

On the Economic structure and economic fluctuations of core capital accumulation style

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2021-02-16 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 佐藤, 洋一 メールアドレス: 所属:
URL	https://otsuma.repo.nii.ac.jp/records/6933

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



自己資本蓄積様式の経済構造と景気変動

佐藤 洋一*

要 約

本稿では、2000年代の資本蓄積様式の経済構造と循環運動の転変を分析する。利潤の自己資本蓄積と金融・投資的資産による保蔵は、日本の長期停滞状態を生み出している最も基底的な資本の運動である。一般的には“内部留保の累積と金融投資への資金シフト”と見做されている現象であるが、単なる過剰蓄積・過少需要次元の問題ではなく、産業資本の金融資本からの分離・自立化と産業＝金融複合資本への変貌を示す資本蓄積の動態次元の問題と理解すべきテーマである。本稿では、総資産の構成と自己資本比率上昇の概要、ストック調整から自己資本蓄積への転換、負債削減循環過程の析出、産業別、資本規模別の資金供給径路の格差と歪みを考察対象としている。産業＝金融複合資本への変貌は、頻発した金融危機への対処として始まり、中央銀行の超金融緩和策による支援と後始末によって促進されている蛹化段階にあると言える。現実には起きていることは景気の本格的回復への道程ではなく、資本間支配関係の再構築であると強調することが、本稿の主眼である。

はじめに 一問題の所在一

本稿の考察課題は、1997年頃を境に現れた自己資本蓄積様式の経済構造と、この構造に照応した資本の自己増殖運動を分析することである。自己資本蓄積様式とは、利潤を設備投資等に再転化することで資本（生産的資産）を蓄積するのではなく、利潤を有価証券等の形態で蓄蔵し、資本（自己資本）を蓄積する現代資本主義の生産構造という意味である。

自己資本の蓄積は、負債の削減と生産的資産の圧縮によって成し遂げられるが、経済構造と運動

の視点で定義するならば、利潤（剰余価値）の産業的資本へ再投下運動から、利潤（剰余価値）の債権形態による価値貯蔵への、資本蓄積様式の転換である。つまり、剰余価値の定在様式の変貌を表象とした分析概念に他ならない。

本稿では、第一章では、97年頃からの自己資本蓄積様式の構造を概観し、主に大企業、中堅企業で剰余価値の金融・投資的資産への全量的な転化傾向が見られること、産業資本による、信用供与が「その他流動資産」に現れていることをみる。第二章では、自己資本蓄積には循環運動があり、「バランスシート調整」後の2004年頃にストック

*大妻女子大学 社会情報学部

調整循環から自己資本蓄積へ転換していることを説明する。第三章では、鉱工業生産指数と負債削減循環（試算）を対比して、自己資本蓄積の変動過程を分析する。第四章では、短期企業間信用による金融資本機能の代位を説明する。

自己資本蓄積様式の経済構造は、一方では設備投資抑制と賃金削減を通じて過剰生産を回避してフローでの長期停滞を生み、他方では遊休貨幣資本を金融機関に集積させ、債務削減と債券・証券投資によって、国債市場、株式市場のバブルを膨脹させている。強調したい点は、低成長率、低インフレ率、利子率低下が併存している長期停滞現象の原因は、自己資本蓄積様式そのものであるということである。過剰貯蓄と投資需要減退が原因となって「自然利子率」をマイナス化させているのであれば、“期待”を誘導する政策にも有効性が認められるであろうが、過剰貯蓄と投資需要減退は、原因ではなく、自己資本蓄積がもたらす結果であり、蓄積運動は、“合理的期待”ではなく、“戦略的意思”に基づいている。そして、蓄積の産物である遊休資本は、貸付可能貨幣資本以外の保蔵形態を求めている。国債の継続的買取りを通じて、遊休資本に金利つき日銀当座預金の形態を与えたのは、日銀の量的質的金融緩和政策である。量的質的金融緩和政策は、リフレと投資促進を目的に掲げてはいるが、金融機能的には、自己資本蓄積の補完とメインバンクシステムからの産業資本の

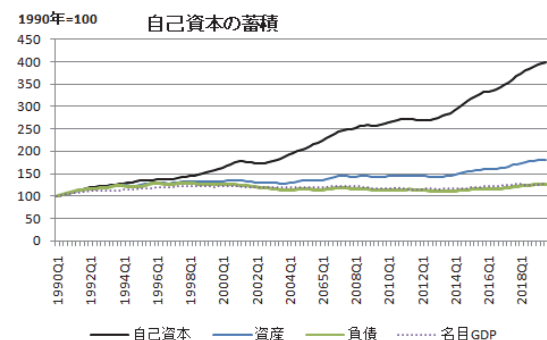
離脱支援策であったという性格が強い。自己資本蓄積と量的質的金融緩和政策の組合せは、円安・株高誘導と既発国債の日銀吸収によって、世界金融危機の打撃を回避する手段となっているのである。長期停滞は、成長率の停滞と利潤率上昇、および、行き場を失った貸付可能資金の併存を特徴としているが、このプロセスを通じて、産業資本は、産業＝金融複合資本に変貌し、海外投資からの収益によって過去最高益を得ている。製造業の国際競争力を辛うじて維持しつつ、剰余価値源泉と生き残り形態を模索し、シフトさせてきた過程を、基底の論理次元で物語るのが、本稿で提示した負債削減循環の動態である。

I. 自己資本蓄積様式の構造

自己資本蓄積は、剰余価値の金融資産への転化である。よって、自己資本蓄積は、剰余価値を生産力拡張（拡大再生産）に用いて、資本の有機構成（ K/L ）⁽¹⁾を高度化するのではなく、貸付金利息、配当などによる利潤の再分配（均等的偏在化）と経営権限の集積に剰余価値を用途する蓄積様式である。資本収益率は、資本による他資本の支配力（企業グループ再構築）と市場寡占度に依存することになるので、独占資本主義に固有な蓄積様式のひとつであるとも言える。

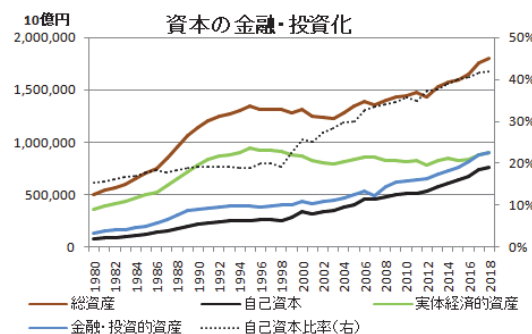
自己資本蓄積の構造と様態は、資産・負債の構

図表 1-1



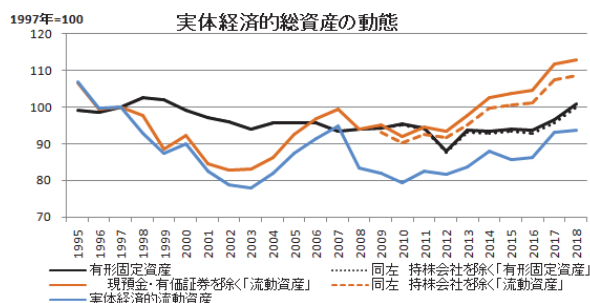
法人企業統計

図表 1-2



法人企業統計

図表 1-3



法人企業統計

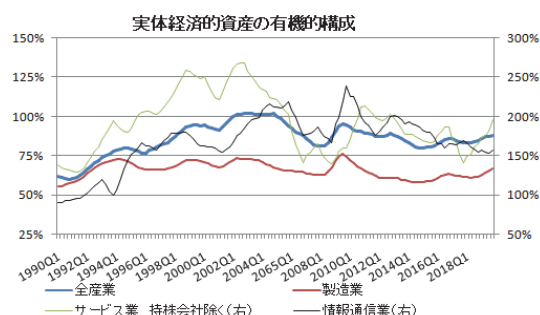
成に現れるので、まずは全体的傾向を法人企業統計によって素描する。図表 1-1 は、1990 年を基準年とした資産、負債、自己資本、名目 GDP 額の指数である。地価バブル崩壊後の名目 GDP 成長率の停滞は、長期停滞や「失われた 10 (20) 年」などと呼ばれているが、付加価値生産の停滞は、直ちに資本の自己増殖運動の長期停滞を意味しない。自己増殖運動は、自己資本の蓄積に現れている。その指標は自己資本比率である。自己資本比率は 97 年の 21.5% から 2019 年には 44.3% に高まっており、総資産の半分に達しようとしている。

