

## 学位請求論文

### 経済の金融化と金融機関行動

小倉 将志郎

#### 要旨

本稿は、1970年代後半以降の米国を中心とする先進資本主義諸国の在り方を特徴付ける経済の金融化（financialization）（以下、金融化）、特にその主要な指標としての金融機関の収益拡大という現象に着目し、金融機関がそうした収益を生み出し得たメカニズムを詳細に分析することで、金融化の歴史的展開において金融機関行動が果たしてきた重要な役割を突き止め、先行研究とは異なる視点から金融化現象を捉え直すことを主な目的とする。本稿の分析を通じ、以下のことが明らかになった。第一に、米国で1970年代後半以降に展開した金融化は、実物部門を構成する家計と企業を様々な形で金融市場に徐々に巻き込み、それら自体を金融化させる一方、金融化した家計や企業が金融市場に投じた大量の資金やそれらによる多額の負債の存在が、2000年代の影の銀行システムが拡大していく前提条件となり、そのことを通じて2000年代の金融化を量的・質的に変容させるというように、1970年代以降の金融化と2000年代の金融化は連続的側面を持って展開した。第二に、金融機関は金融化の中核事象を当初は部分的・間接的に、次第に全面的・直接的に、自らの利益追求動機の下に統治し、その中で自らも深化することで収益拡大を実現し、金融化の中核事象の主要な受益者になりえた。第三に、そうした利益追求のさらに深奥に、究極的には、一握りの大手金融機関がその巨額の資金と人材を基礎に、政府・規制当局と人的・資金的に結びつき、自らに都合の良い政治対応を獲得してきた事実、つまり金融権力の存在があった。第四に、2000年代の金融化が、脆弱性を内在する影の銀行システム拡大の追求、その下での大手金融機関の不公正なリスクテイク行動によって突き動かされ、それに過度に依存するようになった時点でもはや持続可能なものではなくなり、その自壊過程が2007-9年の国際経済・金融危機として顕在化した。第五に、2010年米国金融規制改革法は、影の銀行システムを支えた大手金融機関の利益追求・リスクテイク行動に対しても、その背後の金融権力に対しても、結局のところそれらをコントロールする有効な手段を設定することができなかった。

まず序章では、金融化とは何か示したうえで、本稿の課題として金融機関行動分析を設定する意義を提示した。2007-9年の金融危機の過程で耳目を集めた金融の拡大現象について、政治経済学分野の研究者たちは早い段階から着目しており、それらの諸研究は、2000年前後には、現代資本主義を金融化という観点から特徴付けて分析する、金融化アプローチとして展開するようになった。それらによると金融化とは、「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」,つまり広義の金融部門が,企業や家計といった実物部門の諸行動に量的・質的に強い影響力を持つようになる過程を指す。金融化はそれらの事実を示す様々な個別事象によって構成されるが,先行研究は,特に金融化の下での企業部門の行動変化(企業の金融化),具体的には,企業の金融投資の拡大(利潤の金融化)や企業経営に対する「株主価値経営」の強制(支配の金融化)といった事実の分析に力を注いできた。一方で先行研究は,金融部門,特に金融機関の主体的行動が,企業や家計などに与える影響への視点が決定的に弱く,その内実に関わる詳細な分析はこれまでほとんどなされていない。金融化をより体系的に理解し,それが経済・社会に持つ含意を正確に捉えるには,金融化の中核事象の主要な受益者であり,現実に家計や企業,政府の行動に多大な影響を与えている,金融機関行動の詳細な分析が不可欠である。

そうした問題関心から,第一章から第四章では,米国における1980年代以降の金融機関の収益拡大という事実に着目し,それらがいかんにして生み出されえたか,そのメカニズムを詳細に分析した。

まず第一章では,特に1980・90年代の金融機関の収益拡大に貢献した第一の要素として,資産運用関連業務の存在に着目し,それがいかに拡大し,多額の収益に結び付いたかを分析した。同時期の金融機関の収益拡大を主導したのは,証券会社と商業銀行の非金利業務であり,それらのうち,特にミューチュアル・ファンド販売手数料や機関投資家向け投資顧問・資産管理といった,資産運用関連業務が着実に拡大した。そしてそれらの拡大の背景には,同時期の米国金融市場における資金循環構造の変化が存在した。その第一は,家計の資金運用の変化であり,家計は預金から年金基金やミューチュアル・ファンド, MMMF へと運用先を徐々に移した。第二は,企業の資金調達構成の変化であり,企業は金融機関借入から証券(主に社債・CP)発行へと調達方法を徐々に移した。そして第三は,両者をつなぐ金融仲介構造の変化であり,銀行預金・貸出を通じた狭義の間接金融型でも,投資家による株式や債券の直接購入を通じた狭義の直接金融型でもない,「家計→ミューチュアル・ファンド(MMMF含む)→企業の発行する社債・CP」という新しい形の金融仲介の存在感が増した。ミューチュアル・ファンドは,家計に預金よりも高利回りを提供し,企業の発行する銀行貸出金利よりも低金利の社債・CPを購入することで,新しい金融仲介主体になりえた。一方で,家計への高利回り提供は株価上昇を必須条件としており,そこには主に家計資金を吸収したミューチュアル・ファンドと年金基金による株式流通市場での積極的取引が重要な役割を果たした。こうした条件が中期的に満たされた下で生じた資金循環構造の変化は,ミューチュアル・ファンドや年金基金に関わる資産運用関連業務を拡大させ,それを担当する金融機関に手数料の形で多くの利益を生み出しえたのである。資産運用関連業務が収益的なビジネスであると次第に認識するようになった金融機関は,徐々に顧客に積極的な売り込みを行うようにもなったが,そうした金融機関の主体的行動は必ずしも前面には出ていなかった。

