

# 博士学位請求論文審査報告

申請者：小倉将志郎

論文題目：『「経済の金融化」と金融機関行動』

## 1. 論文の課題と構成

アメリカでは 1980 年代以降、GDP の拡大と比較して金融資産・負債の拡大スピードが上回る。それに合わせて、全産業利潤に占める金融部門利潤のシェアは、1960 年代から 1980 年代初頭にかけて 15%前後で推移するが、1980 年代中頃から比率を高め、2000 年代初頭には 35%にまで達し、その後も 20%を上回る。本論の課題は、こうした「経済の金融化 (financialization)」の実態解明にある。経済の金融化は、単に経済活動に占める金融部門の比重が高まったということに留まらない。金融部門自身、その担い手の多様化、新たなビジネスモデルの展開・変質が進み、家計部門についても金融資産・負債が拡大し、また企業についても経営の金融化と支配の金融化が進展する。さらには政府もその政策決定において金融機関・市場の影響を強く受けるに至る。経済の金融化は、こうした金融部門の深化、家計・企業・政府の 3 部門の金融化という経済全体におよぶその構造変化を意味する。

本稿では経済の金融化を主導した金融部門・市場につき、その構造変化を歴史的展開として、(1) 1980・90 年代以降の資金循環構造の変化 (第 1 章)、(2) 1980 年代後半以降の M&A 活動の活発化 (第 2 章)、(3) 2000 年代以降の影の銀行システムの展開 (第 3 章、第 4 章) の 3 点から分析する。また、この経済の金融化、とりわけそれを中心的に担った金融部門のビジネス展開は経済のバブル化の道でもあった。本稿ではこうした判断から (4) 2010 年の金融規制改革法 (ドット・フランク法)、およびその一環として 2013 年に導入されたボルカー・ルールの評価がなされる (第 5 章、終章)。本論文の具体的構成は以下の通り。

序章 金融化と金融機関行動分析の必要性

第一章 金融機関の収益拡大と資金循環構造の変化

第二章 金融機関の収益拡大と投資銀行の M&A 関連業務

第三章 金融化と影の銀行システム

第四章 2000 年代の金融機関の収益拡大と大手金融機関のリスクテイク

第五章 米国金融規制改革法と大手金融機関の行動

終章 金融権力の発現形態としての金融化とその諸影響

## 2. 各章の概要

## 2-1. 序章の概要

1970年代後半以降、米国を中心に先進国では経済における「金融」の地位・影響力が相対的、かつ絶対的に高まる。金融資産・負債はGDPの伸び率を上回り、金融市場、金融機関が国内および国際的な経済活動に置いて果たす役割が高まり、それに合わせて総利潤に占める金融機関の利潤シェアも上昇する。いわゆる「経済の金融化」である。この「経済の金融化」は、家計部門、企業部門、政府部門の各部門が相互に関連しながらそれぞれの部門が金融化するプロセスをその内容とする。

企業においては、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へのシフトがみられる。また、企業のガバナンスにおいて、株式市場の存在力が高まり、行動主体としての株主、機関投資家の影響力が強まる。

家計部門においては、住宅ローン、消費者金融による金融負債が増大する一方、年金基金を通じたミューチュアル・ファンド、株式、デリバティブ等の金融資産を増大させる。

これら企業部門、家計部門の金融化に密接にかかわるのが「金融部門の深化」であり、金融部門は、従来の伝統的で単純な金融仲介・金融取引から、証券化取引、とくに「仕組み金融」ともいわれる複雑な証券化取引、デリバティブ取引、こうしたオフ・バランス取引の比重を増大させる。

## 2-2. 第1章の概要

1980年代、1990年代の金融部門の収益拡大は、非金利収入、具体的にはM&Aビジネス、資産運用ビジネスの拡大にある。本章の課題は、後者の資産運用ビジネス拡大をもたらした資金循環構造の変化を明らかにすることにある。