自己資本には、資本金、積立金、利益準備金などの勘定科目名があるが、資産と負債の差額なので見合いの資産勘定科目を特定できるわけではない。図表 1-2 は、資産を実体経済的資産と金融・投資的資産に 2 分割して推移を示したものである⁽²⁾。これによれば、97 年以降実体経済的資産は減少しているの、少なくとも自己資本増分の見合い資産は金融・投資的資産である。議論を単純化するため、以下、自己資本の蓄積は金融・投資的資産で行われていると想定する。

自己資本の蓄積は、資産・債務の圧縮と内部留保の積立によって行われる。まず、自己資本の蓄積過程で実体経済的資産の構成がどのように変化したか確認し、次に金融・投資的資産の構成の変化を確認する。

97 年以降、有形固定資産残高は 2016 年まで減少傾向が続いている。実体経済的流動資産はリー

図表 1-4



法人企業統計

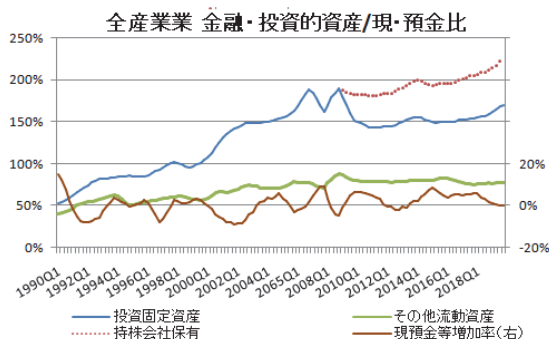
マンショックを前後して増加するが、およそ 97 年水準を下回る水準で推移している。流動資産残高を押し上げているのは、「その他流動資産」の増加である（図表 1-3）。

資産圧縮の結果、実体経済的資産の有機的構成 (fK/cK) は 2004 年頃から低下している。低下幅はサービス業で大きい、製造業では固定資産をより圧縮的な水準にまで削減している。このデータから実体経済的資産の減量と合理化が自己資本の蓄積に寄与していることが読み取れる。実体経済的資産の圧縮は、K/L 停滞（人件費削減）の背後にある構造である。そして、この傾向は、技術革新が進んだ情報通信業でも同様である（図表 1-4）。

次に、金融・投資的資産の構成の変化を確認する。注目するのは、手元流動性、投資その他資産、そしてその他流動資産である。図表 1-5 は、現・預金と流動的有価証券の和に対する「投資その他資産（固定資産）」および「その他流動資産」の比率をとったものである。手元流動性に対する長期、短期の金融・投資的資産の比率を表している。基準量となる手元流動性の変化比率は右目盛りである。手元の流動性は、景気変動に影響されて増減するが、トレンドはおおよそ 4 年間で 1% p の増加傾向である。

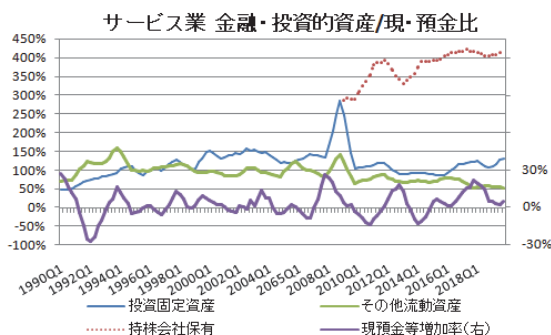
手元流動性に対する長期の金融資産は、97 年以降、全産業で 1.5 倍、製造業で約 2 倍の水準に高まって推移している。手元流動性の変動率に連動して

図表 1-5



法人企業統計

図表 1-7

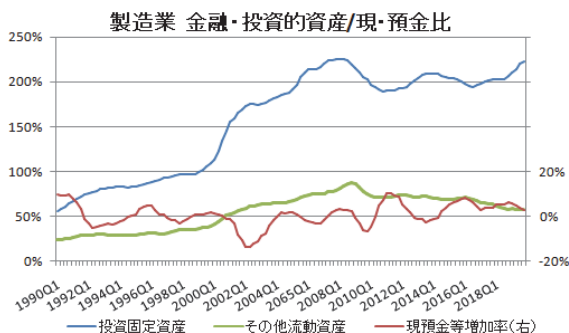


法人企業統計

推移していることから、金融・投資的資産の構成比率（ポートフォリオ）は、金融市場の動向を踏まえた意識的選択であることが読み取れる。

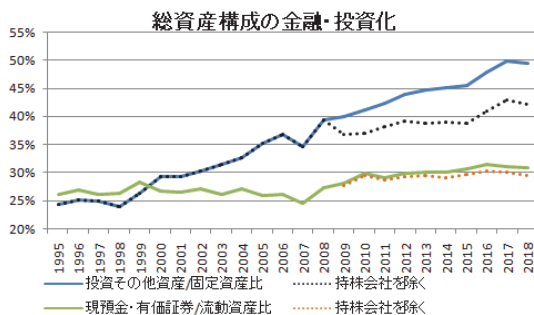
残高 500 兆円の「投資その他資産（固定資産）」の保有主体は、製造業と純粋持株会社が大半で（図表 1-6、1-7）、資本金 1 億円以上規模の卸売業、情報通信業、サービス業、不動産業の保有分を含めると全体の 75.6% を占める。約 500 兆円は、国内株式市場で言えば、一部上場時価総額の 88% に相当する規模である。また、製造業データでは、アベノミクスの異次元金融緩和の実施発表時の流動性と金融資産の両建ての増加と、2016 年 1 月のマイナス金利導入発表時の金融資産の減少が興味深い。当然と言えば当然だが、金融緩和政策は、製造業の実体経済的資産ではなく、金融・投資的資産により強い影響を与えている。つまり、製造業

図表 1-6



法人企業統計

図表 1-8



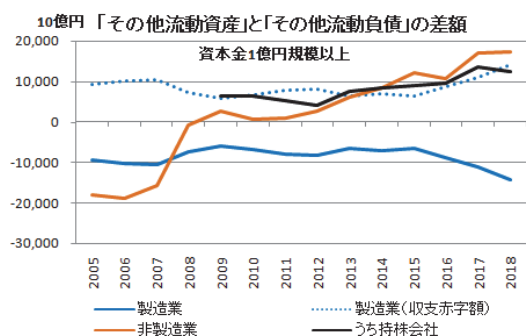
法人企業統計

は、半ば金融資本的体質になっているのである。

「その他流動資産」とは、本業以外の経済的取引から生じた金銭債権で、1 年以内に回収が見込まれるものをいう。「勘定科目」としては、1 年以内に現金回収が見込まれる「立替金」、「未収入金・未収収益」、「短期貸付金」などである。

資産の部の「その他流動資産」の残高規模は、97 年頃から増加率が上昇し、対流動資産比 14% であったのが 2019 年には 25.3% に高まり、全産業の残高では、約 190 兆円規模の債権債務関係に拡大している。負債の部の「その他流動負債」の推移と比較すると、金融部門あるいは海外部門など他部門からの入超であったものが、近年ではほぼ同額となっている。差額をとると、業種間では製造業が入超であり 2019 年には約 20 兆円が持株会社から供給されている勘定になる（図表

図表 1-9



法人企業統計

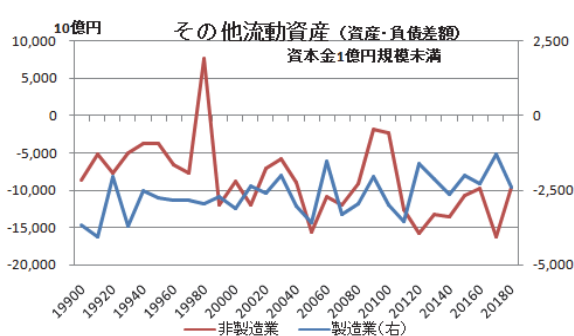
1-9)。そして、図表 1-10 をみると、「その他流動資産」累積は資本金 1 億円以下規模企業では進展していない。