第二章では、同時期の金融機関の収益拡大に貢献した第二の要素として、投資銀行の M&A 関連業務に着目し、それがいかに拡大し、多額の収益に結び付いたかを分析した。米国では特に 1980 年代以降、規制緩和や産業構造の変化などを背景に、実施される M&A の数と規模がそれ以前と比べて急激に拡大するだけでなく、そこに関与する主体やスキームの多様性・複雑性も大幅に増した。拡大・展開を続ける M&A に対して、その買収側・被買収側双方に、助言を中心とした全面的支援を専門的に行うのが投資銀行の M&A 関連業務であり、同時期に、投資銀行にとってそれらの重要性が急速に高まり、収益源として確立した。そして投資銀行が M&A 関連業務から巨額の利益を生み出し得た理由の第一は、同時期に米国投資銀行の主導下で M&A 関連業務自体が急速に拡大したことである。投資銀行は既存の取引で大企業や機関投資家と密接な関係を持ち、そうしたネットワークを最大限活用して M&A の成功事例を積み上げるとともに、それらを M&A 市場に巧みに誘導することで、戦略的に M&A 市場を活発化させることができた。また第二は、M&A 関連業務が生み出す収益が複合的性格を持っていたことである。M&A 仲介手数料はその多くが成功報酬型で、実施された M&A の規模で決定する手数料率自体も必ずしも高いものではないが、仲介者としての投資銀行はリスクを取っていないため、M&A の規模拡大を追求し、実際にそれが成し遂げられたことで多額の手数料を生み出しえた。加えて、M&A 関連業務には M&A の仲介だけでなく、M&A に伴う資金調達（借入や証券発行を通じた負債）のアレンジも含まれる。M&A に伴う資金調達アレンジは、通常の企業向け貸出や証券発行引受より一般的に金利・手数料が高めに設定されるうえ、短期に回収される可能性も高いため、投資銀行にとって非常に収益性の高い業務であった。そうした M&A 関連業務の収益性の高さを認識した米国投資銀行はそれを推し進め、顧客企業に積極的に売り込みをかけた。これは実際に 1980・90 年代に米国投資銀行に巨額の収益をもたらした。

以上のような、資金循環構造の変化に基づく資産運用関連業務や M&A 市場活発化に基づく M&A 関連業務に先導される形で、1980・90 年代を通じて拡大を続けた金融機関の収益は、2000 年代に入ってそのペースを一段上げ、同時期に特に大手金融機関は過去に経験のないほど巨額の収益を獲得した。一方、それは 2007-9 年の金融危機の発生により中断され、金融機関収益も一時的に大幅な下落を余儀なくされた。それに対し金融化アプローチは、2000 年代に大手金融機関に巨額の収益をもたらした主要な要素こそが、今次の危機の根本原因と認識する。第三章と第四章では、そうした 2000 年代の金融機関収益の急速な拡大と今次の危機とを結び付ける要素に焦点を当てて分析した。

まず第三章では、米国における 2000 年代の金融化の重要な要素として影の銀行システムの存在を確認し、それが多くの問題・脆弱性を抱えたまま急速に拡大したため、その急激な自壊の過程が今次の未曾有の危機として発現したことを指摘した。影の銀行は、第一に、資金調達に関して、市場で調達される短期負債に強く依存し、その際自己資本に対するレバレッジを非常に高めており、第二に、資金運用に関して、非常に流動性の低い証券化ベースの仕組み金融取引を行い、第三に、公的規制を回避できる代わりに流動性セーフ

