

アメリカ経済の金融化について

立 石 剛

本稿の課題

1980年代後半の株価上昇とその後のブラックマンデー、1990年代後半のITブームとその崩壊、そして2000年代前半の住宅ブームとその崩壊などここ20年以上にわたってアメリカ経済は金融活況とその崩壊という金融に起因する大きな経済変動を経験している。金融が震源地となるこうした経済変動現象に対して、ここ数年の間にアメリカ経済が金融主導型の経済構造に変化したのではないかという問題意識を持つ研究が展開されている。

これらの研究はアメリカ経済の「金融化」という概念を使用しながら、金融市場の拡大、金融機関の肥大化、蓄積と金融との関連性、コーポレート・ガバナンスに対する金融の影響、金融を主因とする経済的格差など多様な分析視角からアメリカ経済の構造変化を捉えようとしている。しかし多様な分析視角が提示されているにもかかわらず、「金融化」という概念自体については、曖昧なままである。例えばEpsteinは「金融化」が「グローバル化」という概念と同様に多様かつ曖昧なものであるとしたうえで、「金融的動機、金融市場、金融アクター、そして金融制度の国内および国際経済における役割の増大」と非常に広い概念化を図るしかない状況にあるという。しかしこのことは「金融化」論を展開するもとなつた現象が存在しないことを必ずしも意味しないし、むしろ現象の詳細な分析を通じて概念化が図られている段階であると考えられ

1) Epstein, G.A.[2005] "Introduction and Distributional Implication," in *Financialization and the World Economy*, Northampton, MA : Edward Elgar, p.3

る。

そこで本稿は、「金融化」の概念規定を行う前段階の作業、すなわち金融と関連したアメリカ経済の構造変化を具体的な現象レベルで把握するとともに、それらの現象について「金融化」を主張する見解がどのように解釈しているのかを整理し、そこからどのような論点が提示されるかを示すことを目的とする。以下では、金融市場および金融機関の動向、非金融企業の金融的動向、そして家計部門の金融的動向に分けて、検討する。

[1] 金融の肥大化 — 金融取引・金融機関・金融機関利潤の拡大 —

現在アメリカ経済は金融危機とそれによる不況に直面しているが、その際、金融機関による極端な利潤追求行動が金融危機の原因とされ、新たな金融機関監督体制の構築などが政策論の俎上に上っている。確かに金融機関の行動が金融危機を引き起こした一原因であることは間違いないと思われるが、この金融機関主犯説はより深いレベルでのアメリカ経済の構造変化を見落としていると思われる。というのは、以下でみるように、アメリカ経済では、ここ20～30年の間に、実物経済活動を含む形で金融経済活動を軸とした蓄積体制が構築されてきたと考えられるからである。

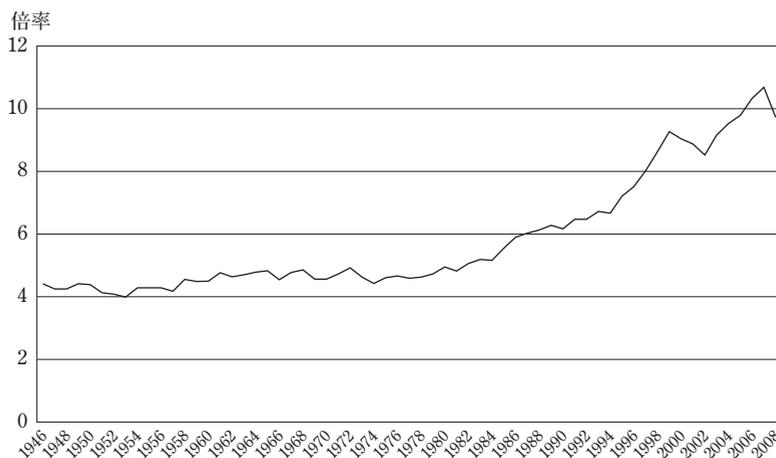
そこで以下ではまず、金融の肥大化がどのように生じているか、そしてそれがアメリカ経済の中心としてどのように機能しているかについて現象を提示し、それに関連する諸見解と論点を整理しよう。

1.1. 株式市場の拡大と変容

まず指摘しておきたいのはアメリカ経済全体（ここではGDPとして捉えておく）における金融資産残高の増大である（図表1）²⁾。この金融資産残高は銀行預金、株式、債券、その他証券（資産担保証券など）の残高総計であり、その増加は、実物経済活動をはるかに上回る金融資産プールが形成されているこ

2) 外国為替市場やユーロ市場など国際金融市場の拡大については、既に多くの研究によって分析されているので、ここでは改めて触れない。

図表 1 金融資産残高/GDP



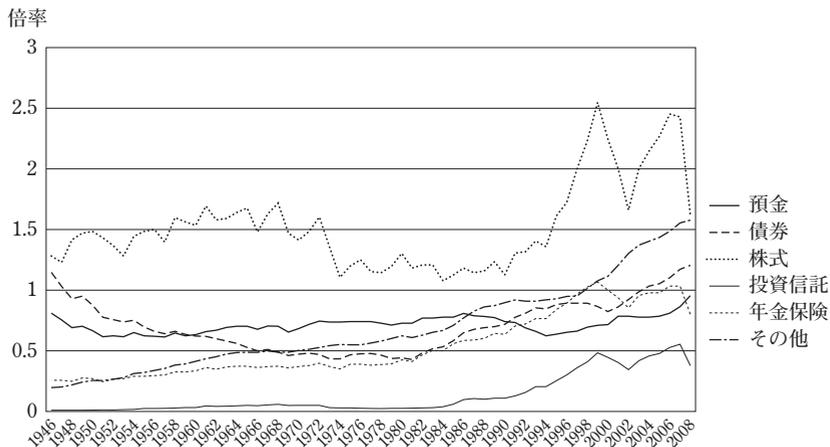
(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table F6 and Table L5.

とを示唆する。

統計が入手可能である第二次世界大戦後から直近の2008年までの推移をみると、1970年代末まではGDPの約4～5倍であったが、その後急激に拡大し、2007年には10倍を超えるまでになっている。このことからGDPでとりあえず表した実物経済活動に比べて金融資産プールが急速に拡大していることが見て取れる。金融資産を預金、株式、債券、投資信託、年金保険、その他（資産担保証券およびモーゲージなど）に分解して、それぞれの対GDP比をみると、株式および債券の伝統的資産は、おおむね1980年代以降に拡大傾向にあり、とくに株式の拡大が顕著であることが分かる。これに対して伝統的金融資産のなかでも預金は株式のような拡大をみせていない（図表2）。

株式保有残高拡大の要因は1980年代以降の株価上昇にあると考えられる。もちろん新規株式発行による株式保有の拡大も考えられ、実際、1990年代後半には多くのIT関連企業を中心とした新規株式公開ブームが生じている。しかし近年の株式市場では、新規株式発行よりもむしろ株式償却（あるいは自社株買い）の方が多くなっていることに留意する必要がある。後述するが、近年、ア

図表 2 金融資産残高の構成 (/GDP)



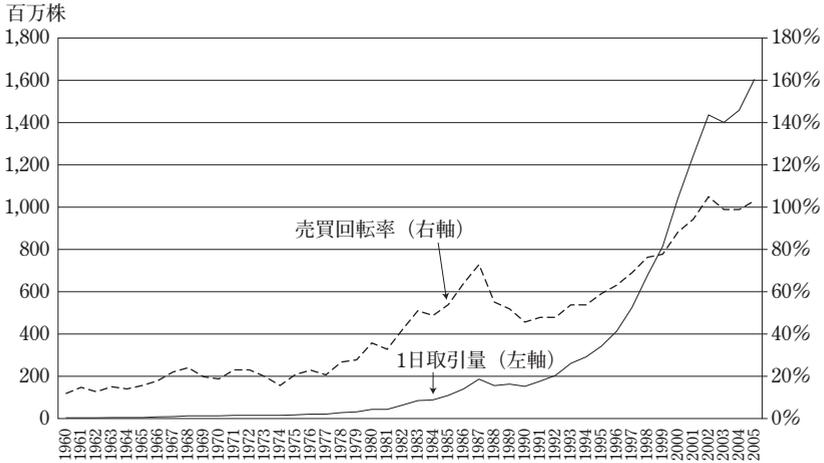
(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table F6, L204~206, L209, L210, L212~214, L217, L225, and L227.