家計部門は、1980年代以降、銀行預金から年金基金積み立て、株式、ミューチュアル・ファンドへと資金運用をシフトする。他方企業部門においても、銀行借り入れから社債・CPへと資金調達をシフトする。社債・CPの購入主体は、生命保険、年金基金、ミューチュアル・ファンドであり、この年金基金、ミューチュアル・ファンドによる社債・CP購入を介して、家計部門の資金運用シフトと企業部門の資金調達シフトが結びつく。かくして1980年代、1990年代、家計→銀行→企業から、家計→年金基金、ミューチュアル・ファンド→企業へ、資金循環構造が大きくシフトする。1980年代、1990年代の金融部門の収益拡大は、資金循環規模の拡大だけではなく、こうした資金循環構造の変化を伴ったことを理解する必要がある。

さらに言えば、家計→年金基金、ミューチュアル・ファンド→企業への資金循環構造のシフトは、年金基金、ミューチュアル・ファンドによる積極的株式、債券投資による株価、債券価格上昇に支えられた。株価、債券価格の上昇によ

り、年金基金、ミューチュアル・ファンドは預金金利を上回る運用益・利回りを家計部門に支払うことが可能となり、結果として預金から年金基金、ミューチュアル・ファンドへの資金シフトが実現したのである。

### 2-3. 第2章の概要

「経済の金融化」は産業利潤に占める金融部門のシェアの拡大を伴うが、その金融部門の中身を見ると、証券会社・投資銀行の収益の伸びが商業銀行の収益の伸びを上回る。商業銀行収益に対する証券会社・投資銀行収益の相対比率は、1980年の3~4%から2000年の40%越えまで上昇する。ITバブル崩壊でその比率は20%ラインに一旦下がるが2002年から再び上昇に転じる。本章の課題は、この証券会社・投資銀行収益の拡大の重要な要因の1つとして、投資銀行の「M&A 関連業務」の存在があったことを示すことにある。

証券会社の収益構造は、1980年代後半以降、従来の「仲介手数料」、「トレーディング・ゲイン」から「その他収益」、「ミューチュアル・ファンド販売収益」、「資産運用収益」、こうした新たな収益源へ比重をシフトする。「資産運用収益」には、個人・機関投資家向け「資産運用管理」や「投資顧問業務」からの収益が含まれる。「その他収益」には、「M&A 仲介手数料」、「オプション手数料」、「投資勘定に基づく金利・配当」、「私募発行手数料」、「委任状勧誘手数料」などが含まれる。繰り返される M&A ブームは、「M&A 仲介手数料」を介して投資銀行の新たな収益源の一つを構成してきた。M&A ブームの内容は一様ではなく、1980年代前半は、コングロマリット・ブームの後始末・事業再編、後半は LBO を介したマネーゲームをその内容とした。そして、1990年代に入ると株式交換を介した戦略的 M&A、クロスボーダー M&A が盛んとなる。

### 2-4. 第3章の概要

2000年代「経済の金融化」を牽引したのが「影の銀行」ビジネスの拡大である。2005年から2007年にかけて米国の信用拡大の半分以上がこの「影の銀行」ビジネスの拡大によるものだといわれる。本章は、「影の銀行」の仕組みとその脆弱性を論じることを課題とする。

「影の銀行」の設立主体は、投資銀行・証券会社、商業銀行、年金基金、保険会社、ミューチュアル・ファンド、ヘッジファンド、プライベートエクイティ・ファンドなどからなる。「影の銀行」は、流動性の低い仕組み商品（狭義には資産担保証券 ABS で CDO、CDS などがその一種）を担保にして、コマーシャル・ペーパー（CP）や資産担保 CP（ABCP）の発行、またレポ市場からの借り入れ、或いはインターバンクでの無担保借入、こうした預金保険の対象とならない短期資金を調達し、レバレッジをかけて仕組み商品に投資する。

