方法はシステム参加者間の競争・分業関係に規定される。

システムを構成する市場や仲介機関は静態的に見ると互いに競争しながら，動態的には相互に補完しあっている。それが原動力となって，上記の基本的な機能は変化しないものの，その提供方法が経済効率を高めるよう進化して

38) Crane, Dwight B., Robert C. Merton, Kenneth A. Froot, Zvi Bodie, Scott P. Mason, Erik R. Sirri, Andre F. Perold, Peter Tufano., *The Global Financial System*, 1995（野村総合研究所訳『金融の本質』野村総合研究所，2000年）。

いくということである。この進化は革新のスパイラルであり、仲介機関が新商品を生み出すと、認知度の上昇と誘因問題の解消によってそれらが市場取引に移行する。そして市場取引が拡大すると仲介機関にとって市場を補完する特別仕様の商品創出が容易になる。

この革新のプロセスにおいて集中と分散の圧力が同時に生じる。情報処理の中核機能には規模の経済が働くこと、幅広い商品展開でリスクのネットティングや分散が容易になること、特別仕様サービスの提供には資金力が必要になることは寡占化の圧力となる。一方で、組織化された市場が拡大すると、新規参入が容易になる。Crane らが明確に述べている訳ではないが、規模の経済を利用する巨大多角化機関と、組織化された市場を利用して得意分野に集中する新規参入者も、競争しながら相互補完関係にあるという可能性も考えられる。

この基本的な枠組みは、発表された当初こそあちこちで紹介されていたものの、実際に活用して金融システムの動態を長期的に分析した研究はほとんど見当たらない³⁹⁾。また、Crane らの記述からは市場取引がどのように支えられているかという問題意識は感じられない。そのためか、あらゆる商品が市場取引に向かっていくことに対して楽観的に過ぎる面がある。それでは金融危機の発生を理論に組み込むのが困難である。

参加者の行動から、金融仲介システムの変質を論じ、しかも効率性だけでなくリスクにも目を向けたものとして Rajan の業績を挙げることができる⁴⁰⁾。

39) 強いて言えば野村総合研究所著、遠藤幸彦執筆『ウォール街のダイナミズム－米国証券業の軌跡－』野村総合研究所、1999年と野村総合研究所著『変貌する米銀－オープン・アーキテクチャ化のインパクト－』野村総合研究所、2002年くらいであろう。理論の性質上、どうしても経営分析、業界分析が中心になるため、金融分野で主流となっている研究スタイルとは相性が悪いのかもしれない。

40) Rajan, Raghuram G., "Has Financial Development Made the World Riskier?", A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, August 25-27, 2005.

Rajan が注目したのは、伝統的銀行業務の衰退と運用専門機関の台頭という、金融機関の役割分担の変化である。その構図を利用し、金融仲介部門で過剰なリスクテイクが行われやすくなり、かつショックに対するシステムの耐性が低下することになったメカニズムを極めてシンプルに描き出している。以下がその概要である。

まず、銀行は「脱仲介」の過程で情報優位を持たない資産をバランスシートから切り離していき、結果として最も複雑な資産だけを手元に残すようになった。その一方で、複雑な資産保有のヘッジや保証業務のために、短期市場への依存を高めた。バランスシートの健全性低下と、短期市場への依存は、市場の逼迫に際して、銀行自身の資金繰りも困難にする。したがって、流動性危機に対して短期の流動性を市場に供給するというかつて果たしていた役割を、銀行はもはや果たせなくなる。

銀行に代わって金融仲介の中核を担うようになった運用機関はというと、かつての銀行とは異なって激しい競争にさらされており、短期の運用成績に応じて顧客から委託される運用資金が増減する。そして運用成績は同業他社との比較によって評価される。効率的な市場であれば、平均を上回るリターンを得るためにはそれだけリスクテイクの程度を高めなければならない。そうすると顧客に逃げられる恐れがあるため、外部には見えにくいテールリスクが好まれる。しかし、同業他社との比較に基づく評価は、同調行動を生みやすく、それはテールリスクが実現する可能性を高める。

以上ように市場化の進展を単純に銀行の仲介活動が市場取引によって代替される過程と見るのではなく、運用専門機関が市場取引を主導していく現象として捉えることで、市場参加者によるリスクテイクや流動性提供のあり方が市場化とともにどのように変化するかをより現実的な形で説明することができるようになる。それはプール化や資源移転の方法によって、価格情報や誘因問題の性質が変わってくることを意味する。市場化の内実を具体的に

描き出さなければ、それらの関係性が見えてこない。

しかし、Rajan が提示した構図はシンプルであるが故に、市場化の内実を十分具体的に描けているとはいえない。登場するアクターが少なすぎる上、銀行と運用機関がそれぞれ同質的なものとして描かれている。しかも、危機前に発表されたものであるため、危機後に注目されるようになった要素をほとんど含んでいない。

これに対して、危機後に出てきた金融機関のビジネスモデルと金融システム変質の関係を論じる研究は、もっぱら証券化に注目していた。例えば、リテール分野で各種の専門機関が証券化を通じて銀行の包括的な仲介サービスを分解してきたが、銀行はそれら専門機関を傘下に収めることで新たな状況に対応し、生き残ったとする議論である⁴¹⁾。そして、Pozsar らは、連続的な多段階の仲介過程を経ることで、高リスクの長期資産から、表面上は低リスクの短期資産を生み出すことができるようになったと主張する⁴²⁾。

これらの議論を、資金繰りに注目した研究が補完することで、危機の具体的なメカニズムが描き出されてきた。Gorton and Metrick は、証券化商品がレポの担保にも利用されており、証券化を行う銀行がオリジネートから発行までの過程を回転させ続けなければならない点を強調している⁴³⁾。そして、Adrian and Shin は、多段階の債権債務関係の中心にディーラーが存在し、主にレポを利用してレバレッジを伸縮し、循環を増幅させたと論じている⁴⁴⁾。

41) Cetorelli, Nicola, Benjamin H. Mandel, and Lindsay Mollineaux, “The Evolution of Banks and Financial Intermediation: Framing the Analysis”, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, July 2012, p.8.

42) Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky, “Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, December 2013, p.7.

43) Gorton, Gary B. and Andrew Metrick, “Securitized Banking and The Run On Repo”, *NBER Working Paper*, 15223, August 2009, p.3.

44) Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, “The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09”, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, no. 439, March 2010, p.18.

これらの議論は参考にすべき部分も多いが、危機の説明だけを目的にしているという性格が強い。そのため、長期的な市場化という視点を欠くだけでなく、危機後にレバレッジが縮小した現実とどのように連続しているのか見えない。

2-2. 銀行業界と投資銀行業界の構造変化

それでは、1980年代からの金融システムの変質を、以上で紹介したような議論を総合して、どのように描くことができるであろうか。中心的なアクターであり、かつ中抜き圧力に晒され続ける大手の商業銀行（以下、銀行）と投資銀行を主人公に据えれば、最も全体像を描きやすいと考えられる⁴⁵⁾。

銀行の強みは一般的に情報生産能力の高さと考えられており、それは審査とモニタリングに分かれる。しかし、いずれも顧客が契約を履行しない時の対抗手段がなければ意味を持たない。銀行の強みが何かあるとすれば、それは回収力の強さである。回収力を発揮するには詳細なモニタリングが必要になる。そして問題が発生したときに、全ての借り手を破産に追い込むことを望まない限り、契約の見直しを含む事後対応が求められる。

モニタリングと柔軟な事後対応が顧客との信頼関係につながった場合は、資本市場経由の取引よりも低コストで利便性の高い取引が実現可能になる。ただ、こうした関係はローカルな範囲でしか成立しづらい。しかも信頼関係が形成される保証はなく、仮に形成されてもいつまで続くか分からない。そこで、銀行はモニタリングと事後対応を節約する方向に貸出の性質を変えていった。その動きは、経済のローカル色が薄まる流れと相乗効果を持っていた。

45) 金融危機前までの商業銀行業界と投資銀行業界を軸にした金融仲介システムの変質については、拙著『アメリカ金融仲介システムの動態』文眞堂、2019年を参照されたい。本節はその簡単な要約である。