これらの金銭債権は、定義上（発生主義会計処理であるなら）、決算期間内に少なくとも一度は回収されて「現金」になり、収益があれば、他の回収済債権と同様に損益計算書（P/L）の「営業外収益」として計上されるべき債権である。しかし重要な点は、いったん回収された収益とともに会計期間をまたいで再び継続的に運用されるならば、再振替仕訳が行われるので「営業外損益（経常利益）」に計上されることなく、「その他流動資産」（未回収金銭債権）の形態に戻って累積する、という点である。データ制約から取引の詳細は不明であるが、ここでは、年内回収見込みの金銭債権が相当規模で自己資本蓄積の内容をなしている点が確認できれば十分である。「その他流動資産」は企業の信用供与にあたる。

以上、データに基づいて、自己資本蓄積の様態を確認した。まとめると、自己資本蓄積は、97 年頃から主に大企業、中堅企業で観られるようになる剰余価値の金融・投資的資産への全量的な転化である。

多くの業種で実体経済的資産総量が削減され、資産の有機的構成（fK/cK）は上昇から低下に転じている。自己資本蓄積下で、フローである資本の有機的構成（K/L）と GDP 成長率は低位定常状態におかれていても、資産回転率を高めること

図表 1-10



法人企業統計

で資本収益率を上昇させている。

他方、自己資本蓄積の増進は急速である。自己資本の見合い資産である金融・投資的資産（現・預金、有価証券、株式、金銭債権）は、総資産の 50%を占めようとしている⁽³⁾。金融資産は、製造業、純粋持株会社、卸・小売業、情報通信業、サービス業、不動産業に集積しており、金融市場の状況と金融政策の動向によって資本収益率が左右される。

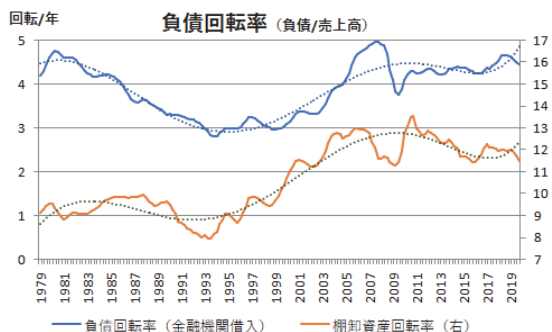
半ば金融資本的体質に変わった資本を、産業＝金融複合資本と定義するなら、これらの業種では、産業＝金融複合資本によって生産システムが担われている、というのが今日的経済構造である。産業＝金融複合資本の生産システムは、コスト削減・原価低減、スリム化・効率化志向である。

Ⅱ. ストック調整循環から自己資本蓄積への転換

金融資本の運動（G－G' 循環）は、【貸付・投資】—【利子・元本回収】サイクルを描く。本節では、フローの景気循環の背後にある自己資本蓄積過程の経済変動を分析する。考察対象はストックの経済変動であり、産業資本と金融資本と界面に現れる資本間競争の運動という論理次元である。本節では、資本間競争の波動を摘出したい。

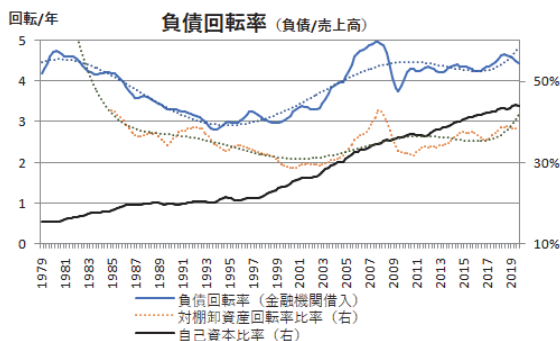
経済変動のサイクルを析出するにあたって手がかりになるのは、「負債回転期間」であろう。「負

図表 2-1

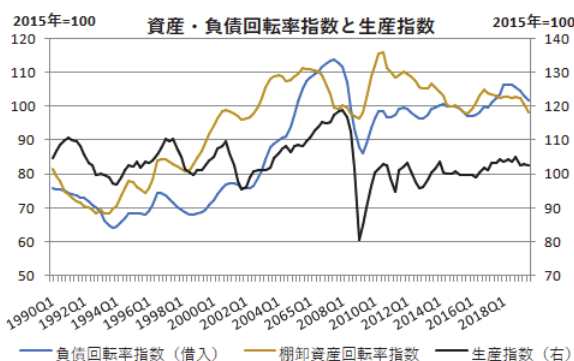


※負債回転率 = 12 カ月 / 負債回転期間 法人企業統計より作成

図表 2-2



図表 2-3 法人企業統計、鉱工業生産指数

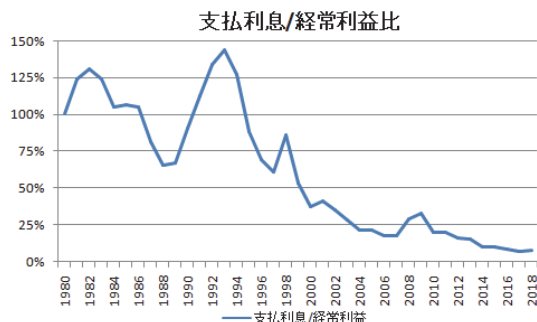


法人企業統計 鉱工業生産指数

「負債回転期間」とは、公共事業入札にあたって義務付けられている経営事項審査において、経営状況分析（Y点）に使用されている指標の一つ（負債抵抗力）である。「負債総額が売上高の何カ月分に相当するか」を評価するもので、計算式は負債回転期間 = (流動負債 + 固定負債) ÷ (売上高 ÷ 12) である。

図表 2-1 は、法人企業統計年報のデータを用いて「金融機関借入（負債）回転率 (= 12 / 負債回転期間)」を算出したものである。ただし、「負債回転率」は、「総資本回転率」や「棚卸資産回転率」とは異なり、売上高からの価値償却を意味するものではない。付加価値から金融資本への価値分配に関わる指標は、「借入金」および「支払利息等」であって、「負債回転率」は、貸付資金の収益回収ではなく、実体経済の背後にある負債量の増減

図表 2-4



法人企業統計

を示す指標である点は留意を要する。負債回転率となって現れる背後の資本運動は、資本の負債削減循環として、次節Ⅲで分析する。ちなみに、経営事項審査（建設業）においては、負債抵抗力の目安値は、負債回転率 13 ～ 2 回転とされているが、全産業の負債回転率は 5 ～ 3 回転である。また、「支払利息」は 90 年代バブル期をピークとして減少し、支払利息 / 経常利益比は、2000 年代には 50 % を割って低下し続けている（図表 2-4）。

図表 2-1 から、売上高や利子率と支払利息量の変動から乖離した、金融資本から実体経済に対する 2 つのサイクルの信用供与の拡張・収縮過程が読み取れる。80 年代～ 2000 年代にかけての信用供与の拡張・収縮過程は、日本のクズネツツ循環に重なる過程である。97 年～ 2004 年の助走期間（企業淘汰とクレジットクランチ）を経て始ま

る2019年までの循環は、内部資金調達方式による資本蓄積を基調としているため変形的な波形であるが、棚卸資産回転率との相対関係をとった場合には、“穏やかな”拡張と収縮過程の存在（信用供与の収縮度＜実物資産の収縮度）を確認することができる（図表2-2）。2サイクルにわたる波形の周期はおよそ20年である。

負債回転率の推移を確認したところで、負債回転率と、棚卸資産回転率、鉱工業生産指数との関係を追うことによって、ストック調整循環から自己資本蓄積への転換を指摘したい。転換の画期は、2004～05年頃である⁽⁴⁾。金融機関借入回転率である負債回転率と、実体経済の動態に係る棚卸資産回転率は、負債削減と資産効率化に関する長期視点の指標である。負債回転率は、実体経済に連動した外部資金調達の同時並行的変化を表している。

通説的には、94年～2005年にまたがる収縮過程と変形的拡張過程は、「失われた10年（または20年）」あるいは「バランスシート調整不況（または後遺症）」と括られて認知されている⁽⁵⁾。すなわち、バランスシート調整不況論にあつては、バブル崩壊後に残存した債務負担の過剰が企業の投資マインドと金融機関の与信機能を保守化させ、バランスシート調整過程の後遺症の影響によって、リスク許容力が失われて設備投資が抑制されたことが長期不況の根幹である、と論じられている。バランスシート調整不況論の枠組みによれば、資産と負債とが両建てで増加する過程から、資産は減るが負債は増える過程への反転が不況の原因である。不況からの回復過程では、設備投資意欲が持ち直し、資産は再び増加するものと見込まれている。棚卸資産回転率も低下するはずである。

