

第5章 財務分析と「金融化」論

1 はじめに

1.1 本稿の課題

第2・3・4章で、1980年代から2000年代までのアメリカ製造大企業の経営戦略をリストラクチャリング、リエンジニアリング、オフショアリングの3つに整理して振り返った。経営戦略とはその時々の経営環境（景気、利子率、株価などのマクロ的状況、部門ごとの成長や成熟のトレンド、競合他社との競争関係など）に対応した資本蓄積の具体的なあり方である。広義の資本蓄積は「利潤の獲得」と「利潤の資本への再投資（狭義の資本蓄積）」という2つのプロセスから成り立っており、上記の3つの経営戦略がこの2つのプロセスをどのように変容させたかという観点から総括される必要がある。これを財務データから見るなら、①利潤の発生の仕方がどのように変わったのか、②利潤はどのような資産に投資されるように成ったのか（企業資産の構成に変化はあるか）などに変化が現れるはずである。本章の課題は、マクロ統計における企業財務データを元に広義の資本蓄積様式にどのような変化が見られるかを検討することにある。

このような課題設定を共有する議論として、いわゆる「金融化」論がある。「金融化」論とは、1980年代以降の現代資本主義の様相を批判的に分析するために提唱され、2000年以降注目を集めている理論で、新自由主義期の資本主義経済の特徴と問題が金融市場・金融取引・金融部門の動向に最も典型的に現れているという問題意識で共通している¹⁰⁰。この「金融化」論には2つの主題があり、ひとつはマクロ経済全体の中で金融取引や金融部門の比重と影響力が大きくなっていくこと、もうひとつは非金融企業の活動に占める金融取引・金融収益・金融投資の比重の増大、および非金融企業に対する金融部門の影響力の増大である。本章に直接関わるのは後者の論点であるが、「金融化」論者は1980年代以降の非金融企業の資本蓄積様式において金融取引・金融収益・金融投資の比重が増大していると見ている。

果たして、この「金融化」論者の言うような変化が起きているのかを含めて、財務データから伺える限りでの資本蓄積様式の変化を把握することが本章の課題となる。

1.2 利用するマクロ統計

ここではアメリカ経済全体の動向を見るために、個別企業の財務データ（アニュアルレポートやForm 10-K）ではなく、マクロ統計の中で非金融非農業企業の財務状態を扱っているものを利用する。そのようなものとしてFRB, FOF（Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts – Z1.）¹⁰¹とCB, QFR（Census of Bureau, Quarterly Financial Report）の2つがある。

¹⁰⁰ 国際的には大きく3つの研究拠点（米マサチューセッツ大学政治経済研究所 PERI、仏レギュラシオン学派、英マンチェスター大学・ロンドン大学）があり、代表的研究として William Lazonick and Mary O'Sullivan (2000)、Engelbert Stockhamme (2004)、Gérard DUMÉNIL and Dominique LÉVY (2005)、Gerald E. Epstein ed.(2005)、William Lazonick (2007)、Engelbert Stockhammer (2008)、Ozgur Orhangazi (2008)、William Lazonick (2014a) (2014b) などがある。高田太久吉 (2015) と Ozgur Orhangazi (2008) を参照。

¹⁰¹ あるいは FRS, Z1FA (Board of Governors of the Federal Reserve System, Z.1 Financial Accounts of the United States)

FRB, FOF は 1946 年から今日までであるため、1980 年以前と以後の変化を読み取ることができ
る。非金融企業、非農業非金融企業など大きなカテゴリーのデータがあるのみ。財務データの項
目も、PL に関する情報（利益や費用に関する情報）は QFR より粗いが、BS に関する情報（資産
と負債に関する情報）は QFR より詳細である。しかし固定資産と流動資産の区別がない点が惜し
い。

QFR は 1988 年以前は入手が難しく、1980 以前と以後の長期的な変化を見ることができない。
製造業・卸売業・小売業・鉱業の 4 つの部門をカバーしており、製造業はさらに細分類されてお
り、さらに大企業と中小企業という区別も得られる。財務データの項目も、PL に関する情報（利
益や費用に関する情報）は QFR よりも詳細だが、BS に関する情報（資産と負債に関する情報）
は QFR より粗い。しかし固定資産と流動資産の区別がある点は有益である。

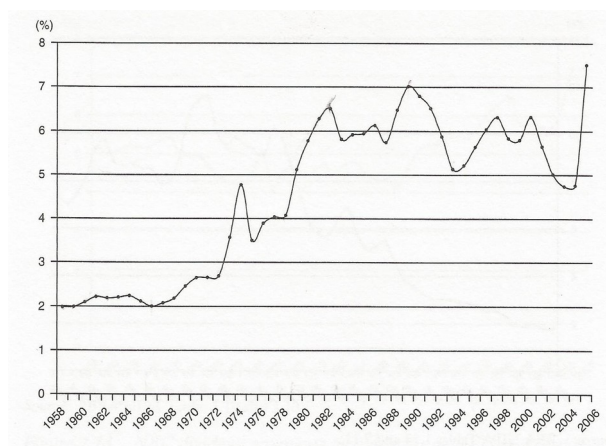
ここでは FRB, FOF から F102（非金融非農業企業）を、QFR から製造業を取り出して検討する。

1.3 「金融化」論について

「金融化」論の典型的な議論を「金融化」論の研究をサーベイした Orhangazi (2008) から構
成するなら次のようになる。まずスタイライズド・ファクツとして「金融収益の増大」「金融投
資の増大」「金融業界への支払いの増大」の 3 点を確認する。

[金融収益の増大] 非金融企業が獲得できる金融収益には①利子収入、②配当収入、③キャピ
タルゲインの 3 種類が考えられる。キャピタルゲインを捕捉するデータは見当たらないので、配
当収入・利子収入を年々の事業活動の指標とも言える付加価値生産（マクロ的には GDP）と比較
すると、図 5-1 のように 1970 年代から上昇して、1980 年代以降は 1960 年代の 3 倍近い水準に
ある。

図 5-1 企業の利子・配当収入/付加価値



Source: BEA NIPA Tables 1.14, 7.10 and 7.11.

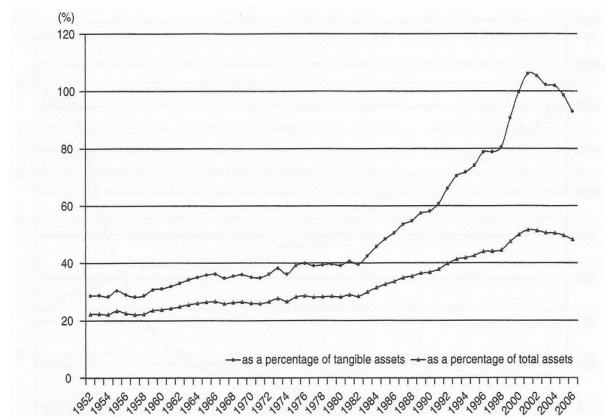
Figure 2.10 Interest and dividend income of NFCs as a percent of NFC gross value added, 1958-2006

(出所) Orhangazi (2008) より Fig2.10 を転載。

[金融投資の増大] 企業は獲得した利益を様々な資産に投資するが、それら企業資産は大きく
実物資産と金融資産に分けることができる。そこで金融資産が実物資産や総資産（＝実物資産＋

金融資産) に対してどれぐらいの比率を占めているかを調べると、図 5-2 のように 1982 年で屈折して、以後急速なスピードで上昇していることがわかる。

図 5-2 企業の金融資産/実物資産、金融資産/総資産



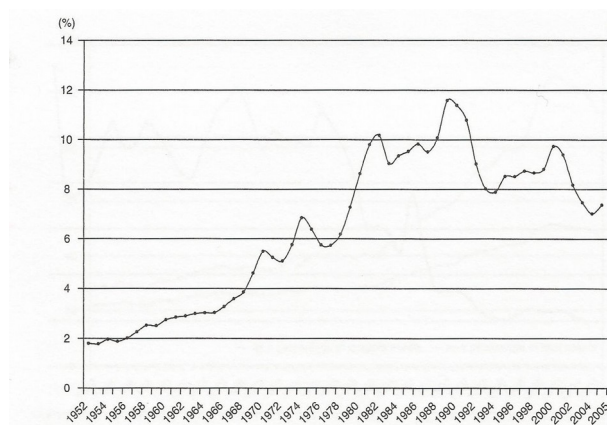
Source: FFA Table B.102.

Figure 2.8 NFC financial assets as a percent of tangible assets and total assets, 1952–2006

(出所) Orhangazi (2008) より Fig2.8 を転載。

[金融業界への支払い] さらに非金融企業が金融取引で支払うものと言えば、①利子支払い、②配当支払い、③自社株買い戻しの3つが考えられる。それらを付加価値生産 (GDP) と比較すると、図 5-3、図 5-4、図 5-5 に見られる通り、1960 年代後半および 1980 年代後半に上昇し、それ以後は以前と比べて高い水準にあることが確認できる。

図 5-3 企業の利子支払い/付加価値の増大

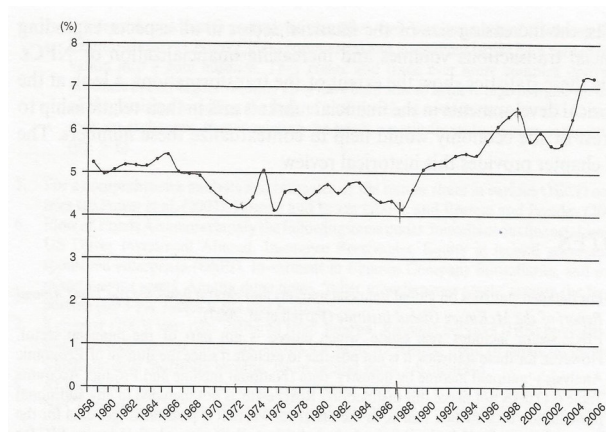


Source: BEA NIPA Tables 1.14 and 7.11.