リテール貸出の効率化を先導したのはノンバンクと言える。代表的な例がカード会社で、銀行から分離されたものも多い。各社は事務処理を集約し、定型的な審査と利用実績に応じた価格、利用限度の設定のノウハウを構築していった。貸出で規模の経済が強く働くようになり、データ管理の外部化も含め、業界の集中が進むようになった。取扱数が増えれば、不良化に確率計算で対応することが容易になり、柔軟な事後対応の必要性が低下する。その部分を外部化することも可能である。

同じような仕組みが他の分野における貸出にも広がっていった。個人の信用情報が低コストで入手可能になり、それが小規模事業向け審査にも応用されるようになった。規格化された貸出は規模の経済性を高めるためボリューム追求に向かいやすい。そこで、証券化が利用されるようになる。その程度は資金調達の実績が少ないノンバンクの方が大きい。つまり、この場合の証券化は資金調達の一手段であって、それ自体が収益的という訳ではない。

貸出のパイが急拡大する時には、専業による証券化を利用したボリューム追求は効果的である。しかし、それが一巡すると多角化が求められるようになり、結局、ノンバンクの多くは銀行グループ傘下に収まった。上述のように、これは証券化を軸にした再統合のように見られることがあるが、証券化目的の垂直統合が生じたのは、抵当分野で担保供給に不安が生じたごく一時期であり、しかも川上の方が収益性が高かったからである。銀行グループの場合、専業ノンバンクを再統合した意義は、むしろ貸出業務の変質の方にある。

銀行業界自体の集中は、当初、州内や近隣州の範囲で進行した。それは1980年代における銀行破綻の急増を受けて、政策的に推し進められた性格が強い。その過程で事務処理の効率化がある程度達成されていても、未だ規模拡大の制約が大きかった。それが、1990年代に連邦レベルで州際業務解禁が進展するようになる頃には、貸出業務の効率性も向上し、業務管理能力が展

開エリアの拡大に追隨できるようになっていった。

重大なネックになっていたのが広域支店網の運営である。IT技術の発達はその低コスト化を可能にした。顧客は収益性に応じて最適なチャネルに誘導され、最も収益性の低い顧客は口座管理手数料の設計によって実質的に排除された。その他の手数料についても、収益性にに基づいた最適水準が模索され、支店運営コストの削減と合わせて広域展開の採算性を高めたと考えられる。

この過程で銀行収入に占める非金利収入の重要性が高まったが、対象となるサービスの多くは従来、預貸業務の付随と見なされていたものであった。貸出業務の効率化と証券化の利用によって貸出による金利収入が分割されるのに応じて、その他のサービスも個別に価格設定されるようになった。しかし、その中には実質的に貸出の性格を持ったものも多く、リスク管理の損益まで含まれている。つまり、銀行業務は相変わらず預貸業務を軸にしているが、その価格設定とリスク管理の方法が変化したということである。

アメリカの大手銀行というと、かつてはNYのマネーセンター銀行を思い浮かべるが、銀行業の変質を主導したのはスーパーリージョナルと言った方が適切である。マネーセンター銀行が追求したホールセール業務では、貸出が資本市場型の分業体制の中に取り込まれていき、資本市場商品の一種として定着した。それと同時にマネーセンター銀行のホールセール部分は投資銀行と一体化した。現在の大手複合機関におけるリテール部分は、スーパーリージョナルと一体化したものである。

アメリカではもともとホールセールで投資銀行が中心的な役割を果たしていた。19世紀後半の独占形成期に、出資と役員派遣を通じて、投資家向けの信用補完および代理モニタリングを提供していたことから圧倒的な存在感を持つようになった。20世紀初頭の新興産業の登場と商業銀行子会社からの競争圧力で業界が不安定化するが、1930年代の証券関連諸法が投資家による投

資銀行依存を低下させる一方、グラス＝スティーガル法で既存勢力による支配体制が再強化された。

しかし、1960年代になると企業の資金調達規模拡大、機関投資家の台頭といった環境変化が生じ、トレーディング力を活かした新興勢力が古い業界秩序を崩し始めた。コミッションの自由化と一括登録制度の導入もあり、1980年代初頭までにはコミッション業務と引受業務のトレーディング化が顕著になっていた。そして、資本を強化し、新たな状況に対応した一握りの投資銀行が新たなバルジと呼ばれるようになった。

この寡占体制は決して安定したものではなかった。1980年代には大手小売りや保険などの異業種参入が相次ぎ、1990年代になると規制緩和によって銀行の参入が本格化した。これによって資本規模のハードルが大幅に引き上げられ、バルジと呼ばれていた機関でも外資系を含む大手銀行グループの傘下に入るところが出てきた。他方で業界の激しい人材移動は、多様な専門会社を生み出した。

1990年代までなら、大手投資銀行の強みを革新のスパイラルと関連付けることができたかもしれない。金融商品の標準化が進んでも、各社はその流動性を利用して新たな分野を開拓し続けた。ただ、次々と戦線を拡大したことで、コスト管理が追いつかず、収益性を高めるためにリスクを取ると、大きな収益変動に晒された。

1990年代には M&A や引受の機会が大きくなったものの、顧客は手数料の引き下げ圧力を強め、独立系投資銀行は巨大銀行とブティックを交えた競争環境において、それら案件の獲得を争わなければならなくなった。そしてトレーディングでは、自動化の進展もあり、もはやあらゆる商品で大量の在庫を抱え、流動性提供の主役であり続けることが不可能になった。

そこで主要な投資銀行がとった方針は、総合力を発揮することが可能な分野に注力し、ボリュームを拡大しながら1件あたりのリターンを最大化する

と同時に、バランスシートの利用を効率化することであった。規制や規模の差はあったが、大手銀行グループも目指した方向は同じであった。

投資銀行業務の核となったのは金融スポンサー業務である。助言業務とレバレッジド金融業務が連続して獲得できる上、顧客ファンドへの出資や自社 PE 部門による案件への参加でリターンを引き上げることができた。そして、LBO の資金源では CDO が中心的な役割を果たすようになっており、投資銀行にとって、その組成力は案件獲得の成否を左右するものであった。

流通市場業務ではヘッジファンド取引が中心となっていた。ヘッジファンド向けにバランスシートを貸し出し、特別仕様の商品を提供すれば、在庫を大量に抱えて薄いスプレッドの取引に応じるより効率的なバランスシートの利用方法であった。ちょうど、ヘッジファンドが市場の流動性を高める役割を果たしており、マーケットメイクの範囲を限定することが容易になっていたこともある。それは特にヘッジファンドの負債分野における活動に当てはまり、その中で CDO は戦略のレバレッジを効果的に高める方法であった。

投資銀行は顧客としてヘッジファンド取引に対応する一方、自己勘定トレーディングでヘッジファンドと同様の活動を行っていた。ただ、それらは社内で組織的に分離されていることがほとんどであり、好成績の担当者ほど独立に向かう傾向が強い。この問題に対して、投資銀行は自己勘定トレーディングをファンド化して投資家向けに売り出すという選択肢を持つ。PE 業務についても事情は同じである。投資家向け販売を重視すると、自社のトレーディングや投資戦略よりもファンド商品としての魅力を重視しなければならないが、高リスク業務を手数料業務に転換することにもなる。

このように投資銀行の自己勘定を利用した主体取引は、中核業務である投資銀行業務やトレーディング業務と不可分なものである。そして、2000年代までには、ファンド商品の販売という形でリスクテイクの度合いを調整する手段が幅広く利用されるようになっていた。加えて、顧客ファンドへの出資

や自社から分離したファンドを束ねてファンド・オブ・ファンズとして売り出すことも、持ち分を担保とした証券化商品を生み出すこともできる。こうした多様な選択肢の存在が、危機前には主体取引のボリュームを拡大する方向に作用したと考えられる。

危機に直接つながる要素としては MBS が重要である。危機直前に大手仲介機関は総じて MBS 業務の垂直統合に向かっていった。それは当時、抵当会社の規模拡大で担保調達競争が激化していたということもあるが、もともと金融スポンサーやヘッジファンド相手の関連業務がなく、引受・販売だけでは低収益な MBS 業務は、導管体でのリスクテイクが収益の柱であったと見られる。カードや自動車など、他の担保分野に強みを持たないところほど、MBS 業務でのリスクテイクにのめり込んでいた。