アメリカ企業部門は敵対的買収を防ぐため、あるいはストックオプション準備などのために企業利潤を自社株買いに支出しており、その額が新規株式発行による資金調達額を上回っているのである。この点を考慮するならば、株式保有残高の拡大は株価上昇による資産価値の上昇を反映したものと考えられる³⁾。NYSE（ニューヨーク証券取引所）の株価は1970年代のいわゆる「株式の死」の時代以降、1980年代前半のM&Aブーム、1990年代のITブームと株価を大きく上昇させた。さらに1990年代後半はNASDAQに代表される新興企業株が大幅に上昇したことは記憶に新しい。しかし株価の変動も大きく、ITブームの崩壊や最近の金融危機によって株価は大きく下落しており、2008年時点の株式保有残高の対GDP比も1960年代水準にまで低下している。

ところで株式市場は保有残高の増加以外にも以下の点で変化をみせている。第一に、株式取引量の増大や売買回転率の上昇が見られる（図表3）。例えば、NYSEの一日取引量は1960年の300万株から1980年の4500万株にまで増加した

3) 自社株買いと企業財務および投資との関連性に関しては次章で詳述する。

図表3 NYSE取引の推移



(出所) NYSE Euronext, NYSE FACT BOOK, <http://www.nyxdata.com/factbook>

が、その後1980年代末には2億株、1990年代末には10億株を突破し、その後も増加し続けている。さらに、NYSEの全株式銘柄のうち1年のうち取引された株式銘柄数の割合を指す株式売買回転率は、2000年代に100%に達し、1960年～1970年代平均の5倍も高くなっている。以上の一日取引量の増加や株式売買回転率の上昇は、株主の株式保有態度が長期的保有から短期保有に変化していること、つまり日常的に株式保有構成を変化させていることを示唆している。

株式市場における第二の変化は、1980年代以降、企業支配権市場あるいは企業統治手段として株式市場が利用された始めたことである。企業支配権市場とは具体的にはM&A市場のことであるが、1980年代には投資ファンドがジャンク債を利用した負債による買収(LBO: Leveraged Buy Out)と呼ばれる新しい買収手法を通じて、テンダーオファーなど従来とは異なるM&Aを展開するようになって注目された。いうまでもなくアメリカでは伝統的に企業規模拡大および市場支配力獲得を目的としたM&Aが活発に展開されてきたが、1980年代以降に投資ファンドによって展開されたM&Aは買収対象企業を事業体というよりもむしろ資産として捉え、買収後の事業再構築(リストラクチャリング)

などを通じて企業資産価値＝株価を引き上げることで、企業所有者である株主利益の増加を図ることを目的としていたといわれる。

また年金保険や投資信託の拡大も株式市場の変容を促している。図表2からわかるように金融資産のうち年金保険や投資信託形態での資産保有が1980年代以降拡大している。1970年代の一連の年金関連法制度の改革によって年金加入者は税制面での優遇措置を受けられるようになり、さらには当時のインフレ高進に伴う資産保全需要が高まった結果、アメリカの家計部門は銀行預金から年金保険や投資信託形態での資産保有を増加させたといわれる。また年金制度改革は年金基金に対する受託者責任の強化を目的としており、さらには1970年代に大口金融取引手数料の自由化がすすめられた結果、年金基金は退職後資金の確保を目的として株式を中心とした積極的運用を展開するようになった。

この動きは、一方で、年金基金の資産運用需要を巡る金融機関間の運用パフォーマンス競争を促進し、ディスカウントブローカーなどの台頭をもたらしながら、他方では、高収益運用のためのインデックス取引の拡大（そしてその結果としての、株式売買回転率の上昇など）を生じさせたといわれる⁴⁾。また1988年に労働省が年金基金による議決権行使を解禁したことから、いわゆる「モノ言う株主」として年金基金がコーポレート・ガバナンスに影響を及ぼす事になった⁵⁾。こうした「株主価値」重視への株式市場の性質変化は後述するストックオプション制度の導入を通じた非金融企業経営の変化をももたらしたといわれる。

以上の企業支配権市場および企業統治手段としての株式市場の変容は、株式市場が、新規株式発行を通じて企業活動に必要な長期資金を調達する場から、企業利潤を株主に分配するための場として「再発見」されたことを示唆する。

4) 家計部門による機関投資家経由の資産保有拡大の経緯に関しては三和裕美子 [1999]『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける指摘展開—』日本評論社、第5章を参照した。

5) 労働省は1988年に示したガイドラインであるエイボン・レターによって受託者の年金加入者の利益のための資産運用行為として議決権行使を解禁した。実際に議決権行使を展開した年金基金は少数の年金基金であるが、企業経営が株主価値重視にシフトする要因の一つとなったと考えられる。なおエイボン・レター全文は以下の文献に記載されている。Council of Institutional Investors [2007] *Proxy Voting*, Washington DC: Council of Institutional Investors., Appendix A, pp.14-16.

債券保有も社債を中心として拡大している。債券のうち社債の対GDP比は第二次世界大戦後から1970年代までは約15%程度と安定的に推移したが、1980年代前半より上昇傾向に転じ、2007年には約80%にまで上昇している⁶⁾。この社債など債券市場の拡大にはいくつかの要因が考えられるが、その一つが上述した企業支配権市場の拡大とそれに伴うジャンク債市場の成長であろう。買収ファンドはLBOと呼ばれる金融手法でM&Aを展開したが、それはジャンク債を発行することで大量の資金を調達し、機関投資家や貯蓄金融機関(S&L)がジャンク債の引き受けを行うものであった⁷⁾。第二の要因は、非金融企業の内部資金の減少である。近年、非金融企業は潤沢な内部資金を株主へ配分する傾向を強めており、その結果、社債発行を通じた資金調達を拡大せざるを得ない状況に置かれつつある⁸⁾。

1.2. 新たな金融取引の拡大 —「リスクの市場化」—

上述した金融資産プールの拡大は、株式など原資産に関するものであったが、その肥大化とともに発生しつつあるのが、資産担保証券など証券化商品やデリバティブなど新しい金融資産プールの急激な成長である(前掲図表2「その他」)。この成長は以下で述べるように金融リスクそのものを取引するいわば「リスクの市場化」によるものである。

「リスクの市場化」自体は古くから行われていたが、第二次世界大戦後においては1970年代の変動相場制度への移行が、その拡大の契機となった。変動相場制度は言うまでもなく企業などの保有資産や収益の変動リスクを高めるものであり、これに対応するために1970年代以降外国為替関連金融商品(スワップ、オプション、先物)の開発と取引拡大が生じた。その後、アメリカ国内経済におけるインフレーションの加速や金融自由化による金利変動の拡大などにより、

6) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table F6, Table L212.より算出。

7) Lowenstein, R.[2004] *Origins of Crash: The Great Bubble and Its Undoing*, Harmondsworth: Penguin Books.(鬼澤忍訳『なぜ資本主義は暴走するのか』日本経済新聞社, 2005年。)を参照した。

8) 非金融企業による内部資金から外部資金への依存拡大については次章で詳述する。

債券やコモディティなど多くの金融資産を対象としたデリバティブ商品が次々に開発されるようになり、これらはデリバティブ市場拡大の動因となった。さらに信用リスクを取引するクレジット・デリヴァティブも近年急速に拡大し、デリバティブ金融商品は市場変動リスクだけでなく信用リスクにまでその範囲を広げている。

信用リスクに関する金融技術革新も大きく進展し、それに伴う金融市場の拡大をもたらしている。例えば金融機関が保有する貸付債権を証券化した資産担保証券など金融商品の拡大がこれに当たる。その基本構造は、個別貸付債権を大きく一まとめにして信託財産にし、その信託財産をベースに証券を発行するものである。投資家は、信託財産の持ち分に応じて、個々の借入人が支払う金利の一部を受け取ることになる。この証券化は、モーゲージ市場の流動性を高めるために、1968年に設立された政府住宅抵当金庫（GNMA：Government National Mortgage Association、略称 Ginnie Mae）が1970年にジニーメイ証券を発行したことが始まりといわれている⁹⁾。

その後、証券化業務は自動車ローンやクレジットカード債権などに対象を広げ、民間の商業銀行や投資銀行による中心的業務として拡大している。商業銀行は、今や、伝統的な預貸業務を変化させ、クレジットスコアリングなどの手法で信用を供与する一方で、貸付債権を証券化することでリスクを商業銀行以外に移転するようになっている。また投資銀行のなかには自己勘定（負債）によって資金を調達し、貸付債権や担保証券を購入しながら、それを証券化商品に加工・販売するというビジネスモデルを展開している。