Figure 2.11 NFC interest payments as a percent of NFC gross value added, 1952–2005

(出所) Orhangazi (2008) より Fig2.11 を転載。

図 5-4 企業の配当支払い/付加価値の増大

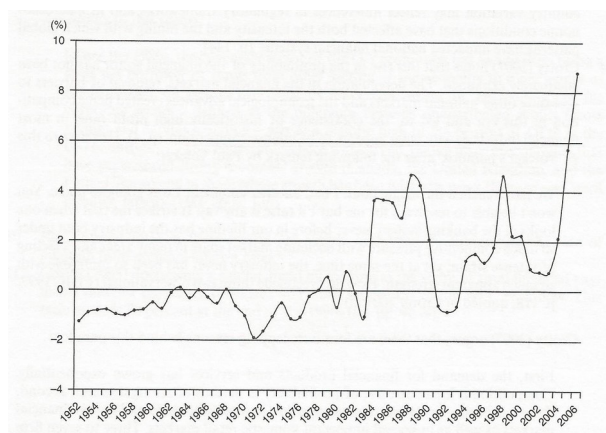


Source: BEA NIPA Tables 1.14 and 7.10.

Figure 2.13 NFC dividend payments as a percent of NFC gross value added, 1958–2006

(出所) Orhangazi (2008) より Fig2.13 を転載。

図 5-5 企業の自社株買戻し/付加価値の増大



Source: BEA NIPA Table 1.14 and FFA Table F. 102.

Figure 2.14 NFC stock buybacks as a percent of NFC gross value added, 1952–2006

(出所) Orhangazi (2008) より Fig2.14 を転載。

以上のような現象はどのような論理で説明できるのだろうか。Orhangazi (2008)は2つの論理を仮説として提示する。

第一の論理は非金融企業自身による能動的な選択、すなわち「本業（非金融事業）からの収益が低下し、金融取引による収益の方がより高いため、実物資産への投資（設備投資）を手控え、金融資産への投資を増やしている」という論理である。この場合は、金融資産で得た収益をいずれは本業の設備投資にまわすことになるであろうから、金融投資は一時的なものにとどまるはずである。

そうならないとしたら第二の論理、「非金融企業がこのような行動を採るよう金融業界からの

圧力がかけられている」という論理が考えられる。金融業界からの圧力という点では、まず機関投資家の台頭、すなわち大口の株主であり、かつ短期的な金融収益を追求する投資家の影響力の増大である。機関投資家は当初は「ものを言う株主」として経営介入していたが、まもなくストックオプションが普及した結果、経営者の個人的利害が株主と共通になった。こうした結果、非金融企業は「短期間で収益をあげて、金融業界への支払い（利子支払い、高配当、自社株買い）を増やせ」という機関投資家の要求に従うようになり、そのためにより長期的に競争力強化に効果のあがる設備投資よりも、より短期で収益をあげることが可能な金融資産に投資をシフトさせてきたと理解される。いわば非金融企業の経営者は株主のエージェントになったという理解である。この第二の論理は第一の論理を否定するというよりも、それを補完するもの（つまり現実には両方存在する）と理解される。

こうした議論は、さらになぜ金融利益は本業の利益よりも高いのか、その価値はどこから発生しているのかなどの問題へと広がっており、「金融化」論者の中で様々な議論がなされている。現象についての理解もそれを説明する論理も一様ではないが、「非金融企業で金融収益・金融投資が増大しており、それは金融業界への支払いを増やすようプレッシャーがかけられているために非金融企業が短期的な利益を求めて金融取引に走っている」という理解は多くの「金融化」論者の中で高い地位を占めているようである。

2 FRB,FOF の検討

2.1 FRB,FOF の基本構造

まず最初に FRB,FOF の検討から始めよう。FRB,FOF は表 5-1 の左列のような構造でデータが提示されている¹⁰²。すなわち、まず大きく①「税引き前利益（Profits before tax）」から「総内部留保（Total internal funds）」を導き出す部分と②「粗投資（Gross investment）」の部分とに分けられ、後者は③「資本支出（Capital expenditures）」と④「純金融投資（Net financial investment）」に分けられ、純金融投資はさらに⑤「純金融資産取得（Net acquisition of financial assets）」と⑥「負債純増（Net increase in liabilities）」に分けられる。このような分類カテゴリーではわかりにくいのが、③「資本支出」は「固定資本投資」「在庫変化」「非生産的非金融的資産」の3つから成っており、企業の実物資産を表している。また④「純金融資産取得」は各種の「預金」「証券」「売掛金」「雑多資産（Miscellaneous assets）」から成っており、企業の金融資産を表している。また⑥「負債純増」には「新株発行」「CP」「社債」「銀行借入」「その他借入」「買掛金」「雑多負債（Miscellaneous liabilities）」から成っており、債券、借入、株式発行など財務活動全般が含まれている。したがって、表 5-1 の右列のようにキャッシュフロー分析で言うところの営業活動、投資活動、財務活動に対応させると理解しやすい。

¹⁰² FRB,FOF にも pdf ファイルで提供されているものと xls ファイルで提供されているものがあり、カテゴリーと数値が微妙に異なるが、概ね一致している。ここではカテゴリーは pdf ファイルを、数値は xls ファイルをベースにした。

表 5-1 FRB,FOF の基本構造

FRB,FOF のカテゴリー		キャッシュフロー分析との対応	
①総内部留保		a 営業活動の結果（一部）	
②粗投資	③資本支出	b 投資活動の結果	（実物投資）
	④純金融投資		（金融投資）
	⑤ 純金融資産取得	c 財務活動の結果	
⑥負債純増			

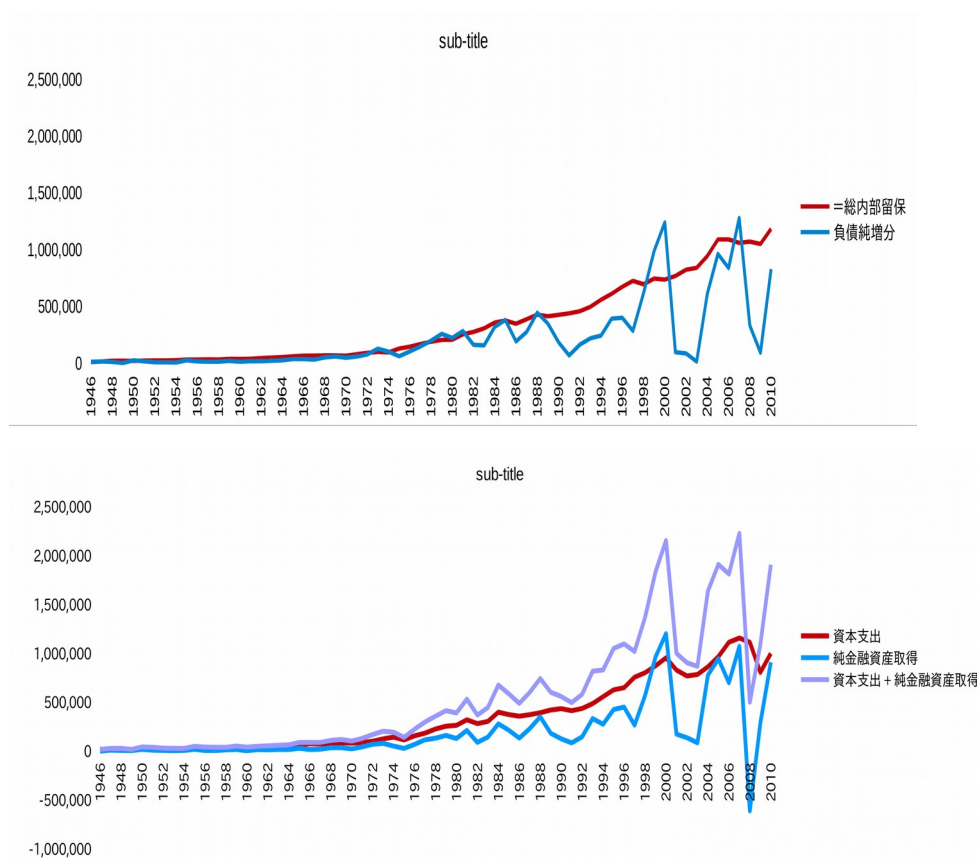
（出所）筆者が作成した。

キャッシュフロー分析の3種類のキャッシュの動きは「a 営業活動を通じて利益を得る」「b その利益を用いて投資を行う」「c 投資に必要な金額が利益を超える場合、財務活動（銀行借入、株式や債券の発行）でその分を補う」の3種類であり、この内、aとcとはキャッシュ・インフロー（入金）、bはアウトフロー（出金）なので、その区分に即してグラフを作るとは図5-6のようになる。