信用バブルが膨らむ中で、CDO 化しても利益を確保できるのは劣悪な MBS くらいになっていた。しかし、CDO に占めるサブプライム MBS 担保がそれ以上比率を高められなくなるころには、HEL 担保 ABS 指数を参照する CDS 契約が誕生していた。CDS を利用すれば現物担保に制約されることなく CDO を創出できる。この活動で他社の先を行ったのは、民間 MBS でランキングがさほど高くないところであった。

民間 MBS から、CDO、合成 CDO という経路が危機を引き起こした震源と言えるが、その深刻さを規定したのは、背景にあった信用バブルの大きさである。それは、投資銀行、ヘッジファンド、PE ファンドが同時に活動を活発化し、それが相乗効果を持ったことによって勢いがついた。バーゼルⅡの規定による裁定機会の拡大が膨張を後押しした。これらの条件が重なって、資産価格上昇と信用拡張のフィードバック効果が増強された。

2-3. 金融業界の分化と分業構造

「金融化」論では金融部門が総体として経済に対する比重を高め、過剰な

利益を得たと論じるが、金融部門内部の競争・分業構造に立ち入らなければ、各々が利益をどのように獲得したのか分からない。そうすると、金融部門と非金融部門との結びつきも見えない。また、金融部門内部における相互連関の実態がつかめていなければ、金融システムの脆弱性を評価することも出来ない。金融部門の負債が非金融部門に対して小さくなると、危機の可能性が消えたと結論することになりかねない。

逆に言えば、危機に至るまでの過程をアクターに焦点を当てて具体的に把握することによって初めて、金融部門の利益の源泉、非金融部門との関係、危機前後における連続性と変化を理解することが出来る。以下では、危機前の分析に基づき、危機後におけるいくつかの変化について注目すべき点を挙げておきたい。

影銀行システムという用語は、銀行の仲介機能が預金保険の対象外にシフトすることを幅広く指している。最も広義に解釈すると、それは「金融化」論で市場化と表現される変化に他ならない。例えば Whitehead は、市場化を、1930年代に整備されたルールを迂回すべく、新たな参加者が銀行に代替するサービスを提供し始めたことと解釈している。それは資産変換に伴うリスクを引き受ける上で最も能力の高いところに、仲介がシフトすることを意味する。もはや銀行もかつてのコア機能を外部化するようになっており、ボルカールールで銀証分離の再構築を目指しても、新たな分業への流れは止められないと主張している⁴⁶⁾。

最もリスク引受能力が高いところにシフトしているかどうかは疑問もあるが、仲介過程の分解によって、仲介の役割が拡散していることは間違いない。我々が原型と考えている銀行と投資銀行を2本の軸とするシステムも1930年代に整備されたものであるが、そこから新たな拡散が徐々に進行し、1980年

46) Whitehead, Charles K., "The Volcker Rule and Evolving Financial Markets", *Cornell Law Faculty Publications*, Paper 184, Spring 2011, p.58, p.70.

代からスピードを上げたということであろう。

顕著に仲介過程における役割を拡大しているのは運用専門機関であり、前掲表1からもその一部である投資信託の規模が拡大しているのを確認することができる。ただし、膨大な数の運用専門機関が活動することができるのは、カストディ、クリアリング、取引執行、資産評価と報告、リスク管理に至るまで各種の支援サービスが充実してきたためである。現在では管理資産が一握りの大手に集中する傾向はあるが、その大手ですら外注を利用している⁴⁷⁾。

つまり、表面上は運用専門機関の台頭であっても、深層は仲介機能の細分化と複雑な再結合である。こうした分業構造の影響が現れる部分として、注目すべきものの一つが流通市場の性格とシステミックリスクの程度である。これは危機前後の連続性と変化が最も問われるところになっている。

危機後は規制の強化によって、欧米の主要ディーラーは在庫を削減し、注文対応型のブローカー・モデルにシフトしたと言われている。それが、特に格下げなどのストレスが生じた際、市場の流動性に深刻な影響を及ぼすことが指摘されている⁴⁸⁾。しかし、危機前からすでに、主要ディーラーはマーケットメイクの範囲を縮小し、取引相手として最大手の運用機関顧客と売買

47) 2018年4月10日時点でSECに登録する投資助言業者の数は12,578、報告対象管理資産(Regulatory Asset Under Management)合計は82.5兆ドルである。その内、RAUMが1-10億ドルの業者は数で56.1%を占めるが、RAUMでは3%しか占めない。逆にRAUMが1000億ドル以上の業者は数で1.1%しか占めないが、RAUMで59.2%を占める。National Regulatory Services and The Investment Adviser Association, *Evolution Revolution: A Profile of the Investment Adviser Profession*, 2018, p.9, p.12. 資産管理業界におけるサービス供給業者への政策的関心が高まっている。証券データ、リスク分析、執行システム、会計、評価など広範なサービスがあり、全てのブレイヤーが依存する市場インフラもある。サービス供給業者は規模や提供サービスの範囲が多様であり、資産管理業者も多様である。大手はほとんどのことを内部で実行できるが、それでも外注を選択する部分がある。BlackRock, “The Role of Third Party Vendors in Asset Management”, *Viewpoint*, September 2016, p.1.

48) Bao, Jack, Maureen O'Hara, and Alex Zhou, “The Volcker Rule and Market-Making in Times of Stress”, *Finance and Economic Discussion Series*, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, 2016-102, September 2016, p.3.

が活発なヘッジファンドに集中するようになっていた。それは投資家が取引コストに敏感になり、少しでも経費を圧縮しようとしていたことの裏返しである。

CGFS 報告書によると、ディーラー側でも顧客毎の収益性分析を精緻化し、資本割り当ての判断材料にしている。場合によっては取引毎の収益分析まで行っている。そして、採算性の低い取引については電子プラットフォームに誘導している。中にはディーラー以外が建値を提供できるものや、投資家間での直接取引を可能にするものもある⁴⁹⁾。ディーラーにとっては、自らの関与するプラットフォームに顧客をつなぎ止めることができれば、注文フローを把握しながら、バランスシートの利用を避けることができる。

こうした傾向にも関わらず、危機前にディーラーのバランスシートが膨らんでいたのは、主に固定金利の分野で活動するヘッジファンドからレバレッジに対する需要が大きかったことが一因となっていた。危機後にはディーラーのリスク許容度が低下すると同時に、ヘッジファンド側からのレバレッジ需要も低下したことで、ディーラーのバランスシートが縮小した。規制の影響も否定できないが、それがマーケットメイク活動鈍化の主因とは言えない⁵⁰⁾。

49) Committee on the Global Financial System, “Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications”, BIS, *CGFS Papers*, No. 52, November 2014, pp.21-23.

50) イングランド銀行による Hedge Fund as Counterparty Survey によると、ヘッジファンドが利用するプライムブローカー経由のレバレッジは、危機前に高水準で変動も大きかったが、危機後は急低下し、危機前の 2/3 程度の水準で安定的に推移している。Kenny, Frank and David Mallaburn, “Hedge funds and their prime brokers: developments since the financial crisis,” Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 4th Quarter 2017, p.6. また、Adrian らは、規制は 2013 年あたりからはディーラーのレバレッジが低下した要因であるかもしれないが、リスク許容度の低下とどちらの影響が大きいのかは不明としている。Adrian, Tobias, Michael Fleming, Daniel Stackman, and Erik Vogt, “What’s Driving Dealer Balance Sheet Stagnation?”, Federal Reserve Bank of New York, *Liberty Street Economics*, August 21, 2015.