収縮過程についてバランスシート不況論が指摘している問題点の意義と有効性を否定するものではないが、3つの過剰が解消した（2005年度『年次経済財政報告』）とされる2005年以降のサイクルを説明する原理足り得るかと言えば、疑問が残る。少なくとも金融機関借入残高削減がバブル崩壊前水準に回復した2004～2005年頃には、資産・負債ギャップを背景とした、設備投資に対する後遺症的な躊躇（あるいは、後に注目されるように

なるデフレマインド）ではなく、負債と資産の同時圧縮を追求する積極的な意志へと“マインド”は変化していると思われる⁽⁶⁾。その意志は、「棚卸資産回転率」に現れている。「棚卸資産回転率」は、97年のアジア通貨危機からリーマンショックまでの期間に年13回転以上まで上昇している。棚卸資産が月商以下になっているということは、月単位の運転と在庫調整が可能になる水準まで流動資産の量を徹底的に絞って、資本効率の向上を図ったということである。月単位管理をベース（大前提）とした棚卸資産の最適水準が定まれば、それに伴って必要固定資産量、必要労働力量、必要資金需給量は、生産基盤に追従して、付带的に振動しながら収束することになる。

「棚卸資産回転率」にやや遅行して振動する「負債回転率」は、実体経済の転換に連動した外部調達資金の拡張・収縮サイクルである。対売上高比、対棚卸資産回転率比ともに、削減基調のサイクルを描いている。この循環は、バランスシート調整不況期（97年～2004年の助走期間）にその端緒軌道が形成され、本格的信用供与収縮過程に入ると実体経済の停滞的な転換を牽引するようになる。この時点の主導性は、「負債回転率」の対棚卸資産回転率比の高まりに示されている。加えて、「負債回転率」の高まり、すなわち、信用供与の収縮は、自己資本比率上昇の主因の一つである。

図表2-3は、鉱工業生産指数との比較である。見られるように、「負債回転率」のサイクルは、生産指数と正の相関関係にあり、時間軸的な先行性がない。このことは、金融機関貸出増減に先行投資的な性格がなく、生産拡張期に負債を返却し、生産収縮期に借入を増やしていることを示唆している。つまり、「負債回転率」のサイクルは、生産サイクルの振動から生じる運転資金の需給増減波動の結果なのである。このような波動になるのは、流動資産を徹底的に制御し、スリム化された生産態勢にあつては、生産停滞期や金融危機に際して手元運転資金の補充が必要になり、生産回復期に余裕資金を負債削減に用いるから、と考えられる。設備投資の抑制は資本蓄積の不可欠な一環に転化しているのである。

債務の削減は、自己資本一定なら資産の減少を、資産一定なら自己資本の増加を意味する。定義的にはそうであるが、現実の運動では“一定”ではないので、資産減少と自己資本増加の組み合わせになり、前者はストック調整と呼ばれている。バランスシート調整論では、債務は名目価格で残存してしまうが、資産価値は減少するので自己資本は減少すると指摘されていた。つまり、バブルの生成と崩壊には、資産と負債が両建てで増える過程から資産は減るが負債は増える過程への非対称的变化がある、というのがバランスシート調整論の要諦であった。ならば、バランスシートを調整した後は再び資産と負債が両建てで増える過程に戻るのか、というと、その後の日本経済を見ると、負債と資産の両建ての増加には戻らず、負債の減少と自己資本の増加という新たな非対称が現れて今日まで続いていることが分かる。

資産削減と負債削減が両建てで進む自己資本蓄積に蓄積軌道が転じているのであれば、「超低金利政策によって企業の借入を増やし投資を促す効果を期待する」というテーゼは無条件に成立するとは限らない、という暫定的推論が得られる。企業の借入は、利子率によって規定されるのではなく、必要運転資金の増減によって規定されており、生産循環の波動に従って生産停滞期に借入を増やしているからである。

Ⅲ. 自己資本蓄積の変動過程 ー負債削減の波動周期ー

それでは、「負債回転率」の循環的サイクルを動かしている要因は何か。その内実は、産業側の資金需給量と負債返済量の干渉差と「負債削減のための資金調達」である。負債残高増減は、当期返済額－当期借入額である。まずは、借入額と返済額の変動を分析してみよう。

返済の原資は利潤あるいは資産価値である。「借入金（資金需給）」は企業の金融機関からの外部資金調達額を意味しており、プラスは調達、マイナスは返却である。法人企業統計のデータでは、金融機関負債残高に「借入金（資金需給）」以外

の差額が含まれているので、資金需給以外による返済額として処理している（図表3-1）。

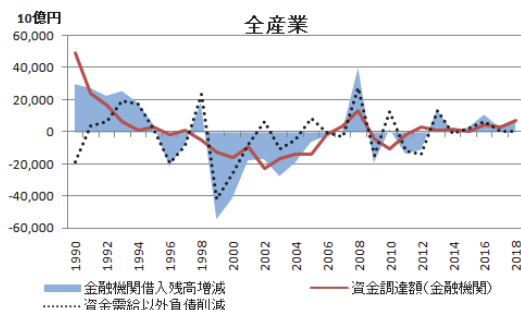
図表3-2～3-4（全産業・製造業・非製造業）の負債削減循環は、基準年の返済額と借入額との比を基準として指数化したものである（計算式は図表下註の通り）。マイナス値は、返済額、借入額ともに金融機関への返却を意味しているので、波動のプラス領域は負債の積増し、マイナス領域は負債削減にあたる。振幅幅の絶対値は、返済額と借入額の大きさを表している。「負債回転率」は単に実体経済の背後にある負債量の表示であるが、負債削減指数の波動は、産業資本と金融資本の間で回流する固有の資本の運動である。

鉱工業生産指数と比較すると（図表3-5）、基本的特徴は「負債回転率」のサイクルと同様である。生産拡張期に負債を返却し、生産収縮期に借入を増やす関係が見られ、鉱工業生産指数に準じて波長と振幅が短小化している。「全産業」の負債削減指数の波動を見ると、負債削減指数は2004年をピークに反転するが、リーマンショックと東日本大震災の非常時以降は、減衰振動となり、景気の第14循環～第16循環を通じてゼロ近傍水準を安定的に推移し、波長と振幅が短小化していることが分かる。

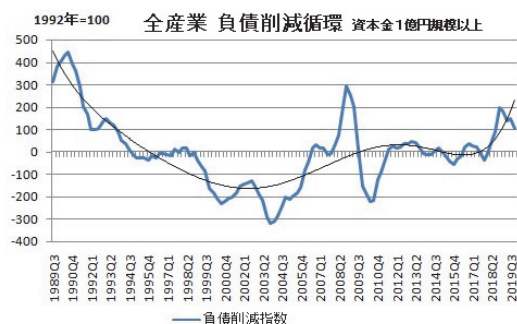
そして、資金調達要因を組み込んだ負債削減指数の波動には、リーマンショック以前は遅行性があった。経済危機時にあっても信用度と資金調達力がある資本金1億円以上規模企業であっても負債削減は生産指数から遅行しており、振幅は小さくなるが全業種全規模のデータでも同様に遅行する。しかし、リーマンショック後は、全産業（資本金1億円以上規模）レベルの減衰振動期は、生産指数と逆振動になっている。振動の遅効性は、各期の生産実績を踏まえて資金調達と返済を実施しているためと推察されるが、リーマンショック後は、負債残高を漸次削減しながら、細かな借入と返済の調整をしていることが読み取れる⁽⁷⁾。