この「影の銀行」は1975年の株式取引の固定手数料制度の撤廃に始まり、預金上限規制、州際業務規制、グラス・ステイガール規制、レバレッジ規制、こ

れら規制の緩和・撤廃、デリバティブ取引の自由化といったアメリカ政府の金融規制の緩和を制度的条件とする。金融機関は、この規制緩和を利用して、住宅バブルを牽引する一方、住宅バブルを利用して「影の銀行」ビジネスを展開し、金融収益を拡大させたのである。すでに明らかとなったように、こうしたバブル依存の「影の銀行」ビジネスは確固としたビジネス基盤を有しない脆弱性を持つ。

#### 2-5. 第4章の概要

2000年代の「影の銀行」の拡大に伴って急速に増大した金融収益は、より具体的には、証券化（仕組み金融商品）関連業務、自己勘定取引、オルタナティブ投資、店頭デリバティブといった新しい金融業務を通じて実現された。これらは預貸業務による利ザヤ収入や、証券の発行引受、証券売買仲介の手数料などを基礎とする伝統的な金融業務とは異なり、80年代以降に急速に進展した金融技術革新と金融工学を金融機関が自らの業務に積極的に導入することで生み出されたものである。こうした「影の銀行」の金融業務は、そこに付随する不透明性ゆえに公表データからその金融収益拡大への貢献を見て取ることは容易ではないが、2000年代におけるその一般的拡大とともに、とくに一握りの大手金融機関の収益拡大に、重大な貢献を果たした。

大手金融機関が「影の銀行」の金融業務から独占的に巨額の収益を獲得できた理由は、それが資金面や知名度の面での規模・範囲の優位性を利用できたこと、政治権力に近づくことで自らの利益追求に都合の良い制度を獲得できたこと、顧客との間の情報の非対称性の存在を最大限に利用できたことである。しかし、その一方「影の銀行」ビジネスの拡大は、その担い手である大手金融機関のリスク・テイク行動の高まりによって支えられたものであった。つまり、「影の銀行」ビジネスが、自己勘定取引の増大、レバレッジ比率の拡大、ROA 標準偏差値の上昇、売れ残りの仕組み商品保有の増大、さらにはオルタナティブ投資（ファンドへの出資等）、こうしたリスク・テイク行動（脆弱な基盤）を前提条件として拡大したことを意味する。

#### 2-6. 第5章の概要

アメリカでは、住宅バブル崩壊とそれに伴う金融危機の発生を受けて、将来そうした金融危機の再発を防ぐべく、2010年7月に「金融改革法」、いわゆるドッド・フランク法が成立した。本章はそのドッド・フランク法の特徴とその実効性を問うたものである。

ドッド・フランク法の特徴の第1は、消費者金融保護局（CFPB）の設立である。サブプライム・ローンによる略奪的貸付の反省措置である。第2は、銀行の自己勘定取引等の制限（ボルカー・ルール）である。銀行の過度のリスク・テイク行動に対する規制である。第3は、金融安定監督評議会（FSOC）であり、

FSOC はシステミック・リスクに関する調査、監視機能を担う。第 4 は、店頭デリバティブの取引所取引および集中決済の導入である。これにより証券取引委員会と商品先物取引委員会に店頭デリバティブに対する規制権限が与えられ、またデータ公表を通じた取引透明化のため、取引所取引と集中決済が義務づけられた。

しかし、ドッド・フランク法は金融危機再発防止に関してどこまでその効果を発揮しうるのか、課題を残す。1 つは、自己勘定取引等の制限に関して、適用除外、「最小限の投資」の容認、規定の曖昧さという形で、規制に対する抜け穴を残している点である。2 つは、2000 年代の住宅・金融バブルの担い手・要因となった「影の銀行」、およびそれを支えたレポ市場に対する規制を欠くことである。3 つに、ドッド・フランク法が金融秩序の担保となるか否か、それは同法の今後の実際の運用次第によるところが大きい。しかし、その運用に障害が立ちはだかる。ウォール街権力の存在である。

