

先進諸国における金融化と脱金融化

宇 仁 宏 幸

要旨：本稿では、1980年代以降の先進5か国の非金融企業と家計の資産面と負債面において、どのような変化が起きているかを分析する。非金融企業の資産面では、総資産に占める金融的資産の割合が1980年～2000年頃にかけて上昇した。その主な理由は、事業分割をとまなうM&Aの活発化により、それまでは企業本体に組み込まれていた周辺の事業が関連会社化されたことである。他方、非金融企業の負債面では、脱金融化が進んでいることがわかった。つまり、労働分配率の低下などにより、利潤を増やした先進諸国の非金融企業は、1980年代以降、資金調達において外部資金の割合を減らし、内部資金の割合を増やす傾向にある。また、家計の金融資産の構成の推移をみると、アメリカでは家計金融資産に占める株式の割合の上昇傾向が確認できるが、アメリカ以外では2000年代以降このような長期的・趨勢的な上昇は起きていない。他方、家計の金融負債の構成の推移をみると、発生タイミングは異なるが、いずれの国においても、住宅ローンを中心とする金融機関からの借入れが急増する局面が存在する。家計に関しては、ミンスキーのいう金融不安定性は確実に上昇しているといえる。

キーワード：金融化、脱金融化、金融不安定性

1. はじめに

本稿では、1980年代以降の先進5か国の具体的データを示しながら、非金融企業と家計の資産面と負債面それぞれにおいて、どのような変化が起きているかを説明する。それは「金融化 (financialization)」という用語を使っ

て語られることも多い。金融化の定義は、エプシュタインによると「金融的動機、金融市場、金融的主体、金融機関が、国内およ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」(Epstein, 2005)である。この用語から、かつてヒルファーディング(Hilferding, 1910)が説いたような金融企業(金融資本)による非金融企業(産業資本)の支配や両者の融合を連想する人も多いが、本稿では1980年代以降の金融に関する変化は、それとは異なることを説明する。たとえば先進5カ国の非金融企業は、総資産に占める金融的資産の割合を増やしたが、資金調達においては、外部資金の割合を減らし、内部資金の割合を増やしている。このことは、非金融企業の資産面では金融化が進んでいるが、負債面では、「脱金融化」が進んでいることを示す。他方、家計の資産面の金融化はアメリカ以外では進んでおらず、負債面ではいずれの国においても、住宅ローンを中心とする金融機関からの借り入れが急増する局面が存在する。

金融化の要因としては、情報通信技術の進歩による情報の収集、処理、伝達コストの低下が挙げられることが多い。しかし、たとえば家計の負債面の金融化の進行は、単に情報通信技術の進歩という技術的要因によってもたらされたものではなく、金融規制の緩和の影響も受けている点も重要である。アメリカにおいては1986年に預金金利の上限規制は撤廃され、また1999年に成立したグラム・リーチ・ブライリー法によって、グラス・スティーガル法が定めた銀行業務と証券業務の分離という規制は実質的に撤廃された。

金融規制が生まれた背景にあるのは、主に、金融機関の情報収集能力や処理能力には限界があるために、また金融機関も営利企業であるために、金融機関がしばしば、将来のリスク評価を誤ったり、高リスク・高リターンへの投資や融資に傾斜したりすることによって、金融危機が繰り返し起きたという歴史である。そして金融危機のたびに、金融危機を予防するための金融制度が創設・拡充されてきたが、金融機関などの圧力により、その緩和や廃止が行われ、次の金融危機を招来してきたという歴史的事実もある。したがって、本稿では、このような金融機関の内的特性と制度的環境をふまえて、金融化あるいは脱金融化と金融危機との関わりについても考察する。

本稿の構成は次の通りである。次の第2節においては、非金融企業におけ

る資産面の金融化、つまり実物的投資とは区別される金融的投資の増加について確認する。そして、この金融的投資は、当該企業の主力事業とは強い関連性を持たない新規分野や周辺分野の事業への低い出資比率での投資であるために、その事業に関する情報や知識が不十分であり、また事業をコントロールする能力も不十分であることを確認する。第3節においては、非金融企業の資金調達における内部資金と外部資金の割合の推移、および外部資金調達における直接金融と間接金融の割合の推移をみる。近年採用されることの多い「ネット・フローに基づく方法」で計測すると、非金融企業の資金調達において、外部資金と比べて内部資金が圧倒的に多く、また1980年代以降、多くの国で内部資金の割合が増加している。このことは、非金融企業の平均的姿の長期的傾向としては、銀行と証券市場からの非金融企業の分離・自立が進んだことを意味する。つまり非金融企業は、負債面では脱金融化が進んだといえる。また、間接金融と比べて直接金融が優位にたつという直接金融化の傾向はいずれの国においても確認できない。第4節においては、株式などの金融資産残高の増加に代表される家計の資産面の金融化がアメリカ以外の国では進んでいないことを確認する。またローン残高の増加に代表される家計の負債面の金融化はいずれの国においても進行する局面があったことを確認する。最後の第5節においては、ミンスキーの「金融不安定性仮説」に基づいて、上記の金融化と脱金融化が金融不安定性にどのような影響を及ぼすかについて考察する。

2. 非金融企業の資産面の金融化

企業は金融企業と非金融企業とに分けることができる。金融企業とは、銀行や証券会社などであり、生産ではなく金融によって、利潤を得ている。具体的には金融取引の手数料や利ザヤ（貸出利率と預金利率との差）や金融資産運用益などが、金融企業の利潤となる。非金融企業は、本業では、財やサービスの生産に必要な生産設備に投資を行い、その生産に必要な知識、技能を有する労働者を雇用し、それらを使って財やサービスの生産することを通じて、利潤を得る。しかし、近年は、非金融企業の資産面での「金融

化」が進んでいるといわれる。つまり、非金融企業が、生産設備など「実物的資産」への投資によって「実物的利潤」を獲得することに加えて、株式や債券などの「金融的資産」にも投資を行い、これらの金融的資産から得られる配当や利子や売買差益（キャピタルゲイン）などの「金融的利潤」をも獲得することが多くなったといわれる。非金融企業の資産面での金融化は、非金融企業の総資産額に占める金融的資産の割合の上昇として、とらえることができるだろう。本節の以下では、アメリカ、日本、ドイツ、フランス、イギリスの「国民経済計算」データに基づいてこの「金融的資産割合」の推移をみる。

その際、次の点に留意が必要である。近年、先進国企業が海外直接投資を急拡大していることが、実物的資産と金融的資産との区別を複雑にしている。海外直接投資は、海外における工場建設や機械設備の購入であり、国内における工場建設や機械設備の購入と同じく、実物的投資である。しかし、この海外直接投資は海外子会社の単体財務諸表には「有形固定資産」など実物的資産の増加として計上されるが、国内の親会社の単体財務諸表には「投資その他の資産」という金融的資産の増加として計上される。投資資金は、海外子会社の発行する株式を国内親会社が購入することを通じて、国内親会社から海外子会社に渡されるからである。したがって国内親会社の貸借対照表の資産側では、「預金」が減少し、「投資その他の資産」が増加する。他方、海外子会社の貸借対照表の負債・資本側では、「資本」が増加し、資産側では「有形固定資産」が増加する。