図 5-6 非金融農業企業のキャッシュフロー

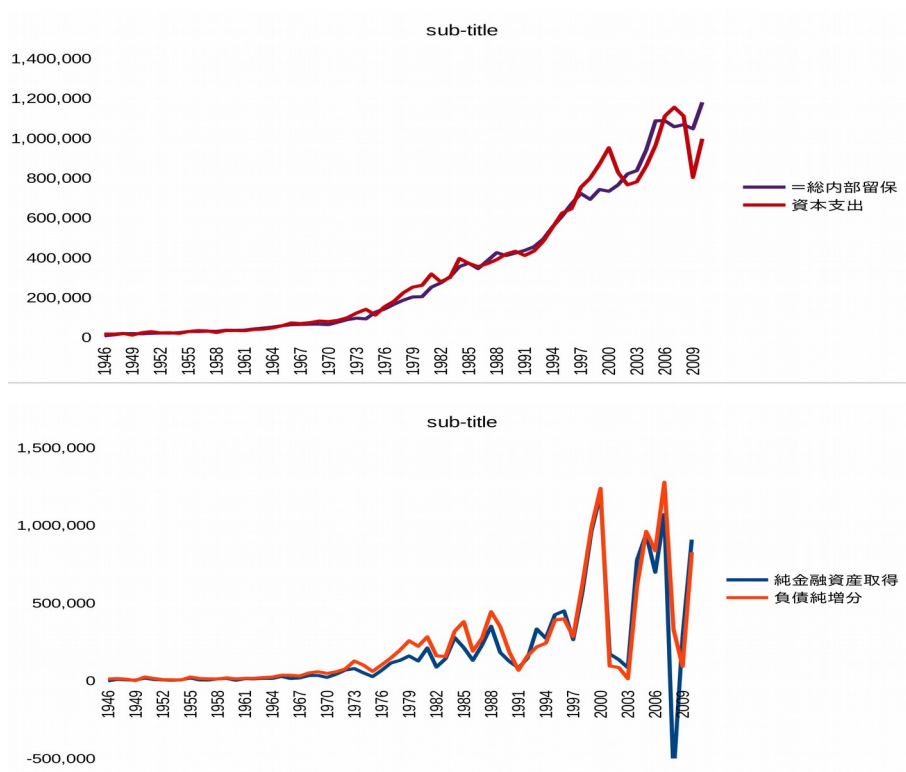
上：キャッシュ・インフロー＝内部留保＋負債

下：キャッシュ・アウトフロー＝資本支出＋純金融資産取得



（出所）FRB,FOF より作成。

図 5-6 の組み直し



上下を比べれば、明らかに総内部留保と資本支出が、また負債純増と純金融資産取得がそれぞれぴたりと連動していることが分かる。ここで資本支出の90数%は「固定資本投資」であり、これは内容的には設備・工場・土地などの実物投資である¹⁰³。したがって非金融非農業企業は総内部留保の総額を使って設備投資を行っているのである。また預金・証券・売掛金などを含む金融資産への投資は財務活動で得たキャッシュ・インフローを用いて行っている。しかも、そのような関係は1980年の前後で変化がない¹⁰⁴。先に図5-2で確認したように実物資産に対する金融資産の比率は増加しているの確かであるが、だからと言って金融資産への投資が実物投資（設備投資）を圧迫しているとは言えないのではないだろうか¹⁰⁵。

次に a 営業活動の結果、b 投資活動の結果、c 財務活動の結果のそれぞれについて詳細に見て

¹⁰³ 後に見るように資本支出は数値的にもDOC, BEA, Fixed Asset Tables 3.7 ESにおける非金融非農業企業の固定資産形成とほぼ同じである。

¹⁰⁴ 各年代を細かく見ると、純金融資産取得が負債純増よりも若干少ない時期が見られ、金融資産投資は財務活動で得るインフローよりも小さいことがわかる。しかし、そのような関係は1960年代から1990年まで見られること、1990年代後半には金融資産への投資は急増するが同時に財務活動によるインフローもそれ以上に増加して設備投資（資本支出）が総内部留保額をうまわる規模で行われていることなどを考えると、1980年代の前でも後ろでもこれらカテゴリー間の関係は変化していないと判断できる。

¹⁰⁵ ただし内部留保は「利子支払い」「配当支払い」などを引いた残りなので、金融業界への支払いによって設備投資が圧迫されているか否かはここからは判断できない。例えば「金融資産取得」のために「負債」を増やして、そのために「利子支払い」が非常に大きく、その結果、内部留保いっぱい使って設備投資している場合、やはり圧迫を受けているとも言える。

いく。

2.2 営業活動について

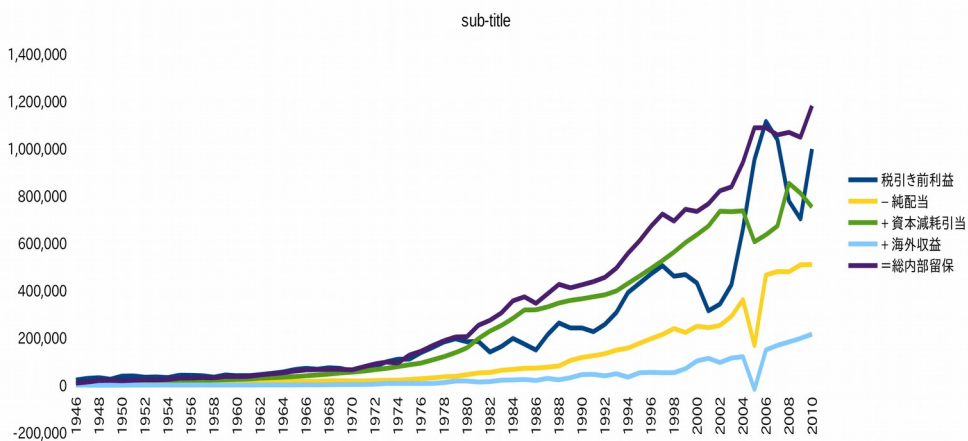
FRB,FOFは売上高から営業費用や営業外損益を差し引いて純利益を導くまでのプロセスが記されておらず、税引き前利益から様々な項目が加減されて総内部留保に至る関係(表5-2参照)のみが記されているだけである。これらの中で注目すべき動きをしている項目を取り上げると図5-7のようになる。また図5-8は税引き前利益を100%とした場合の各項目の比率である。

表5-2 税引き前利益から総内部留保への関係

税引き前利益
-法人税
-純配当
+資本減耗引当
=内部留保
+海外収益
+在庫調整
+純資本移転
=総内部留保

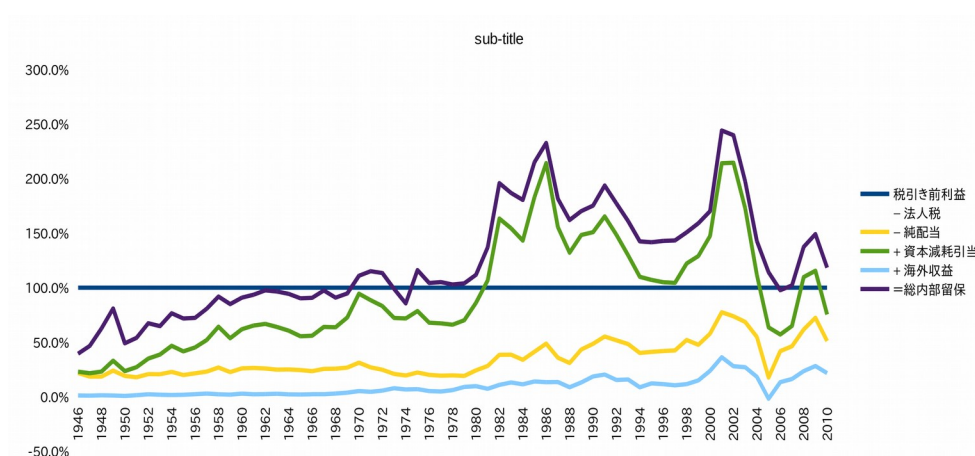
(出所) FRB,FOFより作成。

図5-7 営業活動に相当する項目の動き



(出所) FRB,FOFより作成。

図 5-8 営業活動の各項目の税引き前利益に対する比率



(出所) FRB, FOF より作成。

図 5-7 から次の 3 つの特徴が読み取れる。第 1 に「税引き前利益」が景気とともに上下変動しているのに対して「資本減耗引当」はあらかじめかなり安定して確保されており、そのおかげで「総内部留保」はかなり安定して増加を続けていること。第 2 に純配当（配当支払い—配当受取）が安定して増加していること。第 3 に海外収益が安定して増加していることである。また図 5-8 からは税引き前利益を基準にした場合、資本減耗引当と純配当は 1980 年代初頭に、海外収益は 1990 年代末に増大していることが読み取れる。

資本減耗引当¹⁰⁶は基本的に既存の設備を順次償却するために資金として過去の設備投資の規模に規制されるが、現実には一定の範囲内で経営者の経営政策に左右される。この資本減耗引当を安定的に増加させることで、投資活動に使う資金を租税や配当に取られることなく企業内にプールすることが可能であり、また設備を早期償却することで過去の設備投資が将来の設備投資の足かせにならないようにする¹⁰⁷ことができる。先に見たように総内部留保と設備投資とが緊密に連動していることを考えると、この資本減耗引当の安定的増加は設備投資資金を確保しようとする意思の表れと読むことができる。

また税引き前利益に対する純配当の比率が 1980 年代初頭から上昇しているのは「金融化」論者の言うように金融業界への支払いが増大していることを意味しているが、税引き前利益は資本減耗引当が差し引かれた後の余剰なので、高配当政策が設備投資を圧迫するという意識的に大きく回避されていると言えよう。