さらに証券化以外にも前述のデリバティブ取引が急速に拡大しており、とくに近年注目されるのはクレジット・デフォルト・スワップ（以下 CDS）と呼ばれる金融派生商品の成長である。これは貸付債権や証券化商品の信用リスクそのものを売買するオプション取引であり、債権などを保有したままリスクのみを移転することを可能にする金融取引である。具体的には、原債権にまつわ

9) Litan, R.E. and J. Rauch [1998] *American finance for the 21st century*, Washington, D.C.: Brookings Institution Press. (小西龍治訳『21世紀の金融業—米国財務省リポート—』東洋経済新報社、1998年。)

る信用（債務不履行）リスクを保険商品として取り引きする金融派生取引である。アメリカにおける CDS 残高に関してはデリバティブ取引が相対取引であるため取引内容の詳細な情報を入手することは困難であるが、国際決済銀行の統計によると2008年8月時点での世界全体でのデリバティブ残高は約700兆ドルにも達しており、そのうち CDS は約60兆ドルであるといわれる¹⁰⁾。

以上の「リスクの市場化」による金融市場の成長は、伝統的な金融取引とは性質を異にするものである。具体的には、資金需要者と資金供給者を仲介する機能としての金融から、資産保全すなわちリスクそのものの取引としての金融取引に比重が移っていることである。しかもこうした取引は、原資産のリスク＝実物経済活動に伴うリスクの推移とは乖離する形で、独自の成長を遂げ、実物経済活動をはるかに上回る市場規模の拡大をもたらしている。その結果、金融機関のビジネスモデルも大きく変化している。伝統的な商業銀行業務は預貸業務による金利収入が中心であったが、1980年代以降、証券化商品の販売手数料や口座管理手数料などの手数料収入を増加させつつあり¹¹⁾、他方で投資銀行業務は株式・債券発行を通じた長期資金供給とそれによる手数料収入の獲得というものであったが、近年は証券担保融資などを通じてレバレッジをかけながら資金を調達し（債務拡大）、住宅ローン債権を住宅金融公社などから買い上げて証券化したり、あるいは証券化商品を保有することから金利収入を得たり、あるいはデリバティブなどリスク商品の取引から収益を上げたりするというビジネスモデルに転換しつつある。

1.3. 金融機関間の信用連鎖

金融資産プールの拡大や金融取引の性質変化の変化は、金融機関の資産・負債構成の変化からも読み取れる。金融機関が保有する金融資産残高をみると、

10) Bank for International Settlements, *Semiannual OTC derivatives statistics at end-March 2009*, <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

11) 例えば、連邦預金保険機構（FDIC：Federal Deposit Insurance Corporation）のデータによると、商業銀行の総資産に対する金利収入および非金利収入の割合は、1980年時点でそれぞれ9.5%、0.8%であったが、2000年時点では6.9%、2.5%に変化している。詳しくは FDIC, *Historical Statistics on banking*, <http://www2.fdic.gov/SDI/SOB/> を参照されたい。

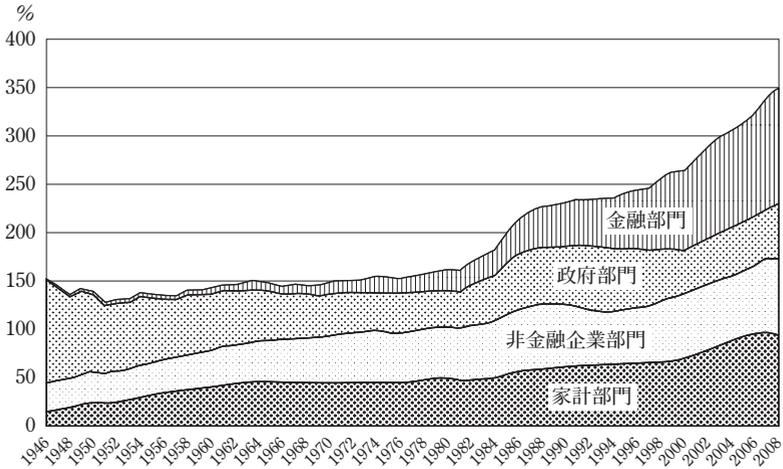
第二次世界大戦後には金融機関が保有する金融資産は家計部門が保有する金融資産の約2.5倍、非金融企業が保有する金融資産の約10倍であったが、2008年時点ではそれぞれ約10倍、約150倍と圧倒的な状態となっている¹²⁾。とりわけ1980年代以降において金融機関が保有する金融資産が増加している。金融機関のなかでは、公的モーゲージプール（Agency-and GSE-backed Mortgage Pools）、民間資産担保証券発行体（Issuers of Asset-Backed Securities）、そして連邦住宅抵当公庫（Federal National Mortgage Association）や連邦住宅金融抵当公庫（Federal Home Loan Mortgage Corporation）など住宅金融公社に代表される政府後援企業（Government Sponsored Enterprises：GSE）が保有する金融資産が最も多くなっており、次いで投資信託、投資会社などとなっている。貯蓄金融機関や年金基金も金融資産保有を増加させているが、金融機関が保有する金融資産全体に占めるシェアでは、その割合を低下させている。

他方で、金融機関による債務残高は1980年代以降、急激に増加しており、1990年代以降には家計部門や非金融企業部門の債務残高を上回り、アメリカ経済において最も債務が大きい部門となった（図表4）。いうまでもなく貯蓄金融機関は預金者に対して債務を負うものであり、これは伝統的な預貸業務の一環として把握される。しかし、1980年代以降の金融機関の債務残高拡大は、貯蓄金融機関への預金の増大によるものではなく、非貯蓄金融機関の債務拡大によるものである。債務を増加させた非貯蓄金融機関のうち最も多く債務を負っているのが、公的モーゲージプール、次いで民間資産担保証券発行体、そして政府後援企業であり、上記金融機関は短期金融市場、証券担保融資、そして債券発行などによる資金調達を行っている。特に証券担保融資（買戻条件付売却有価証券）が近年増加しており、自己資本の数十倍ものレバレッジをかけながら事業を展開していたといわれる。

以上の金融機関による金融資産負債残高の拡大は、金融機関同士の信用連鎖によって生じていることが重要である。言い換えると、金融機関の拡大が実物経済を基礎としながらもそれから相対的に乖離する形で生じているのである。

12) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table B100より算出。

図表 4 債務残高の推移 (対 GDP 比)



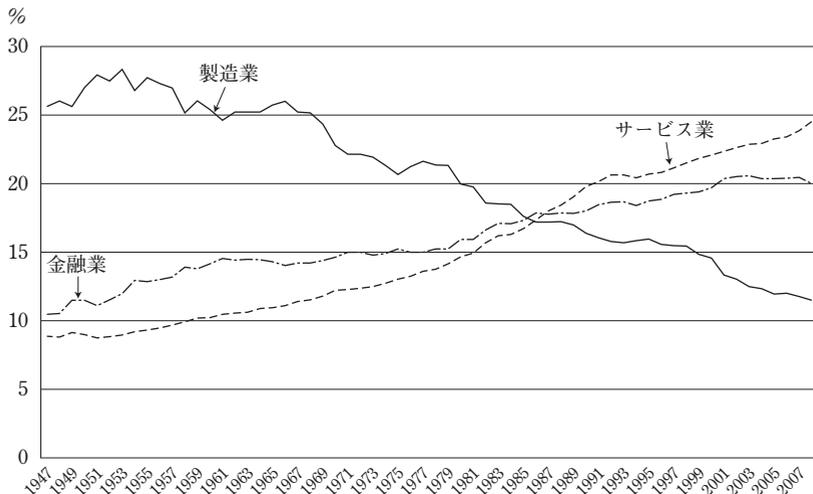
(出所) Federal Reserve Board of Governors, *Flow of Funds Accounts*, Table F6 and Table D3.

