

生産的投資の促進のための金融部門の再編成[※]

ジェラルド・エプシュタイン 著^{※※}

徳永潤二 訳^{※※※}

要 旨

アメリカとその他の諸国において、現代の金融市場と金融機関は実体経済と比較して急激に成長してきた。ここ数年間、現代の金融市場と金融機関による経済・社会的な産出増加への貢献でもって、それらが獲得する金融的資源と社会にもたらすリスクを正当化できるという証拠はほとんどない。金融部門が持つ破壊的な過剰性を制限し、その規模を縮小させるための多くの政策的な選択肢が存在する。これらの選択肢は重要であるものの、雇用創出と化石燃料への依存を制限する経済への移行といった重要な社会的な目標を達成するためには、生産的投資の促進のために金融部門を再編成していくという先進的な政策が求められている。再生可能エネルギーと省エネルギーに投資資金を供給するために、金融機関とその活動について再び焦点を当てることは、重要な社会貢献活動に寄与する一方、ディーセントな雇用（働きがいのある人間らしい仕事：訳者）を創出する金融改革の重要な一例となるであろう。何十年間にわたる投機的な金融活動を放棄し、その代わりに生産的な投資増加に貢献する金融部門を発展させることは、20世紀末に金融自由化を促進し、それによって多くのものを失ったアメリカやその他諸国が直面する主な課題なのである。

キーワード：経済の金融化、雇用、グリーンエコノミーへの移行

JELコード：E24、E6、G1、Q54

1. はじめに¹

2008年の世界金融危機は、現代の金融機関とその活動が社会全体の福祉に貢献しているのかについての疑問を投げかけた。なぜなら、銀行または銀行のCEO（最高経営責任者）が享受している収益が社会全体の福祉から乖離しているためである。最近の研究は、金融機関の規模と経済成長との間に一律的に正の関係があると主張してきた既存の研究に対して、重大な疑問を投げかけている（例えば、Arcand et. al. 2012; Cecchetti/Kharroubi 2012; Sturn/Epstein 2013）。その他の研究によれば、金融部門の規模が巨大になるにつれて、その効率性は低下してくることが明らかになっている（Phillipon 2012; Epstein/Crotty 2013; Greenwood/Scharfstein 2013）。金融部門の規模の増大は、不況と経済危機と関連がある経済の金融化に伴う一般的現象でもある（Stockhammer 2004; Orhangazi 2011; Hein 2012; Palley 2013）。そして、金融当局者たちと経済学者たちは、「大き過ぎて潰せない」（too-big-to-fail）銀行の救済と巨額の報酬を手に行っている銀行家たちを一斉に非難している（Turner 2009; Volcker 2009）。

今回の世界金融危機の発生の結果、金融部門の社会的効率性に関する懸念が高まっているが、それ自体は決して新しいものでない。ノーベル経済学賞の受賞者であるジェームス・トービンは、早い時期から経済成長と金融部門の社会的効率性についての懸

※ 本稿は、Gerald Epstein[2014], "Restructuring Finance to Promote Productive Employment", *European Journal of Economics and Economic Policies (EJEEP)* : *Intervention*, Cheltenham, UK : Edward Elgar Publishing Ltd, Vol.11 No.2, pp.161-170の日本語訳である。日本語訳への許可を頂いた EJEEP の編集担当者の方々に記して感謝する。言うまでもなく、日本語訳であり得る誤りの全ての責任は訳者である徳永にある。

※※ マサチューセッツ大学アマースト校経済学部教授・政治経済研究所（PERI）共同所長

※※※ 獨協大学経済学部准教授

1 本章（はじめに）の一部は Epstein (2013) に依っている。

念を持っていた。1984年、『ロイズ銀行レビュー』に最初掲載された彼の論文「金融部門の効率性について」において、金融部門の社会的効率性について、四つのタイプが定義されている。そのうち第四の定義に関して、トービンは次のように述べている(Tobin,1984:3)。「第四の定義は、．．．金融産業の経済的な機能に関するものである。この機能はリスクをプールし、それを最もリスクを負う能力と意志がある人たちに分配すること．．．決済のメカニズムとネットワークを提供することで経済取引を促進すること。そして実物資本と人的資本への投資のために貯蓄を流動化すること．．．さらには貯蓄をより社会的に生産的なものに分配することである。私はこれらの効率性を**機能上の効率性**と呼びたい」(強調は著者)。加えてトービンは次のようにも言っている(ibid.:14)。「私は、学問的なものではないかもしれないが、次のような重農主義的な懸念を持っている。つまり、我々は、若い世代を含めて、多くの資源を財とサービスの生産とは関係のない金融活動、そして社会の生産性とは不釣り合いな高額の報酬を生み出すような民間活動に投げ入れようしているのではないかということである」。