税引き前利益に対する海外収益の比率は、傾向としては 1960 年代から一貫して増加しているが、とりわけ 1990 年代末に上昇している点は特筆に値する。

2.3 投資活動について

非金融非農業企業の投資活動の総体は設備投資と金融資産投資であるが、この両者はそれぞれ「資本支出」（≒固定資産投資）と「純金融資産取得」で見ることができる。両投資の規模と動

¹⁰⁶ 資本減耗引当は固定資本の通常の摩耗と損傷に対する引当金である減価償却費に資本偶発損の引当金を加えたものであるが、ここでは減価償却費と同じものとする。

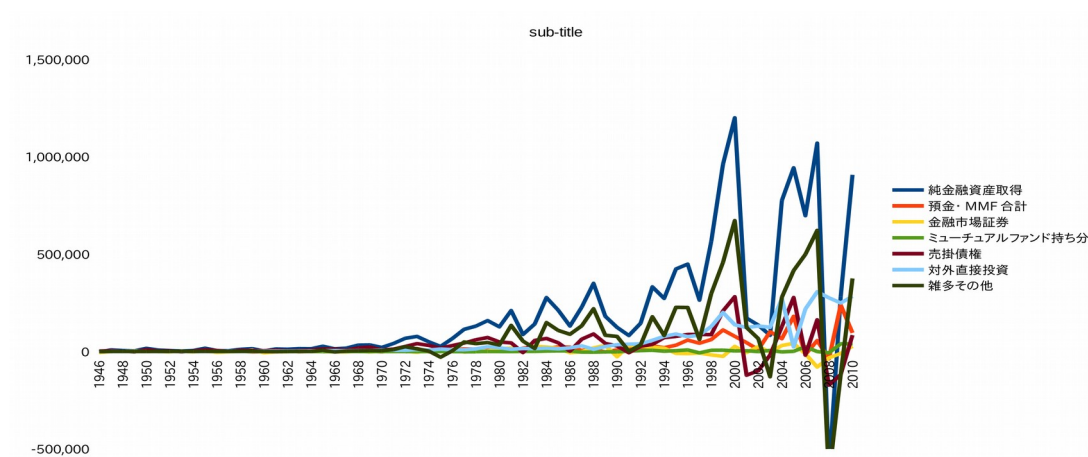
¹⁰⁷ 償却が済んでしまえば、当該の設備を使い続けようが、廃棄しようが、自由である。

向は図 5-6 で見たように、設備投資が安定的に増大し、金融資産投資は 1990 年代末と 2000 年代半ば（ともにバブルの時期）に大きく増大して設備投資と同等に規模に達しているが、それ以外の時期は設備投資の 15～66%の範囲内を上下している。

この金融資産投資の内訳を図 5-9 と図 5-10 から見てみよう。図 5-9 は名目額を、図 5-10 は純金融資産取得を 100%とした場合の各項目のシェアを示している。

金融資産投資の中の最大の項目は「雑多資産 (Miscellaneous assets) 」¹⁰⁸の中の「その他の雑多資産 (Other) 」であり、この項目は 1968 年以降シェアを伸ばして 1980 年から今日まで「純金融資産取得」全体の 60%前後を占めている。また第二位は、これまた「雑多資産」の中の「対外直背投資」であり、これは 1990 年にシェアを伸ばして以後今日までほぼ 20%前後のシェアを維持している。これら全体で金融資産投資の 8 割前後を占めていることになる。ところで「その他の雑多」の内容は何であろうか。それは FRB, FOF のどこにも記されていないし、また Orhangazi (2008) でもこの項目に注目しつつ、その内容は不明とされている。この点については後で検討する。

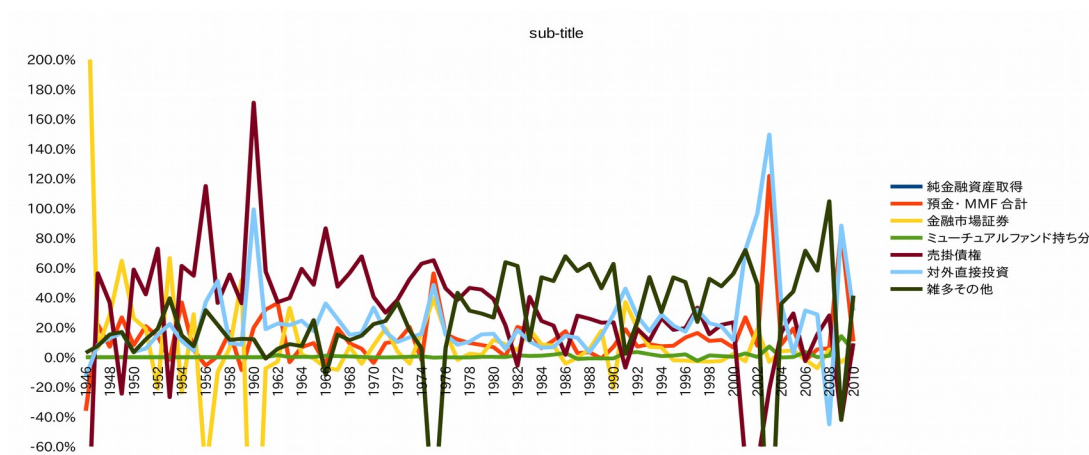
図 5-9 純金融資産投資の項目の動き



(出所) FRB, FOF より作成。

¹⁰⁸ これはさらに「対外直接投資 (U.S. direct investment abroad) 」「保険売掛金 (Insurance receivables) 」「政府支援機関株持分 (Equity in GSEs) 」「金融子会社投資 (Investment in finance co. subs.) 」「その他の雑多資産 (Other) 」に分解される。

図 5-10 純金融資産の各項目のシェア

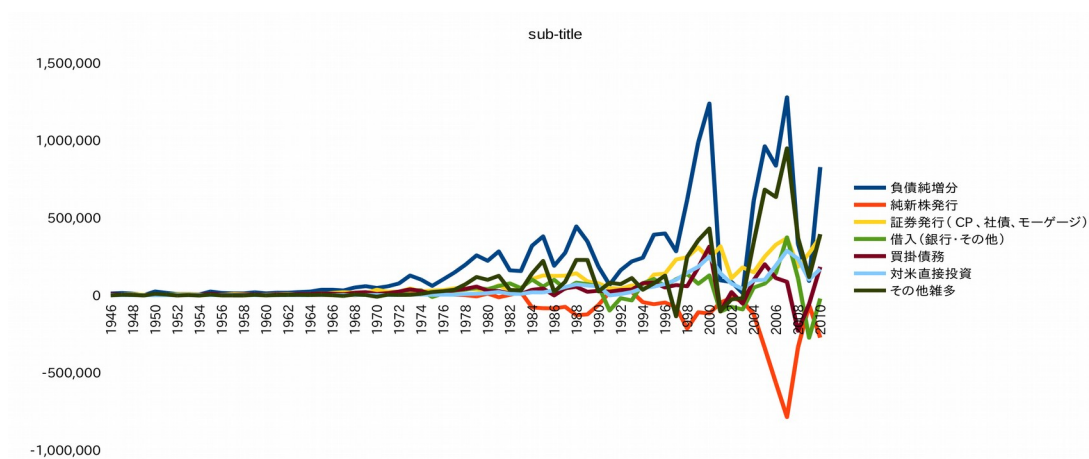


(出所) FRB, FOF より作成。

2.4 財務活動について

財務活動の様子を「負債純増」から見てみよう。図 5-11 から次のような特徴を指摘することができる。第 1 に、新株発行は 1984 年以来、基本的に（1991～93 年を除いてすべて）赤字であり、これは自社株買戻しが活発に行われていることを示している。第 2 に、資金調達で一番大きな役割を果たしているのは「雑多負債（Miscellaneous liabilities）」の中の「その他の雑多負債（Other）」であり、とりわけ 2000 年代の伸びは大きい。第 3 に、次いで大きいのは「証券発行」¹⁰⁹で、さらに「借入（銀行・その他）」¹¹⁰、「対米直接投資（Foreign direct investment in U.S.）」と続く。

図 5-11 財務活動に相当する項目の動き



(出所) FRB, FOF より作成。

¹⁰⁹ 「クレジット市場商品（Credit market instruments）」から「銀行借入（Bank loans n.e.c.）」「その他借入・前貸し（Other loans and advances）」を除いた「CP（Commercial paper）」「地方債（Municipal securities）」「社債（Corporate bonds）」の合計。

¹¹⁰ これは「クレジット市場商品（Credit market instruments）」の中の「銀行借入（Bank loans n.e.c.）」「その他借入・前貸し（Other loans and advances）」の合計。

2.5 FRB, FOF の検討のまとめ

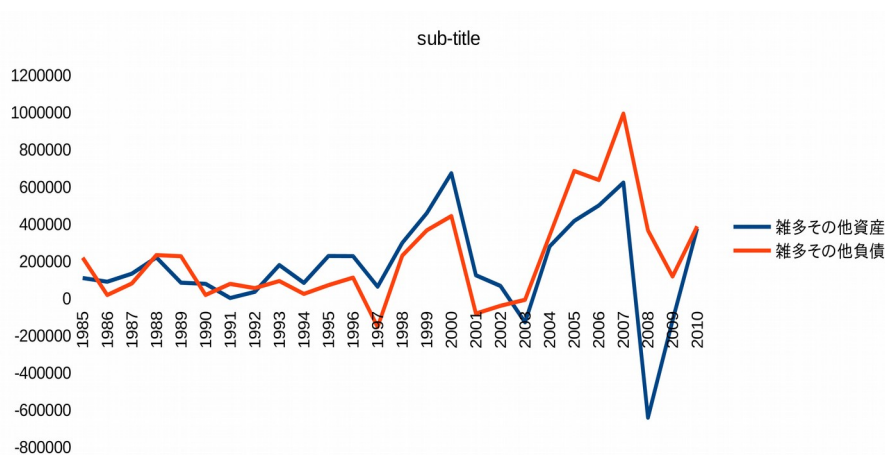
以上がFRB, FOFデータの動きであるが、ここからどのような事が言えるだろうか。