投資銀行による新しいビジネスモデルを支えたのは金融機関による投資銀行への資金供給であり、また商業銀行による保有債権の投資銀行への売却であった。また投資銀行が組成した証券化商品を投資信託や年金基金などの機関投資家が大量に保有したし、投資銀行は証券化商品を担保にさらに債務を拡大させるというレバレッジの効いた事業拡大をも展開した。このように金融機関相互が密接な相互依存関係を形成することで金融部門の拡大が生じているのであり、現在の金融危機にみるように、その関係が崩壊する場合にはアメリカ経済全体に大きな影響を及ぼす可能性も示している。

1.4. アメリカ経済における金融機関の台頭

金融取引の拡大及び金融の性質変化を経ることで金融機関はアメリカ経済において重要な地位を占めるようになってきている。例えば、アメリカのGDPに占める金融部門が生み出した付加価値のシェアは1980年代以降上昇しており、今や製造業を追い越し、サービス業に次ぐ大きさとなっている(図表5)。また金融部門は製造業およびサービス業を上回る利潤を生みだしている(図表6)¹³⁾。

図表5 産業別 GDP シェア



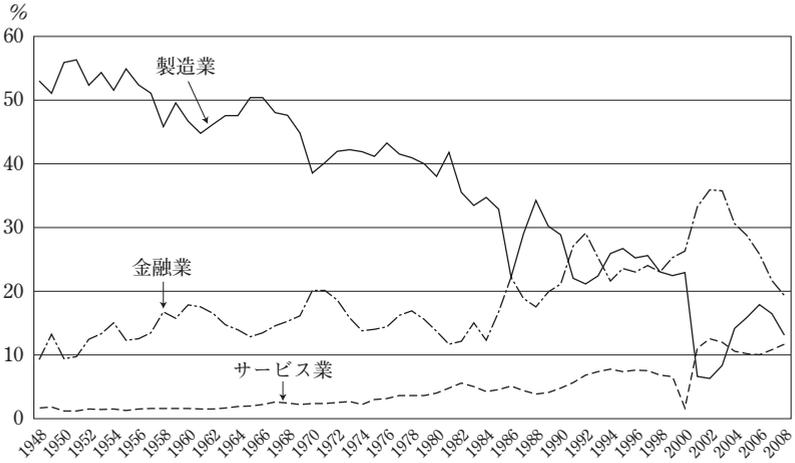
(出所) US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, *Gross-Domestic-Product-(GDP)-by-industry Data*.

(注) 金融業は、金融、保険、不動産、賃貸、そしてリースからなる。

金融部門の利潤シェアは、第二次世界大戦後は10~20%の範囲で比較的安定していたが、1980年代半ば以降急激に上昇し、2002年には約35%を占めるまでになった。さらにアメリカ経済全体の企業利潤源泉を金融部門と非金融部門との比較でみてみると、第二次世界大戦後は非金融部門の約1割程度であった金融部門利潤が1980年代半ば以降に急激に増加し、2002年には約8割にも達している(図表7)。もちろんこの比率は金融市場の変動とともに大きく変動してお

13) 利潤シェアデータはアメリカ商務省経済分析局 (US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis) のNIPA データを利用したが、2001年以降は、産業分類の変更が行われている。例えば、2000年以前のデータには銀行持ち株会社(Bank Holding Companies) が金融部門に含まれていたが、2001年以降のデータではそれは他の持ち株会社と一緒にサービス業として分類されている。本稿では、このカテゴリーを改めて金融部門に加えて、サービス業から差し引いて処理した。ただし、このカテゴリーには金融以外の持ち株会社も含まれている可能性もあり、したがって2000年以前の値と2001年以降の値は必ずしも整合性がないが、持ち株会社のなかでも金融持ち株会社の規模が大きいことが予想されるため、おおむね傾向は示されると考える。

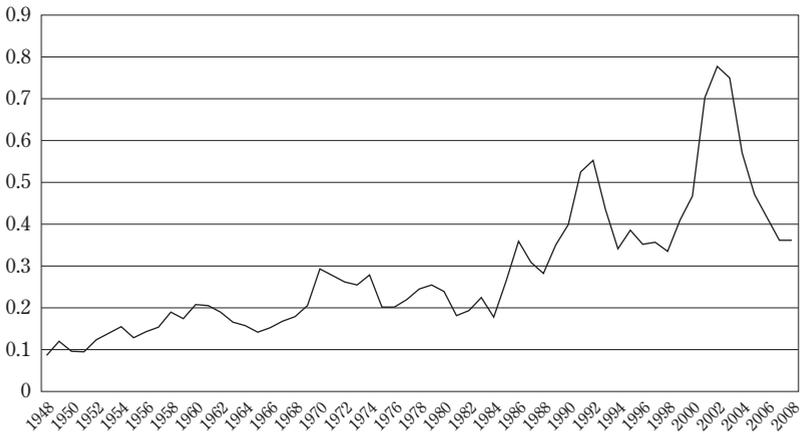
図表 6 利潤シェア推移 (対総利潤比)



(出所) US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, *NIPA Corporate Profits Before Tax*, Table 6.17 B~D.

(注) 金融業は、金融、保険、不動産からなる。

図表 7 金融部門利潤の動向



(出所) US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, *NIPA Table 6.16 Corporate Profits by Industry*, <http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp>

(注) 非金融業利潤に対する金融業利潤の割合

り、今後もこの傾向が持続するかどうかは予断を許さない状況である。しかしながら資本主義経済においては企業利潤が経済活動拡大の主動因なのであり、このことはアメリカ経済全体がその利潤源泉を金融機関および金融事業に依存する割合を高めているといえよう。

ところで、アメリカ経済全体における金融機関のプレゼンスが高まる一方で、第二次世界大戦後のアメリカ経済をけん引してきた製造業部門の縮小が顕著である。さらに脱工業化後の主役と目されてきたサービス業はGDPシェアでは金融機関を上回るものの、利潤シェアでは非常に低いシェアしか有していない。このようにアメリカ経済においては、利潤源泉が製造業から金融業へシフトしつつあるという現象が確認されるが、このシフトの原因に関して、Arrighiなどマルクス派を中心とした多くの論者が実物経済部門特に製造業部門における資本過剰を上げている。

例えば Arrighi は金融化を金融拡大と捉えたうえで「金融拡大とは、貿易・生産拡大への資本投下が純粋な金融取引ほどには効率的に資本家層に現金フローを増やす目的をもちや果たせなくなった状況に特徴的なものである」とし、「生産拡大の局面では、貨幣資本は商品（労働力商品と自然の恵みを含む）の大量増加を生みだすが、金融拡大の局面に入ると、今度は大量の貨幣資本が商品資本の形態から解放され、蓄積は金融取引（マルクスの省略定式のMM'にあたる）を通じて進む¹⁴⁾と述べる。また Magdoff, Sweezy, そして Foster らは、アメリカ製造業部門の独占的傾向が当該部門における生産的投資を減少させた結果として資本過剰を生みだし、それが金融機関による他部門への過剰融資や投機的金融取引へと導いたとする¹⁵⁾。Harvey も新自由主義的な経済政策へのシフトの結果として実物経済部門における利潤率の低下と資本の過剰蓄積が生じ、より利潤の高い金融事業投資へと投資を振り向けることで、蓄積のプロセスを再編成すると主張する¹⁶⁾。さらに Amin によると、実物経済部門における利潤

14) Arrighi, G.[1994] *The Long Twentieth Century*, NY: Verso. pp.8-13 (土佐弘之監訳『長い20世紀—資本、権力、そして現代の系譜—』作品社, 2009年, pp.34-40。)より抜粋。

15) Magdoff, H. and P.M. Sweezy [1987] *Stagnation and the Financial Explosion*, NY: Monthly Review Press., pp.141-150.および Foster, J.B. and H. Magdoff [2009] *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, NY: Monthly Review Press., pp.77-88.

率低下が当該部門での資本過剰を生みだし、こうした蓄積危機を克服するための逃げ道が金融化であったと述べる¹⁷⁾。

以上の見解の特徴は、実物経済活動における蓄積危機あるいは資本過剰が金融化をもたらすという因果関係を想定している点にある。この見解に対しては、いくつかの検討課題もあるため、ここでその問題の所在を示しておこう。

第一に、蓄積危機の原因に関する点である。例えば Arrighi は、1950～60年代を資本主義経済における世界大での生産拡大局面とし、この生産拡大自体の結果として資本主義世界経済での競争圧力が増加し、大量に資本が生産的的局面から引き上げられユーロ市場に投じられたことが金融拡大の契機となったとする。つまり蓄積危機の原因として資本主義経済間の製品市場を巡る国際競争圧力の高まりを金融化の原因としているのである¹⁸⁾。これに対して Sweezy によると、金融化は、独占的／寡占的企業の台頭という資本の独占化の帰結とされる。具体的には、独占化は独占的利潤を増加させる一方で、独占的市場の形成により消費需要および生産的投資需要を減少させるという矛盾した帰結を生み、最終的には1974～75年の景気後退を契機として過剰資本が金融的投機および負債による総需要の補完に向かったとする¹⁹⁾。この独占化を原因とする Sweezy らの見解は、非金融企業が内部資金ではなく外部資金に依存することで投資活動を行っていること、また1980年代後半以降はいわゆる非金融企業のリストラクチャリングが展開されており、大企業組織は独占化とは逆の傾向をみせていることに関して十分な説明を行っていない点で検討の余地がある。

16) Harvey, D. [2003] *The New Imperialism*, Oxford: Oxford University Press, chp.4.(本橋哲也訳『ニュー・インペリアルイズム』青木書店, 2005年。)および Harvey, D.[2005] *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford: Oxford University Press, chp.6.(渡辺治監訳『新自由主義—その歴史的展開と現在—』作品社, 2007年。)

17) Amin, S.[2003] *Obsolescent Capitalism*, NY: Zed Books., pp.50-52.