確かに、トービンが言う**機能上の効率性**(強調は著者)の最近の状況についての計量的な把握は容易であろう。英国イングランド銀行のAndrew Haldaneによれば、銀行、ヘッジファンド、そしてその他金融機関によって誘発された世界金融危機が雇用と経済産出高にもたらした損失はおおよそ60兆から200兆ドルに達するだろう(Haldane 2010)。

巨大な金融システムが我々の生活と暮らしに大きな影響を与えている経済の金融化が進展した資本主義の世界に私たちは生きている。ここ数十年の間、経済の金融化が進展してきた資本主義では規制緩和、金融革新、そして金融危機が生じ、政府による金融機関の救済が行われてきた(Crotty 2009)。こうした流れは、政府によって救済された銀行、銀行のCEO、「金融業界のやり手の人たち」(rainmakers)が今後もより多くの資金の貸出を行い、より高いリスクを取っていこうとしていることによって再び繰り返されようとしている。この結果、世界的に見て非常に豊かな多くの諸国においてこれまで金融部門が拡大し続けてきた。例えば、アメリカの総金融

資産は、対GDP(国内総生産)比で見ると、1945年に4倍であったが、2008年には10倍に達した。これにはアメリカの金融部門の驚くべき収益の急増が伴った。世界金融危機の発生直前の2006年には、金融部門の収益の割合はアメリカ全体の総収益の何と40%に達した(Epstein/Crotty 2013)。

イギリスとその他のいくつかヨーロッパ諸国でも、金融部門の規模とその収益の急増という現象は同様に見られた。そしてアメリカ、イギリス、そして経済の金融化が大きく進展したいくつかの国々において、このような金融部門の規模と収益の急増には経済格差の拡大が伴っていた(Stockhammer 2004; Hein 2012; Lapavitsas 2013)。トービンや最近の研究が指摘するように、次のような問題提起を行うのは自然であろう。それは、巨大で、維持するのに非常に費用が高くつく金融部門は社会的な貢献を行っているのか。そしてそのような金融部門は何としても維持する価値があるのか、ということである。

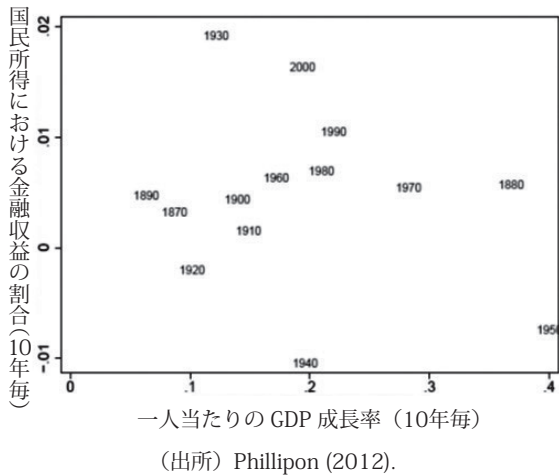
2. 金融部門の社会的貢献：詳説

巨大な金融部門は社会的な貢献を行っているのだろうか。今回の世界金融危機への対応に伴う巨額の費用が示すように、それは疑わしいだろう。しかし、長期的に見れば、金融部門がより大きな経済成長とその他の社会的便益をもたらしていると言えるかもしれない。果たして、これは正しいだろうか。

このことをデータで証明するのは難しい。図1は1860年から2010年にかけてのアメリカにおける金融収益と経済成長との関係を示したものである。この図で、国民所得のうち金融部門に配分される割合と経済成長との間には明確な関係は見出せない。

金融部門の活動と経済成長のような積極的な経済的成果との間の関係を明確に確認できないことは驚きかもしれない。なぜなら、適切な役割を果たす金融システムは経済の健全性に大きく寄与するからである。ジョセフ・シュンペーターは、銀行業が実物投資と経済革新にとって果たす主要な役割について強調している。そこでは、トービンも指摘していたように、金融部門が果たすことができる数多くの積極的な役割のとして、次の五点が挙げられている。

図1 アメリカにおける金融収益と経済成長との関係 (1860年—2010年)



- ・生産的な投資に融資を行うこと
- ・家計部門に時間をかけて所得を移転すること
- ・家計部門と企業部門が抱えるリスク削減を支援すること (リスクシェアリング)
- ・家計部門と企業部門に対して安定的で柔軟な通貨供給を行うこと
- ・有益な金融革新を新たに開発すること