第一に。戦後以来、今日まで一貫して設備投資が総内部留保に連動しながら安定的に増加していること、またそれは1980年代に営業余剰が低迷する時でもまずは資本減耗引当を確保することによって実現されていること。これらから見て、非金融非農業企業にとって設備投資は引き続き重要な意義を持っており、たとえ金融資産投資の比重が増大しているとしても、それによって設備投資が圧迫を受けているという評価は当たらないこと。

第二に。同時に金融資産投資も比重を大きくしており、とりわけ1990年代末と2000年代半ばのバブル期には非常に活発に行われた。その中心は「その他の雑多資産」である。また同時に自社株買戻しも活発に行われており、特に1980年代半ば、1990年代末、2000年代半ばは大きく伸びている。この「その他の雑多資産」と自社株という2種類の金融資産を購入するために非金融非農業企業は財務活動を行っているがその最大の項目は「その他の雑多負債」であった。

それではこの「その他の雑多資産」と「その他の雑多負債」とは何であろうか。それについてFRB, FOFには説明がなく、またOrhangazi (2008)でもその内容はわからないとしている。しかし、そもそも「雑多資産」の中に「対外直接投資」が、「雑多負債」の中に「対米直接投資」が含まれており、自社株発行は「負債純増」の中の項目としてあるが、他企業の株式取得（買収）についてはどこにも記載がないことを見ると「その他の雑多資産」は「他社の株式を買収すること」（純額であるなら「他社株式の買収額－売却額」）、「その他の雑多負債」は「他社に株式を買収されること」（純額なら「他社に買収される－独立する」）である可能性がある。そこで図5-12と図3-3から、これら両項目の1985年以降の金額とアメリカでのM&Aの取引額と比較してみる。「その他の雑多資産」「その他の雑多負債」「M&A総額」の3つは、金額の規模1.5～3倍の開きがあるが、動きの形状としては似ていることが確認できる。規模の開きについては様々な理由が考えられるので¹¹¹、「その他の雑多」は株式売買（M&A）を捉えるカテゴリーである可能性は高い。

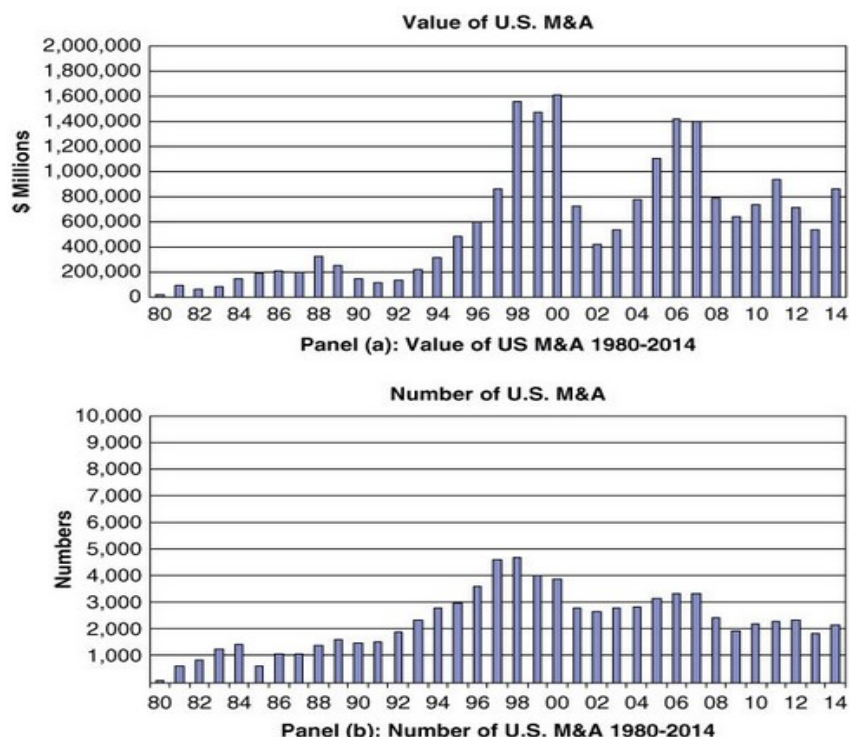
図5-12 「その他の雑多資産」と「その他の雑多負債」の動き



(出所) FRB, FOF より作成。

¹¹¹ 例えばFRB, FOFの2者が純額、M&A総額が粗額であるなら理解困難な開きではない。

図 3-3 アメリカの M&A の額と件数の推移



(出所) Patrick A. Gaughan (2015) p.64 より転載。

第三に。このように考えた場合、「金融化」論にはさらに次のような疑問が湧く。ひとつは他社株式の買収と自社株式の他社による買収とは、はたして売買差益目的の短期的な金融取引なのか、それとも戦略的な事業再編の一環としての M&A なのかという問題であり、もうひとつは高配当政策や自社株買戻しは果たして金融業界からの圧力とのみ理解することが正しいのかという問題である。端的に言えば、この「その他の雑多資産」「その他の雑多負債」の動きは戦略的な事業再編（リストラクチャリング）の一環としての M&A を表している可能性があり、そうであれば、それは確かに株式という金融資産の形態ではあるが、実態的には財・サービスの生産という本業のための実物資産の取得であり、設備投資の代替物である¹¹²。そして自社株の株価が上昇することは M&A をより有利に実行する上で大きな効果を持つ。高配当政策も自社株買戻しもそのために行われているとすれば、確かにそれ自体は金融業界（株主、特に機関投資家）への支払いを意味するし、また株主・機関投資家は株価が下がれば株式を売却する可能性が高く、それは M&A で買収をしかけられる可能性が高まることを意味するので、それ自体が金融業界からの圧力と言うこともできるが、このような高株価政策は単に金融業界に押し付けられていやいやながら従っているものではなく、むしろ非金融非農業企業が競争力を強めていく上で積極的・能動的に採用している政策でもある。

¹¹² UNCTAD, 2000 によると、1990 年代のクロスボーダー M&A についてはその 9 割近くが戦略的動機に基づくものであった。アメリカ国内の M&A だけが金融的利得を目的としていると考えるのは不自然に思われる。

3 CB,QFRの検討

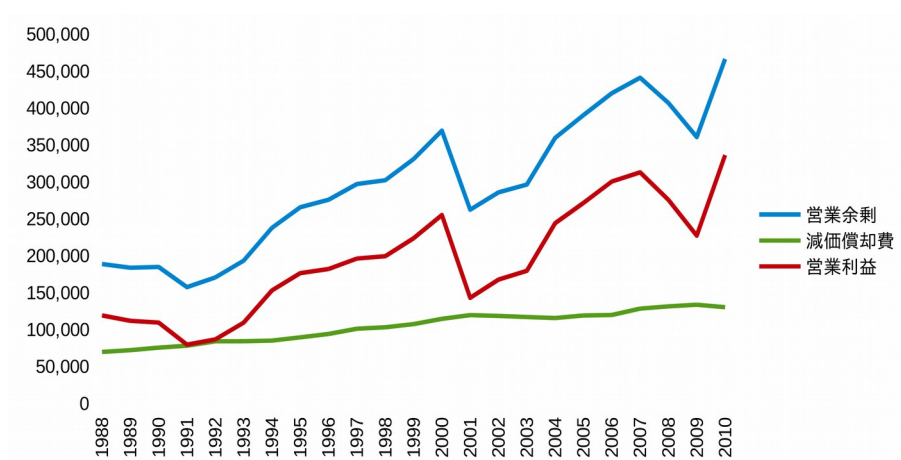
CB,QFRは損益計算書、貸借対照表と同じ構造でデータが配置されているが、FRB,FOFにはない分類があるので、それらを利用してFRB,FOFを補完していきたい。またQFRは企業規模による分類もされている。これまで見てきた経営戦略は大企業がとってきたものなので、まずは大企業について検討した後、中小規模の企業について取り上げることにする。

3.1 損益計算書型のデータ

CB,QFRには、売上高からもろもろの費用を差し引いて営業利益、税引き前利益、税引き後利益、純利益へと進むデータがある。これを損益計算書型データとして検討の対象とする。

CB,QFRでは売上高から営業費用その他と減価償却費を差し引いたものが営業利益となっている。減価償却費は名目上は過去の設備投資の償却費用であるが、実質的には利益の一部を費用化して将来の設備投資に充てるなど、実質的には利益と同様に内部留保資金として機能している。FRB,FOFでは、この減価償却費に相当する資本減耗引当の規模が大きくまた安定的であったが、CB,QFRではどうであろうか。図5-13からは、安定的増大傾向は確認できるものの、その規模は営業利益の大きさと比べてもかなり小さなものであり、FRB,FOFとは様子が違うことが分かる。FRB,FOFとCB,QFRのこの違いがどこから発生したものであるかは後ほど検討する。