18) Arrighi, G. [1994] *op.cit.*, pp.298-301.(邦訳 pp.456-458)。また Brenner, R.[2002] *The Boom and the Bubble*, NY: Verso.(石倉・渡辺訳『ブームとバブル—世界経済のなかのアメリカ—』こぶし書房, 2005年。)は、アメリカ経済において、国際競争圧力によって製造業部門の利潤率が低下し、その結果として生じる景気後退が金融的バブルによって回避されるプロセスを描いている。

19) Sweezy, P.M.[1997] “More (or less) on globalization,” *Monthly Review*, vol.49, no.4., p.4. また Foster, J.B. and H. Magdoff [2009] *op.cit.*, chp.3は、過剰資本が負債拡大に向かうことで総需要を補完する態様を「独占＝金融資本 (Monopoly-Finance Capital)」と規定し、Sweezy らの見解を発展させている。

第二の論点は、蓄積危機と金融化の因果関係についてである。上述の Arrighi や Sweezy らの見解は、蓄積危機の原因に関しては見解の相違があるものの、実物経済活動における蓄積危機が金融化の原因であるとしている点で共通している。これに対して、Palley は金融化が実物経済における蓄積危機をもたらしているとして、Arrighi や Sweezy らの見解とは逆の因果関係を指摘している²⁰⁾。具体的には、金融化によって非金融企業が株主重視の経営スタンスをとるようになった結果、株主資本に対する利益率を高めるための負債増加やその支払いに利潤が振り向けられるようになり、実物的投資の減退とアメリカ経済全体の成長率低下が生じたと指摘する。同様の見解が Stockhammer や Orhangazi によっても展開されている²¹⁾。Stockhammer はポストケインジアン立場から、非金融企業経営における株主重視経営へのシフトとそれによる金融資産への投資拡大を金融化と捉えたうえで、この金融資産投資の拡大が物的資本投資の蓄積および経済成長率に負の影響を及ぼすかどうかを検証しており、最終的にはアメリカ経済の成長率低下の1/3が金融化によって生じたと推計している。Orhangazi は利潤のうち配当や自社株買いという形で株主への配分が行われるようになった結果、実物投資がクラウドアウトされ、全般的に経済成長率が低下しているとする。Palley らの見解は確かに金融化の原因というよりもむしろ帰結として蓄積危機の役割に着目しているが、その背景には金融化を新自由主義的政策への転換の帰結と捉える傾向があるからだと思われる。

金融化の原因としての新自由主義的政策展開に着目する見解として Crotty の見解があり、新自由主義的経済政策とその帰結としての金融化が実物経済部門における蓄積危機を発生させていると想定している²²⁾。具体的には、一方で新自由主義は実物経済部門に対しては競争圧力の増大とそれによる総需要の減

20) Palley, T.[2007] “Financialization : What It Is and Why It Matters,” *Working Paper Series*, no.153, The Levy Economics Institute.

21) Stockhammer, E.[2004] “Financialization and the slowdown of accumulation,” *Cambridge Journal of Economics*, vol.28, no.5, pp.719-41., Orhangazi, O.[2008] *Financialization and the US Economy*, Mass. : Edward Elger, pp.81-133.

22) Crotty, J.[2005] “The Neoliberal Paradox : The Impact of Destructive Product Market Competition and ‘Modern’ Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era,” in G.A. Epstein ed.[2005] *Financialization and the World Economy*, Mass. : Edward Elger, pp.77-110.を参照した。

退をもたらし、他方で1980年代初頭以降の金融規制の自由化が金融化を生みだし、それが実物経済部門から金融部門への金融的支払いを増加させることで実物的投資を減退させるという形で蓄積危機が生じるとする。この見解は、実物経済部門における蓄積危機が金融化を生み出すのではなく、逆に新自由主義に起因する金融化が実物経済部門の蓄積危機をもたらすとしている点に特徴がある。

蓄積危機と金融化の因果関係に関する見解の相違は、金融化のもとで生じる金融危機とその評価においても異なる帰結を生み出す可能性がある。まず蓄積危機が金融化の原因であるとする見解から見てみよう。例えば Foster および Magdoff は、金融化が実物経済部門における蓄積危機を原因として生じると考えているので、金融化が進んだ状況での経済的危機に対する処方箋は、金融部門の規制による金融化の抑制だけではなく、急進的な改革を通じた独占＝金融資本に替わる社会経済体制の構築であるとする²³⁾。また Arrighi は、資本主義経済体制の中心国すなわち覇権国での金融化は、実物経済部門における新興経済の台頭の帰結であり、したがって金融化のもとでの金融危機は、実物経済部門で台頭しつつある新興経済を中心とした覇権システムおよび新たな生産拡大の局面への移行によって解消されるとする。

これに対して新自由主義的経済政策ないし、それによる金融化が実物経済部門の蓄積危機を引き起こすとする Palley らの見解によると、金融危機への対処法は、金融システムの新たな規制による金融化の抑制および新自由主義的経済政策に替わる経済政策体系の転換ということになる。現在、オバマ政権下で行われている経済危機対策は基本的に今回の危機の原因が金融部門にあるとの認識に立ち、金融システムの規制監督体制の強化を中心とした政策構想が展開されているようである。しかし、仮に、金融化の原因が実物経済部門における蓄積危機にあるならば、実物経済部門における資本過剰の解消ではなく金融規制による金融化の抑制という政策は対症療法であり、根本的問題解消策とは必ずしも言えなくなる。

23) Foster, J.B. and H. Magdoff [2009] *op.cit.*, pp.108-109.

以上の蓄積危機の原因及び蓄積危機と金融化との因果関係についての論点に関してはより詳細な研究が必要であり、本稿では論点の指摘のみに留めておくが、以下では今後の研究課題設定のために、金融化のもとでの実物経済部門の状況について、現状の把握とそれに関するさらなる問題点を抽出しておこう。

[2] 非金融企業における金融化の現状

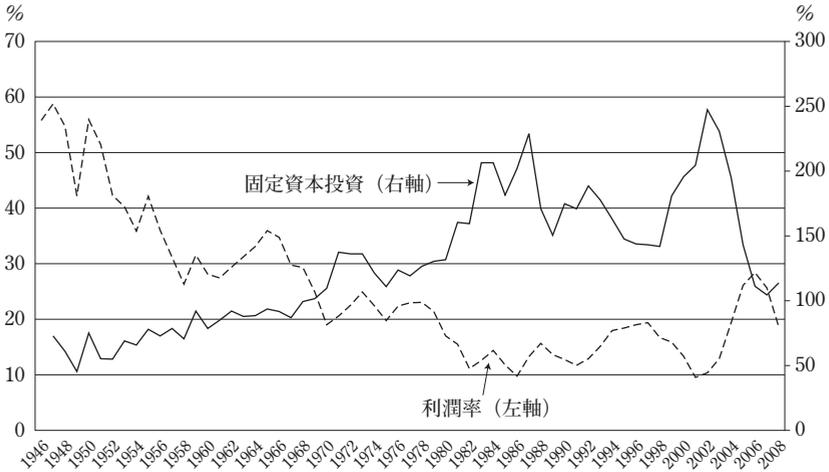
2.1. 非金融企業における利潤および投資の動向

図表8は非金融企業部門における利潤と固定資本投資の動向を示したものである。まず利潤率が第二次大戦後から1970年代まで低下していることが分かる。その後の1980年代以降は低下傾向が緩和され2000年代前半には大きく回復しているが、それでもアメリカ経済の黄金時代と言われた1960年代やそれ以前に比べると依然として低い水準にある。このように利潤率が低下ないし停滞傾向をみせる一方で、興味深いのは非金融企業部門における固定資本投資（構築物および設備・ソフトウェアなどへの投資（フロー）／前年利潤）が高い水準で行われていることである。固定資本投資は1960年代末から増加傾向にあるが、1980年代前半および1990年代末には大きく増加している。その後、2000年代前半には利潤率が上昇する一方で、固定資本投資は急激に減少している。