「国民経済計算」は国内の経済活動を把握するための統計であり、国内に所在する企業が集計対象である。上の例では、国内親会社は集計対象であるが、海外子会社は対象外である。その結果、「国民経済計算」では、海外直接投資は、生産設備への投資であるにもかかわらず、実物的資産の増加ではなく、金融的資産の増加として計上されるのである。この点に留意して、金融的資産割合の推計は次のようにして行った。

まず「OECD国民経済計算」に含まれる「非金融法人企業部門の金融バランスシート」にある「金融資産ストック総額」（その主な項目は「現金・預金」、「株式」、「売掛債権」である）データと、「非金融法人企業部門の非金

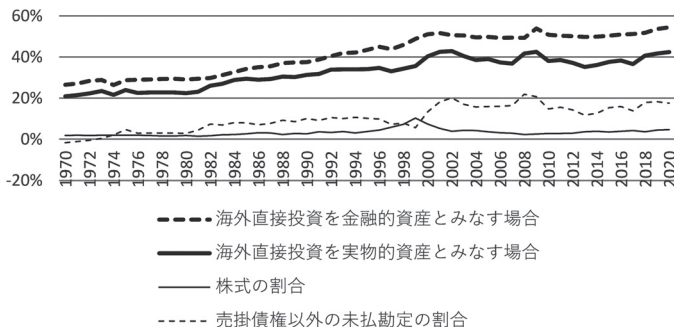
融資産のバランスシート」にある「非金融資産ストック総額」（固定資本＋土地）データから、次の式で金融的資産割合を計算する。

金融的資産割合＝金融資産ストック総額÷（金融資産ストック総額＋非金融資産ストック総額）

ただし、非金融法人企業の海外直接投資ストック総額が、中央銀行の『資金循環統計』から把握できるアメリカと日本については、上の式の分子を（金融資産ストック総額－海外直接投資ストック総額）に変更することによって、海外直接投資を実物的資産とみなす場合の金融資産割合も計算する。

図1はアメリカの非金融法人企業における金融的資産割合の推移を示す。この図に示すように、海外直接投資を実物的資産とみなす場合の金融的資産割合は、1980年までは約20%で安定的に推移していたが、1980～2000年にかけて、22%から40%へ、ほぼ2倍に増加した。この増加は、海外直接投資ストックを金融的資産と見なす場合でも、同程度である。この図に示すように、この期間における金融的資産割合の増加のほとんどは、「株式」（海外直接投資を除く）と「売掛債権以外の未払勘定」という金融資産の増加で説明できる。この二つの項目の増加理由は次の通りである。

図1 アメリカ非金融企業の金融的資産割合



出所：OECE iLibrary, OECD National Accounts Statistics, Financial Balance Sheets, Non-consolidated stocks, SNA 2008のデータから筆者が作成。株式資産については不完全ではあるがconsolidationが行われている。

(https://www.oecd-ilibrary.org/economics/data/oecd-national-accounts-statistics_na-data-en)
ただし、実物的資産（非金融資産）、海外直接投資ストックのデータはFRB, Financial Account of the United States-Z-1, Table B.103から取得。

(<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/default.htm>)

この統計の「株式」は時価評価であるので、その増加は、株価の上昇によっても起きるし、実質的な量の増加によっても起きる。1990～99年において、ダウ平均株価は4.4倍になったが、アメリカ非金融企業の株式資産ストック額（海外直接投資を除く）は7.0倍になった。したがって、この期間においてアメリカ非金融企業が保有する株式資産は実質的にも増加している。この株式資産の実質的な増加の主な理由については次のように考えられる。

1990年代の米国は好況期であり、「雇用なき景気回復」とも呼ばれる。これは1980年代から始まる「第4次M&A（合併・買収）ブーム」の影響と考えることができるだろう。この第4次M&Aブームでは、企業規模の拡大をもたらしたそれ以前のM&Aブームと異なり、事業再構築（リストラクチャリング）をめざして、合併・買収と並行して事業分割と売却が拡大した。したがって「ダウンサイジング・ブーム」や「リストラクチャリング・ブーム」とも呼ばれる（Osterman, 1999）。つまり、この時期のアメリカ企業は、競争力をもつ中核的事業への集中をめざし、周辺の事業の分社化や切り離しを進めたのである。その際、ある周辺の事業を会社本体から分離して、持株比率50%未満の関連会社の事業にすると、それは「株式」という金融的資産の増加をもたらす。また、他社と共同して中核的事業や将来において中核になりそうな新規事業を新たに取得した際に、自社の持株比率が50%未満となる場合も、「株式」という金融的資産が増加する。ただし、「国民経済計算」の国際的なルールでは、非金融法人企業部門内で親会社が子会社の株式を50%以上保有し、支配している場合は、この二つの企業は同一企業体に属するとみなすべきであり、そのような株式保有は非金融法人企業部門の「株式」として計上しないこと、つまり統合処理（consolidation）をすることになっている。

また、この時期、非金融企業による金融業への参入規制の緩和により、ゼネラル・モーターズ（GM）、ゼネラル・エレクトリック（GE）、フォードなどが金融子会社による金融事業を拡大した（小倉, 2016）。この場合は、親会社と子会社の所属部門が異なるので、統合処理の対象外であり、非金融法人企業部門の「株式」という金融資産の増加につながる。

他方、図1における「売掛債権以外の未払勘定」という金融資産ストック

の増加の理由については、M&Aで生じるのれん（買収される会社の純資産と買収額の差額であり、ブランド力などの無形資産がもつ価値をあらわす）がこの項目に計上される点と、上記の子会社の統合処理（consolidation）が、情報不足のため不完全であり、その差額がこの項目に計上される点が挙げられている（原資料であるFRB, Financial Accounts of the United States-Z-1の作成担当部署の説明による。https://www.federalreserve.gov/releases/z1/z1_technical_qa.htm）。

結局、アメリカでは1980～2000年に非金融企業が「選択と集中」という戦略に基づいて、事業分割をとまなうM&Aを活発に展開したことが、金融的資産割合の増加に貢献し、資産面の金融化につながったことはほぼ確実であろう。そして2000年以降のアメリカでは、この動きは停止していることも事実である。