もし金融システムがこれらの役割を果たしているとするれば、より健全な経済がもたらされるだろうか。そして、経済成長のように目に見える形での成果をもたらすだろうか。

これらの難問に答えるためには、現実の金融システムが、上記のシュンペーターが提示した五つの役割をどのように果たしているのかについて検討していくことが必要である。

2.1 生産的な投資に融資を行うこと

金融部門が果たす役割の中で、最初に挙げることができ、そして最も重要なのは、生産的な投資のために、金融的資源を集め、それを融資に充てることである。なぜなら、生産的な投資は雇用の増加と労働生産性の上昇の主因となるからである。しかし、表1が示すように、最近、金融部門がその金融的資源を、資本資産投資を行う非金融民間企業に対して充てる割合は低下し続けてきた。アメリカにおいて(そしてイギリスといくつかのヨーロッパ諸国においても)、いわゆる「ファイナンス・ギャップ」

(financing gap) —非金融民間企業による資本資産投資と企業貯蓄との差—は、設備や工場といった資本資産投資と比較して減少してきている。

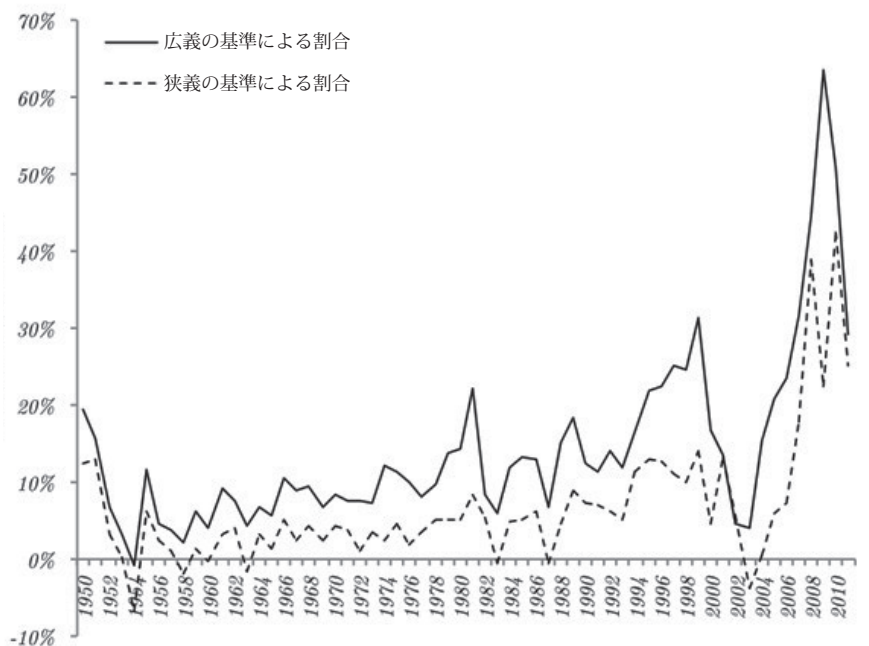
表1 主要6カ国における非金融民間企業による純借入と資本資産投資

	期 間	純 借 入 (対資本資産 支出比、%)	資本資産支出 (対GDP比、%)
アメリカ	1947-1965	9.1	10.0
	1966-1981	21.2	11.9
	1982-2007	6.9	10.3
	2008-2011	-25.9	8.3
イギリス	1990-2002	0.6	10.9
	2003-2011	-37.4	9.1
ドイツ	1995-2001	11.7	11.5
	2002-2011	-9.3	10.2
オランダ	1980-1993	-8.7	11.6
	1994-2001	-31.4	10.8
	2002-2011	-86.7	8.8
スイス	1995-2002	4.3	13.1
	2003-2011	-25.6	12.6
フランス	1971-1975	41.8	10.4
	1976-1985	52.9	9.3
	1986-1991	19.4	9.9
	1992-1999	-0.9	8.4
	2000-2011	15.1	9.9

(出所) De Souza/Epstein (2014).

もし金融部門が投資を実施しようとする非金融民間企業に対して従来の規模で貸出を行っていないとするれば、これまでいったい何をしてきたのか。まず、アメリカ、イギリス、その他諸国において、金融部門は信用供給の多くの部分を、住宅不動産バブルを経験してきた家計部門に充ててきた。さらに、金融部門は「自己勘定取引」に大規模に関与しており、トレーダーたちのために収益と報酬を上げようするにつれて、その貸出の多くを銀行相互間で行なうようになった。図2は、アメリカにおける総貸出のうち金融機関相互間の貸出の割合を示している。イギリスとその他のいくつかのヨーロッパ諸国においても、同様の傾向が見られる (Montecino et al. 2014)。

図2 アメリカにおける総貸出に占める金融機関相互間の貸出の割合（1950年－2010年）



(出所) Montecino et al. (2014).