図5-13 営業余剰、減価償却費、営業利益の推移



(出所) CB,QFR より作成。(注) 売上高－営業費用その他＝営業余剰としている。

「営業利益」から利子・配当の収支（受取りと支払い）、営業外活動（本業以外の活動）の損益、突発的な事態に伴う損益などを加減した結果が「税引き前利益」となる。それらの関係を示したのが表5-3である。ここで「営業外損益」については「利子収入、ロイヤリティー、少数株所有などを含むすべての営業外損益」と説明されており、1988～1997年はひとまとめにされていたが、1998年以降、そこから「利子支払い」「配当収入」「営業外損益」「非継続的損益」に分けられた。また「非継続的損益」には「資産売却、リストラ費用、資産再評価、ビジネスセグメントの処分に伴う損益など、非継続的な損益」とある。

表 5-3 営業利益の構成要素分解

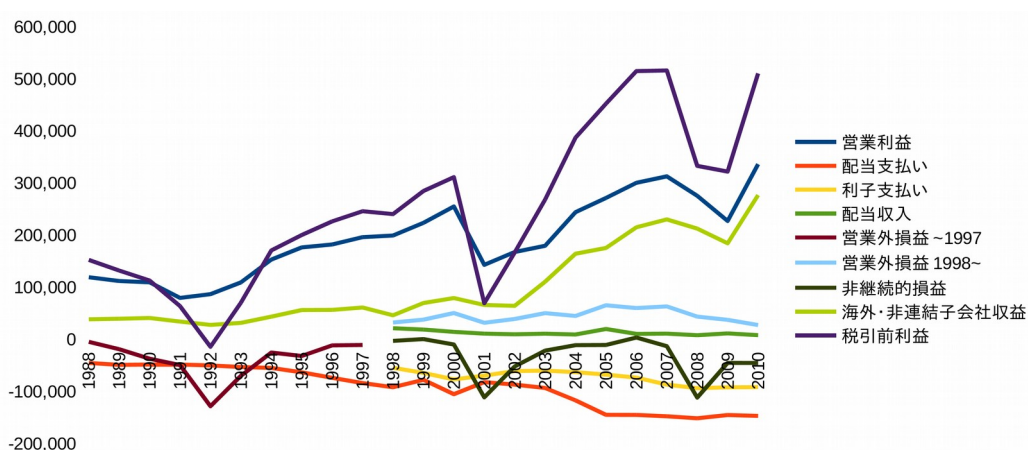
1988～1997年	1998～2010年	意味
営業利益		=売上高－営業費用その他－減価償却費
営業外損益	利子支払い	利子の支払い
	配当収入	株主として受ける配当
	営業外損益	その他（ロイヤリティ収入など）
	非継続的損益	M&Aに伴う損失/収益
海外・非連結子会社収益		海外支社と国内・海外の非連結関連会社からの収益
税引き前利益		営業利益から以上を加減した結果
配当支払い		株主配当の支払い（最後に純利益から支払う）

（出所）CB,QFRより作成。

それらの動きを図5-14から見ると、営業利益の大きさに対して「配当支払い」「利子支払い」「非継続的損益」のマイナス値が大きく、それらと「配当収入」「営業外損益」を加えても金融収支（金融取引に伴う損益）全体は大きなマイナスとなっていることである。これは「金融非農業企業の金融業界に対する支払いの増大」であるから、一面では「金融化」論の議論と一致するが、他方、製造業大企業が金融取引を通じて収益をあげているという理解は否定される。むしろ「非継続的損益」は景気後退のあった時期（1991年、2001年、2008年）に大きな損失を出しており、景気拡大とともにマイナスがゼロに近づいているだけである¹¹³。「非継続的損益」とはM&Aに伴う損益であるから、製造業大企業にとってM&Aは、売買差損を発生させつつ継続させているものであり、したがって売買差益目的ではなく、事業戦略としてコスト支払ってでも推し進める必要性のあるものなのである。そう考えると「配当支払い」で大きなマイナス額を記録しているのも、M&Aを少しでも有利に進めるための高配当政策であり、そのおかげで株式市場が活況であった時期（1990年代末、2000年代半ば）には「非継続的損益」がゼロに近づくという関係にある。

¹¹³ 1998年以降の4項目の動きを見ると1997年までの「営業外損益」の動きは基本的に「非継続的損益」に規定されていたと言えよう。

図 5-14 営業利益、利子・配当支払い、営業外損益、海外・非連結子会社収益の動き



(出所) CB,QFR より作成。

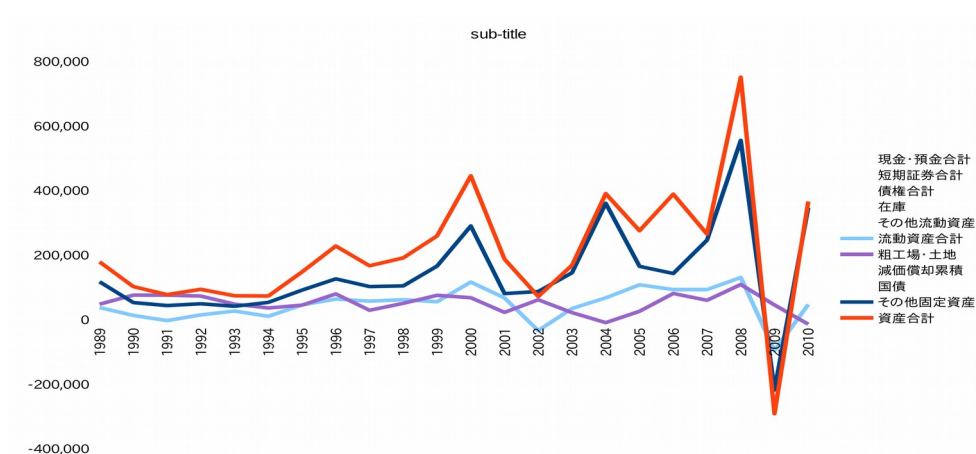
図 5-14 で注目すべきもうひとつの点は「海外・非連結子会社収益」の動向である。これは 1992 年以降増加傾向にはあったが、2002 年以降、さらに目を見張る勢いで増加している。この「海外・非連結子会社収益」のおかげで「税引き前利益」は「営業利益」を大幅に上回るようになり、それが多額の配当支払い（高配当政策）を可能にしている関係にある。この勘定項目の内容は「海外支社と国内・海外の非連結関連会社からの収益」であるから、多国籍化（対外直接投資）および M&A による非連結関連会社の支配から得ているものである。すなわち「非継続損益」という高いコストを支払いながら推し進めていた M&A はここで成果をあげているのである。そう考えるなら、「配当支払い」「利子支払い」「非継続的損益」などの金融業界への高い支払いも、この「海外・非連結子会社収益」を重視した戦略展開のためのものであったと言える。

3.2 貸借対照表型のデータ

CB,QFR には、資産・負債・資本のストックを記す貸借対照表型のデータもある。そこから投資活動を反映するものとして資産ストックの年々の増分に注目してみよう。資産は大きく固定資産と流動資産に分かれ、固定資産は「工場・土地」「減価償却類型」「国債」「その他固定資産」に、また流動資産は「現金・預金」「短期証券」「売掛・その他の債券」「在庫」「その他流動資産」に分解される。

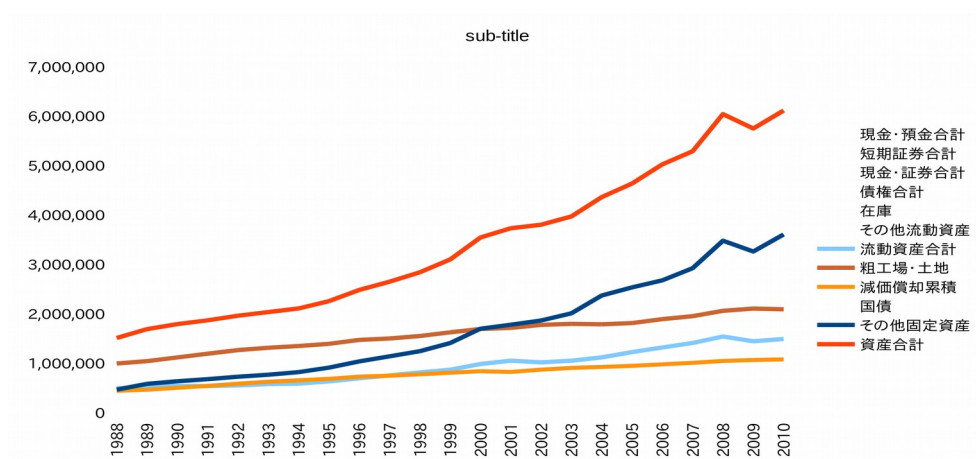
まず固定資産の様子から見て行こう。図 5-15 を固定資産ストックの年々の増分（純フロー）の推移を見ると、最も規模が大きく、資産全体の動向を規定している項目は「その他固定資産」であることがわかる。次いで「流動資産合計」、そして「粗工場・土地」が続く。また図 5-16 より固定資産ストックの推移を見ると「その他固定資産」が 2000 年に「粗工場・土地」を追い抜いている。フローでもストックでも大きな役割を果たしているこの「その他固定資産」とは、実は「非連結事業体への投資、長期投資、非実物資産などを含むその他の固定資産」である。具体的には非関連子会社の株式所有、知的財産権、のれんなどがあげられよう。以上の動きから、M&A が企業資産の蓄積の主要な方法になっている。

図 5-15 固定資産ストックの年々の増分（純フロー）の推移



(出所) CB,QFR より作成。

図 5-16 固定資産ストックの推移



(出所) CB,QFR より作成。

次に流動資産であるが、流動資産の中の「短期証券」の中には「国債」「CP」「地方債」「外国債」「その他短期金融投資」というカテゴリーがあり、投機目的（売買差益目的）の株式投資は最後の「その他短期金融投資」に含まれると思われるが、このカテゴリーの規模（年々の増分）は「その他固定資産」の年々の増分の12.3%以下である。この数値は、「売買差益目的はクロスボーダー M&A 全体の11.5%」というUNCTAD, 2000の指摘にも近い。