以上の現象は、非金融部門において利潤率が低水準にあるにもかかわらず固定資本投資が高い水準で維持されているのはなぜかという問題を提起している。前章でみたように金融化に関する議論では、因果関係は別として、実物経済部門の縮小と金融部門の拡大が生じると想定する見解が多くみられた。例えば、Sweezy, Magdoff, そして Foster などの独占資本学派は独占状態のもとでの設備稼働率低下など資本過剰状態を前提として、非金融部門が固定資本投資を抑制し、過剰資本が金融部門を経由して金融化を引き起こすと想定している。確かに利潤率の低下は生じているものの、彼らの想定とは異なり非金融企業部門による高水準の固定資本投資が維持されているのである。

他方で金融化論のなかには、Krippnerのように非金融企業の金融資産保有の拡大とその結果としての金融所得の拡大を指摘する見解がある²⁴⁾。Krippnerは

図表 8 非金融企業の利潤と固定資本投資



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table F102 and Table B102.

(注) 利潤率は利潤を固定資本ストックで除したものの、固定資本投資は固定資本投資（フロー）を前年利潤で除したものの。

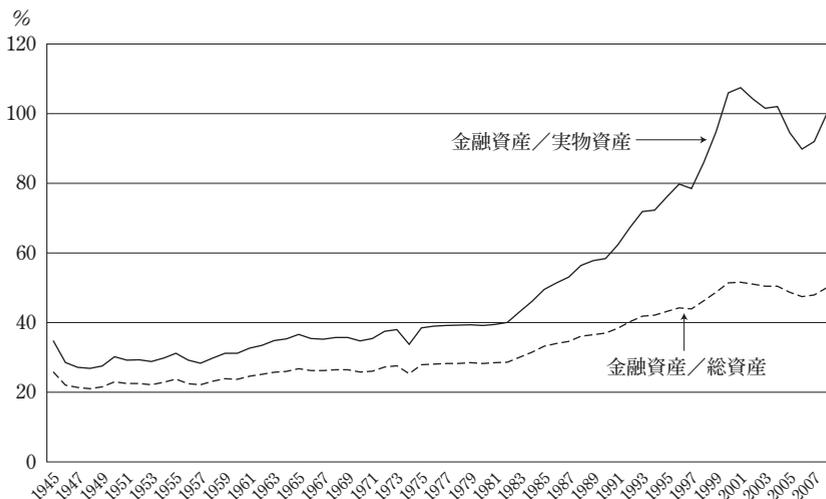
製造業から金融部門への産業構造のシフトにより金融化現象が生じているのではなく、非金融部門が存続しながらもその活動が金融的活動にシフトし、利潤源泉も生産的活動から金融的活動にシフトしていると指摘する。そこでまず非金融企業部門の資産構成および金融的所得の動向を見てみよう。

非金融企業が保有する実物資産残高および総資産残高に対する金融資産残高の比率をみると1980年代以降急激に上昇しており、2000年には金融資産残高が実物資産残高を上回る事態が生じている（図表9）。このことは非金融企業が獲得した資金（他人資本および自己資本）が固定資本投資を通じた実物資産の取得だけではなく金融資産取得という形態でも使われており、その結果、金融資産残高が実物資産残高とほぼ同規模になっていることを示している²⁵⁾。

非金融企業が金融資産保有を増加させるなかで、非金融企業の所得源泉にお

24) Krippner, G.R. [2005] “The financialization of the American economy,” *Socio-Economic Review*, vol.3, no.2.

図表 9 非金融企業の金融資産動向



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table B102.

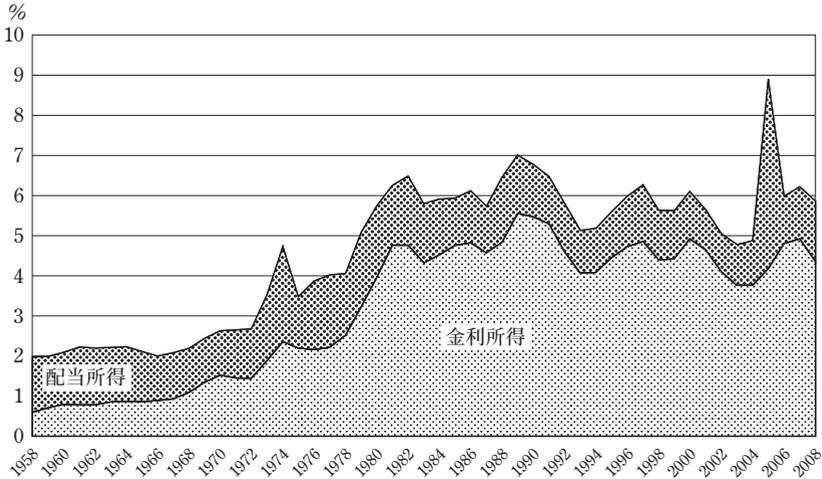
いても金融的所得が増加しつつある (図表10)²⁶⁾。非金融企業の総付加価値に対する金融所得 (ここでは金利所得及び配当所得) の比率をみると、1960年代は約 2%程度であったのが、1980年代以降には 6%程度にまで上昇している²⁷⁾。さらに Krippner によると、非金融企業のなかでも製造業部門における金融的

25) ただし、この点に関しては統計上の問題があるので、性急な判断は避けなければならない。この金融資産残高の統計は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table B102に基づいているが、これによると2000年代の金融資産残高の約70%が「その他金融資産」であり、具体的な形態が不明である。この「その他資産」の中にはいわゆる「のれん」などが含まれている可能性があり、したがって純粋な金融資産の増加かどうかを統計上で断定することはできない。この点に関しては、実態調査を含む今後の詳細な研究が待たれるところである。

26) ここでは統計上の問題により直接的に企業利潤との比較ができないため、金融所得の総付加価値比を示している。この点に関しては、今後、詳細な企業財務統計の入手と分析によって補完することにする。

27) 内国歳入庁 (IRS: Internal Revenue Service) はポートフォリオ所得として、金利所得および配当所得に加えて、キャピタルゲインを含むデータを示している。キャピタルゲインも含めてデータを提示したいところであるが、IRSのデータは1985年までしか公表されていないので、ここでは利用しなかった。

図表10 非金融企業の金融所得（対総付加価値比）



(出所) US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, *NIPA*, Table 1.14, Table 7.10, and Table 7.11., <http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp>

所得（ここでは金利所得・配当所得にキャピタルゲインを加えたもののキャッシュフローに対する比率）の増大が著しく、2001年時点ではキャッシュフローの大半を金融的所得が占める状態であった²⁸⁾。

こうした金融的所得は、具体的には非金融企業部門の金融事業によって獲得されていると思われる。例えば、最近破たんした GM (General Motors) は GMAC と呼ばれる金融子会社を2006年まで保有していたが、この金融子会社は自動車関連ローンの提供業務だけでなく、モーゲージ関連業務、さらには証券化業務まで展開し、その収益は一時 GM 全体の6割にもものぼったといわれ、また電気機器大手の GE (General Electric) の金融事業部門である GE キャピタルは、金融危機以前には GE 全体の利益の5割を超えていた²⁹⁾。

Krippner は、以上の非金融企業部門における金融資産保有と金融所得の増加に着目し、利潤が財の取引や生産よりもむしろ金融的チャネルを通じて主に生

28) Krippner, G.R. [2005] *op. cit.*, p.186, Figure5.より。

29) 日本経済新聞, 2009年6月7日付朝刊, 4ページ。

み出されるような蓄積パターンへアメリカ経済が移行しているとする。この見解は、金融化を金融機関の肥大化に見出す部門別分析，すなわち非金融企業部門の縮小と金融部門の肥大化という見解とは異なり，蓄積パターンを軸に金融化現象を把握しようとする試みとして評価できる。つまり金融化は金融部門に限らず非金融企業でも生じているのである。

以上のように非金融企業部門は利潤率が低下する中で，固定資本投資を高水準で維持しながら，他方では金融資産保有を増加させることで金融的所得を増加させている。仮に固定資本投資が減少し，それが金融資産取得に向かいつつあるならば，実物経済活動の縮小と金融の肥大化という金融化論が想定する状況が妥当する可能性がある。したがって問題はやはり固定資本投資がなぜ高水準で維持されているかである。この非金融企業による固定資本投資の増加に関しては，多様な要因が考えられるため，今後の研究課題としておき，本稿では問題の指摘に留めておく。