2.2 家計部門に時間をかけて所得を移転するとともに、家計部門と企業部門が抱えるリスク削減を支援すること（リスクシェアリング）

金融部門は退職後に備えて貯蓄を行う家計部門を支援する役割を十分に果たしていなかった。まず、2008年の世界金融危機の発生によって、2007年から2009年にかけて、アメリカの家計部門は16兆ドルもの金融的な富を失った。今回の金融危機以降、この失われた富のうち回復したのは約45%に過ぎない (Luttrell et al. 2013)。そして、金融危機以降、各国の中央銀行が実施しているゼロ金利政策（超量的金融緩和政策：訳者）によって、固定利付債券への投資を行っている家計部門の収益も大きく減少している。また、ある調査が示すように、アメリカとその他諸国において、金融的な富を管理する金融アドバイザーと金融マネジメントサービスを担う産業は、自らが立案した金融投資戦略と比較して、わずかの投資収益しか上げていないにもかかわらず、自らは高額のマネジメント手数料を稼いでいる (Greenwood/Scharfstein 2013)。そして民間の年金基金は大部分のアメリカ人にとって、貧弱な投資成果しかもたらしていない (Schultz 2011)。つまり、金融システムは退職後に備える家計部門を支

援する役割をうまく果たすことができなかったのである。

2.3 家計部門と企業部門に対して安定的で柔軟な通貨供給を行うこと

今回の金融危機は、金融システムが家計部門と企業部門に対して流動性供給を適切に行っていることがまったくの幻想であることを示した。金融危機に至る展開において、金融システムは家計部門と企業部門に大量の流動性（信用）を供給してきたが、それは住宅不動産バブルを助長することになった。そして、金融システムは、貸出債権の証券化を通じて、複雑で極めて有毒な証券化商品を発行していた金融機関に対しても大量の流動性（信用）供給を行っていた。しかし、住宅不動産バブルが崩壊し、銀行がこれらの証券化商品で儲けられなくなり、その多くをできる限り投げ売ろうとしたとき、金融市場において流動性は消滅しており、証券化商品の買い手を見出すことはほとんどできなくなってしまった。こうして証券化商品の価値が無くなってしまったため、銀行は経営破たん寸前に陥り、納税者からの公的資金による救済を求めた。次に、銀行は自らの金融的資源を守るために、信用供給を引き締めた。こ

の銀行の行動によって、借り換えを試みようとしていた家計部門と企業部門への流動性供給が枯渇してしまった (Crotty/Epstein 2014)。

すなわち、経済の金融化が極度に進展し、投機化が進んだ金融システムは、流動性の供給者としての役割を適切に果たすことができなかったのである。

2.4 有益な金融革新を新たに開発すること

CDO(債務担保証券)のような金融革新は、2007年から2008年にかけての世界金融危機の震源となった (Jarsulic 2012)。金融革新に関する諸研究は、一般的には、金融革新と経済成長との間にいかなる関係もなかったことを明らかにしている。Crotty/Epstein (2009)は1980年代から1990年代にかけての金融革新に関する研究を概観した。これらの研究によれば、アメリカにおける金融革新のうち30~40%が、顧客の費用を削減するか、また最終的な資金需要者の生産の質を向上させるもよりも、むしろ税金と金融規制を回避することを目的としたものであった。つまり、金融革新は経済規模を増大させるよりも、経済活動の利益を再配分する役割を果たしている。それゆえ、金融革新は社会的または機能的に見て有益とは言えないものである。金融革新は多くの期待を集めていたが、実際には少しの成果しかもたらさなかったと言えるだろう。

3. 生産的な雇用を提供するための金融部門の再編成

現在の金融システムが多くの金融的な資源を使い果たし、経済の健全性に数多くのリスクをもたらし、その代わりにごくわずかの社会的な便益しか与えないとすれば、金融システムをより社会的に有益なものにするために、どのようにその役割を再編成すればよいのだろうか。この問いに答えるためには詳細な分析が必要であり、また各国の金融システム間によっても状況は大きく異なっている。我々の政策的な提案を具体的に提示するために、以下の分析の大部分では、アメリカの状況について検討していこう。

