

学位論文の要約 『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』

嶋野 智仁（京都大学大学院経済学研究科博士後期課程）

本論文の目的は金融化と呼ばれる現象が日本経済の資本蓄積に与える影響を実証分析することである。金融化とは世界経済における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いく現象である。1980年代以降、先進国ではこの金融化の進行により、資本蓄積の主体である非金融・保険業部門の企業においても、本業とは異なる金融投資からの金融的収益への依存度の顕著な上昇や、配当支出など金融的支出の大幅な増加が見られるようになった。そして過去数十年、先進国経済においてはこうした非金融・保険業部門での金融化の進行と同時に、資本蓄積は停滞してきた。

本論文で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している。日本経済では1990年代以降において非金融・保険業部門で様々な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。また日本経済では1990年代以降において単に資本蓄積が停滞するのみならず、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事態が生じた。1980年代以前には日本経済の資本蓄積率の動向は利潤率の動向にほぼ規定されていたから、1990年代以降の日本経済の資本蓄積の様式には何らかの根本的な変化が生じたということになる。本論文では主に日本経済において1990年代以降にこうした従来とは異なる資本蓄積の様式が生じ、資本蓄積の停滞が持続した要因を、日本の非金融・保険業の金融化に焦点をあてながら実証分析している。本論文の構成は以下のとおりである。

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するとともに、本論文がこうした先行研究の中でどの様に位置付けられるのかを明らかにしている。先行研究の多くが先進国経済における資本蓄積率と利潤率のトレンドの乖離の要因として非金融・保険業部門の金融投資の増加をあげているのに対し、本論文では日本経済におけるこの両変数のトレンドの乖離の要因として、機能的所得分配における利潤分配率の上昇に本質的な意味合いを見出している点において先行研究とは異なることが示されている。

第2章では金融化が1990年代以降の日本経済の資本蓄積の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ながら実証分析している。初めに1990年代以降、日本の非金融・保険業の企業では大企業を中心に金融投資からの金融的収益を増加させ、また配当支出のような金融的支出の増加にともない利潤分配率を上昇させるという金融化の重要な側面が見られることを示した。さらに全産業のレベルでは1990年代以降において資本蓄積率がもはや利潤率に規定されなくなるという特異な資本蓄積の様式が生じていることを明らかにした。その上で1990年代以降に日本の非金融・保険業においてもたらされた金融投資の増加と利潤分配率の上昇という金融化の側面は、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は

ネガティブな影響を与えることで、1990年代以降の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投資関数の推計などから明らかにした。

第3章では日本経済の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。金融投資の増加や利潤分配率の上昇といった金融化の側面が製造業、非製造業の両産業部門で等しく見られることが示される一方で、1990年代以降における利潤率と資本蓄積率の関係は両産業で全く異なることが明らかにされている。1990年代以降において製造業では未だに資本蓄積率の動向が利潤率の動向に規定されているのに対し、非製造業では資本蓄積率の動向はもはや利潤率の動向に規定されておらず、第2章で示された全産業の傾向はより規模の大きい非製造業に影響されているということが明らかにされる。第3章ではさらにこうした製造業と非製造業での利潤率と資本蓄積率との関係の異なる原因が、機能的所得分配における利潤分配率の上昇が両産業の需要形成に与える影響が全く異なるということにあることを投資関数の推計および機能的所得分配が需要形成に与える影響に関する実証分析から明らかにしている。

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、日本企業の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。理論的には配当からの大幅な資産効果がない限りは、経営志向の短期化や積極的配当政策による内部留保の低下は需要形成へのネガティブな影響を通じて資本蓄積率を低下させる可能性を持つことが示される。日本企業における株主価値志向の浸透の代理変数を含んだ投資関数を推計したところ、金融化の代理変数は全ての産業区分で全規模・大企業において有意に負に推計された。このことから日本企業における株主価値志向の浸透がもたらした経営志向の短期化と積極的配当政策という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が示された。

第5章では金融化が日本経済の金融システムの直接金融化を通じて日本企業の設備投資に与える様々な影響を実証分析している。この第5章はそれ以前の章からはやや独立した章である。しかし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、間違いなく金融化の重要な側面の一つである。第5章では日本の製造業を対象にこうした金融化による直接金融化が、日本企業の設備投資行動に与える影響を実証分析した。実証分析から、まず1980年代以降に進展してきた金融システムの自由化や規制緩和は資本コストの低下を通じて、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が示された。他方で投資資金の変動性に関しては、大企業においては1990年代以降一層進んだ「銀行離れ」の中で、かつて日本が「銀行主導型」の金融システムであったころ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となった。

第6章は終章にあたり、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。