以上の分析と図表2-3と図表3-5から、自己資本蓄積様式の経済変動には、
棚卸資産制御→内外資金調達（返却）の同時決定
→産出実績→負債削減

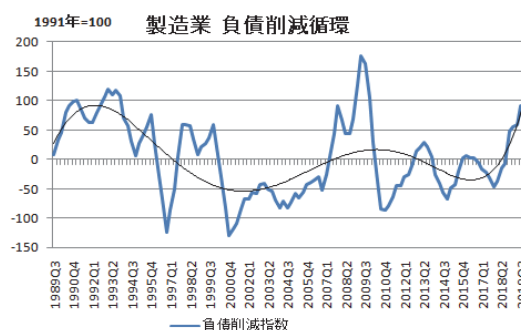
図表 3-1



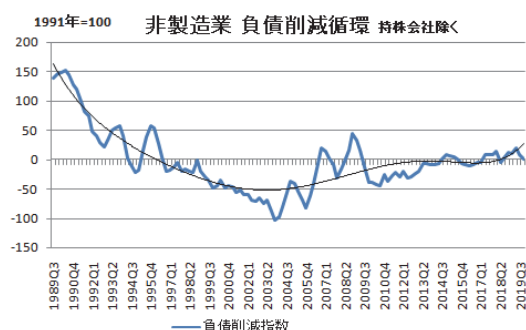
図表 3-2



図表 3-3



図表 3-4



負債削減指数 = $b + r$ (基準年 = 100)

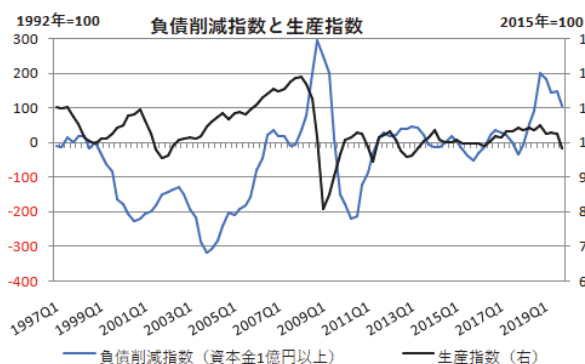
b = 「長短借入金額」四半期移動平均額 / 基準年同左額 $\times 50$

r = 「借入残高前年同期増減額 - 長短借入金額」四半期移動平均額 / 基準年同左額 $\times 50$

※借入残高増減額 = 借入額 - 返済額

法人企業統計より作成

図表 3-5



という発生機序があることを示した。この機序にあっては、企業の借入は設備投資（資産拡大）の契機ではなくなり、負債削減の契機へとその位置

づけを変えていると思われる。負債削減と自己資本蓄積の循環は、金融危機の中で生成され、金融危機再来への対処として構築されているためである。

また、大企業では、棚卸資産構成と負債残高が当該経済状況での最適水準（リスク許容力の想定水準）に達した後は、振幅を収束させる傾向が見られる。負債削減指数の波動が逆振動で減衰するのは、在庫循環と同期化するためであると思われるが、他方で、製造業の波動は依然として実体経済の景気動向とは相対的な独自性な動きをしている可能性も残っている。負債の返済が収束しても、内部留保積立による自己資本蓄積が自立的に確立すれば、景気動向指数に対する先行性を示すことも否定できない。もっとも、そのようなケー

スは金融資本と産業資本の力関係が完全に逆転している状態であろう。

以上の考察から分かることは、ストック調整期にはリスク許容力が低下したために投資が抑制されたのに対して、ストック調整後は、逆に投資を抑制することによってリスク許容力を高めている、ということである。ストック調整から自己資本蓄積への移行過程を示すのが「負債回転率」の波動である。そして、今日の景気循環の基底にあるのは、設備投資循環の波動周期ではなく「負債削減指数」の波動周期の動向であり、本節では、その存在と動態を示した。

IV. 短期企業間信用による金融資本機能の代位

本節では、産業資本の産業 = 金融複合資本化を分析する。産業資本と金融資本との関には、分離自立化のみならず、機能代位の関係が生じているのである。

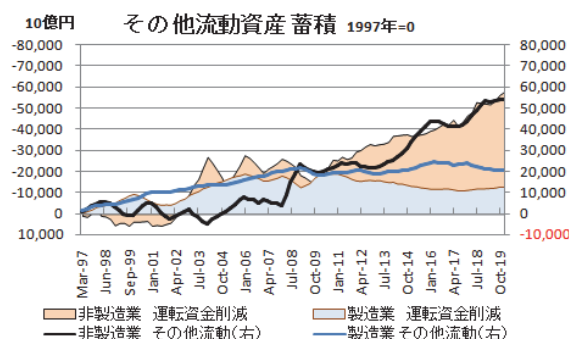
総資本での債務（借入）の削減は、クレジットクランチや倒産等による清算、単純な返済（現・預金との決済）以外に、負債の自己資本への置き換えによって起きる。本節が注目するのは、産業 = 金融複合資本による金融機関借入の自己資本への転換である。金融機関借入は、企業の経営努力等によって不必要となり蒸発したのではないと思

われる。前掲の負債削減額は決済などによって債権・債務が解消したのではなく、自己資本額に転形して残存している、というのが金融資本機能代位の要点である。

金融機関借入の増減は、設備投資との関連で議論されることが多い。しかし、産業資本と金融資本の関係を分析するにあたっては、内部資金で賄われる設備投資抑制もさることながら、運転資金借入残高の長・短期資金比率の変化への注意を要する。この要因は、「低金利政策によって企業の借入を増やし投資を促す」という波及経路が成り立たつとは限らないという、前述の暫定的推論にも関わる。

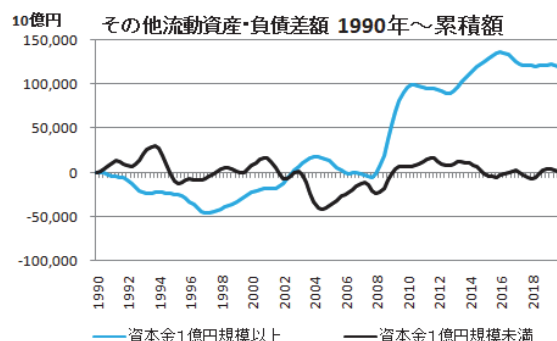
図表 4-1 は、1997 年以後の「その他流動資産」の累積額、図表 4-2 は、1990 年以後の「その他流動資産」と「その他流動負債」との差額の累積額の推移である（基準時からの累積額である点に注意）。「その他流動資産」は、製造業では 1999 年以降、非製造業では、2008 年以降、増加率が高まる。企業規模別でみると、資本金 1 億円以上規模企業では、「その他流動負債」との過不足が解消に向かうが（ただし、製造業では黒字に達してはいない）、資産・負債差額の累積額が持続的な黒字化傾向に転換するのは、2008 年の時点である。ただし、負債と資産の差額収縮は相殺量の増加であり、マクロ的には金銭債権の「現・預金」化請求量の削減を意味するが、決済はその持ち手を変

図表 4-1



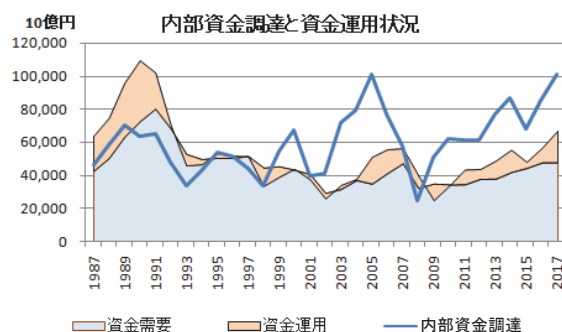
法人企業統計 日銀統計

図表 4-2



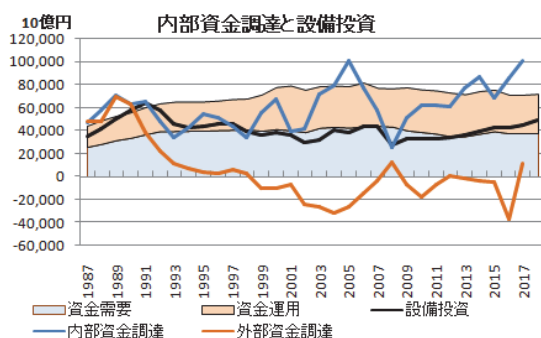
※大企業部門で差額が黒字化するのは 2013 年以降である。

図表 4-3



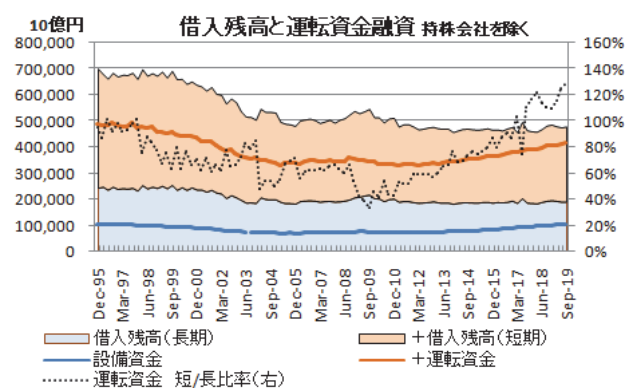
法人企業統計

図表 4-4



法人企業統計

図表 4-5



法人企業統計、日銀統計

運用資金短 / 長比は設備資金 = 長期と仮定した推計値

えるのであり、「現・預金」総量を減らすわけではない。「その他流動資産」の累積は、金融機関運転資金借入の削減と資産・負債の相乗的累加によって蓄積されている。次にみるように、産業 = 金融複合資本は、運転資金借入削減部分を本業外経済的取引での金銭債権に移し替えて金融資本化しているのである。