アメリカとヨーロッパの金融システムが抱えるリスクと非効率性を解消するために、現在どのような政策が採られているのだろうか。今回の金融危機以降進んできた金融制度改革の動きは失速し、一

部では金融危機の衝撃がもはや消えてしまったため、その改革とは逆の動きが生じている。アメリカとヨーロッパでは銀行のロビイストたちがロビー活動のために巨額の資金を投じており、これは真の意味での金融制度改革の進展を妨げている (Epstein/Habbard 2013)。これまで実行された金融制度改革には、主に次のような政策が含まれる。銀行の自己資本必要額の引き上げ、レバレッジに対する銀行に必要な自己資本必要額の引き上げ、そして公的なセーフティネットで保護されている金融機関によるリスクの高い業務を規制する試み (アメリカではボルガー・ルールがこれに当たる) である。このように数多くの政策が提示されたが、いずれも各金融機関または金融システム全体の規模を制限するのには全く不十分である。そして、これらは金融システム全体が抱えるリスクを制限することに有効であるかどうかとも疑わしい。

金融部門の規模を制限し、それを縮小させることができる代替的な政策も存在する。これには金融取引税 (Pollin 2012a)、銀行収益への課税、そして金融機関の資産・負債の規模の制限が含まれる (Eavis 2012)。

金融機関の規模を縮小し、それを制限することは、過剰な信用供給を制限すること、または金融的資源を社会的により有益な用途—これには雇用創出を含む—に再配分することにおいて重要な役割を果たすかもしれない。しかし、これらの目的を実現するためには、金融機関の規模を縮小し、それを制限するだけでは不十分である。何よりも必要なことは、金融機関が社会的に見て生産的な投資を促進する役割をより果たすために、自らが新たな方向を目指すことである。

このためには、Epstein et al. (2009) が「金融投機家がいらない金融」(finance without financiers) に言及した際に提示した一連のアプローチを実行することが求められる。具体的には、特定の社会的ニーズに応える公的な協同組織体の金融機関の役割が求められているのである。この公的な協同組織体の金融機関の果たすべき役割としては、協同組織体の企業、公的なインフラストラクチャー、貧困層とホームレス向けの住宅建設などの社会貢献活動への資金供給、そしてスモールビジネスと地域社会が所有する農業部門を含む地域機関・組織への資金供給が挙

げられる。Epstein (2010) はこのような取り組みの具体的事例について検討しており、さらに Moseley (2013) も一つのアプローチとして銀行国有化について検討している。以下で詳しく検討するように、公的な協同組織体の金融機関は、再生可能エネルギーと化石燃料に依存しないエネルギーを含めた多様な部門においてより多くの雇用を創出することにも寄与できるのである。

確かに公的な協同組織体の専門金融機関は非常に効率的であり得るが、数多くの団体・集団によって悪用もされてきたのも歴史の事実が示しており、それによって民間金融機関は経営破たんにも陥る可能性もある。ドイツの公的金融機関であるランデスバンク（州立銀行：訳者）の何行かが、アメリカで発生したサブプライム危機で大きな打撃を被ったのはその一例である。それゆえ、公的な協同組織体の金融機関の役割だけで、投機的な金融の持つ非常に大きな力がもたらすあらゆる問題を解決できるわけではない。それにもかかわらず、公的な協同組織体の金融機関に対して、適切なインセンティブが与えられ、規制とマネジメント管理も適切に行われれば、公的な協同組織体の金融機関は生産的な投資を促進する