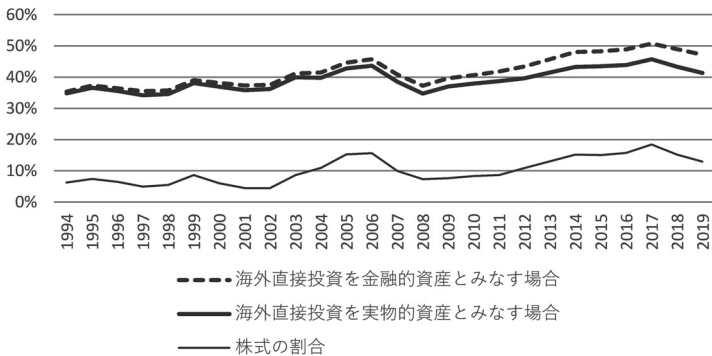
図2は日本の非金融法人企業における金融的資産割合の推移を示す。金融的資産割合は2000年代前半と2010年代前半に増加している。この図に示すように、金融的資産割合の増加のほとんどは、「株式」（海外直接投資を除く）の増加で説明できる。2001～06年において、日経平均株価は1.6倍になったが、日本非金融企業の株式資産ストック額（海外直接投資を除く）は4.0倍になった。したがって、この期間において日本の非金融企業が保有する株式資産ストックは実質的にも増加している。2000年代前半の日本における株式資産の実質的な増加の主な理由は、アメリカと同様であると考えられる。1980年代にアメリカ企業が始めた「選択と集中」は、約20年遅れて、1990年代末から日本企業の多くで実行されたといわれている。また、ソニーやイトーヨーカ堂など異業種企業が銀行業への参入することが可能にする制度改革が行われたのは、2001年である。こうして、アメリカより約20年遅れて、2000年代初めから、日本で非金融企業の資産面の金融化が起きたと考えられる。

日本の「非金融法人企業部門の金融バランスシート」の株式の項目では、上記の子会社の統合処理（consolidation）が行われていないので、この図2では金融的資産割合が過大に評価されている。しかし日本の上場企業の連結財務諸表（子会社の統合処理済）のデータを集計した研究結果によると、

1999-2006年にかけて、金融的資産割合は約7%ポイント上昇している（宇仁，2020，p.160の図7-10）。したがって、日本では2000年代前半に非金融企業の資産面の金融化が起きたことはほぼ確実であろう。

2011-18年の日本における金融的資産割合の増加についても、そのほとんどは、株式資産ストック（海外直接投資を除く）の増加で説明できる。しかしこの期間においては、日経平均株価の増加率（2.7倍）は、株式資産ストック額（海外直接投資を除く）の増加率（2.7倍）とほぼ等しく、この期間における金融的資産割合の増加は、もっぱら株価上昇による名目的な増加である。

図2 日本非金融企業の金融的資産割合



出所：OECE iLibrary, OECD National Accounts Statistics, Financial Balance Sheets, Non-consolidated stocks, およびBalance sheets for non-financial assets, annual, SNA 2008のデータから筆者が作成。

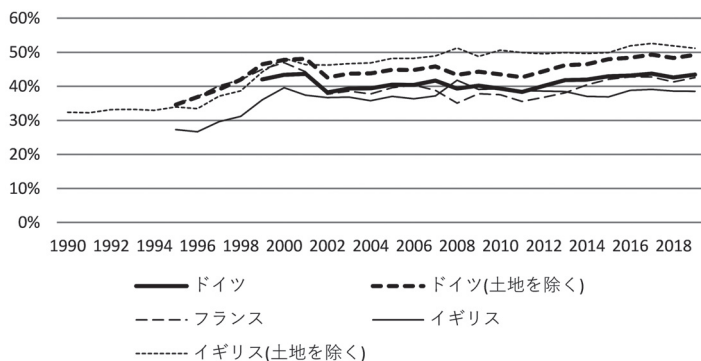
https://www.oecd-ilibrary.org/economics/data/oecd-national-accounts-statistics_na-data-en
 海外直接投資ストックのデータは、日本銀行、時系列統計データ検索サイト「資金循環」から取得。

[https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000&lstSelection=FF](https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=FF)

図3はドイツ、フランス、イギリスの非金融法人企業における金融的資産割合の推移を示す。実物的資産のうち土地についてはデータの期間が短いため、土地を除いて計算した金融的資産割合も表示している。これら3つの国の金融的資産割合は、ほぼ同じように変化しており、1990年代後半に上昇し、2000年代以降は、ほぼ不変である。この図3には示されていないが、非金融企業が保有する株式が、土地を除く総資産に占める割合は、1995-2000年の5年間に、ドイツで9%ポイント、フランスで15%ポイント、イギリスで

13%ポイントも上昇した。したがって、これら3つの国の金融的資産割合の増加の大部分は、資産としての株式ストックの増加によって起きているといえる。しかしドイツとフランスにおいては、この期間の代表的平均株価の増加率（ドイツDAXは2.7倍、フランスCAC40は3.9倍）は、株式資産ストック額の増加率（ドイツ2.2倍、フランス3.3倍）を上回っている。したがってドイツとフランスのこの期間における金融的資産割合の増加は、もっぱら株価上昇による名目的な増加である。他方、イギリスの1995～2000年においては、代表的平均株価FTSE100は1.7倍となり、株式資産額は3.1倍となっている。したがってイギリスの1995～2000年については、アメリカの1980～2000年や日本の2001～06年における金融的資産割合の増加と同様に、主として非金融企業の「選択と集中」戦略の展開がもたらした実質的な増加であると考えられる。そして、アメリカと同様に、2000年以降は、この動きは停止している。

図3 独仏英の非金融企業の金融的資産割合



出所：OECE iLibrary, OECD National Accounts Statistics, Financial Balance Sheets, Consolidated stocks, およびBalance sheets for non-financial assets, annual, SNA 1993, 2008のデータから筆者が作成。

以上みたように、アメリカ、日本、イギリスにおける非金融企業の資産面の金融化の主な原因は、事業分割をとまなうM&Aの活発化により、周辺の事業が関連会社化されたことである。親企業本体や持株比率50%以上の子会社が行う中核的事業については、その親企業は多くの知識や情報を持ち、また将来の企業戦略や投資の決定権限など経営コントロール力をもっている。

他方、持株比率50%未満の関連会社が行う事業に関しては、親企業は多くの知識や情報を得ることが困難であり、経営的なコントロールも不完全なものとなる。このように、持株比率50%未満の関連会社への出資の増加を通じた、非金融企業の資産面の金融化は、事業に関する知識や情報の限定性や、経営的コントロールの不完全性が高まることを意味する。この点については宇仁(2020)で、より詳しく説明している。