#### 2-7. 終章の概要

ドッド・フランク法は、自己勘定取引規制に抜け穴を残し、また金融危機の要因となった「影の銀行」、レポ市場に対する規制を欠く点で金融危機再発防止措置としては大きな制約を残すものとなったが、その根本的な原因は、金融市場の寡頭制支配とその政策への影響力の問題を解決しえず、その支配体制の下での政策措置であったことにある。

住宅バブル、金融バブルを主導した「影の銀行」ビジネスが、金融規制の緩和の下で可能になったことは既に触れた。実は、その金融規制の緩和に大手金融機関が密接、あるいは直接かかわっていた。つまり、規制緩和は寡頭制支配の産物であった。商業銀行業務と証券業務とを分ける 1999 年グラス・スティーガル法の廃止（グラム・リーチ・ブライリー法）はシティグループ（R.ルービン）が関わった。OTC(店頭デリバティブ)規制を禁止した 2000 年商品先物近代化法には、サマーズ、グリーンズパン、グラムが関わったが、彼らはいずれも大手金融界に天下る。2004 年のレバレッジ規制の事実上の撤廃した SEC 委員長は元大手保険会社 CEO であった。今回の緊急危機処理にあたった H.ポールソンはゴールドマンの元 CEO であり、そのポールソンは政府の不良資産買い取りプログラム（TARP）においてゴールドマン出身者を要所に配置し、ゴールドマンの最大の CDS 契約相手であった AIG 救済にあたらせたのである。

こうした金融寡頭制支配からの脱却がない限り、新たな金融規制はしり抜けとならざるを得ない。

### 3. 審査の結論

「経済の金融化」(financialization) は現代資本主義の特質を理解するうえで

避けて通れない課題であり、我々に課せられた大きなテーマである。本稿はその全体像の解明に向け、少なからぬ貢献を果たすもの評価できる。

第1の成果は、1980—90年代に生じた、家計→銀行預金→企業融資という資金循環から、家計→年金基金、MMF→社債・CP購入という証券循環への資金循環シフトを摘出し、またこの資金循環シフトの背後に家計・年金基金・MMF資金に支えられた株価上昇の存在があったことを明らかにしたことである。第2の成果は、1980年代—1990年代の金融化の要因として指摘した年金基金、ミューチュアル・ファンドが、担保付短期資金市場・レポ市場を介した短期資金供給主体として、また仕組み商品の需要主体として、これら両面から2000年代に拡大した「影の銀行」システムに大きく関わり、それを支えたことの解明にある。第3の成果は、その「影の銀行」システムの拡大が株価上昇、住宅投機、大手金融機関のリスク・テイク行動（自己勘定取引・レバレッジの引上げ、短期金融市場に依存したリスク商品・ファンドへの投資）という脆弱な基盤を前提としたものであったことを示した点にある。第4の成果は、金融規制改革法の評価であり、同法が2013年に自己勘定取引規制を導入するものの、なおその内容・規定にあいまいさを残すこと、当該規制の確実な実施には、大手金融機関と政府の癒着解消が前提条件となることを示した点にある。

2013年12月25日に行われた面接試験において、少なからぬ改善点の指摘がなされた。その後も全体にわたる修正は2月、4月、6月と計4回なされた。こうした修正作業の結果、(1)金融化概念、およびそこでの本稿の課題の明確化（序章）、(2)影の銀行システムの説明の明確化（3章）、(3)影の銀行システムと2章の資金循環構造変化とが短期資金市場（ABCP、レポ取引）で結びついていたことの明確化（第3章）、(4)影の銀行業務がその性格としてリスク・テイク行動であったことの明確化（4章）、(5)ボルカー・ルール規制の問題点の明確化（5章）、以上の5点で大きな改善が図られた。上記の審査評価はこうした改訂を踏まえてのものである。

本審査委員会は、当初提出論文に対する最終的修正対応を踏まえて、全員一致により申請論文が一橋大学経済学研究科博士学位に値すると判断した。

2014年7月9日

審査委員

石倉雅男

高田太久吉

寺西俊一

花崎正晴

（審査委員長）福田泰雄