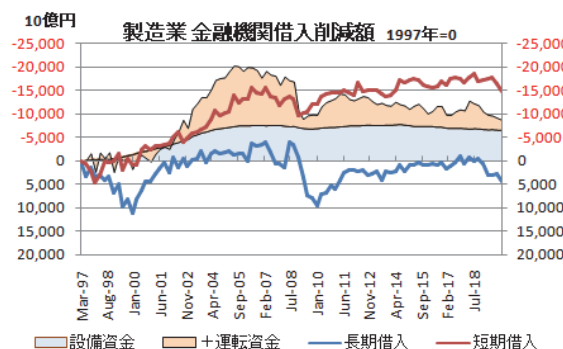
その仕組みを見るために、運転資金の削減額と残存額の長短構成の変化に注目したい。資金調達・削減と「その他流動資産」の累積過程の関係をデータに基づいて裏付けることが、次の課題である。

まず、大枠を概観する。企業が調達した資金（外部調達 + 内部調達）は、資金需要と資金運用で需

要される。全産業でみると、97年以降、資金需要は内部調達によって賄われており、外部資金調達を必要としない状況が続いている（図表 4-3）。企業の資金調達のうち、外部資金調達は98年からマイナスである（内部資金調達と需要・運用資金の差額が外部資金調達マイナス分である）。つまり、98年以降は金融機関借入の返済が始まり、資金運用は内部資金から調達されている。外部からの資金調達復活は、2008年を除けば2017年以降のことである。

では、残存している外部調達資金残高はどう変化したのか。調達資金削減と融資との関係をみてみよう。日銀統計の資金貸出データでは、企業へ

図表 4-6



法人企業統計 日銀統計

の貸出は、設備資金と運転資金に区分され、設備資金以外は運転資金扱いである。これを前提として残存金融機関借入残高と資金運用の関連に注目することにする。

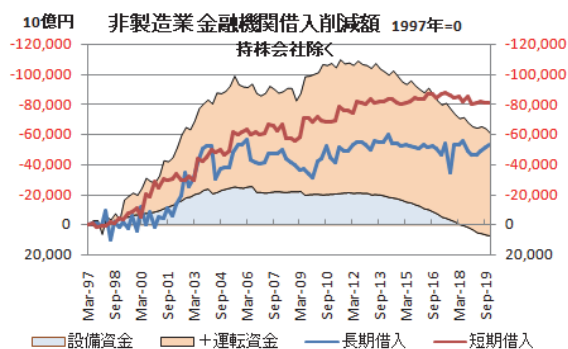
まず、設備投資（資金需要）は、ほぼ内部資金調達額水準以内に抑制され、減価償却費が再投資されていると考えられる（図表 4-4）。金融機関借入残高の削減分を自己資本（＝金融・投資的資産）に転換していく過程が自己資本蓄積の波動であると前節で説明したが、新規設備資金貸出は残存する借入残高の一部なので、マクロ的、量的には、借入更新のようなものである。

図表 4-5 は、「全産業」の金融機関借入残高と設備資金貸出、運転資金貸出の区分の推移みたものである。

注目すべき借入残高の特徴は、残高削減過程での、運転資金 / 貸出比率の低下（73% → 66.4%）と借入運転資金の長短比率の変動である。この構造変化は、産業資本側の借入削減志向に加えて、金融資本側の事情と金融政策が影響する次元である。

業種別の外部資金の調達と削減について、短期資金、長期資金の視点で概観してみよう。製造業と非製造業の産業部門別借入金削減過程に着目すると、製造業では、設備資金削減が長期借入削減を上回り、運転資金削減は短期借入を下回っている（図表 4-6）。運転資金の長・短借入削減額については、短期運転資金が長期運転資金を上回る比

図表 4-7



率で急速に削減されるが、リーマンショック後には短期がやや戻る。非製造業では、逆に設備資金削減が長期借入削減を下回り、運転資金削減と短期借入削減はほぼ同額である（図表 4-7）。

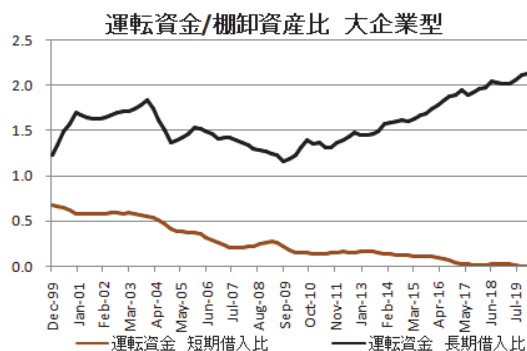
結果、残存する運転資金の期間構成については、製造業では短期借入運転資金が削減され、非製造業では、長期借入運転資金が極端に削減される一方で短期借入運転資金が増加するという現象が起こって、産業全体としては図表 4-5 の様相になっているのである。

データからは、製造業の運転資金向け短期借入残高と非製造業の運転資金向け長期借入残高をより多く削減したことが、金融機関からの外部資金調達マイナスの主因であり、もともと内部資金調達で行われている設備投資抑制が主因なのではないという、金融政策にとっては重要な事実が読み取れる。

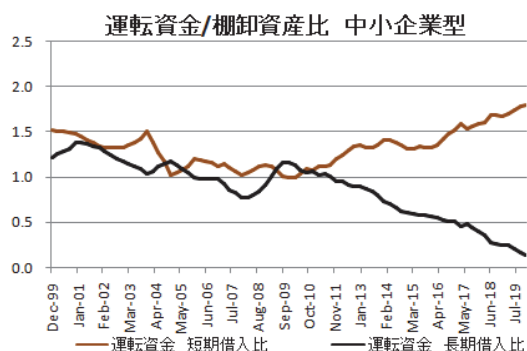
しかし、短長借入比の産業部門別間の対照的変動は、経済活動としては多少不自然である。この奇妙な現象を合理的に理解するカギは、産業資本の金融資本化と、金融緩和政策と金融システム安定化政策の齟齬の 2 点にあると思われる。

この 2 要因は絡み合って、大企業・製造業と中小企業・非製造業との間の、必要運転資金の内部資金調達と資金借入残高削減の関係と方法の相違と格差と歪みを生み出している。全産業的には、図表 4-4 にもみられるように、資金借入残高を削減した上で、その都度に必要な資金調達は、設備

図表 4-8



図表 4-9



法人企業統計、日銀統計

資金も運転資金も内部資金によって賄われている。そして、本節冒頭で指摘したように、運転資金向け短期・長期借入の資金に対する需要は、企業の経営努力等によって不必要となり蒸発したのではないと思われる。

前掲図表 4-1 の「運転資金削減」とは、製造業の短期運転資金借入、非製造業の長期運転資金借入の「削減額」データであった。図表 4-6-4-7 はこの長短借入削減額と製造、非製造業の「その他流動資産」増加額とを比較したものである。非製造業では、「その他流動資産」累積額は長期運転資金借入削減累積額を追いかけて増加し、製造業では、短期運転資金借入削減額を上回って累積しているが、2つの系列はほとんど一致した推移であることから、借入額の削減分は「その他流動資産」に転形して、金融機関融資は短期企業間信用の供給に代位されていると推察される。「その他流動資産・その他流動負債」が累積しているのは、製造業、非製造業ともに資本金1億円以上規模企業である。年内回収見込み債権は回収原則に反して雪だるま式に増加して、製造業と純粋持株会社に「その他流動資産」総額の33%が堆積している。