2.2. コーポレート・ガバナンスの変化

— 株主価値経営と金融的支払いの増加 —

非金融企業の投資行動の基礎となる非金融企業の経営は利害関係者重視の経営スタンスから株主重視の経営スタンスに大きくシフトしていることが，金融化現象に注目する多くの見解によって指摘されている。

例えば Lazonick and O'Sullivan は，企業経営における株主価値の台頭についての歴史的分析において，以下のような企業戦略における変化を指摘する³⁰⁾。非金融企業は1970年代までは，長期的収益拡大という観点から利潤の「留保と再投資」と呼ばれる企業戦略を採用していたが，1960年代の企業コングロマリット化やその後の国際競争圧力の高まりの中で企業パフォーマンスが悪化し，他方で投資ファンドや年金基金などの機関投資家の台頭により，1980年代初頭以

30) Lazonick, W. and M.O'Sullivan [2000] "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance," *Economy and Society*, vol.29, no.1, pp.15-16. および O'Sullivan, M.[2000] *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Cambridge: Oxford University Press., pp.186-231. を参照した。

降、「労働力のダウンサイジングとより高い株主への収益分配」という戦略へ転換したとする。その際、金融は投資が行われる際に単に受動的に振舞うのではなく、企業収益を株主に配分するという点でアメリカの企業戦略の転換に積極的な役割を果たしていると指摘する。そこで以下では、金融がどのような経緯で企業利潤を株主などに積極的に配分しようとしたか、またそれによって「留保と再投資」の戦略がどのように変化したのかを見てみよう。

非金融企業の戦略転換の契機となった金融面での変化は、企業支配権市場の拡大、機関投資家による企業経営への関与、そしてストックオプション導入であろう。企業支配権市場の拡大と機関投資家の台頭に関しては既に述べたので、ここではおもに自社株買いとストックオプション導入に関して述べることにする。上述したように、1980年代以降に企業支配権市場が拡大し、また株式保有に関する機関化が進展することで、非金融企業は株主利益重視経営への転換を迫られるようになった。これに対して非金融企業経営者は自社株買いや特別配当、そして各種の敵対的買収防衛策を導入することで抵抗した。特に自社株買いは自社の既発行株式の流通量を減少させることで買収側の株式保有比率を引き下げ、同時に自社の株価を引き上げることによって買収コストを引き上げる狙いがあった。しかし自社株買いは同時に株価上昇をもたらすという意味では株主価値を向上させるように作用するものでもあった。

1990年代になると、所有と経営の一致を主張する主流派経済学とりわけエージェンシー理論の流れに乗る形で、ストックオプション付与を通じた経営者の規律付けが浸透することになった³¹⁾。周知の通り、ストックオプション制度は、

31) エージェンシー理論の立場からアメリカ企業の内部統制システムが企業経営環境の変化に対して非効率であることを指摘した文献として、Jensen, M.[1993]“The Modern industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems,” *Journal of Finance*, vol.48, no.3, pp.831-880.を挙げておく。また企業経営者を含む従業員に対する企業保有（つまり自社株保有などストックオプション）による動機づけの必要性を主張した文献としてはJensen, M. and K. Murphy [1990] “CEO Incentives-It’s Not How Much You Pay, But How,” *Harvard Business Review*, vol.68, issue 3, pp.138-149., および Blair, M.M.[1995] “Corporate ‘Ownership,’” *The Brookings Review*, vol.13, no.1, pp.16-19.を挙げておく。なお、ストックオプションの導入には経営者を株主利益と一致させるという目的以外に、ストックオプションを費用計上せずに済むという財務上の理由もあったといわれる。

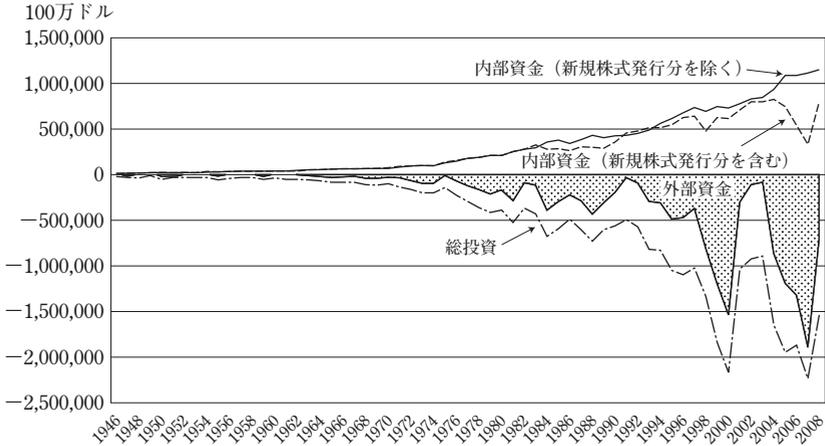
経営者に対してはストックオプション行使により巨額の報酬を獲得する可能性を与えるものであり、その際、経営者は自社の株価を引き上げることにより巨額の報酬を獲得することが可能になる。この制度のもとでは経営者自らが株主となるのであり、自社株買いはそうした株主に直接的に報酬を支払うという意味で金融的支払いであり、また経営者は株価を引き上げるインセンティブを持つという意味で、間接的に他の株主にも利益を供与していることになる。

この自社株買いの拡大は非金融企業の「留保と再投資」戦略に対して変化をもたらしたと考えられる。アメリカの企業金融の伝統的特徴は潤沢な内部資金とそれに基づく実物資本への再投資にあった。しかし1980～90年代以降、内部資金が自社株買いの原資として充当され、株主への支払いが増加した結果、内部資金では実物投資だけでなく増加している金融投資のための資金需要をカバーすることができなくなっている。図表11は企業の内部資金、総投資、そして外部資金すなわち負債の動向を示したものである。その際、内部資金は、利潤から税および配当を差し引いたものに新規株式発行を加えたものとしている。自社株買いによって新規株式発行がマイナスとなる場合には、内部資金は、その分減少することになる。これによると新規株式発行による資金調達額は1980年代以降とくに1990年代後半および2000年代前半にマイナスになっており、自社株買いのために内部資金が減少していることが分かる。他方で、上述したように非金融企業は固定資本投資及び金融資産取得を拡大させており、その結果、これらの投資と内部資金との差額を埋め合わせるために、多額の負債を負うようになっているのである。

以上の企業経営の転換は非金融企業の株価収益率と債務比率の上昇という形でも把握される。図表12はいわゆるレバレッジ効果を示す負債／純資産比率³²⁾と株主側から投資判断基準となる株価収益率（PER：price earnings ratio）を示したものである。負債残高の純資産に対する比率をみると1980年代から1990年代初頭にかけて30%弱から50%強にまで急激に上昇し、1990年から現在まではその比率は横ばいか若干の低下をみせているが、依然として高い水準にある。

32) ここでの負債残高は信用市場負債残高（Credit market instruments liabilities）のみを対象としており、買掛金などおよびその他負債は除いている。

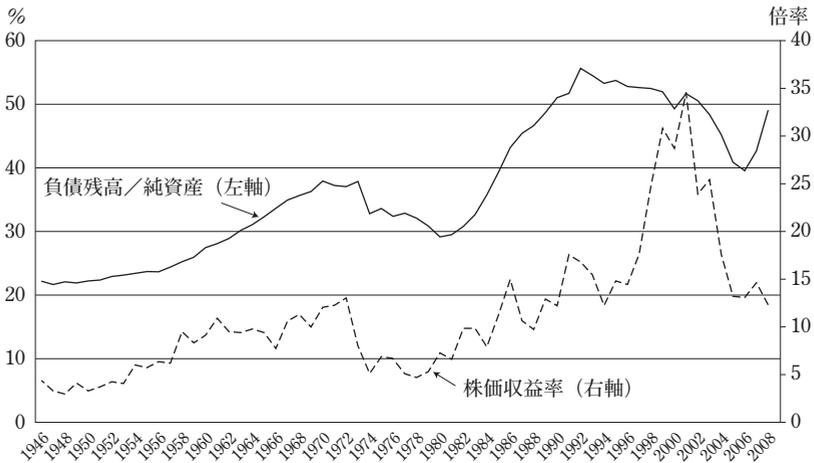
図表11 非金融企業の内部資金と外部資金



(出所) Federal Reserve Board of Governors, *Flow of Funds Accounts*, Table F102.