固定金利市場の規格化度合いが低い分野で流動性が低下したことが、債券発行市場にどのような影響を及ぼすのかは憂慮すべきことかもしれないが、危機前に流動性への過度の楽観が広がっていたとすると、望ましいことである。ディーラーによるヘッジファンドへの与信縮小は、ディーラーの健全性に寄与すると考えられる。なおかつ、規制強化によって暗黙の政府保証に対する期待が弱まると、レントも縮小する⁵¹⁾。ここだけを見ると、「金融化」論が注目していた問題の多くが解消したことになる。

実際には、これで危機の可能性がなくなったと考えることはできない。上述のように運用機関の活動は多様な支援サービスによって支えられており、その関係性は複雑である。大手仲介機関の中には包括的なサービスを提供しているところもある。一般的に事務処理サービスは薄利多売であり、多くのベンダーは何らかの付加価値提供を目指す。危機前はそれが貸株であったり、レバレッジの提供であったりした。危機後にそれらが縮小しても、収益性向上の圧力が消え去った訳ではなく、取引関係に何らかのリスクが内在していることは否定できない。そして、複雑な取引関係は、リスクが顕在化した際、それがどのように波及するのか見極めにくいことを意味する。

プライムブローカー業務の場合は、大手への集中が問題となる。多様なファンドは、主要なディーラーとの取引を通じて相互に結びつきが強くなる。それは何らかの問題が発生した際に感染範囲が広がり易くなる上、戦略の収斂によって問題自体を生み出す恐れもある。危機後にヘッジファンドはリスク分散のために複数のプライムブローカーと取引するようにしているが、主要なプライムブローカーは限られており、結局は感染リスクをむしろ高めている可能性が指摘されている⁵²⁾。

51) 2015年にG-SIBsの優先債と劣後債についてCDSスプレッド格差の中央値が急騰し、その後も上昇傾向になっている。それは2014年にISDAが政府主導のバイルインを信用事項に含めたことが要因と考えられている。CGFS, *op.cit.*, 2018, pp.38-39.

52) Kenny and Mallaburn, *op.cit.*, p.10.

一方、標準化度合いの高い商品では、それら商品についての電子取引普及が新たな問題を生み出している面もある。電子取引ではディーラー以外の一部参加者が指し値注文を提供することで売買スプレッド縮小に貢献しているが、それは主に注文フロー情報を獲得するための戦略であって、注文規模が極めて小さい。他の投資家も注文金額を電子プラットフォームに適した規模にするため小分けにしており、全体的に取引あたりの金額が小口化している。そのため、大口売買を望む参加者は、執行が困難な状況に直面している⁵³⁾。

こうした市場において流動性提供の主役になっていると指摘されているのが、アルゴリズム取引を利用した運用業者である。それら業者は預かり資産でのシェアを高めており、影響力が強まっている。一部の市場参加者からは、それら業者は行動が同調化しやすいのではないかとの懸念が出ている⁵⁴⁾。実際、株式市場ではフラッシュ・クラッシュの発生が時折報道されており、固定金利でも2014年11月15日に12分間で明確な理由もなく財務省10年ベンチマーク利回りが16bp下落し、また元も戻ったという事例がある⁵⁵⁾。

以上のように、新たな分業構造が市場毎に異なる取引の構図を生み出し、金融市場全体として価格形成のあり方に影響している。それは同時にシステムリスクの程度とその発生源、および感染経路を規定する要因にもなる。

53) Committee on the Global Financial System, “Fixed income market liquidity”, BIS, *CGFS Papers*, No 55, January 2016, p.15, p.23. 株式で小口建値による注文情報把握が先回りに利用される仕組みについては, Lewis, Michael, *Flash Boys: A Wall Street Revolt*, 2014 (渡会圭子, 東江一紀訳『フラッシュ・ボーイズ: 10億分の1秒の男たち』文藝春秋, 2014年)に詳しい。

54) Kenny and Mallaburn, *op.cit.*, p.5. ただし, その証拠は無いとの指摘もある。ちなみに, クオント (過去データから計算して, 一定のルールに従い投資するスタイルと定義される) 管理資産が業界に占めるシェアは2016年に15%で, 2013年から年率10%伸びているとのことである。

55) CGFS, *op.cit.*, 2016, pp11-12. こちらはプロップファーム (proprietary trading firms) の話であるが, 当該イベント時間中にそれら業者が自己売買を膨らませた。恐らく複数のアルゴリズムを同時に走らせていたためと考えられている。資金源は違っても, ここで言うプロップファームが, 注54のクオントと同じような活動をしていることは明らかである。

金融市場を単なる賭博の場と見ているようでは、その詳細をつかむことができない。

仲介をめぐる分業構造の変化で注目すべきは、流通市場における取引関係だけではなく。確かに自動的な売買に主導される市場が実体経済から遊離していると批判が起こるのは理解できないでもない。株式市場については、新興企業が公開市場を迂回するようになったとの指摘も多い⁵⁶⁾。しかし、それは企業にとって株式を公開しないという選択が容易になったからでもある。

運用専門機関は多様である。創業期の企業への投資に特化したものから、公開企業を買収して非公開化する戦略に注力する機関、そして経営危機に陥った企業や破産した企業に投資する機関まで、企業のライフサイクルに応じて各種の投資機関が存在している。また、同種の投資対象を持つ機関であっても、戦略が同じであるとは限らない。これらの機関が全く公開市場から独立して活動している訳ではないが、企業行動に影響を及ぼすのが公開市場における株価だけではないことも確かである。様々な投資主体の性格を考慮せず、全てを株主として一括りにするのは乱暴な議論であろう。

そして、公開市場における多様な投資機関を含めて、投資対象となる資産クラス、戦略間での基本的な配分を決めるのは、制度的に個人貯蓄を収集する年金、保険といった機関投資家、そして最終投資家である個人である。公開市場においてヘッジファンドの影響が強いとすれば、それはこれら投資家の資金が流入しているからである。

各アクターによる公開市場での取引、非公開市場での企業投資、最終投資家向けの運用商品販売や分離口座での運用サービス提供を全て含めて仲介

56) 清水勘「減少するアメリカの上場企業－株式市場を敬遠する新興企業」ニッセイ基礎研究、レポート、2017年12月21日、<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=57443?site=nli>。このレポートでも指摘されるように、上場回避の動きはSOX法成立後の特徴になっている。しかし、必ずしもネガティブに評価されている訳ではない。

ロセスが機能している。その全体像を把握するには、やはり大手仲介機関に注目するのが近道であろう。流通市場では既述のように電子プラットフォームやブローカー業務、そして運用機関向けの各種支援サービスを提供している。非公開投資では M&A 助言やファイナンスを提供している。そして最終投資家向け販売チャネルを運営すると同時に、自ら資産管理サービスを手がけることもある。

手がける業務の内容や、コスト削減策といった経営改革の方向性、そして資産管理業界の集中進行といった業界動向については危機前から継続している部分も多い。レバレッジの圧縮や主体取引の制限といった危機後を象徴する変化も、そうした文脈の中で、その影響を考察する必要がある。

3. 非金融部門の「金融化」現象に対する異なる解釈

以上、「金融化」論の金融に対するアプローチとは異なる、金融システム分析の基本的な枠組みと考察対象を説明してきた。それでは、その方法による研究の蓄積は、「金融化」論が問題視してきた非金融部門における現象の理解にどのような貢献ができるのであろうか。企業や家計の行動そのものは、金融システム分析の直接的な分析対象にすることが困難であるが、それらの領域の研究に対して、金融システム分析が持つ意義を考えておくことは重要である。

また、「金融化」論の非金融部門に関する理解の問題点を探ると、何か肝心な部分が抜け落ちているのではないかと感じられる。経済・社会全体の認識に通じる問題であるため、金融システム分析から飛躍することになるが、その点についても指摘しておきたい。

3-1. 産業の新陳代謝

金融システム分析では、販売チャネル、製販分離、モジュール化、プラットフォームといった他の産業分析で用いられる概念を借用していることが多い。金融産業を特別視しない視点から見ると、本来社会のために有効活用されていたであろう資源が、金融産業で浪費されているという認識は理解に苦しむ。まるで、物づくりは尊く、金融は卑しいと言っているように聞こえる。危機時に量産された CDO が有用だったと言いたい訳ではないが、製造業でも有害な物を量産することはある。