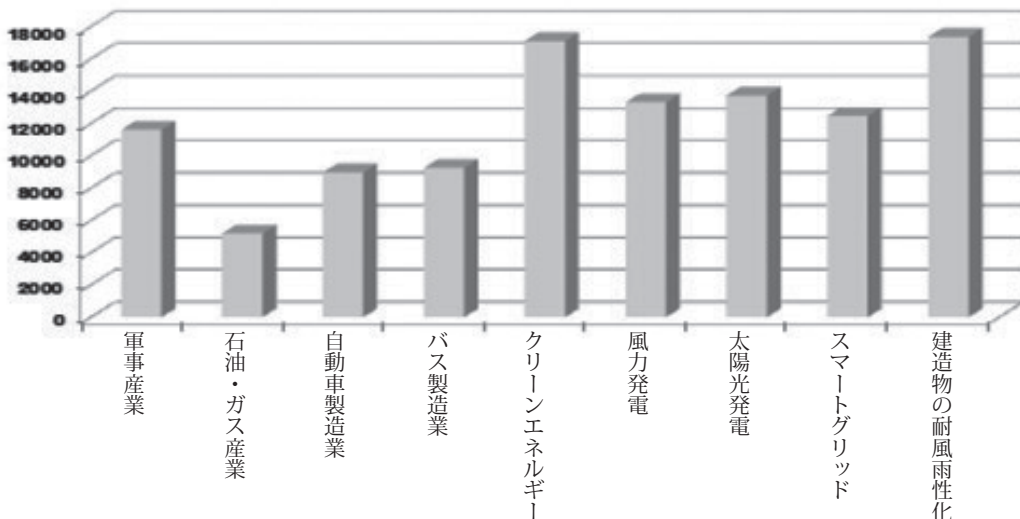
金融システムの構築において重要な役割を果たすことができるのである。

3.1 グリーンエコノミー部門における雇用創出促進のための金融手段

本節では、雇用創出プログラムの重要な事例として、再生可能エネルギー部門における雇用創出を目的とした金融メカニズムについて考察する²。

金融機関の再編成や新設を別とすれば、多くの雇用を創出するために、中央銀行とその他の国家機関による独創的な政策的ツールを用いることが可能である。例えば米連邦準備制度と米財務省は、再生可能エネルギー関連のプロジェクト・ファイナンスに特化した国家機関に対して、信用枠を設け、出資することができる。そして米連邦準備制度は再生可能エネルギーへの投資を促すために、銀行に対して「資産担保必要準備金」(Asset Backed Reserve Requirements) への規制を課すことが考えられる (Palley 2005; Pollin 2012b)。さらに米連邦準備制度または米財務省は再生可能エネルギー関連企業に対して信用保証も与えることができるだろう (Pollin 2011; Pollin et al. 2011)。この信用保証の

図3 10億ドルの新規投資によって創出される各産業における新規雇用数



(出所) Political Economy Research Institute and IMPLAN

2 本節(3.1)の多くは、私の同僚であるロバート・ポーリンと彼の研究協力者たち (James Heintz, Heidi Garrett-Peltier, and Jeannette Wicks-Lim.) による広範囲にわたる研究成果に依っている。Pollin (2011; 2012b); Pollin/Garrett-Peltier (2011; 2012); and Pollin, Heintz, Garrett-Peltier and Wicks-Lim (2011) を参照されたい。

供与は、2009年のオバマ政権下の景気刺激策において試みられ、いくつかは成功（そしていくつかは失敗）し、その一部は継続されている。しかし、気候変動問題を解決し、再生可能エネルギー部門において十分な雇用を創出するのであれば、再生可能エネルギー関連の政策的手段を十分に発展させていかなければならない。

ロバート・ポーリンと彼の研究協力者たちが示しているように、再生可能エネルギー生産と省エネルギーへの投資にはディーセントな雇用を相当数で創り出す潜在能力が明らかに存在する。

図3は、新規投資10億ドルで、再生可能エネルギー産業または省エネルギー産業においてどれだけの新規雇用が生み出されるかを示したものである。ここでは、軍事産業、石油・ガス生産、その他の産業との比較がなされている。

表2 10億ドルの直接支出によって創出される雇用数

部 門	10億ドルの直接支出による創出雇用数
軍事産業	11,600
石油／ガス産業	5,180
自動車製造業	8,960
バス製造業	9,240
クリーン・エネルギー ^a	17,100
クリーン・エネルギーの内訳	
風力発電	13,300
太陽光発電	13,720
スマートグリッド	12,460
建造物の耐風雨性化	17,360

注) ^aAはクリーン・エネルギー部門のウェイト付けされた平均数である。

(出所) Pollin/Garrett-Peltier (2011)

表2は、図3の結果をまとめたものである。クリーン・エネルギーに対する10億ドルの新規投資はクリーン・エネルギー部門において1万7,100人もの新規雇用を創出する一方、軍事産業と石油・ガス産業ではそれぞれ1万1,600人、5,180人の新規雇用しか創り出せない。

クリーン・エネルギー部門において創出される新規雇用にはどのようなものなのが含まれるのか。Pollin et al. (2011) は、クリーン・エネルギー部

門の成長によって様々な種類の雇用が創出され、それには豊富な技能や経験を必要としない初歩的な水準のものから高水準の技能や経験を必要とするものまで多様なものが含まれることを明らかにした。彼らの研究では、このようにクリーン・エネルギー部門の雇用創出が多様な範囲に及ぶことを積極的な要因として見なしている。なぜなら、このことは、クリーン・エネルギー部門の雇用が社会の広範囲の人々によって担われることを示しているためである。