3.3 CB,QFRの検討のまとめ

3.3.1 これまでの検討のまとめ

以上、CB,QFRの分析から、まず何よりも製造業大企業にとってのM&Aの重要性の高まりを指摘することができる。利益の源泉として、本業から得られる営業利益の7割前後に迫る勢いで「海外・非連結子会社収益」が膨らんでおり、製造業大企業の重要な利益源泉となっているが、

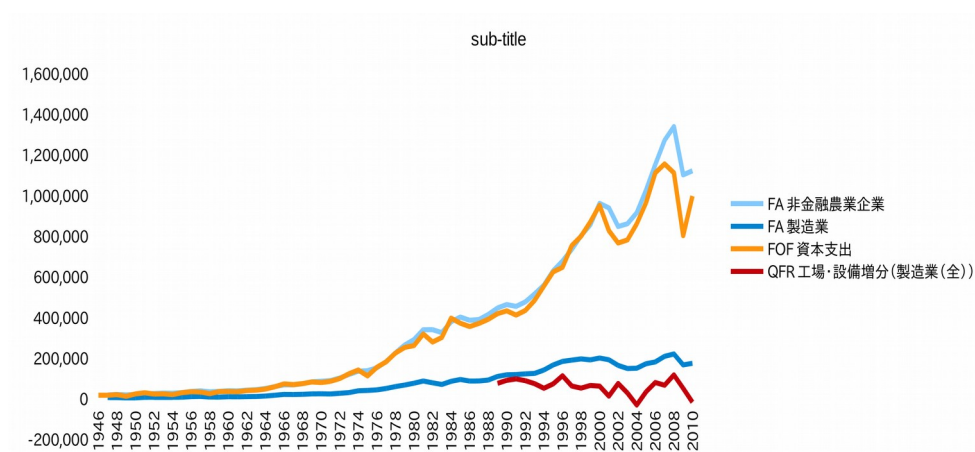
これは活発な国内・海外の両面での M&A の成果であり、製造業大企業の積極的な高配当政策を含め多額のコストを支払っての M&A はこうした目的で行われている。それは長期的な事業戦略に沿ったものであって、短期的・投機的な金融取引（売買差益目的）ではない。またそのような事業戦略に沿って、今日では製造業大企業の企業資産において「その他固定資産」（その多くが関連企業の株式所有）という形で進められている。

さて、それでは本来の設備投資、「工場・土地」への投資は位置づけを落としているのだろうか。FRB,FOF では資本減耗引当を確保しつつ総内部留保いっぱいまで設備投資している様子から設備投資には高い位置づけが与えられていると評価したが、CB,QFR では少し様子が違った。まず減価償却費は安定した増回傾向を示しているが、営業利益の規模と比較すると FRB,FOF よりも明らかに小さい。また FRB,FOF では全般的に設備投資の方が金融資産投資（その多くは「雑多その他資産」であり、すなわち M&A 投資である）より大きい規模を持っていたが、CB,QFR では「その他固定資産投資」の増分（M&A 投資）が「設備・土地」の増分（設備投資）よりも圧倒的に大きい。このような違いはどう見たら良いのであろうか。

まず考えられる理由の一つは、FRB,FOF は「非金融非農業企業」が対象であるが、CB,QFR は「製造業大企業」を対象としたことである。製造業以外の非金融非農業企業は製造業よりも設備投資に積極的であるのかも知れない。実際、1990 年代後半と 2000 年代半ばは製造業の設備投資がさほど伸びない一方で通信業と鉱業の設備投資が大きく伸びていた。

第二に考えられることは、統計のとり方の違いである。FRB,FOF や DOC,NIPA ではその部門に所属する事業所のすべてが把握の対象とされていて営利企業だけでなく NPO（非営利団体）も含まれるし、またひとつの企業の中に異なる産業部門に属する複数の事業所がある場合、それらは事業所単位で切断されてそれぞれの部門に統合されるので、対象としている部門の経済活動を比較的正確に把握できる。これに対して CB,QFR は一定の規模以上の民間営利企業に対象が限定されている上、その企業のすべての利益・資産・負債などがその企業の主要な事業部門に組み込まれている。したがって、例えば GE 社のように製造・サービス・金融の 3 分野で事業を展開している多角化企業の場合、もし金融事業が最大の利益をあげていれば、この企業のすべてのデータは CB,QFR の製造業の中には含まれないことになる。図 5-17 は DOC,FA の固定資本投資（名目額）から非金融非農業部門と製造業の 2 つを取り出し、それぞれ FRB,FOF の資本支出、CB,QFR の工場・土地（増分）と比較したものである。明らかに DOC,FA の非金融非農業部門と FRB,FOF はかなり近似の値を示しているが、CB,QFR は DOC,FA の製造業よりも大幅に下回っている。これは CB,QFR の工場・設備（増分）が製造業の設備投資データとしては過小評価したものであることを示唆している。

図 5-17 3つのデータの固定資本投資・資本支出・工場土地（増分）の比較



(出所) DOC,FA、FRB,FOF、CB,QFR より作成。

(注) DOC,FA は非金融非農業部門と製造業、FRB,FOF は非金融非農業企業、CB,QFR のデータは製造業（全規模）のものである。

もしもこの第二の可能性が原因である場合、次のようなことに注意する必要がある。それは先述のように、多角経営していて金融事業も旺盛に展開している大企業が、製造業企業としても無視し得ない存在であるにも関わらず、金融企業とみなされてCB,QFRのデータから除外されるとすれば、CB,QFRのデータは製造業大企業の中でも金融取引に不活発であるか、事業として成功しておらず金融収益をあげていない企業だけを選択して集計している可能性がある、ということである。

しかし、仮にもしCB,QFRデータにこうしたバイアスがかかっているとしたら、それは逆に製造業の設備投資は本来図 5-17 のDOC,FAの製造業レベルの規模を持っているはずだということになる。そのような場合、確かに「大企業のM&Aの大部分（8割以上）は投機的な取引ではなく、金融取引そのものでは損失を出している」と断言することには慎重にならざるを得ない。というのもCB,QFRデータからは金融子会社などを通じて「金融取引を投機的取引で行い、金融取引を通じて収益をあげてる」ような製造業大企業のケースが除かれているからである。しかし、それでもCB,QFRに補足されている「長期的な事業支配目的でM&Aを行い、M&Aを通じた得た資産（海外事業および国内関連会社の事業）から持続的な利益増大を獲得している」製造業大企業が多数存在するという事実は変わりがないし、さらに「設備・土地などの本来的な設備投資」はCB,QFRのデータが示す以上に大きく、「これらへの投資も安定的に増やし続けている」という評価を新たに追加することができる¹¹⁴。

¹¹⁴ さらに、FRB,FOFは事業所単位で諸部門に振り分けられているのだから、GE社の場合、親企業所属の事業所は製造業に、金融子会社所属の事業所は金融業に振り分けられてしまうのであり、後者でどれだけ投機活動があっても「非金融非農業企業」のデータには反映されない。その意味ではFRB,FOFやDOC,NIPAデータで（GE社でイメージされるような）「非金融企業の金融化」を論証しようとする試み自体に無理があると言わざるを得ない。

CB,QFRでは振り分けが企業単位なので生産活動、生産設備、金融取引、金融資産のいずれもまとめて製造業または金融業に入れられてしまう。したがってCB,QFRに本文のような修正を加えた認識が一番現実に近いのではないと思われる。

FRB,FOFデータの分析から得られた結論は、製造業に振り分けられた事業所の活動については

3.3.2 企業規模の問題

CB,QFRは表5-4のように企業規模（資産額）を基準にした11種類のデータを提示している。これまでCB,QFRのデータとして示してきたものは分類番号10（総資産10億ドル以上）の大企業である。これに対して分類番号6～9の合計を「中規模企業」としてひとまとめにして、この「中規模企業」の様子をこれまでの「大企業」の様子と比較して見てみよう。

表5-4 CB,QFRの企業規模分類

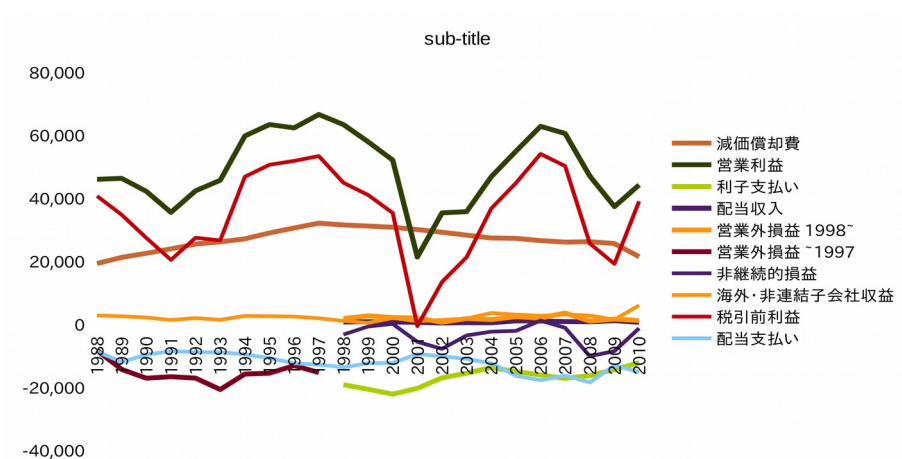
分類番号	総資産額（～印は「xxドル以上xxドル未満」）	本稿の分類
1	500万ドル未満	
2	500～1000万ドル	小規模企業
3	1000～2500万ドル	
4	2500万ドル未満	
5	2500万ドル以上	
6	2500～5000万ドル	
7	5000万～1億ドル	中規模企業
8	1億～2億5000万ドル	
9	2億5000万～10億ドル	
10	10億ドル以上	大企業
11	全資産規模	