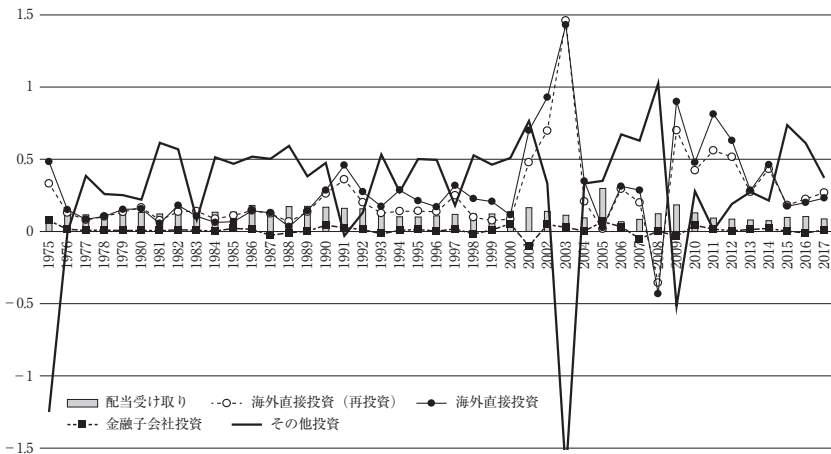
人的資源の配分に関して言えば、金融産業にかつてほどの魅力は無くなっている。ファンド業界ですら、仲介機関からの人材供給縮小で、必要な人材の獲得が難しくなっている状況があった⁵⁷⁾。だからといって、新たに向かった先で、それら人材が本当に社会に有意義な形で才能を発揮したかどうかは分からない。

金融業界に特殊性があるとすれば、安全網の名で呼ばれる公益事業的な性格であろう。先に挙げた Philippon and Reshef が指摘するように、その悪用を促すような環境が資源配分を歪ませていた可能性は否定できない。そうであるからこそ、危機後の規制強化によって、仲介機能をめぐる役割分担がどのように変化したのかを考察する意味は大きいと言える。

一方、「金融化」論者から見ると、金融部門に資源が偏っていなかったとしても、非金融部門の金融活動が拡大していれば同じことである。これについては図7を参照されたい。前掲図1で確認したように、非金融企業によるネット金融資産の獲得は年によって固定資本投資に迫る規模になっている。

57) 2015 年末の話であるが、ヘッジファンド業界で、預かり資産が拡大しているのに対して、人材獲得が難しくなっていることが報じられていた。従来の主要な供給源は投資銀行であったが、若者はシリコンバレーに向かうようになったと指摘されている。La Roche, Julia, "Hedge funds are having trouble hiring, and it's changing the Wall Street Ecosystem", *Business Insider*, December 8, 2015.

図7 非金融企業の投資と配当受け取り



注) 配当受け取りは課税前利益に対する比率。それ以外は全てネット金融資産増加に対する比率。
課税前利益以外は S.5.a の数値を利用。

出所) 図1に同じ。

そのネット金融資産増加を分母に取った場合、金融子会社への投資は期間中を平均すると1%にも満たず、特に大きく膨らんだ時期は無い。

企業の財務活動は基本的に本業の一環であり、それがある程度の規模を持つと、金融子会社に集約されることもある。上で名前が挙がったGM、GE、Searsなどの金融子会社は、本業の付け足しとしては大きすぎる存在であったかもしれない。問題は、それらの活動に本業で築いた販売チャネルや顧客基盤によって下支えされている部分があるにも関わらず、収益性分析に基づいて金融活動に偏った資源配分を行ったことであろう⁵⁸⁾。それは「金融化」ではなく、単なる経営判断の誤りである。

企業が金融活動を収益センターにしようとする場合、その事業で十分な競

58) この記述は、ルディー和子『経済の不都合な話』日経プレミアシリーズ、2018年、32～37ページを参考にしている。

争力を持ち得るか判断しなければならない。1980年代から企業が金融子会社の活動を活発化させるようになったが、ほとんどは財務管理の延長線上であり、それによって金融機関との取引のあり方は変わっても、金融機関と直接競争するようになることは無かった⁵⁹⁾。非金融企業による金融活動は、部分的に専業と多角化の選択の問題である。いかなる業態であれ、専門性の低い分野に参入するのは、よほど本業との相乗効果がなければ困難である。

難しいのは事業会社による金融活動に対する規制のあり方である。危機後に金融規制が強化されたことで、問題が生じる可能性は高まる。アメリカでは銀行と事業会社の資本関係は厳しく制限されており、グラム＝リーチ＝ブライリー法成立後は証券関連会社による PE 活動に制約が設けられることになった。現在は金融産業にとって IT 業界からの脅威が強まっており、金融と非金融の分離問題が再燃することは避けがたい。しかし、規制対象業種と実質的に同じ役割を果たす他業種の条件を揃えることが難問であることは、金融に限った話ではない⁶⁰⁾。

それでは、「金融化」論が金融による産業からの資源抜き取りで最も問題視する株主至上主義については、どのような代替的な解釈が可能であろうか。また、金融システム分析との接点はどのような点に求められるであろうか。

前掲図 1 で、非金融企業のグロス付加価値に対する固定資本投資の比率が、一定の水準を維持していることが分かる。しかし、Lazonick はこれに対して、負債の水準が高まっており、それが自社株買いと配当に向けられていると主張する。そして、株主還元された資金が新たな投資に向かうという考えに対して、それは資金の自由な移動が資金コミットに勝つという発想で、価値の

59) 例えば外為取引のケースについては、拙稿「外国為替市場の世界的統合と金融機関の国際競争（中）」『福岡大学商学論叢』第 53 巻第 2 号、2008 年 9 月、154～169 ページを参照されたい。

60) ライドシェアや民泊の問題を想起されたい。新規参入者に対する規制が緩すぎるのかもしれないし、タクシー業界や旅館業界に対する規制が厳しすぎるのかもしれない。

抜き取りを正当化する考え方であるとの批判を展開している⁶¹⁾。

確かに前掲図2で確認したように配当と自社株買いは徐々に資本減耗に対する比率を高めているが、前掲図1を見ると負債増加の大部分は金融資産の獲得に充てられている。ここで改めて前掲図7を参照されたい。金融資産のネット増加分はほとんどが海外直接投資と「その他」によって構成されている。このうち海外直接投資は利益再投資が大きい。実質的に金融資産獲得は「その他」によって規定されていると言ってもよい。これは主に他社株式の購入であると考えられる⁶²⁾。分母が異なるので見にくいだが、他社株保有による配当収入は税引き前利益の10%前後になっている。

Lazonick が提起した問題は、内部資本市場と外部資本市場のどちらが効率的かという議論に置き換えることができる。一般的には、成長機会を持たない成熟企業は、利益を株主還元に向けることで、株主が投資機会を持つ企業に資金を向けられるようにすべきと考えられている。Lazonick を初め「金融化」論者の多くは、その考えを価値抜き取りの正当化であるとして否定する。

一部の株主が他の利害関係者を犠牲にして自らの利益を獲得しようとすることは珍しくないかもしれない。しかし、少なくとも配当の一部は他の非金融企業に支払われており、自社株買いは M&A 市場で優位に立つという意図も込められている。ともに、成長維持に向けた M&A の活発化を反映している部分がある。しかも研究開発投資や設備投資が決して小さい訳ではない。全体として見ると、企業は縮もうとするよりも、規模を拡大しようとするこの方が圧倒的に多いであろう。

61) Lazonick, *op.cit.*, p.21-23. 同稿では、低金利下で負債調達による株主還元が活発化しているという記事がいくつか紹介されている。例えば Linnane, Ciare, “Share buybacks will continue to pose a threat to bondholders in 2017”, MarketWatch, January 20, 2017 である。

62) これについては、平野健「過剰資本と現代のアメリカ経済」, 中央大学経済研究所, ディスカッション・ペーパー 263, 2016年2月, 第5章, 130～133ページの記述を参考になっている。

そして、近年はM&Aの活発化が不確実性との関係で語られることが多くなっている。1990年代から2000年代にかけては同業種間の大型合併が目立ったが、現在はその効果が疑問視されるようになっている⁶³⁾。それに代わって増えているとされるのが、新興企業の買収である。

大企業は行動が保守的になることが多く、多様なアイデアを試すことができない。あるいは、あらゆる試行錯誤を1社で行う余裕が無くなっているという事情もある。それを考えれば、ある程度芽の出たアイデアを買収によって獲得するのは、合理的な生き残り策と考えられる。もしかすると、他社株取得には、技術協力に伴う株式取得を含むのかもしれない。それも、どこに向かうか分からない変化に対する準備である。