「その他流動資産」の形態にならない借入残高は、金融機関による貸出が継続される部分である。日銀の金融政策は99年のゼロ金利政策以降超緩和的であるが、同時に、「金融検査マニュアル（1999～2019年）」による自己責任型資産査定が導入さ

れ、2019年12月に廃止されるまで、政策的、定期的に融資先リスクが検査されていた。

図表 4-8 と図表 4-9 は、産業・業種別と同様に、企業規模別に残存する運転資金向け短期借入残高と長期借入残高をとって、その対棚卸資産比をとったものである。短期借入運転資金と長期借入運転資金の動態は、製造業/非製造業と大企業/中小企業とで酷似している。金融機関からの運転資金借入残高は、大企業・製造業型ではほぼ長期運転資金、中小企業・非製造業型ではほぼ短期運転資金と化している。

以上のデータから、金融機関経由の「金融検査マニュアル」ルールによる企業規模基準・リスク回避基準で融資された結果、大企業・製造業型では短期借入運転資金を、中小企業・非製造業型では長期借入運転資金を、内部資金調達で埋め合わせて生産システムを維持し、借入削減部分は、金融機関貸付に代わって企業相互信用経由で、大企業から関連業界・関連企業緊密度基準で信用貸しされ、本業外経済的取引での短期金銭債権（未回収）に投下されていることが分かる。中小規模企業は、短期企業間信用膨張のチャネルの外側にあり、余剰資金は「投資その他資産」で運用している。金融機関からの長期運転資金借入を設備資金借入に切り換えているのは、「金融検査マニュアル」ルールの影響であろう。要するに「その他流動資産」は、原資は業種内垂直的集積であり、運用は

企業規模間水平的分配なのである。

運転資金借入の短長比の不自然さは、 fK/cK に対する需要理論や収穫逦減を前提とする資本 (K) 成長理論では説明できず、資本 (K) 削減の歪み、言い換えればリスク回避という観点に立って初めて捕捉が可能になる。大企業・製造業型と中小企業・非製造業型の相違は、両信用の組合せの相違であり、金融緩和政策よりも「金融検査マニュアル」などによる借入難易度が、歴史的な履歴効果をもって、この相違を規定している、というのがデータ分析の結論である。

超低金利政策は、企業間信用の相対収益率を高めて産業 = 金融複合資本の実体経済的資本 (K) に対する需要をさらに減衰させる。一方、設備資金借入の 90% 以上は中小企業によるものである。金融政策をさらに緩和するならば、棚卸資産 (cK) 制御と運転資金借入抑制によって金融投資資金を捻出している中小企業が、設備資金 (fK) を運転資金調達とは離隔した規模で増やすと期待するのは、理解し難い想定である。自己資本蓄積の発生機序である棚卸資産制御と金融機関借入削減は、金融緩和政策と親和的であることを見逃しており、これによって MS/K は上昇するが、 K/L を上昇させる効果は弱いのである。

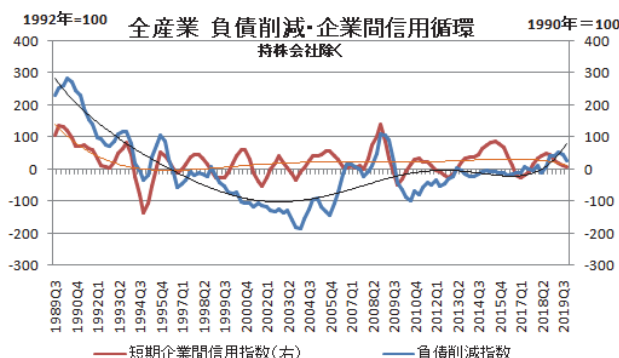
まとめ

本稿では、自己資本蓄積という枠組みを用いて、産業資本と金融資本の構造と運動の変化、競争と競合の構図を分析した。自己資本蓄過程をモデル化すると以下ようになる。もちろん、一概に個別資本にあてはまるものではなく、理念型である。

負債削減循環は、「負債削減のための資金調達」であり、自己資本蓄積の遂行の別表現ということになる。自己資本蓄積の起点は、産業資本の棚卸資産制御と金融資本のリスク回避的融資である。金融危機後の資本成長率と K/L 比、 fK/cK の借入比は、成長ではなく圧縮の原理に従っている。剰余価値の貯蔵形態は実物資産から金融資産と未回収金銭債権（関係の資産）に変化し、短期的な実体経済の需給関係から相対的に自立した自己増殖と価値崩壊の運動を描くようになっていく。そして、自己資本蓄積は、金融資本からの長短運転資金借入の短期企業間信用への置換えを含むため、単なる剰余資産運用ではなく、産業 = 金融複合資本に適合した資本蓄積様式になる。

自己資本蓄積は 90 年代金融危機への対応を目的として生まれた剰余価値の貯蔵、定在様式である。剰余価値は、産業資本内部および外延である持株会社の自己資本に、金融資産および企業間信用の形態で存在しており、価値の自己増殖の“価値場”は、産業資本の循環運動から離れ、負債削

図表 5-1



法人企業統計より作成

減の循環運動に移動している。剰余価値は、生産力の蓄積ではなく、資本による資本の支配関係の蓄積の源泉になっているのである。

支配関係の蓄積は、架空資本（収益還元価値）と未回収金銭債権の累積を定有（dasein）とするので、剰余価値の蓄積と同時に、90年代金融危機とは異なる形の次期金融危機の原因を蓄積するのである。図表5-1は、全産業（持株会社を除く）の負債削減指数と短期企業間信用指数（「その他流動資産」前年同期増減額の指数化）の推移である。前述のように、金融機関借入の削減分のうち、運転資金削減分を短期企業間金銭債権が代替しているのであるが、短期企業間金銭債権の絶対額の推移は、内部資金からの運用分を含むため、周期運動で累積する自己増殖運動になる。故に、余裕資産運用は負債削減と同じ波動場にはない。ただし、自己資本蓄積の波動を長期的な金融資本の投資－回収運動（G－G'循環）と解釈するなら、周期20年のクズネッツ循環（建設投資循環）に重なる。バブル崩壊ショックが繰り返されたことで、産業資本側が受動的な被回収対象から能動的な信用供給主体に転じて、投資回収波形が変形した特殊なクズネッツ循環と考えることは可能である。

そして、自己資本蓄積様式は、この20年間、産業資本と産業資本の関係、産業資本と金融資本の関係、資本と労働との関係を最深部で規定する基底・基盤となった。名目GDP成長率の長期停滞、「正社員、有期雇用、派遣・契約」の三層格差構造による賃金・雇用調整のみならず、金融機関貸出（企業債務）の減少を国債（政府債務）増発によって穴埋めすることを本質とするマクロ的バランスシート調整、低金利理論と投資抑制現実との乖離を原因とする金融政策の無力化、法人税減税の優遇によるプライマリーバランスの悪化などなど、資本と国家との国独資構造の改革もまた、蓄積様式の反転を震源としているのである。

最後に、長期停滞論とバランスシート不況論との関係を整序しておきたい。新古典派の経済成長モデルの理論的枠組みは、近年の超低金利環境、過去最高水準の企業収益にもかかわらず、金融機関から借入（投資需要）が増えず、設備投資が緩