ティネットの対象にもならない、といった特質をもつ機関を指し、それらが重要な役割を果たす金融システムが影の銀行システムである。このシステムは米国では 2000 年前後から短期間に急拡大し、それは、規制回避目的および利益追求目的での大手金融機関によるその積極活用、それを放任したりむしろ促進したりするような政府対応、学術面・技術面での支援、影の銀行が生み出す安全資産への機関投資家の需要拡大など複合的要因に基づいて実現した。その過程で、金融機関は影の銀行システムに関わる金融業務、特に証券化関連業務を積極的に拡大し、それらを通じて巨額の収益を実現しえた。一方で、影の銀行システムの展開には数多くの問題が内包されていた。第一に、影の銀行によるレポや ABCP 発行といった短期負債手段を通じてレバレッジを高める投資戦略が、市場逆転時の急激な資金流出（デレバレッジ）発生と巨額の損失計上のリスクを内包していた。第二に、影の銀行の主要な運用先としての、不透明かつ流動性の低い証券化ベースの仕組み金融取引（特に CDO と CDS）が、そこに内在する様々なリスク、特に市場リスクを何倍にも高めていた。第三に、影の銀行が公的規制を民間格付け機関による格付けによって代替させる際に、客観性を欠いた格付けが仕組み金融商品の急拡大を促していたために、それらの暴落の可能性を内包していた。それら諸矛盾が一举に顕在化した結果、影の銀行システムに対する不信感が急速に高まり、資金の大量流出（影の銀行システムへの取り付け）とシステム自体の自壊という事態が必然的に発生し、それが今次の危機を生み出す重要な要素となった。

第四章では、2000 年代の影の銀行システム拡大を支えた重要な要素として、大手金融機関による積極的なリスクテイクに着目し、その経路として利用された三つの金融取引を通じた利益獲得メカニズムを、特に大手金融機関の特別な地位とそれに基づいて採られる諸行動に焦点を当てて分析した。2000 年代の金融機関収益の急拡大の大部分は、影の銀行システムにおいて大手金融機関が積極的にリスクテイクすること（不透明な仕組み金融商品への投資にかかわる市場リスクやレバレッジを急速に高めることによる信用リスク・流動性リスクなど）を通じて実現され、その主要なリスクテイク経路として利用されたのが、自己勘定取引、オルタナティブ投資、OTC デリバティブの三つであった。一方、そうした積極的リスクテイクによる利益が実現した要因に、影の銀行システムの特質を理解したうえで、一握りの大手金融機関による自らの特別な地位の不正な利用があった。第一に、その専門性やリスクの高さ、それに伴う関連業務の多さなどに基づき、資金規模、業務範囲の優位性を利用することができた。第二に、その新奇性や専門性の高さに基づき、政治との資金的・人的ネットワークに基づく金融権力を行使する余地が大きく、その行使を通じて自らの利益追求の自由と負担の社会化を実現できた。第三に、その不透明性や複雑性に基づく情報の非対称性の大きさに基づき、自らが独占的に保持する情報優位性を最大限に活用でき、都合の良い情報は利用し、都合の悪い情報は隠ぺい・偽装することで、巨額の利益を生み出すことができた。そして第四に、その技術的高度性に基づき、仕組み金融商品の供給者であると同時に需要者である立場や「高度なリスク管理能力」を前提としたリスク管理上の全面的自由の付与など、技術にまつわる優位性を戦略利用できた。それら

特別の地位を利用して大手金融機関が過度に抱えこんだリスクは、きわめて不公正な形でそれらに短期間に巨額の利益をもたらす一方、最終的には今次の危機として顕在化した。

以上のように、米国における金融化は、1970年代後半以降、資金循環構造の変化とM&A市場活発化を伴って進展し、家計や企業を金融市場、金融活動に巻き込みつつ、それらが支払う手数料や金利の形で金融機関の収益を徐々に高めた。金融機関はこのプロセスを徐々に主体的に統治するようになっていった。一方2000年代の金融化は、大手金融機関が主導する影の銀行システムとそれを支える積極的リスクテイクを通じて加速し、それらが大手金融機関に未曾有の収益をもたらした。ここに至って金融機関は金融権力を行使しながら全面的に主体性を発揮しつつ利益追求にまい進した。つまり金融機関行動は、金融化の歴史的展開においてその濃淡はあるものの、きわめて重要な役割を果たしてきたことが明らかになった。加えて、第一章から第四章の分析を通じて、2000年代の金融化、特に影の銀行システムの拡大の重要な背景に、1980年代以降の資金循環構造の変化、特に家計資金のミューチュアル・ファンドや MMMF への大量流入が決定的に重要な役割を果たしていた事実、つまり金融化の連続的側面も同時に明らかになった。