3. 非金融企業の負債面の脱金融化

企業は設備投資を行う際、利潤から利子・配当や法人税などを差し引いた純利潤に基づいて蓄積される内部資金を使うこともできるし、外部から調達した資金を使うこともできる。外部からの調達方法としては、銀行など金融機関から借り入れる方法(間接金融)と、株式や社債を発行することにより株式市場などの資本市場から調達する方法(直接金融)とがある。企業の資金調達において、内部資金、間接金融、直接金融が占める構成比は、国によって、また時代によってかなり異なることが知られている。企業の外部資金調達に着目して分類するならば、間接金融つまり銀行借入が主なルートとなる「銀行主導型金融構造」と、直接金融つまり資本市場での株式や債券の発行が主なルートとなる「市場主導型金融構造」との二つのパターンがあり、日本やドイツは前者に属し、アメリカは後者に属するというのが通説となっている(野下, 1995)。この違いは、日本やドイツでは、特定の銀行が企業と密接な関係をもち、安定的に長期資金を貸し出してきたことによって説明されてきた。また、資本主義の多様性アプローチ(Hall and Soskice, 2001)は、先進資本主義経済を、市場的調整とコーディネーションとの比重の違いによって、アメリカに代表される自由市場経済(liberal market economies)と、ドイツに代表されるコーディネートされた市場経済(coordinated market economies)とに分類するが、その際にも、上記の資金調達方法の違いが重視されている。しかし、以下で述べるように、この違いは、近年、鮮明なものではなくなってきている。

資金調達のパターンを判別する方法として、従来は、「グロス・フローに

基づく方法 (gross-flow approach)」が使われることが多かった。この方法によれば、「国民経済計算」の非金融法人企業部門の「金融勘定」にあるフロー・データを使う場合、負債フロー側の「ローン」(金融機関からの借入)が間接金融による資金調達額とみなされ、同様に、負債フロー側の「債務証券」と「株式・投資信託」の和が直接金融による資金調達額とみなされる。

「グロス・フローに基づく方法」を使った先進6か国の1970～2007年の非金融企業の資金調達パターン測定結果は、たとえば宇仁(1998)の第9章の図9-1～9-6に示されている。それによれば、アメリカでは、間接金融と比べて、直接金融がやや優位であり「市場主導型金融構造」であること、日本、ドイツ、フランスでは、1990年代半ばまでは、間接金融の方がかなり優位であり、「銀行主導型金融構造」であることが確認でき、上記の通説と一致した結果が得られている。また日本、ドイツ、フランス、イギリスでは、1990年代半ば以降は、間接金融の比重の低下や、日本以外での直接金融の比重の上昇により、直接金融の方がやや優位となっており、資金調達の「直接金融化」が進んだことも確認できる。

しかし、近年は、「グロス・フローに基づく方法」ではなく「ネット・フローに基づく方法 (net-flow approach)」が使われることも多い (Corbett and Jenkinson, 1996, 1997. またLapavitsas (2013)も「ネット・フローに基づく方法」を採用している)。この方法によれば、「金融勘定」の負債フロー側のデータ(金融負債の増加額)だけでなく、資産フロー側のデータ(金融資産の増加額)も考慮される。負債フロー側の「ローン」(金融機関からの借入)から資産フロー側の「現金・預金」を差し引いた値が間接金融による資金調達額とみなされる。非金融企業からみれば預金は金融機関への資金貸出にあたるからである。同様に、負債フロー側の「債務証券」と「株式・投資信託」(の発行額)の和から、資産フロー側の「債務証券」と「株式・投資信託」(の購入額)の和を差し引いた値が直接金融による資金調達額とみなされる。

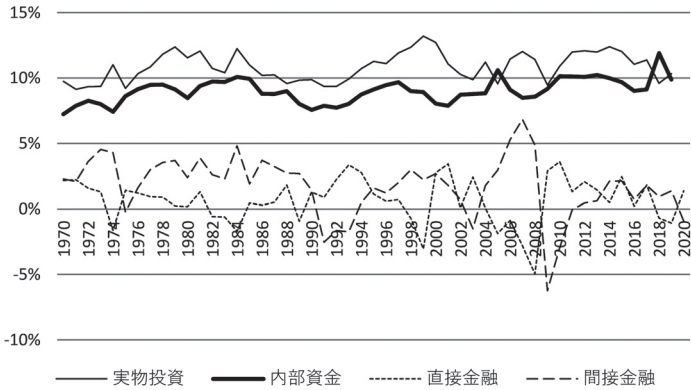
「ネット・フローに基づく方法」で5カ国におけるこれらの資金調達額を計算して、対GDPで示すと図4～図8のようになる。「ネット・フローに基

づく方法」を使用したいくつかの先行研究でも確認されている結果と同じく、この方法で計測すると、アメリカと、日本・ドイツとの違いはほとんどなくなる。「グロス・フローに基づく方法」でアメリカにおいて確認される間接金融に対する直接金融の優位は、「ネット・フローに基づく方法」による図4では消え失せ、ほとんどの年において、直接金融よりも間接金融の比重の方が大きい。前節で、1980～2000年においてアメリカの非金融法人企業部門が保有する資産ストックとしての株式の対GDP比率が増加した事実をみた。これは「金融勘定」においては、資産フロー側の「株式」（の購入額）の増加をもたらし、それを負債フロー側の「株式」（の発行額）から差し引く「ネット・フローに基づく方法」では、「株式」による資金調達額は小さくなってしまふのである。

また、図5に示す日本と、図6に示すドイツでの直接金融と間接金融の推移をみれば、1990年代半ばまでは、間接金融がかなり優位であり、この点は「グロス・フローに基づく方法」による測定結果と同じである。しかし、1990年代半ば以降については、「グロス・フローに基づく方法」による測定結果では、直接金融が優位にたつという直接金融化が確認できるが、「ネット・フローに基づく方法」による図5と図6では、直接金融と間接金融の比重には大差はなく、直接金融化は認められない。

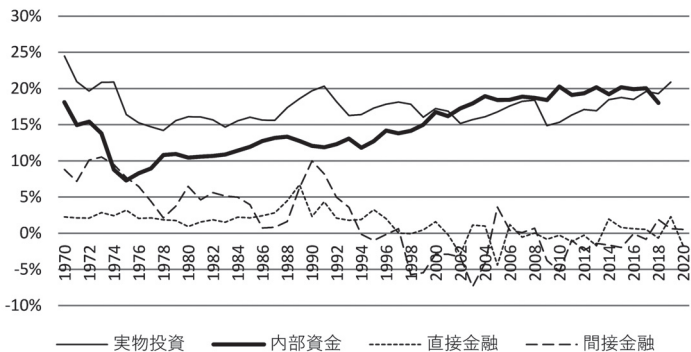
「グロス・フローに基づく方法」と「ネット・フローに基づく方法」はともに一長一短があるといわれている（Hackethal and Schmidt, 2004, Corbett et al., 2004）。しかし、前節でみたように、非金融法人企業の総資産ストックに占める金融資産ストックの割合（金融的資産割合）は、2000年以降、どの国においても約50%に達している。それにともない、金融資産フローの額も大きくなったはずである。金融資産フローの額が小さい時代には、それを捨象して金融負債フローの額を外部資金調達額とみなすこともできたかもしれないが、金融資産フローの額が大きくなった時代においては、金融負債フローの額から金融資産フローの額を差し引いた額を外部資金調達額とみなす「ネット・フローに基づく方法」の測定結果の方が正確であると考えられる。