これまで議論してきた金融部門と信用供給の配分を再編成するために、グリーンエコノミーへの移行に関する目標を掲げ、これを達成する必要ないという主張もあるかもしれない。この主張は、「現代」の金融市場が化石燃料から排出される地球温暖化ガスを制限することができる排出権取引を促進することで、社会的に有益な役割を大いに果たしているという考え方に基づいている。ここでは、デリバティブ（金融派生商品）取引とその他の複雑な金融エンジニアリングを用いることによって、巨大金融機関と再生可能エネルギーの促進及びグリーンエコノミーへの移行に伴う新規雇用との間に相乗効果が発生すると考えられているのである。

しかし、Boyce/Riddle (2007) やその他の研究が論じてきたように、地球温暖化ガスの排出権取引は、化石燃料の消費を抑制するよりも、公益企業と金融エンジニアにとってより大きいレント（収益）をもたらしてきた。本稿が主張したいより望ましいアプローチとは、再生可能エネルギーの促進のために金融機関を直接に関与させ、気候変動に関連する金融資産の投機的な取引を制限することである。

4. 結 論

現代の金融市場と金融機関は实体经济の規模に比較して巨大な規模となっている。ここ数年間、金融市場と金融機関による経済・社会的な産出増加への貢献でもって、それらが獲得する金融的資源と社会にもたらすリスクを正当化できるという証拠はほとんどない。金融部門が持つ破壊的な過剰性を制限し、その規模を縮小させるための政策には数多くの選択肢が存在する。しかし、これらの選択肢は重要であるものの、雇用創出と化石燃料への依存を制限する経済への移行といった重要な社会的な目標を達成す

るためには、本稿で論じたように、生産的投資の促進のために金融部門を再編成していくという先進的な政策が求められているのである。

再生可能エネルギーと省エネルギーに投資資金を供給するために、金融機関とその活動に再び焦点を当てることは、重要な社会貢献活動に寄与する一方、ディーセントな雇用を創出する金融改革の重要な一例となるであろう。何十年間にわたる投機的な金融部門を捨て去り、その代わりに生産的な投資増加に貢献する金融部門を発展させることは、この分野に携わる経済学者たち、政策担当者たち、そして活動家たちにとって望ましい道だと言えるだろう。

謝 辞

Joao Paulo de Souza, Iren Levina, Juan Montecino, and Simon Sturn らの調査は、本稿の一部の内容に貢献している。ロバート・ポーリンと Heidi Garrett-Peltier とは、再生可能エネルギーによる雇用創出の研究について意見を共にした。そして、ジェームス・クロッチェとは金融問題に関して有益な議論を交わした。記して彼らに感謝する。また本稿は Institute for New Economic Thinking (INET) の助成金の成果の一部である。記して感謝したい。

参考文献

- Arcand, Jean-Louis, Berkes, Enrico, Panizza, Ugo (2012): Too much finance?, *IMF Working Paper*, No. 12/61.
- Boyce, James K., Riddle, Matthew (2007): Cap and dividend: how to curb global warming while protecting the incomes of American families, *PERI Working Paper*, No. 150, November.
- Cecchetti, S.G., Kharroubi, E. (2012): Reassessing the impact of finance on growth, *Bank for International Settlements Working Paper*, No. 381.
- Crotty, James (2009): Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of

the 'New Financial Architecture,' in: *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563–580.

- Crotty, James, Epstein Gerald (2009): Avoiding another meltdown, in: *Challenge Magazine*, January–February, 5–26.
- Crotty, James, Epstein, Gerald (2014): The last refuge of scoundrels: Keynes–Minsky perspectives on the uses and abuses of the 'liquidity defense,' in: Epstein, Gerald, Schlesinger, Tom, Vernengo, Matias, *Financial Institutions, Global Markets, and Financial Crisis: Essays in Honor of Jane Webb D'Arista*, Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar, 319–350.
- De Souza, Joao Paulo A., Epstein, Gerald (2014): 'Sectoral net lending in six financial centers, *PERI Working Paper*, No. 346, March.
- Eavis, Peter (2012): Fed governor's plan to limit bank size fuels debate, in: *The New York Times*, 15 October.
- Epstein, Gerald (2010): Finance without financiers: prospects for radical change in financial governance: David Gordon Memorial Lecture, in: *Review of Radical Political Economics*, 42(3), 293–306.
- Epstein, Gerald (2013): Restructuring finance to better serve society, in: Palley, Thomas I., Horn, Gustav (eds), *Restoring Shared Prosperity: A Policy Agenda from Leading Keynesian Economists*, 87–96, URL: http://www.thomaspalley.com/docs/research/restoring_shared_prosperity.pdf.
- Epstein, Gerald, Crotty, James (2013): How big is too big? On the social efficiency of the financial sector in the United States, in: Pollin, Robert, Wicks-Lim, Jeannette (eds), *Capitalism on Trial: Explorations in the Tradition of Thomas*