ビジネスモデルに寿命があることを前提とすれば、会社は時間が経てば清算するか、変貌するかを選択を迫られる。アメリカで大企業による新興企業のM&Aが拡大しているのは、産業界における新陳代謝が、古い企業の消滅と新たな企業の誕生によるよりも、大企業が新たな事業の買収や技術の取り込みで変貌し続けることによって進んでいると解釈することもできる⁶⁴⁾。コングロマリット・ディスカウントという言葉はあっても、企業が独自に投資対象を決めて、変貌しながら生き残り続けることまで否定的に見られている

63) 2018年12月6日の日経新聞で、製薬業界では大型買収を繰り返したファイザーの時価総額は2000年末に比較すると約1割減少しており、2000年に大型合併で誕生したグラクソ・スミスクラインの時価総額は、合併当時からほぼ半減していることが紹介された。同記事で、近年は有望な新薬候補のタネを持つ創業スタートアップの買収が目立つと指摘されている。「武田、巨額買収に潜むワナ」『日本経済新聞（朝刊）』2018年12月6日。

64) 2018年11月26日の日経では、ベンチャー投資の出口で、アメリカは9割近くがM&Aになっており、IPOの場合はかなり大型になるのに対して、日本は小粒なIPOが多いと指摘されている。「VC追加投資がカギ 企業育成、日本は見劣り」『日本経済新聞（朝刊）』2018年11月26日。一方、11月18日の記事では、アメリカではM&Aを通じてNYSE上場企業数が2016年から減少しており、企業は大規模化しているが、日本は銀行の力が強いので、M&Aで積極的に成長を狙うよりも、借り入れ返済が確実になる安定経営が選択されやすいと指摘されている。「小粒になった日本企業」『日本経済新聞（朝刊）』2018年11月18日。

訳ではないようである。

このように考えると、内部資本市場と外部資本市場は状況に応じて使い分けられていることが分かる。あらゆる産業で研究開発や設備投資が満遍なく行われる訳ではない。それらが特に大きい産業では M&A も活発であることが予想される。大手企業にとって独自の投資と買収を併用することで網を拡げられる。新興企業にとっては、大企業の一部門として活動するよりも、将来の選択肢が広がる。独立した投資ファンドから資金を獲得するのには、それらが大企業の投資活動とは異なる誘因を持つという理由もある。

Lazonick やドーアは、投資ファンドの役割に懐疑的である。確かに Lazonick が言うように、多額の資金が限られた投資機会に殺到するという問題はある⁶⁵⁾。しかし、企業の内部投資であれば、その問題を避けることができるという保証はない。また、ドーアはシリコンバレーのベンチャー投資で、国防省予算の役割が大きく、アイデアの孵化でも、国防予算を利用した大学院工学研究が多いと指摘している⁶⁶⁾。それは、別の見方をすると、必要な基礎研究を維持するには、大企業の内部だけでは足りないということでもある。

一方、ある程度の成功が得られると、多くの新興企業は大企業への身売りを選択する。それは外部投資家による資金のコミットよりも、大企業によるコミットが選ばれたということであり、その後の投資は Lazonick の主張に沿った形で行われることになる。問題は、むしろそれが必ずしも望ましいとは限らないことである。

産業の新陳代謝の中で特定の企業が生き残るのが望ましいかどうかは、その企業の性質によるとしか言えない。全てがそうでは無いにせよ、無理に事

65) ベンチャー投資に機関投資家の資金が流入し始めたのは 1979 年からであり、それは労働省が年金基金に資産の 5% まで高リスク投資を認めたからであった。その結果、1980 年代には数少ないベンチャーに投資資金が殺到し、同じことが 1990 年代の IT 分野、2010 年代のバイオ分野で繰り返されており、その結果、一部の人間が革新無しに大金を稼いでいると Lazonick は主張する。Lazonick, *op.cit.*, pp.37-38.

66) ドーア、前掲、118 ページ。

業を継続しない方がよい企業も存在するであろう。また、大企業の傘下であることによって、投資を抑制されている事業部門が存在することもあり、その場合は分離が望ましい。大企業が新興企業を買収しても、成長事業の利益が衰退事業の補填に使われかねない。大企業同士が合併によって生き残りを図るケースに至っては、弊害の方が容易に思いつく⁶⁷⁾。

独占の問題については独占禁止法の運用強化によって対処する以外に無い。しかし、企業による非効率的な資源の利用や、計画性に乏しい買収などを抑制する上で、株主による圧力が果たしうる役割を否定することはできない。

ここで株主至上主義の是非を論じたい訳ではない。一部の株主や経営者の横暴を見逃すことはできないにしても、現実には多くの企業が不確実性を前にして、最適な戦略、協力関係、学習の蓄積体制を模索している。その過程は、誰も最適解を知らないまま、株主や経営者を初めとする、利害関係者の相互作用を通じて進められている。この個別企業毎の適応行動が、経済全体の新陳代謝を規定する。「金融化」論が問題視する種々の現象は、この新陳代謝のあり方によって生み出されている面が大きいと考えられる。

つまり、企業を取り巻く利害関係者のパワーバランスの変化を理解するには、個別企業の行動が生み出す経済の新陳代謝の動態を見なければならない。マクロの視点からでは、株主、経営者、従業員、取引先など、それぞれの利害関係グループがあたかも単一主体のように扱われ、その中の多様性が見えない。それでは各アクターの複雑な相互作用を捉えられず、問題が生じるメカニズムも分からない。

経済の動きを見る基本的な視角は金融システム分析と全く同じである。そのため、金融システム分析を進めていけば、非金融企業部門における新陳代

67) 1980年代に独占禁止法の運用が緩和され、アメリカの幅広い業界で寡占化が進行し、それによって競争が制限された業界では、投資が手控えられ、企業が現金を貯め込むようになったとの見方もある。「AT&T買収がむしろ経済の活力 (The Economist)」『日本経済新聞 (朝刊)』2016年11月1日。

謝についても理解が向上するはずである。上述のように、様々な投資目的やホライズンを持つ投資家と、それらをつなぐ仲介業者が新陳代謝のプロセスに関わっている。金融が肥大化しているように見えたとしても、非金融部門の活動から遊離したものではあり得ない。

3-2. もう一つの小さな政府

1-2で指摘したように、家計の「金融化」は、企業の「金融化」から派生している部分が多い。政策的にリスクテイクを推奨されている部分は大きいにしても、将来不安、所得低迷で、家計は老後に向けた資産形成について考えざるを得なくなっている。

しかし、仮に所得が伸びていたとしても、資産を持つ限り、何らかの形で運用せざるを得ない。投信などの購入を止めて預金にすれば、それ自体で企業の短期志向を抑制できる訳ではない。「金融化」論者も長期的な株主価値を否定している訳ではないなら、どのような仕組みにすればそれが可能か考えた方が生産的である⁶⁸⁾。

国連が2006年に「責任投資原則」を提唱してから、徐々にESG投資が広がるようになっており、企業年金では運用機関への委託を減らして、自主運用に取り組むところが増えているとの報道がある⁶⁹⁾。もちろん、限られた人員で多様な企業の活動をモニタリングすることには困難が伴い、議決権行使が助言会社に依存したものになりやすいという弊害が出てくるかもしれない。それでも全ての投資家がひたすら短期の株価上昇を追いかけるより、こうした動きが出てくることは望ましい。大手年金が成功すれば、投信などの形で

68) Epstein は、企業が短期収益目標や株価を気にするために、投資や雇用を犠牲にすることを示した実証研究を紹介し、こうした企業行動では一部の経営陣と株主が利益を得るだけで、株主価値は最大化しないと述べている。Epstein, *op.cit.*, 2018, p.338.

