

(続紙 1)

京都大学	博士 (経済学)	氏名	嶋野 智仁
論文題目	金融化が日本経済の資本蓄積に与える影響に関する実証分析		
(論文内容の要旨)			
<p>1980年代以降、先進国では金融化と呼ばれる現象が進行している。金融化とは、様々な経済領域において実体経済に対する金融経済の相対的重要性が強まってきているという近年の傾向を指している。金融化が経済に与える影響のうち注目を集めてきたテーマの1つに、金融化が資本蓄積に与える影響がある。特に過去数十年にわたって金融化が進展した欧米先進諸国において、金融化の進行とともに資本蓄積の停滞が同時に進行したため、資本蓄積停滞の原因を金融化に求める議論が多くなされた。</p> <p>本論文の目的は、日本経済を対象に、こうした金融化と呼ばれる現象が資本蓄積に与える影響を実証分析することである。日本では、1990年代以降、非金融・保険業において金融化の兆候が現れると同時に、資本蓄積の停滞が持続してきた。また、利潤率が上昇しながら資本蓄積率は低下するという従来では考えられない現象が生じた。本論文は、このような従来とは異なる資本蓄積の様式変化が生じ、資本蓄積の停滞が持続した原因を実証分析する。本論文は、全6章で構成されている。</p> <p>第1章では、金融化が資本蓄積に与える影響に関する先行研究を概観し、先行研究との対比を通じて、本論文の位置付けを明らかにしている。先行研究は、金融投資の増加に着目することが多かったのに対し、本論文はそれに加えて、金融化の過程でもたらされる利潤分配率の上昇にも着目している。</p> <p>第2章では、金融化が、1990年代以降における日本経済の資本蓄積様式の変化に与えた影響を、日本の非金融・保険業の全産業を対象に、金融投資の増加と利潤分配率の上昇に着目して実証分析している。金融投資の増加および利潤分配率の上昇は、いずれも利潤率を高めながら資本蓄積率の上昇に寄与しないか、もしくはネガティブな影響を与えることで、1990年代以降、利潤率と資本蓄積率のトレンドの乖離を強めるように作用していることを明らかにした。</p> <p>第3章では、金融化が資本蓄積に与える影響を製造業と非製造業という産業別で実証分析している。そして、第2章で示された全産業の傾向は、非製造業の動向に影響されていたということを明らかにした。さらに、利潤分配率の上昇が両産業の需要形成に与える影響はまったく異なるということを実証分析により明らかにした。</p> <p>第4章では、日本企業において2000年代以降に浸透した「株主価値志向」と呼ばれる企業統治のイデオロギーがもたらした、経営志向の短期化や積極的配当政策という金融化の側面が、資本蓄積に与える影響を産業別・規模別で実証分析している。投資関数の推計により、こうした金融化の側面もまた大企業を中心に、2000年代以降において、資本蓄積を低下させる要因となっていることを明らかにした。</p> <p>第5章では、第2章から第4章までの内容とは異なり、金融化が、金融システムの直接金融化を通じて、企業の設備投資に与える影響を実証分析している。金融化の過程において、間接金融が直接金融に代替していくということもまた、金融化の重要な側面の1つである。実証分析により、金融システムの自由化や規制緩和は日本企業の設備投資の内部資金制約を緩和しているということを明らかにした。また、かつて日本が銀行主導型の金融システムであった頃の特徴とされた、銀行借入が内部資金に対してカウンター・サイクリカルに変動し、設備投資資金を平準化する、という機能が失われつつあることも明らかにした。</p> <p>第6章では、本論文の内容およびその含意を総括した上で今後の課題について述べている。</p>			

(続紙 2)

(論文審査の結果の要旨)

本論文の貢献は、金融化のいくつかの指標のうち、先行研究で取り上げられている金融的投資、金融的収益、金融的支出といった変数のみならず、先行研究ではあまり考慮されていない機能的所得分配を表す利潤分配率を投資関数の変数として導入し、日本のデータを用いた実証分析を行い、金融化が資本蓄積に与える影響を明らかにした点にある。さらに、製造業、非製造業という産業別、大企業、中堅・中小企業という規模別に投資関数を推計した点も、本論文の大きな貢献である。とりわけ、第2の貢献は以下に示すように2つの点において意義深い。

第1に、産業別の推計により、製造業では、資本蓄積率の動向が利潤率に規定されているのに対し、非製造業では資本蓄積が利潤率に規定されていないことを明らかにし、これは、経済に占める非製造業の規模が製造業の規模より大きいことを考慮すると、マクロ・レベルにおける利潤率の上昇が資本蓄積に結びついていないという現象は、実は、シェアの大きい非製造業の動向に大きく影響されているということの意味する。したがって、サービス化が進行する現状を所与とすれば、今後も利潤率と資本蓄積の乖離が進行すると考えられる。

第2に、企業規模別の推計により、コーポレート・ガバナンスの変化によりもたらされた経営志向の短期化と積極的配当政策もまた、大企業を中心に資本蓄積率を低下させる傾向にあり、これが1990年代以降の日本経済の資本蓄積を低下させる原因となっていることを明らかにしている。先行研究では、日本は欧米先進諸国とは異なり、金融化が進行していないと論じられてきたが、大企業に着目すれば金融化は確実に進行していることが明らかとなった。これは企業規模に着目することではじめて明らかとなったことである。

このように、本論文が当該分野にもたらした貢献はきわめて大きいですが、審査において、以下のような問題点が指摘された。第1に、本論文では、機能的所得分配の指標として利潤分配率を用い、利潤分配率が企業の設備投資に与える影響を分析しているが、この手法では、外部資金が投資に与える影響を除外することになるのではないか。第2に、グローバル化により、海外への投資が増え、国内への投資が減っているが、本論文では、このグローバル化の影響を考慮していないのではないか。第3に、本論文では、金融化の進行が資本蓄積率を停滞させているという因果関係を想定し、それを検証しているが、資本蓄積停滞の原因は、金融化の進行というよりはむしろ投資機会の減少に求められるべきではないのか。

しかしながら、これらの問題点は、本論文の価値を損なうものではなく、むしろ申請者によって今後追究されるべき課題である。

よって、本論文は博士(経済学)の学位を授与するに値する論文であると認定する。なお、平成28年2月1日に、論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格と認めた。