慢なのは何故かを問い、期待インフレ率の低下（デフレイマインド）という解を導いた⁽⁸⁾。ハンセンの長期停滞論を復活させたサマーズは、資本主義諸国が、低成長率、低インフレ率、利子率低下を特徴とする長期停滞に陥っている共通因子として、過剰貯蓄と投資需要の減退を挙げている⁽⁹⁾。長期停滞論もバランスシート不況論も、投資先と投資意欲の喪失（過剰貯蓄）は経済停滞の原因であり、資本蓄積運動自体の結果であるとは見ていない。構造変化の意味も、一時的ではないある程度長期的な需給アンバランスという認識枠組みである。そして、景気が回復しないのは「後遺症」によるものであり、収益率が高い投資先が見つかり、資金供給量を緩和すれば、投資意欲は改善し、内部留保は本業などの実物投資に回帰すると考えている⁽¹⁰⁾。当然ながら、この認識枠組みにあっては、金融緩和策は投資と資金借入を促進する効果という位置づけである。しかし、資本蓄積には、資本の集積と集中の形態がある。選択肢は事業の拡大だけではなく、利益率の最大化だけを追及するものでもない⁽¹¹⁾。さらに、競争場裡が資本支配関係の再編に移っていれば、借入返済は単なる債務の最小化ではなく、金融緩和策は、負債削減のための資金調達を促し、これに起因する剰余資金を吸収するという後始末の役割を果たすものに変化する。自己資本蓄積の理論的枠組みから見ると、資本の運動は、長期停滞ではなく長期増勢であり、自己増殖過程は、不安定な金融領域に場を移しつつも健在である。

註

- (1) K：実物資本（実体経済的資産）、MS：金融資産（金融・投資的資産）、fK：固定資産、cK：流動資産、L：労働投入
- (2) 実体経済的資産：棚卸資産＋受取手形＋売掛金＋有形・無形固定資産
金融・投資的資産：現・預金＋短期有価証券＋その他流動資産＋投資その他資産（固定）

- (3) 諸富徹『資本主義の新しい形』岩波書店、2020年では、現・預金の増加傾向が指摘されている。また「1980年時点では、有価証券は有形固定資産の一割超の価値しかなかったのに、2017年時点ではそれを上回る水準にまで伸長した。つまりこれは、バブル崩壊以降の固定資産全体の伸びが、「有形固定資産」や「無形固定資産」ではなく、もっぱら有価証券によって牽引されてきたことを示している。」(32頁)としながら、諸富氏が着目しているのは、「有形固定資産はむしろ減少し、無形固定資産がそれを補う程度に伸びているにすぎない」とされる「無形固定資産」の伸び率の方である。諸富氏は、「資本主義の非物質化」に「新しい形」を見出しているのであるが、実際は、資本金1億円以上規模企業の「無形固定資産」は、「有形固定資産」の7%規模である。伸び率が緩慢ながら有形固定資産の伸びをやや上回るのは、リーマンショック以降であるが、確かに画期的な変化は見られない。
- (4) リチャード・クー『バランスシート不況下の世界経済』徳間書店、2013年は、日本のバランスシート問題は、2005年頃には解決していたが、その後も民間企業が借金を返済し続けたのは、バブル崩壊後の「トラウマ」＝後遺症によるものだと言及している。「日本企業のバランスシートは、2005年頃までには借金返済もほとんど終わってきれいになっていた。しかも銀行は人類史上最低の金利でおカネを貸そうとしていたにもかかわらず、全く借りようとしなかった。…「借金拒絶症」ともいえる心理問題だった。」(258-259頁)
- (5) 「バランスシート調整」は、94年度『経済白書(年次経済報告)』でバブルの後遺症として取り上げられ、95年度『経済白書(年次経済報告)』では、「負債残高の過剰感が残る限り潜在的な設備投資抑制圧力は残るものの…負債残高の調整と新規設備投資の増加が同時平行的に行われていく」と展望されていた。2006年度『年次経済財政報告』では、「企業は、かつてと比べてバランスシートの状況をより強く意識しながら慎重に設備投資を行っている」と認識されている。詳細は小峰隆夫『平成の経済』日本経済新聞出版社、2019年、参照のこと。
- (6) リチャード・クー前掲書では、民間の借金返済分は銀行部門に滞留した「未借貯蓄」となっており、これを埋め合わせたものは、政府部門の「財政赤字」である、という認識である。バランスシート不況に対しては、量的金融緩和策は無効であり、財政出動で対応すべきである(180頁)と解決策を提示している。「政府があれだけ財政支出を増やしたからこそ、ゼロ成長で済み、国民の生活水準が急激に落ち込むことが回避されたのである。」(55頁)
- (7) 設備投資の動向については、「2008年の世界金融危機以降、その回復テンポに遅れがみられている。特に、2013年以降、企業収益が過去最高の水準となるなど企業の投資環境が大きく改善する中であっても、設備投資は依然として力強さを欠いている」(2016年度『年次経済財政報告』)と指摘されている。
- (8) 近年の長期停滞をめぐる議論では、1999年以降の低金利政策によって、金融市場は超低金利環境にあるにも関わらず、金融機関からの企業の借入(投資需要)が増えないのは何故か、が問われている。つまり、金利水準と投資に関する「理論と現実のギャップ問題」という問題設定である。ここでは“金利はゼロ近傍で利益も上がっているのに、設備投資が喚起されない”謎の“理由”が問われているのである。(「雇用者報酬も可処分所得もちゃんと増えているのに、家計最終消費支出が増えない謎」383頁)：原田泰「マイナス金利付き量的・質的金融緩和と日本経済」(日本経済研究センター(編集)『激論マイナス金利政策』日本経済新聞出版、2016年)参照。しかし、問われるべきなのは、

- “理由”というより、その理論的想定である。
- (9) サマーズの長期停滞論は、過剰貯蓄と投資需要減退から自然利子率低下を導いているが、“予想”の淵源については、新興国の貿易黒字と低金利政策など、資本の運動の外部に求められている。

Summers, Lawrence H. (2013). “IMF

Economic Forum : Policy Response to Crises”, Speech at the IMF Fourteenth Annual Research Conference, Washington, DC, 9 November, 2013

Summers, Lawrence H. (2014).

“U.S.Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound.” Business Economics, 49(2).

Summers, Lawrence H. (2015). “Demand Side Secular Stagnation,” American Economic Review, Vol. 105, No. 5, 2015

Summers, Lawrence H. (2016) “The Age of Secular Stagnation : What It Is and What to Do About It” Foreign Affairs March / April 2016 Issue, Council on Foreign Relations.

- (10) リチャード・クー前掲書のバランスシート不況の定義は「未借貯蓄」に着目したものである。「バランスシート不況とは、民間全体が超低金利でも貯蓄に回り、…民間に借り手がいないことで発生した未借貯蓄が、経済の所得循環から漏れることで発生する不況である。」(66頁)

- (11) 諸富徹前掲書では、非金融法人部門の過剰貯蓄と投資不足、現預金の増加傾向は、先進国の多くにみられる共通の傾向であると指摘されている。そして、この構造的変化を、サマーズの長期停滞論が日本に妥当する根拠に挙げている。「アメリカ、日本、カナダ、イギリス、ドイツの非金融法人部門は、2000年代以前には投資が活発で、超過貯蓄が負の値をとっていたのに対し、2000年代以降は投資が減退して、過剰貯蓄に転じている点で共通している。これに対してフランスとイタリアのみは、依然として、(過剰貯蓄が) 負の値をとっている。」(13頁)

On the Economic structure and economic fluctuations of core capital accumulation style

YOICHI SATO

School of Social Information Studies, Otsuma Women's University

Abstract

In this paper, I will show the Economic structure and economic fluctuations of core capital accumulation style from 1997. The core capital accumulation style of the industrial capital is a peculiar secession mode from the main bank system in Japan. I will also show the one correspondence of debt reduction cycle with the business cycle. This debt reduction cycle has gone along with curbing investment in equipment and conversion to securities investments.

After all the main causes of the Secular Stagnation in Japan is this core capital accumulation style. It is crucial sense that the BOJ's Quantitative and Qualitative Monetary Easing was sterilized through intervention of this surplus funds. So, the BOJ's QQE is not a reflation policy means, but just the aftermath, consequence of the Secular Stagnation.

This combination of methods, core capital accumulation and BOJ's QQE is the avoidance strategy from the global financial crisis. It is not based on rational expectation, but rather resolution.

Key Words (キーワード)

Core capital Accumulation (自己資本蓄積様式), Industrial Capital with the financialfunction (金融機能内在型産業資本), Break away from the main bank system (メインバンクシステムからの離脱), Business cycle and Debt reduction cycle (景気循環と負債削減循環), Capital adequacy ratio (自己資本比率), Curbing investment in equipment (設備投資の抑制), Conversion to securities investment (証券投資への転換), Financing within industrial capital (産業資本内資金調達), Criticism of the long-term Secular stagnation theory (長期停滞論批判), Avoidance strategy from the global financial crisis (金融危機回避戦略)