69) 「巨額運用 企業に圧力（年金の責任、上）」『日本経済新聞（朝刊）』2018年12月6日。

個人もその動きに追従できるかもしれない。

そして、企業がもし長期的な投資へのコミットを望むのであれば、まさにこうした株主を引きつけることが重要になる。株価の短期的な動きに翻弄されるのは、それまで短期志向の株主を引きつけるような行動をしてきたツケでもある⁷⁰⁾。IR 活動は本来、望ましい株主との関係を構築するための対話である。必ずしも「金融化」を意味するものではない。建設的な対話を促す制度設計が求められるところである。

一方、格差の問題についてはあまり明い話題は無い。ドッド=フランク法で報酬格差開示ルールが決定され、その適用が開始されたが、それだけで報酬格差を緩和することはできそうにない⁷¹⁾。程度についての議論はあるにせよ、この問題にはグローバル化や技術進歩など複合的な要因が働いているため、一筋縄ではいかない。

それでは、格差が解消されない限り、中間層以下の負債拡大は必然かという、それほど単純でもない。住宅価格の上昇については、税制や都市開発のあり方の影響も大きい。ワーキングプア層の増加という問題はあるが、銀行や金融業者による悪質な高利貸しの慣行を取り締まれば、彼らはむしろ負債に依存することが困難な存在である。医療費と教育費の問題は幅広い層にとって深刻であり、これらは格差と密接に関連しているが、医療制度、医療保険制度、教育制度そのものの問題という性格が強い。

少なくとも、現在の先進国が1950年代から1960年代にかけてのような高度成長を再び経験できるとは考えにくい。前節で見たように、企業にとって単一のビジネスモデルは永続せず、特に1980年代以降はそれぞれが生き残りを

70) 手島は、株主還元策を投資家向けマーケティングに利用することで、自社の事業を理解しない株主が増える可能性に警鐘を鳴らしている。手島直樹『まだ「ファイナンス理論」を使いますか?』日本経済新聞社、2012年、113～114ページ。

71) 報酬格差開示規定に対する批判については、若園智明「米国の新たな役員報酬関連規制を巡る一考察」『証券経済研究』第92号、2015年12月、101～102ページを参照されたい。

目指して事業立地と組織の境界を大胆に変えるようになった。その中で Nikefication と呼ばれるような製造委託, precariat と呼ばれるような不安定労働が多用されるようになったと考えられる⁷²⁾。

もちろん、ここに株価引き上げの圧力が影響していることは間違いない。しかし、企業による組織管理方法の変化、情報通信技術の発達、法制度の整備なども作用していることを見逃してはならない⁷³⁾。それによって、企業は外注や部門分割と売却などを利用し、組織の境界を柔軟に変更できるようになった。その結果、生き残りを目指す組織は、内部に高収益部分だけを取り込み、高コストで生産性が低い部分を外部に切り出すようになった。それに成功した企業が、優良企業ということであろう。もちろん、他の企業が外部化した部分を集約し、高収益を上げる企業も存在するが、全てが上手くいく訳ではない。

簡単に言えば、既存の大手企業が存続することは、従業員の生活安定に直結しない。新陳代謝が活発化するほど、その関係性は弱くなると予想される。日本のように職務規程という考えが根付いていない社会では、会社が配転によって解雇を抑制することも可能であるが、もはやその期待も揺らいでいる。こうした現実を前に、配当や自社株買いを止めて投資に回せば、雇用が安定し、格差が解消するかなのような主張は、どこかアメリカの黄金時代に対する郷愁のようなものを感じる。

実は個人が直面する問題に対する代替的な見方を可能にするヒントは、金

72) Davis and Kim, *op.cit.*, pp.16-17. Nikefication は Nike が自社工場をほとんど持たず、製造を外部に委託していることから使われるようになった表現ということである。

73) 例えば日本では、1990年代後半から2000年代にかけて、純粋持株会社の解禁、株式交換や株式移転制度の創設、連結納税制度の導入などがあった。それまで、利害関係者の中で従業員の利害を重視してきたとされる日本企業は、それ以降、組織再編を通じて労働条件の変更や従業員の削減を進めるようになったと指摘される。久保克行「役員報酬、改善の余地大－企業統治改革の課題、下（経済教室）」『日本経済新聞（朝刊）』2017年4月5日。

融システム分析からも得られる。偶然にも「金融化」論は、銀行仲介が市場仲介に取って代わられたことを重視している。ただ、銀行という業態で一括りにしてしまったことで、重要な部分を見逃してしまった。

銀行預金が MMF などにシフトした際、問題視されていたことの一つに、ローカルな資金循環の喪失があった⁷⁴⁾。その後、州際規制撤廃によって誕生した巨大銀行は住宅ローンを広域で展開した。危機前に、競争の激しい大都市近郊などで中小規模の銀行は商業不動産ローンにのめり込み、痛手を被った⁷⁵⁾。危機後には成長エリアを目指した広域展開が進展し、大手の社名からは地域の名前が消えている⁷⁶⁾。地域に根ざしたコミュニティ銀行も存続してはいるが、それが高いシェアを持つのは主に人口減少地域である⁷⁷⁾。

つまり、資本市場に仲介を奪われて衰退したのは、銀行業態ではなく、地域経済である。その背景には企業活動や資源開発が活発な地域における都市とその郊外での乱開発、そしてその裏にある過疎の問題が横たわっている。この構図は、企業活動に社会の運命を委ねきった帰結とは言えないであろうか。もちろん、各地域が自給自足することなど望めないし、望ましい訳でも

74) 例えば 1982 年の上院公聴会において、当時 SEC 長官の Shad は、MMF が銀行業界の脅威と言われているが、それは銀行 CD に投資されており、実際にはディスインターミディエーションではないと証言した。それに対して Garn 議員は次のように指摘した。MMF が投資する CD は主に大銀行のもので、自分の州にはそのような大銀行はない。あるのは小規模な貯蓄機関だ。MMF はそのような機関に投資しない。U.S. Senate, Hearings, Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Securities Activities of Depository Institutions*, 97th Cong., 2nd sess., February 1982, p.39.

75) 内田は、商業抵当貸出に傾斜した銀行の典型は、HEL などを通じる過剰消費で生み出されたショッピングセンターなどの建設・土地開発にのめり込んだものであると指摘する。内田聡「金融危機後のメインストリート金融」『日本政策金融公庫論集』第 9 号, 2010 年 11 月, 92 ページ。

76) 資産上位 200 行で、銀行名に地名が入っている数は、1992 年 100 行, 2001 年 80 行弱, 2013 年 40 行弱と減少を続けている。淵田康之「米国における地銀再編の展開」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋, 70 ページ。

77) Federal Deposit Insurance Corporation, *Community Banking Study*, December 2012, pp.3-10.

ない。それでも、「効率的」な社会の、「非効率的」な仕組みによる補完は不可欠である。

「効率性」を追求することによる問題は、新自由主義と結びつけられることが多い。「金融化」論による政府の「金融化」批判は、新自由主義批判そのものであると言っても過言ではない。Storm の場合は Hayek の議論を取り上げ、全てを市場に委ねるという考えの行き着く先が金融化であり、そこでは政治的問題が科学的中立性を装うようになると主張している⁷⁸⁾。Davis and Kim も、金融化は表面から見ると産業から金融部門への権力のシフトであるが、深層は社会組織から市場への編成原理のシフトであると述べている⁷⁹⁾。

しかし、社会の編成原理としての市場が影響力を強めたことに注目するのであれば、それは西欧で資本主義と呼ばれる社会が誕生してから、途絶えることなく進行してきたと考えられる。富裕層への富の集中傾向こそ、20世紀の前半に部分的な揺り戻しが生じたが、その期間ですら匿名化による効率性の追求が緩んだようには思えない。1950年代から1960年代にかけて、その変化が最も顕著な形で現れたのが、企業社会の拡大であるように見える。

男性が会社員で女性が専業主婦という夫婦を中心とした核家族向けに、郊外住宅開発が本格化したのは1950年代であった。テレビドラマを通じて映し出された自由で豊かな家族像は、世界中で憧れの的になった。企業に職を得れば、社会保障の充実を期待することもできた⁸⁰⁾。所得階層を駆け上って憧れの生活を手に入れる希望が現実的なものとなる一方、その条件として学歴の果たす役割が大きくなった。教育目的は人的資本開発に集約され、マイノリティー層も機会均等を訴えて教育制度の分離撤廃を求めた。これが後に学費高騰を引き起こす土壌になっている⁸¹⁾。

78) Storm, *op.cit.*, p.306.

79) Davis and Kim, *op.cit.*, p.25.