図4 アメリカ非金融企業の資金調達額の対GDP比



出所：OECE iLibrary, OECD National Accounts Statistics, 実物投資 (NFP5P:Gross capital formation) と内部資金 (NFB6GP:Disposable income, gross) はDetailed National Accounts, 14A. Non-financial accounts by sectors;直接金融と間接金融 (計算方法は本文に記載) は Financial Accounts, Non-consolidated flows, annual, SNA 1993, 2008;GDP はAggregate National Accountsのデータから筆者が作成。FRB, Financial Account of the United States-Z-1, Table F.103から取得した海外直接投資フローのデータを使って直接金融による資金調達額を調整した。また実物投資は海外直接投資を含む値である。

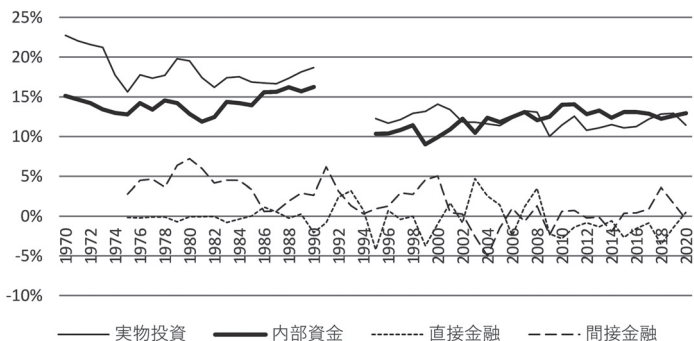
図5 日本非金融企業の資金調達額の対GDP比



出所：図4と同じ。ただし1970～1994年のデータは、『1998年度国民経済計算（1990基準・68SNA）』表3. 制度部門別資本調達勘定による。日本銀行、時系列統計データ検索サイト「資金循環」から取得した海外直接投資フローのデータを使って1981年以降の直接金融による資金調達額を調整した。また1981年以降の実物投資は海外直接投資を含む値である。

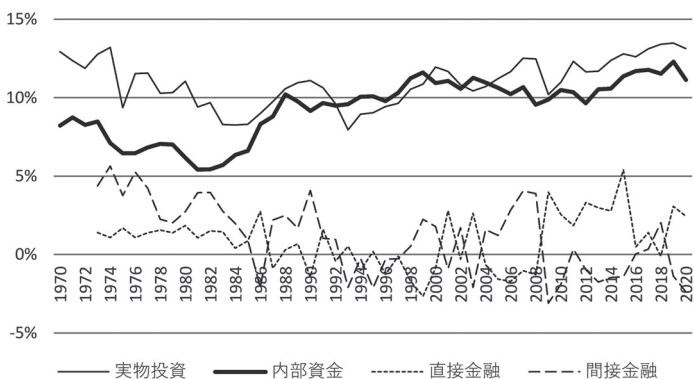
先進諸国における金融化と脱金融化

図6 ドイツ非金融企業の資金調達額の対GDP比



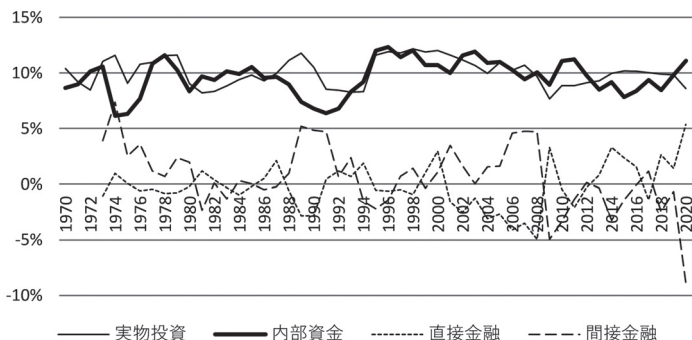
出所：図4と同じ。ただし1970～1994年のデータは、OECD, National Accounts II, Table 11, Capital Finance Accounts by Sector, SNA 1968による。1970～1990年のデータは旧西ドイツの数値である。

図7 フランス非金融企業の資金調達額の対GDP比



出所：図4と同じ。ただし1970～1995年のデータは、OECD, National Accounts II, Table 11, Capital Finance Accounts by Sector, SNA 1968による。

図8 イギリス非金融企業の資金調達額の対GDP比



出所：図4と同じ。ただし1970～87年のデータは、OECD, National Accounts II, Table 11, Capital Finance Accounts by Sector, SNA 1968による。1988～94年のデータはONS, Financial Statistics Dataset, Table 11.1Bによる。

図4～図8で確認できる重要な事実は、非金融企業の投資資金の源泉の大部分は「内部資金」（つまり利潤の内部留保）であるという点である。また1970年代においては、日本、フランス、イギリスで、間接金融による資金調達額が大きく、内部資金による資金調達額に近い値となっているが、それも1980年以降は小さくなった。このことは、非金融企業の平均的姿の長期的傾向としては、資金調達に関して、銀行と証券市場からの非金融企業の分離・自立が進んだことを意味する。つまり非金融企業は、負債面では脱金融化が進んだといえる。このような1980年代以降の動きは、大銀行が非金融企業の支配を強めた19世紀末～20世紀初めとは逆の動きである。

非金融企業の投資つまり資本蓄積のほとんどが、内部資金（つまり利潤の内部留保）で行われるようになった要因としては、投資の減少という要因と、内部資金の増加という要因がありうる。図4～図8に示されている実物投資の対GDP比でみると、各国とも非金融企業の実物投資の長期的な減少傾向はみられない。他方、内部資金の長期的な増加傾向が図5～図7に示す日本、ドイツ、フランスにおいて顕著である。内部資金の主な源泉は利潤である。1980年代以降の先進諸国におけるGDPに占める利潤所得の増加の主な要因は、労働分配率の低下であると考えられる (Piketty, 2014)。そして、多くの先進諸国で1980年代以降に顕著になった労働分配率の傾向の主な要因

としては、グローバル化によって先進諸国の労働組合の交渉力が低下したことがあげられる。その結果として、利潤が増加するとともに、内部資金が増加したため、外部資金調達必要性が弱まり、非金融企業の負債面での脱金融化をもたらしたといえる。これは、日本では「大企業の銀行離れ」として早くから注目されてきた現象でもある。

非金融企業の投資つまり資本蓄積のほとんどが、内部資金（つまり利潤の内部留保）で行われるようになったという事実は、「コーポレート・ガバナンス」ともよばれる企業統治の問題に影響を及ぼす。企業統治の中心的な問題は、企業はだれのものか、および利潤はだれのものかという問題である。企業は資金を提供した株主のものであると主張する「株主第一主義」と、企業はその企業に関係する株主、従業員、労働組合、取引先企業や顧客など利害関係者全体のものであると主張する「ステークホルダー主義」とが昔から対立してきた。