（出所）CB,QFRより作成。

図5-18は損益計算書型データの一部だが、これを大企業のものと比較した場合、次の点が特徴的である。第1に、利益の規模が約10分の1の規模になっていること。第2に、営業利益の動向を見ると1997年のピークと2006年のピークとがほぼ横ばいで大企業のような増大傾向にはないこと。第3に、「利子支払い」と「非継続的損益」による損失が大きい、他方で「海外・非連結子会社収益」が小さいため、常に「税引き前利益」が「営業利益」を下回っていること。第4に、金融業界（銀行や機関投資家など）への支払いとしては「配当支払い」よりも「利子支払い」の方が額が大きいこと。

妥当している。むしろ金融子会社を持つことなく、「製造業の事業所で投機目的の金融取引を行って金融収益を上げ、それがその事業所の主要収益となっている」というような事態はめったにないと言えるだろう。

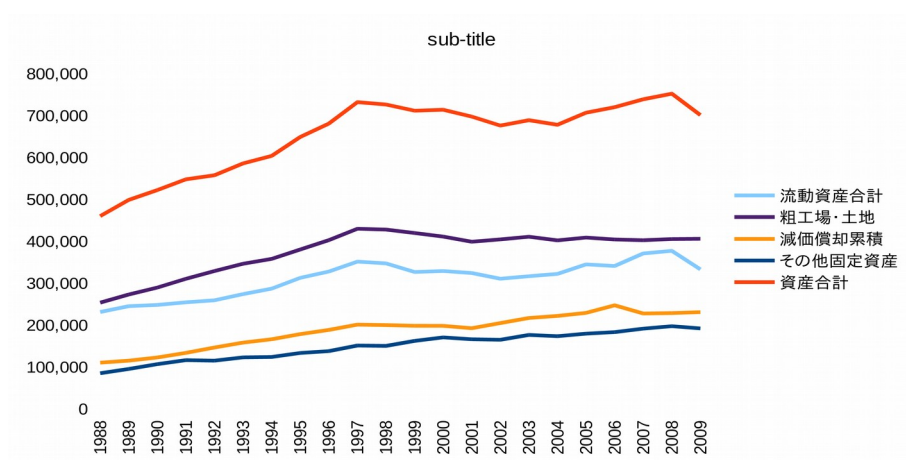
図 5-18 中規模企業の費用・損益項目の推移



(出所) CB,QFR より作成。

また図 5-19 は資産ストックの推移である。大企業と比較した場合の特徴は、第 1 に、資産規模も大企業の 5 分の 1～10 分の 1 レベルであること。第 2 に、1997 年以降、資産規模が横ばいであること。第 3 に、そうした中で「その他固定資産」は増大傾向を持っているが、規模としては「粗工場・土地」「流動資産合計」のいずれよりも大幅に下回っていること。

図 5-19 中規模企業の資産ストックの推移



(出所) CB,QFR より作成。

以上をまとめると中規模企業には、大企業に見られた M&A 関連の特徴、すなわち大きな「海外・非連結子会社収益」、高配当政策、「粗工場・土地」を上回る「その他固定資本」などの特徴は中規模企業には見られない。中規模企業もリストラクチャリングや M&A 取引は行っているのだろうが、その規模は大企業に比べて非常に小さく、当該企業の資本蓄積様式の軸に座っているとはいいがたい。

大企業は企業数でいえばひとにぎりであるが、利益・資産のいずれもその合計は中規模企業の合計の 10 倍近くあり、その影響力は大きい。しかし、現代的な資本蓄積様式である「M&A を主

軸とした資本蓄積」を成功させているのは大企業だけであり、大企業が利益と資産を勢い良く増大させている一方で、中規模企業のそれらが横ばいのままという格差・分化が進行している。

4 おわりに

FRB,FOF と CB,QFR を用いて非金融非農業企業と製造業大企業の資本蓄積の様子を分析した結果、次のことが明らかになった。

第一に。非金融非農業企業、製造業大企業の資本蓄積の今日の特徴とは、営業活動（利潤の獲得）においても、投資活動（その利潤の再投資）においても、さらに財務活動（利潤を超える投資を行うための資金の調達）においても、M&A の果たしている役割が急速に増大しているであった。それは確かに株式という金融資産の取引であるが、非金融非農業企業にとっては金融投機（売買価格差）を目的とした取引というよりは、むしろ他企業を子会社あるいは関連企業（少数株支配）として長期的に支配することを目的とした取引であり、したがってこの M&A は「集中にもとづく蓄積」である。とりわけ大企業では、2002 年以降、「海外支社と国内・海外の非連結関連会社からの収益」が猛烈な勢いで増加していること、また「その他固定資産」「非連結事業体への投資、長期投資、非実物資産などを含むその他の固定資産」が 2000 年に粗工場・土地を追い抜いたことは、新しい資本蓄積様式が支配的になった指標として注目に値する。

第二に。この M&A を順調に遂行するために、高配当政策を中心に非金融非農業企業から金融業界への支払いが高まっている。そのことがマクロ経済の中での金融業界や金融取引の比重を高めており、いわゆる「金融化」現象を引き起こしている。しかし、これは非金融非農業企業が金融部門（特に機関投資家）の要求に屈してるといよりは、むしろ企業の能動的な資本蓄積行動にとって必要な支出だからである。

第三に。以上のような特徴を持っているのは企業数でひとにぎりの大企業のみであり、中規模以下の企業は資本蓄積のこのような特徴を持っておらず、それが利潤獲得という点でも資産の蓄積という点でも大企業と中規模以下の企業との間の格差を生み出している。

それでは、以上のような特徴は、これまで見てきたリストラクチャリング、リエンジニアリング、オフショアリングとの 3 つの戦略とどのような関係にあるのだろうか。

競争劣位に陥った企業は国際的な過剰生産能力を自身の能力過剰として受け止める。そのためその企業は、一方で、過剰な生産能力の廃棄——コストになるだけで利潤を生まない生産能力を廃棄すること——を推し進めなければならない。その傾向を通常は「ダウンサイジング」という言葉で捉えられている。他方で、企業は絶えず競争に耐え生き抜くために自身の能力の高度化を進めていかねばならないのであり、それは何らかの形で投資——最新の能力を自身に追加すること——が必要である。過剰な能力の削減とより高度な能力の追加という、一見矛盾する二つの要求を満たさなければならない。

しかしこれは、企業を構造をもった複合体と捉えるなら、新しい運動を獲得することで両立が可能となる。それは「選択と集中」、すなわち事業部門であれ、業務プロセスであれ、自身の成長を可能にする部分に経営資源を集中投入して、それを強化しつつ、それ以外の事業部門や業務プロセスについては切り離し・売却するという運動形態である。リストラクチャリングとコア・コンピタンスへの注力はいずれも「選択と集中」が基本的特徴だった¹¹⁵。事業分野の選択にせよ、

¹¹⁵ そうであるから、この両者を混同していずれをもリストラクチャリングと捉えたり、ダウン

業務プロセスの選択にせよ、付加価値（利潤）を生める領域を絞り混んで資本投資をそこに限定するということは、資本蓄積において常に有利・有益な方策である訳ではない。これはあくまで過剰資本の廃棄を押し付けられたことに対する対応であった。しかし資本投資を付加価値（利潤）を最も効率的に生む領域のみに限定し、利益を生みにくい部分からは資本投資を引き上げることは、いわば設備生産性の引き上げ¹¹⁶であって、利潤率の上昇に貢献している。

またオフショアリングの二つの構成要素、海外生産（対外直接投資）と海外アウトソーシングとは次のように整理される。海外生産（対外直接投資）はグリーンフィールド投資と M&A とが 2 大形態である。両者はともに国内設備投資と国内 M&A の海外展開版である。また海外アウトソーシングはリエンジニアリングの延長としてのアウトソーシングの海外展開版である。すなわち、国内で行われている a 設備投資、b M&A、c アウトソーシングの 3 つのそれぞれ海外展開バージョンが海外生産（a b）と海外アウトソーシング（c）であり、これら a b c の内の b c は M&A を活用している。

この二つの行動により生産能力が高まれば、それはそれだけ社会的な過剰生産能力を生み出すことになる。その結果、以前は中位・上位に位置していたおかげで新たな対応を迫られずに済んだ企業（競争優位企業）も徐々に対応を迫られるようになる。当初、アメリカ製造業企業に特徴的だったこれらの動きが、遅かれ早かれ、また多かれ少なかれ、主要な先進国に広がっていくことになる。競争劣位にある企業は、過剰生産能力という全般的な特徴を、より集中した形で自身が体現しているという意味で特殊的（優位/劣位の後者）でありながら普遍的であり、ここに現れる特徴はいずれ中位・上位の企業にも浸透していくという意味で先行的である。

サイジングと捉えたりする論者が多い。

¹¹⁶ 他方、設備生産性の引き上げにとっては「選択と集中」と M&A が唯一の要因ではない。海外展開（対外直接投資）の加速や設備投資に占める IT 投資の比率の上昇も影響している。