80) アメリカの年金、医療制度については、例えば厚生労働省『2014年海外情勢報告』104～112ページを参照されたい。

一見すると、企業社会の拡大は、豊かな社会への近道である。しかし、その裏で非効率な自営が消滅していったことは、地域経済の抵抗力を弱体化させることにもつながっている可能性が高い⁸²⁾。アメリカにおける「小さな政府」認識は、連邦政府の介入に抵抗する地域社会の活力が土台となっていたはずである。その地域社会が自立を失うということは、日々の生活を維持していく上で、広域展開する大手企業の活動に依存せざるを得ないということである。そして、肝心の大手企業は、ますます不安定な存在になっている。

現代的な格差問題は、皮肉にも、所得再分配の強化が目指された時期に、その種がまかれていた。生活の糧を企業に依存する限り、企業の生き残りに期待するしかない。産業の新陳代謝が激しくなる中で、企業は事業ポートフォリオの組み替えを中核的な生き残り手段と見なすようになっており、その意思決定を行う CEO が英雄視される。実際に日々の事業活動を支える従業員への貢献など目に入らない。あるいは、M&A における属人的な関係の重要性も、特定の人材の希少価値を高めているのかもしれない。

格差が顕著になるほど、居住地の分断が進む。そして富裕層は低所得層が住む地域に所得が再配分されることを望まない。自立のすべを持たない地域は、雇用を生み出す企業活動の誘致に向けて競争せざるを得ない。デトロイトに代表されるラストベルトは、もともと勝ち目のない戦いに敗れた⁸³⁾。経済のサービス化が進み、小売りの影響力が強くなっても同じことが繰り返さ

81) Labaree は、当初、共和国の一体性を維持するため構築された公教育制度が、目的を人的資源開発へとシフトさせ、その中で門戸を開く一方、既存の特権階層に一段上のコースを用意するという対応を繰り返し、教育制度が膨張してきた構図を描いている。詳しくは Labaree, David F., *Someone Has to Fail: The Zero-Sum Game of Public Schooling*, 2018 (倉石一郎、小林美文訳『教育依存社会アメリカ：学校改革の大義と現実』岩波書店、2018 年) を参照されたい。

82) アメリカの話ではないが、新は日本の高度成長期が、雇用の安定と自営の安定という 2 本足で支えられていたと主張している。新雅史『商店街はなぜ減るのかー社会・政治・経済史から探る再生の道』光文社新書、2012 年。

83) 自治体間競争の中で、デトロイト市が企業に優遇措置だけ利用されて、見捨てられた過程については矢作弘『縮小都市の挑戦』岩波新書、2014 年に詳しい。

れている。しかも、大型店が地域の小売りを掌握することで、地元産品が販路を失うケースも生じる⁸⁴⁾。一方で、この戦いに勝ったことで、地域に歪みが生じることもある。現在は大型小売店を圧倒する Amazon や Google を抱えるシアトル、サンフランシスコ地区では、住宅価格高騰、渋滞、そして住民の対立といった問題が深刻になっている⁸⁵⁾。

幸いにも、地域に軸足を置いた持続可能な経済活動への模索が既に始まっており、地域の抱える問題やそれに取り組む事例への認識も徐々に高まっている。デトロイトでも都市農業を域内消費の活性化に利用する取り組み、起業家を集めて **Made in Detroit** を生み出す取り組みなどが自生的に生じている⁸⁶⁾。また都市開発への住民参加の事例としてポートランドは有名であるが、街の魅力が起業家を引き寄せると同時に、都市開発の仕組みが起業家支援の土台にもなっているようである⁸⁷⁾。住民による主体的な取り組みが地域の経済活動を主導する姿は、「小さな政府」の社会の理想像と言ってもよいであろう。

これらの取り組みがどれだけ持続可能で、広がりを見せるのかは分からない。しかし広域の企業の雇用に依存しているだけでは、社会の脆弱化を止めることはできない。別に広域の企業活動を否定している訳ではない。あくま

84) 例えば矢作弘『大型店とまちづくり－規制進むアメリカ、模索する日本－』岩波新書、2005年では、ビッグボックス店の付近に農地があるにもかかわらず、店内ではグローバル調達した農産物が売られているという記事が紹介されている。

85) サンフランシスコでは5年ほど前にもグーグル従業員向けバスに対する抗議活動が報道されていたが、2018年にも同様の事件が起きた。Streitfeld, Cavid, “Protesters Block Google Buses in San Francisco, Citing ‘Techsploitation’”, *The New York Times*, May 31, 2018.

86) 矢作、前掲、2014年に、民営化後のイースタンマーケットが出店する農家を育成し、フードデザート解消を目指していること、起業家の協働スペースを運営するNPOとして設立されたポニーライドが**Made in Detroit** 推進の一翼を担っていることなどが紹介されている。

87) 包括的に街の取り組みを紹介したものとして、山崎満広『ポートランドー世界で一番住みたい街をつくる』学芸出版社、2016年を挙げることができる。

で補完関係である。何にせよ、効率的な仕組みは、一見すると非効率的な仕組みによって補完されている場合が多い。匿名化が進めば、むしろ非匿名の関係性が重要になる。それは地域経済の自立にも当てはまる。地域経済の抵抗力が強まれば、社会保障や資産運用についても、新たな選択肢が生まれる可能性がある。

お わ り に

現代社会は様々な問題を抱えており、それらをめぐって深刻な社会対立が引き起こされる一方、根深い対立が問題の解決をますます困難にしている。「金融化」論は、それら多くの問題が根底でつながっていることを指摘し、「金融化」というキーワードを使って、各分野における研究に、相互の参照が重要であることを気づかせた。いまや主流派の論調に違和感を持つ多くの研究者が、「金融化」の議論に参加するようになっている。

金融システムの研究者にとっても、その動きは望ましい。金融システムの分析は、テクニカルな問題に拘泥しがちである。「金融化」論が、金融システムの変質を、幅広い社会問題の核に位置づけてくれたおかげで、金融システムの分析は他の分野の研究に向けてどのような貢献をすべきかが見えやすくなった。これによって、細分化された研究を連結するための努力が生まれれば、閉じこもった研究分野における常識の多くを覆すことができるかもしれない。

しかし、残念ながら、「金融化」論は基本的に金融をあたかも虚業であるかのように認識しているため、金融の仕組みを解明しようとする努力があまりに不足している。それでは、彼らが金融の「肥大化」と見なす現象が、なぜ生じているのか、そこにどのような力学が働いているかを理解することなどできない。GDPや負債に占める金融部門のシェアが低下すると、せっか

く結集した多分野の勢力が解散しなければならなくなる。

もう一つ残念なのは、「金融化」論が雇用一本足の社会を前提としているように見えることである。雇用された個人が、会社人間となってその他の社会関係から切り離されていくようであれば、そうした個人によって構成される社会は極めて脆弱なものにならざるを得ない。地域社会を使い捨てのように扱う企業を非難することは簡単である。しかし、住民が誰も主体的に地域社会の運営に関わらないような土地で、外部から進出する企業がその肩代わりをすることなど期待できるはずがない。

一方で、近年は地域社会の自立に向けた取り組みに注目する研究も多い。しかし、それが伝統的な地域社会を神聖視することにつながってはならない。顔の見える関係しかなければ、息苦しいことこの上ない。また、いかなる地域であれ、そこで100%の自給自足を達成することが望ましいとは思えない。地域経済の研究においても、金融の理解が軽んじられるように感じられることも多いが、地域の自立はいかに匿名化を推進する圧力と折り合いをつけることができるのかという問題に向き合わなければならない。そこでは金融の仕組みに対する理解が求められるはずである。

ただ、本稿では政府の「金融化」について重要な点に触れることができなかった。民間の負債を貨幣として機能させる金融システムにおいて、国家権力による下支えは不可欠である。また近代国家は、公的負債を貨幣として機能させるよりも、銀行制度を利用して国債の市中消化を図る道を選択してきた。その国債が、主要国においては金利体系の基軸としての役割を果たすようになっている。これを政府の「金融化」と呼ぶなら、金融システムは政府の「金融化」なしに機能し得ない。金融システムの動態についての理解をさらに深める上で、政府の「金融化」現象の実態を究明する努力は欠かせない。