企業設立後の時間の経過を考慮して、この問題を考察してみよう。企業設立時に資金を提供するのは株主である。この資金が株主自身の過去の自己労働で得られたものであるとすれば、そのような資本だけを使用した第1期の生産によって得られた利潤は株主のものであるという主張は正当化できるかもしれない。しかし、每期行われる投資を通じて資本はしだいに増加していく。株主自身の自己労働に基づく資本もその一部として存在し続けるが、時間の経過とともに資本全体に占めるその割合は低下していく。その結果、圧倒的に大きな割合を占めるようになるのは、每期、投資される利潤である。その利潤の大きさは、その企業の市場占有度や労働者の交渉力などの諸要因によって影響される。また生産費用の削減によっても利潤は増える。利潤を高めるための生産費用の削減は、原材料を提供する取引先企業の活動や、企業内で労働生産性を高めようとする労働者や技術者や経営者の活動の成果である。また市場占有度の上昇は顧客が増えることによってもたらされ、労働者の交渉力は労働組合の態度によって抑制される。このように考えると、資本の圧倒的部分を占める利潤は、その企業に関係する利害関係者全体の活動の成果である。したがって、「ステークホルダー主義」が正当化されるだろう。松下幸之助の「企業は社会の公器である」という経営理念に代表される

ように、日本では伝統的に、「ステークホルダー主義」が有力であった。また、これまで「株主第一主義」が伝統的に有力であったアメリカの大企業経営者のあいだでも、最近「ステークホルダー主義」が強まっている。たとえば2019年8月にアメリカの主要企業の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルは「企業の目的」を再定義し、1997年以来採用してきた「株主第一主義」を改め、「ステークホルダー主義」を重視すると宣言した。また世界中の経営者が集まる「ダボス会議」も発足当初の理念である「ステークホルダー主義」を2020年に再確認した（『日本経済新聞』2020年3月12日）。このように近年、経営者の間で「株主第一主義」が弱まり「ステークホルダー主義」が強まっている一因は、上でみたような非金融企業の負債面での脱金融化であるかもしれない。

ただし、次の点に留意する必要がある。非金融企業の投資のほとんどが、内部資金（つまり利潤の内部留保）で行われるようになったという事実は、平均的な非金融企業の長期的傾向としてはいえるが、個々の非金融企業をみればばらつきがあること、および一時的には、逆の動きがみられる期間があることも重要である。

表1は、総資産に占める借入金の比率を企業規模別に示している。日本では、資本金10億円以上の大企業においては、総資産に占める金融機関借入金の比率は1970年の35.6%から2020年の12.7%へと減少している。しかし、この「大企業の銀行離れ」と呼ばれる変化は、この表1の日本の資本金1千万～1億円の中小企業ではみられない。また、全体的に金融機関借入金比率が日本より小さいアメリカでも、大企業の銀行離れが起きているが、中小企業では起きていない。

表1 企業規模別、総資産に占める金融機関借入金の比率（単位：％）

	1970	1980	1990	2000	2010	2020
日本、資本金10億円以上	35.6	30.9	15.2	14.0	14.0	12.7
1億～10億円	29.3	29.4	29.2	26.0	16.3	12.9
1千万～1億円	26.2	29.2	38.1	35.8	29.0	26.9
米国、総資産10億ドル以上	6.4	3.3	6.5	7.0	4.3	2.9
1億～2.5億ドル	12.1	11.4	20.4	19.8	16.4	17.2
25万～5百万ドル	12.1	16.6	18.7	20.3	19.4	16.3

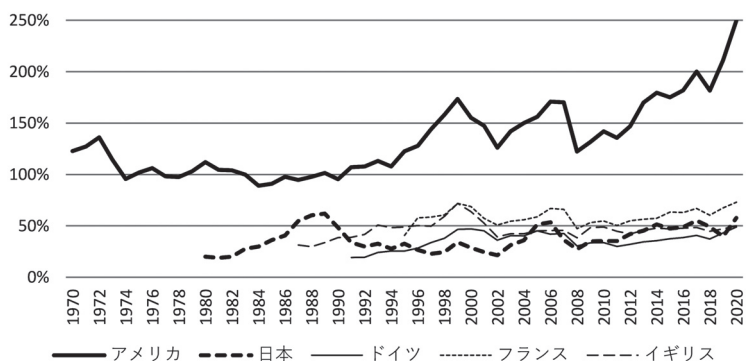
出所：日本については大蔵省「法人企業統計」の製造業合計の流動負債の金融機関借入金と固定負債の金融機関借入金の和を「金融機関借入金」とした。米国については、商務省 *Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporations* の Short-term debt, original maturity 1 year or less: Loans from banks と Current portion of long-term debt, due in 1 year or less: Loans from banks と Long-term debt, due in more than 1 year: Loans from banks の和を「金融機関借入金」とした。各年度の第4四半期の数値である。

図4～図8に示された資金調達額の対GDP比によると、直接金融、間接金融ともに、どの国においても長期的趨勢としては右下がりとなっている。しかし、図4に示すアメリカでは、2004～08年において、間接金融による資金調達額の対GDP比が、かつてない高さになっている。また図5に示す日本では1988～92年において、間接金融および直接金融による資金調達額の対GDP比が、1980年以降では例外的に高い値となっている。これらは、いずれも経済バブルの形成と関連している。つまりこの時期において、借り手である企業の投資判断の際のリスク評価が甘くなり、また貸し手である銀行の融資判断の際のリスク評価が甘くなった結果として、過剰貸し出しが起きたことを示している。

4. 家計の資産面と負債面の金融化

家計が保有する金融資産としては、現金・預金、保険・年金、株式・投資信託、債務証券などがある。この中で、比較的大きな変化がみられるのは、株式・投資信託である。図9は、家計が保有する株式・投資信託残高の対GDP比を示している。伝統的にアメリカは他の諸国と比べて、家計の金

図9 家計の株式・投資信託残高の対GDP比



出所：OECE iLibrary, OECD National Accounts Statistics, Financial Balance Sheets, SNA 2008 (1994年まではSNA 1993) Non-consolidated flows, annual, Households and NPISHのデータから筆者が作成。