- Weisskopf, Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar, 293–310.
- Epstein, Gerald, Hubbard, Pierre (2013): Speculation and sovereign debt – an insidious interaction, in: Wolfson, Martin, Epstein, Gerald (eds), *Handbook of the Political Economy of Financial Crisis*, Oxford: Oxford University Press, 326–356.
- Epstein, Gerald, Plihon, Dominique, Giannola, Adriano, Weller, Christian (2009): Finance without financiers, in: *Papers of Europe*, special issue on the Financial Crisis, Summer, URL: <http://www.ucm.es/info/icei/>.
- Greenwood, Robin, Scharfstein, David (2013): The growth of finance, in: *Journal of Economic Perspectives*, Spring, 3–28.
- Haldane, Andrew (2010): The 100 billion dollar question, Bank of England, March, URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2010/speech433.pdf>.
- Hein, Eckhard (2012): *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and its Crisis*, Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar.
- Jarsulic, Marc (2012): *Anatomy of a Financial Crisis: A Real Estate Bubble, Runaway Credit Markets, and Regulatory Failure*, Palgrave Macmillan.
- Lapavistas, Costas (2013): *Profit without reduction*, London: Verso Press.
- Luttrell, David, Atkinson, Tyler, Rosenblum, Harvey (2013): Assessing the costs and consequences of the 2007–09 financial crisis and its aftermath, in: *Dallas Federal Reserve Economics Letter*, September.
- Montecino, Juan Antonio, Epstein, Gerald, Levina, Iren (2014): Long-term trends in intra-financial sector lending in the U.S.: 1950–2012, *PERI Working Paper*, No. 344.
- Moseley, Fred (2013): The bailout of the ‘too-big-to fail’ banks: never again, in: Wolfson, Martin H., Epstein, Gerald (eds), *The Handbook of The Political Economy of Financial Crises*, 624–644.
- Orhangazi, O. (2011): ‘Financial’ vs. ‘real’: an overview of the contradictory role of finance, in: *Research in Political Economy*, 27, 121–148.
- Palley, Thomas I. (2005): A Post Keynesian framework for monetary policy: why interest rate operating procedures are not enough, in: Gnos, C., Rochon, L.-P. (eds), *Post Keynesian Principles of Policy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, Edward Elgar, 81–101.
- Palley, Thomas I. (2013): *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*, London: Palgrave Macmillan.
- Philippon, T. (2012): Has the US finance industry become less efficient? On the theory and measurement of financial intermediation, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 18077.
- Pollin, Robert (2011): A policy framework for advancing productive investments and clean energy throughout the US economy, Report PERI.
- Pollin, Robert (2012a): A U.S. financial transactions tax: how Wall Street can pay for its mess, in: *New Labor Forum*, Spring, 96–99.
- Pollin, Robert (2012b): The great U.S. liquidity trap of 2009–2011: are stuck pushing on strings?

PERI Working Paper, No. 284, June.

Pollin, Robert, Garrett-Peltier, Heidi (2011): The US employment effects of military and domestic spending priorities: 2011 update, Report PERI.

Pollin, Robert, Garrett-Peltier, Heidi (2012): Benefits of a slimmer Pentagon, in: *The Nation Magazine*, 28 May, 15–18.

Pollin, Robert, Heintz, James, Garrett-Peltier, Heidi, Wicks-Lim, Jeannette (2011): 19 million jobs for us workers; the impact of channeling \$1.4 trillion in excess liquid asset holdings into productive investments, Report, PERI.

Schultz, Ellen E. (2011): *Retirement Heist: How Companies Plunder and Profit from the Nest Eggs of American Workers*, New York: Portfolio/Penguin.

Stockhammer, E. (2004): Financialisation and the slowdown of accumulation, in: *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719–741.

Sturn, Simon, Epstein, Gerald (2013): Finance and growth: the neglected role of the business cycle, *PERI Working Paper*, No. 339.

Tobin, James (1984 [1987]): On the efficiency of the financial sector, in: *Lloyds Bank Review*, July, 1–15.

Turner, Adair (2009): Mansion House speech, 22 September, URL: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/0922_at.shtml.

Volcker, Paul (2009): ‘Wake up, gentlemen’, world’s top bankers warned by former Fed chairman Volcker, in: *The Times*, London, 9 December.