2000年代の金融化を構成する影の銀行システムに内在するリスクと不公正性が極限に達した結果、その自壊の過程は2007-9年の国際金融・経済危機として顕在化した。そうした今次の危機を受け、米国では新しい金融規制枠組に関する議論が重ねられ、2010年7月には金融規制改革法（ドッド・フランク法）が成立した。それを受けて第五章では、同法の有効性を、大手金融機関行動に対するコントロールの実現可能性の観点から評価した。同法のうち、大手金融機関の行動、特にそのリスクテイクに最も強力な影響を与えうるとされるのが「ボルカー・ルール」と呼ばれる条項である。同ルールは、自己勘定取引やオルタナティブ投資といった、銀行の自己資金での高リスク取引を制限するもので、それらはボルカーが金融危機の主原因と認識したものであった。ルール導入を巡り、当初より大きく二つの対立する立場から、本当にそれが機能するか疑問視する見方があった。第一の立場は、その導入が銀行のリスク分散効果を削ぎ、有能な人材の流出を促し、ルールを守るための多額の事務費用を強い、国際競争力を低下させるなどを通じて銀行経営に広範な悪影響を与え、結果として金融市場の安定性や実体経済にも悪影響を及ぼす恐れがあるとするものである。第二の立場は、広範な許容業務の存在や用語のあいまいさ、詳細なルール設定を規制当局に委任している点など、条文上の重大な欠点が存在し、それを金融機関が抜け穴として悪用し、ルールが形骸化されてしまう恐れがあるとするものである。前者は、規制緩和を求める際の大手金融機関の従来からの主張であるが、その大部分はすでに現実や専門家によって否定されている。それに対して後者は、大手金融機関がルール対象業務を通じて巨額の利益を上げてきた事実と、その継続のために規制を骨抜きにしてきた実際の行動を正確に捉えた議論と評価できる。結論として、同ルールの実行は、短期的には大手金融機関の利益追求行動をある程度抑制する効果を持ちうるが、その背景にある根本的原因としての金融権力の抑止に舵を切れていないため、中長期的にみるとその有効性

に強い期待を抱くことはできない。

以上の議論を踏まえて終章では、金融機関行動には家計や企業の金融化に多大な影響を与えていることから金融化の基軸の地位を与えられることを認識したうえで、その背後に究極的には、一握りの大手金融機関がその巨額の資金と人材を基礎に、政府・規制当局と人的・資金的に結びつき、自らに都合の良い政治対応を獲得してきた事実、つまり金融権力の存在があることを指摘した。大手金融機関は、長年築き上げてきた金融界と政治との人的ネットワークと、政治家への献金や寄付を通じた資金的つながりを通じて、金融権力を蓄積してきた。それは米国の歴史を貫いて存在してきたが、1980年代以降、金融化の過程で金融機関の規模と範囲が拡大するにつれてその資金力と人材も増大していったことと、政府の方も大手金融機関への経済的・政治的依存を高めていったこと（政府の金融化）で、より顕著に発現するようになった。それらの発揮により、特に1990年代末から2000年代には、大手金融機関の利益追求、リスクテイクに都合の良い規制緩和が次々と実現に移された。しかしそれらは結局、今次の金融危機に帰結した。それにより大手金融機関は、一時的には巨額の損失を計上したり公的資金で救済されたりしたが、その対応過程で再び金融権力が行使されたこともあり、その基礎となる資金・人材両面での優位性は失われるどころかむしろ強化されており、その行使を通じた利益追求も再開されている。

そのように、金融機関を主要な受益者とする金融化のプロセスは、その他の主体には、必ずしも利益だけをもたらすものではなく、むしろ直接・間接に多くの経済的・社会的負担を課すものでもあった。一般家計は、バランスシート両面での金融市場への関与を半強制的に強めることで、金融機関に対する多額の金利・手数料支払い負担を迫る一方、日々の消費活動や将来設計を金融市場の持続的好調に依存せざるをえなくなり、生活の不安定化を経験することになった。企業は、投資銀行の主導下でM&Aを半ば強制され、それらに多額の手数料・金利支払い負担を負う一方、利益や内部留保の株主への分配と、収益性の高い事業への経営資源の集中を余儀なくされ、短期的に収益の上まらない事業部門の売却や、基礎研究・イノベーションにかかる費用の縮小などを通じて、企業が長期的に利益を得る機会を消失させた。またそのことは労働市場の流動化や雇用の不安定化も促し、間接的に一般家計にネガティブな影響を与えた。それに加えて、家計や企業から機関投資家を通じて金融市場に流入した資金は投機資金化し、世界中に金融危機をもたらす源泉の役割も果たし、金融危機の後処理は、公的資金注入やその後の実体経済の長期不況といった形で、一般家計や企業（特に中小企業）に多大な負担を課した。

このように金融化は、それが比較的緩和された形で現れるか、より露骨に現れるかの違いはあっても、究極的には金融機関による、その他主体の経済的・社会的負担の下での利益追求行動によって多大な影響を受けているのであって、金融化がそれを自らの展開の必要条件とする限りは、公正で持続可能なシステムであると言うことはできない。