融資産に占める現金・預金の割合が小さく、逆に、株式・投資信託の割合が大きい。そして株価の上下変動も大きいので、図9では、アメリカの家計が保有する株式・投資信託残高の対GDP比は、大きな変動を繰り返している。これらの変動の主な要因は、2000年までの「インターネット・バブル」、2007年までの「サブプライム・バブル」、そして近年の量的金融緩和の副作用として起きた株価変動と関係している。また日本では、1980年代後半のバブル経済期に、家計の保有する株式・投資信託残高の対GDP比は、1984年の30%から1989年の62%へ、倍増した。日経平均株価は、この間に3倍以上に上昇しているので、図9における日本の値の変動も、そのほとんどが株価の変動によるものである。また、ドイツ、フランス、イギリスでは、1990年代後半に大きな上昇がみられる。家計の保有する株式・投資信託残高の対GDP比は、1995～2000年の5年間に、ドイツは26%から47%へ、フランスは41%から69%へ、イギリスは49%から64%へ上昇している。先に述べたように、代表的平均株価でみると、1995～2000年に、ドイツDAXは2.7倍、フランスCAC40は3.9倍、イギリスFTSE100は1.7倍になっている。したがって、日本と同じく、図9におけるこれらの国の値の変化は、そのほとんどが株価の変動によるものであり、これらの国の家計が、アメリカのようにその

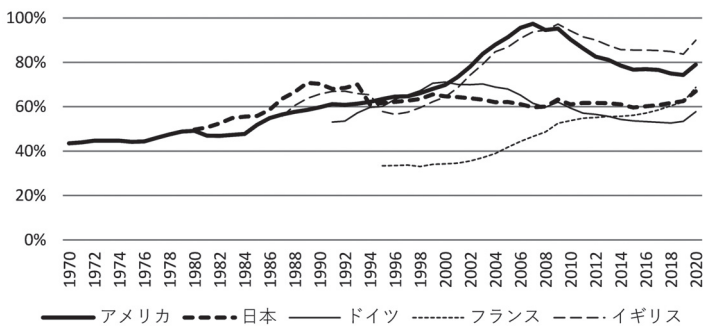
資産のより多くを株式で運用するようになったとはいえない。実際、株価の上昇局面が終わり、低下局面に転じると、株式・投資信託残高の対GDP比も、ほぼ元の水準に戻っている。したがって、アメリカ以外の国においては、家計の資産面で、金融化が進んだとはいえない。

2000年頃には、ドイツ、フランス、イギリスにおいても、家計資産に占める株式・投資信託の割合が今後はアメリカ並みに高まり、その分、現金・預金の割合が低下していくという将来展望が語られたこともあった（Orléan, 1999, Aglietta and Jessop, 2002）。また、労働者がかなりの部分を拠出する年金基金が株式に投資され、運用される額も当時増えていたこともこの将来展望の背景にある。このような形で労働者の直接的、間接的な株式保有が増え続ける帰結として、それがもたらす金融所得が賃金所得に加わることの意味や、労働者が株主として企業をコントロールする可能性についても2000年頃に議論された。しかし、図9に示すように、現実には、2000年以降のこれらの国の値はほぼ横ばいである。つまり、ドイツ、フランス、イギリスの家計の資産構成は、アメリカのように金融化しなかった。また、労働者の金融資産保有や金融所得が増え続けることもなかったし、社会全体における資産格差や所得格差が縮小することもなかった。以下で説明するように、多くの国の家計において、2000年以降現実に起きたことは、住宅ローンという負債の増加である。

第3節で説明した大企業の銀行離れは、銀行の貸出先別の資産構成においては、企業向けの貸出の割合の減少として現れる。それに代わるかたちで顕著に増加したのは、家計への住宅ローンの貸付である。図10は、家計のローン（金融機関からの借入金）残高の対GDP比を示している。その大部分は住宅ローンである。日本では、1980年代後半のバブル経済期に、住宅建設ブームが起き、住宅価格の上昇と、家計の金融機関からの借入の大幅な増加がみられた。また、これと同様の現象は、ドイツでは1990年代後半、アメリカとイギリスでは2000年代前半、フランスでは2000年代後半に起きた。図10をみると、ドイツでは、住宅建設ブームが終焉した後、家計のローンの対GDP比は、ブーム前の水準にほぼ戻っているが、ドイツ以外の4か国では、ブームの後もかなり高い水準が続いている。この意味で、家計の負債面では

金融化が進んだといえるだろう。アメリカでは2000年代前半に「サブプライム住宅ローン」が急増し、その多くが返済不能に陥ったことが、2008年の世界金融危機の直接的原因であることはよく知られている。シャドーバンキングや住宅ローンの証券化の発展が住宅バブルを増幅したことはアメリカ特有の事情であるが、金融機関側の融資基準が弛緩し、高リスクな貸出を許容した点と、借り手である家計が将来の住宅価格上昇を過大に予想した点は、アメリカ以外の国で起きた住宅バブルにも共通する事情である。これらの事情によって、一時的な住宅建設ブームが作り出され、住宅価格は上昇したが、後に住宅価格上昇は停止、あるいは下落し、その結果として、家計の側には、大きな負債が積み上げられた。

図10 家計のローン残高の対GDP比



出所：図9と同じ。

5. おわりに：金融不安定性との関連

本稿では、1980年代以降の先進5か国の非金融企業と家計の資産面と負債面において、どのような変化が起きているかをみた。その結果は表2にまとめられている。非金融企業の資産面では、総資産に占める金融的資産の割合が1980~2000年頃にかけて上昇した。その主な理由は、事業分割をともなうM&Aの活発化により、それまでは企業本体に組み込まれていた周辺の事業が関連会社化されたことである。企業本体が行う中核的的事业については、その企業は多くの知識や情報を持ち、また将来の企業戦略や投資の決定権限

表2 1980年代以降の先進5か国における変化

	資 産 面	負 債 面
非金融企業	金融化→周辺の事業の関連会社化→事業に関する知識や情報の限定性や、経営的コントロールの不完全性が高まる→借り手のリスクの過小評価が起きる可能性は高まる→金融不安定性の上昇	脱金融化→負債に依存した投資の縮小→金融不安定性の低下
家計	アメリカは金融化。アメリカ以外では金融化していない。	金融化→負債に依存した投資の拡大とリスク評価能力の低下→金融不安定性の上昇

出所：筆者作成。

など経営コントロール力をもっているが、関連会社が行う事業に関しては、親企業は多くの知識や情報を得ることが困難であり、経営的なコントロールも不完全なものとなる。このように、関連会社への出資の増加を通じた、非金融企業の資産面の金融化は、事業に関する知識や情報の限定性や、経営的コントロールの不完全性が高まることを意味する。他方、非金融企業の負債面では、脱金融化が進んでいることがわかった。つまり、労働分配率の低下などにより、利潤を増やした先進諸国の非金融企業は、1980年代以降、資金調達において外部資金の割合を減らし、内部資金の割合を増やす傾向にある。

また、家計の金融資産の構成の推移をみると、アメリカでは家計金融資産に占める株式の割合の上昇傾向が確認できるが、アメリカ以外では2000年代以降このような長期的・趨勢的な上昇は起きていない。アメリカ以外では、家計資産の多くは現金・預金というリスクの小さい資産形態で保有され続けていて、家計の資産面の金融化は起きていないといえる。他方、家計の金融負債の構成の推移をみると、発生のタイミングは異なるが、いずれの国においても、住宅ローンを中心とする金融機関からの借り入れが急増する局面が存在する。とくにアメリカにおいては、2000年代前半に低所得者向けの「サブプライム住宅ローン」が急増し、その多くが返済不能に陥ったため、多くの不良債権をかかえた金融機関が倒産した。そしてこれらのローンは証券化され、他の金融商品と組み合わせられて、世界中に販売されていたために、

2008年には世界金融危機に発展した。

2008年の世界金融危機の際、金融危機の発生メカニズムを説明する理論的フレームワークとして、ミンスキーが、1970～80年代に唱えた「金融不安定性仮説」(Minsky, 1986) が再評価された。ミンスキーの理論のひとつの特徴は、資金の貸し手の行動と、資金の借り手の行動の両方に焦点を当てている点である。双方のリスク評価が同時並行的に変化することによって、負債に依存した投資が過剰融資を介して拡大して景気が過熱したり、逆にこのような投資が過小融資を介して縮小して景気が崩落したりする。このように「深刻な景気循環は、資本主義にとって本質的な金融属性のために生ずる」(Minsky, 1986, 邦訳p.212) とミンスキーは説いている。ミンスキーは資金の借り手つまり負債に依存した投資を拡大する主体として非金融企業を想定していた。しかし本稿で確認したような、先進諸国における非金融企業の負債面での脱金融化の進行という事実は、ミンスキーが着目した負債に依存した投資の拡大傾向が、平均的に見た限りでは弱まっており、この面での金融不安定性は低下していることを示す。ただし、非金融企業の資産面での金融化の進行は、上記のように、事業に関する知識や情報の限定性や、経営的コントロールの不完全性が高まることにつながっている。そのため、借り手のリスクの過小評価が起きる可能性は高まっており、この面での金融不安定性は上昇しているといえる。ミンスキーの理論は、資金の借り手を、住宅ローンに依存した住宅投資を拡大する家計に変更しても、理論の骨格には影響しない。つまりミンスキーの理論は、2008年に起きたような住宅建設ブームの崩壊に起因する金融危機にも応用できる。本稿で確認したような家計の負債面での金融化の進行は、負債に依存した投資の拡大傾向を強めたことは間違いない。また、企業と比べて、家計は、将来を予測するための情報の収集能力や処理能力において、かなり劣ることは明らかである。したがって、借り手のリスクの過小評価が起きる可能性は企業より家計の方が高いことは明らかである。このように家計に関しては、金融不安定性は確実に上昇しているといえるだろう。

借り手が、借り手のリスクを過小評価し、将来の所得キャッシュフローで返済ができないほどに負債を増やすことによって、経済は脆弱な金融構造へ

移行するが、この移行を妨げるいくつかの障壁が存在することについても、ミンスキーは言及している（Minsky, 1986, 邦訳p.262, 272）。次の5点が挙げられている。

1. 借り手のリスク、貸し手のリスクそのもの。
2. 金融市場で活動している様々な業者の伝統主義や保守主義。
3. 投機的金融に従事している組織が借り替えによる資金再調達を保証を必要としている、ということ。
4. 潜在的な利潤獲得見込みについての（実業家の）楽観的な予測を信じようとしない銀行業者の抵抗。
5. 銀行預金保険の組織化を含む中央銀行の介入。

つまり、金融危機を防止するためには、中央銀行による適切な金利コントロールと、制度・政策を通じた民間銀行の貸出態度の是正が、ある程度は有効なのである。ミンスキーが強く主張したのは、銀行の自己資本比率（総資産に占める自己資本の比率）を規制することによって、さらに規制当局による銀行監査を強化することによって、銀行貸出の増加を抑制して、金融構造の脆弱化を防ぐことであった。1988年のバーゼル合意以降、この規制方法は、国際的にも、また国内的にも広く採用され、しだいに強化されていった。本稿で確認したような非金融企業と家計の資産面と負債面それぞれにおける変化を考慮すると、このような金融規制の強化は正当化されるだろう。

参考文献

- Aglietta, M. and B. Jessop (2002) *Capitalisme: Quoi de neuf?*, Éditions Syllepse et Espace Marx. (若森章孝・斉藤日出治訳『金融資本主義を超えて』晃洋書房, 2009年。)
- Corbett, J. and T. Jenkinson (1996) “The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison,” *Journal of the Japanese and International Economies*, No. 10, pp. 71-96.
- Corbett, J. and T. Jenkinson (1997) “How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States,” *The Manchester School Supplement*, pp. 69-93.

- Corbett, J., Edwards, J., Jenkinson, T., Mayer, C. and O. Sussman (2004) "A Response to Hackethal and Schmidt (2003) "Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results", (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493623)
- Epstein, G. (ed.) (2005) *Financialization and World Economy*, Edward Elgar.
- Hackethal, A. and R. H. Schmidt (2004) "Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results," *University of Frankfurt Finance and Accounting Working Paper*, No. 125.
- Hall, P. A. and D. Soskice (ed.) (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, New York:Oxford University Press. (遠山弘徳・安孫子誠男・山田鋭夫・宇仁宏幸・藤田菜々子訳『資本主義の多様性』ナカニシヤ出版, 2007年。)
- Hilferding, R. (1910) *Das Finanzkapital*, Wiener Volksbuchhandlung Ignaz Brand. (岡崎次郎訳『金融資本論』岩波文庫, 1982年。)
- Lapavistas, C. (2013) *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*, Verso. (齊藤美彦訳『金融化資本主義』日本経済評論社, 2018年。)
- Minsky, H. P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press. (吉野紀ほか訳『金融不安定の経済学』多賀出版, 1989年。)
- Orléan, A. (1999) *Le pouvoir de la finance*, Éditions Odile Jacob. (坂口明義・清水和巳訳『金融の権力』藤原書店, 2001年。)
- Osterman, P. (1999) *Securing Prosperity*, Princeton University Press. (伊藤健市ほか訳『アメリカ・新たな繁栄へのシナリオ』ミネルヴァ書房, 2003年。)
- Piketty, T. (2014) *Capital in the Twenty-first Century*, Cambridge, Mass., Belknap Press of Harvard University Press. (山形浩生・守岡桜・森本正史訳 [2014]『21世紀の資本』みすず書房。)
- 宇仁宏幸 (2009)『制度と調整の経済学』ナカニシヤ出版。
- 宇仁宏幸 (2020)「グローバル化・金融化時代における日本企業の利潤と投資」(宇仁宏幸・巖成男・藤田真哉編『制度でわかる世界の経済』ナカニ

シヤ出版、所収)。

小倉将志郎 (2016) 『ファイナンシャルイゼーション — 金融化と金融機関行動』 桜井書店。

野下保利 (1995) 「金融構造と金融不安定性の諸類型」 (青木達彦編 『金融脆弱性と不安定性』 日本経済評論社、所収)。