(注) 内部資金は、利潤から税および配当を差し引き、新規株式発行額を加えたものである。自社株買いによって新規株式発行がマイナスとなる場合には、内部資金は、その分減少した値となっている。総投資は実物資産投資及び金融資産投資の合計。

図表12 非金融企業の債務比率および株価収益率



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table F102 and B102.

(注) 株価収益率は株式時価総額を利潤で除したものの。

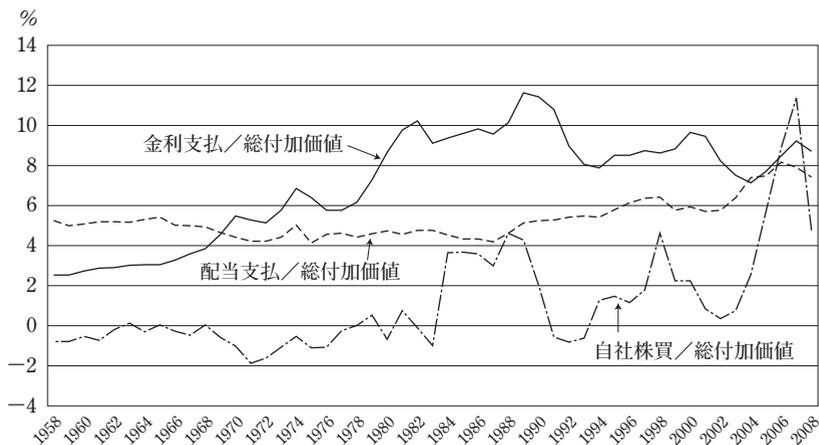
このデータは、非金融企業が内部金融から外部金融へと移行しつつあることを示すだけでなく、負債を利用した株主利益の向上策であるレバレッジ効果を目的とした戦略が展開されていたことも示していると思われる。上述したように1980年代にはLBOと呼ばれる負債の梃子を効かせた買収が活発化し、これが企業債務拡大をもたらしたといわれる。

この負債という梃子は一般的に財務リスクを増大させるが、他方では自己資本に対するリターンも同時に増幅させるという効果を持つ。つまり少ない自己資本で残余を負債によって調達し、企業価値すなわち株価を低下させずに債務を返済することができれば、自己資本に対するリターンが大幅に上昇するという仕組みである。言うまでもなくデフォルトが生じたり、株価が大幅に下落したりする場合には破綻あるいは自己資本に対するリターンが大幅に低下する可能性があり、その意味で高リスク高リターンの経営が行われることを意味する。こうした負債の役割について Baker and Smith は外部負債を、デフォルトの恐れを通じて企業経営者の行動を規律づけ、非金融企業の経営改革を果たす重要な手段として位置づけている³³⁾。こうした高レバレッジ経営は買収ファンドによるだけでなく、ストックオプション保有を通じて株主となった経営者によっても波及されることになる。

LBO が活発化した1980年代以降、いわゆる株価収益率も上昇に転じている。買収ファンドは株価収益率の低い企業を対象に買収を仕掛けていったが、それが1980年代後半の株式ブームを呼び、利潤に対する株価の上昇をもたらしたのである。言うまでもなくこうした株価上昇は買収側自己資本に対するリターンを大きく増加させたと考えられる。その後、株価収益率は1990年代後半に大幅に上昇し一般的に適正と呼ばれる20倍を超え2000年には30倍以上にも達した。この1990年代後半の上昇については、連邦準備制度による金融緩和やITブームなど様々な要因が考えられるが、非金融企業によるストックオプション制度の導入も影響したと思われる。

33) Baker, G. and G. Smith [1998] *The New Financial Capitalist: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, NY: Cambridge University Press., chp.2 (岩村充監訳『レバレッジド・バイアウト—KKRと企業価値創造』東洋経済新報社, 2000年, 第2章。)

図表13 非金融企業の金融的支払い（対総付加価値比）



(出所) 総付加価値は US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, NIPA, Table 1.14. 金利支払は同左 Table 7.11. 配当支払は同左 Table 7.10. 自社株買は Federal Reserve Board of Governors, Flow of Funds Accounts, Table F102.

(注) 自社株買は、自社株買総額から新規株式発行総額を差し引いたネット値を指している。

以上の非金融企業による債務比率の上昇は金利支払を増加させ、これに株主資本に対する配当や自社株買いなど株主への支払いを加えた金融的支払いの増加を引き起こしていると考えられる(図表13)。金利支払いは1980年代を中心に対総付加価値比で10%程度にまで増加し、それ以降も高水準で推移している。配当支払いは比較的安定的に推移しているが、それでも1980年代以降上昇しており2000年代には約8%の水準に達している。また自社株買いは1980年代後半以降急激に上昇しており、1990年代前半および2000年代前半に減少したものの、1980年代以前と比較すると高い水準で行われている。こうした金融的支払いの増加は、金融機関及び株主らの所得増加に帰結することになるのであり、利潤源泉における金融所得の増加と並んで非金融企業の金融化を示すもう一つの指標となるであろう。

最後にコーポレート・ガバナンスの変化が非金融企業の雇用や投資に及ぼす影響に関する見解を紹介しておこう。一般的に株主価値重視経営は、非金融企業のリストラクチャリング(事業再構築)を推進したといわれるが、この事業

再構築に関する評価は大きく分かれている。例えば、O'Sullivan は事業再構築過程で行われる労働力のダウンサイジングに着目し、それが、企業経営が労働者など企業利害関係者のためのものでなく株主のためであり、したがって労働力のダウンサイジングによって増加した利潤を株主に再分配するための手段であるとする³⁴⁾。また上述したように Crotty は金融的利潤が実物経済部門の利潤を基礎としており犠牲にして増加するとの前提に立ち、非金融企業の金融的支払いの増加が非金融企業による投資を抑制することになるとする³⁵⁾。

金融化に関する他の多くの研究がコーポレート・ガバナンスの変化が非金融企業の生産的活動を抑制する傾向を指摘する一方で、Panitch and Gindin は金融化が実物経済部門における資本蓄積を促進するとする。彼らは、「金融機関は、企業や政府に対する規律付けの影響力を行使するだけでなく、さらに企業や部門を超えて資本の再分配を行ったり、技術の普及を支援したりすること（すなわち、相対的に非効率な企業からの素早い撤退、リスクは高いが革新的な新規事業への支援、新しい技術の旧部門への普及）によっても、その役割とパワーを強化した」³⁶⁾と述べ、実物経済部門における慢性的な過剰生産能力が、金融機関の台頭によって解消再編されるとする。この見解は、ベンチャーキャピタルを通じて IT 関連の新産業が台頭した状況に当てはまると思われるが、大規模な金融危機が発生し、まさにその危機によって過剰生産能力が清算されようとしている現在では、その妥当性に関して検証が求められるだろう。

以上、非金融企業における金融化の現状を見てきたが、非金融企業の金融化は利潤率の低下を契機とした資本過剰と、その実物資産投資から金融資産投資への全面的な移行という単純なものではなく、金融資産投資の拡大と金融的所得の増加が生じる一方で、固定資本投資の拡大、債務拡大、そして金融的支払いの増加というもう一つの傾向を示す複雑な過程を辿っている。今後はこれらの現象を包括したうえで金融化との関連を説明することが研究課題となる。

34) O'Sullivan, M. [2000] *op. cit.*, pp.188-210.

35) Crotty, J. [2005] *op. cit.*, p.100.

36) Panitch, L. and S. Gindin [2004] "Finance and American Empire," in Panitch L. and C. Leys eds., *The Empire Reloaded, Social Register 2005*, London: The Merlin Press., p.67. (渡辺・小倉訳『アメリカ帝国主義と金融』こぶし書房, 2005年, p.75。)

〔3〕家計部門の金融依存拡大と資産格差

金融化に関する研究は、金融機関および非金融企業の動向に焦点を当てているものが多い。しかし企業部門における所得が金融関係者により多く分配されるなかでどのように生活水準を維持しようとしているのか、また経済全体で見れば消費需要不足傾向がどのようにして補完されているのかという問題点からも重要な分析対象である。以下では、家計部門における資産負債状況と格差に焦点を当てることにする。

3.1. 家計部門の資産負債状況

まず金融資産保有動向からみてみよう。家計部門が保有する金融資産の可処分所得に対する倍率は、1970年代に約3倍程度にまで低下したが、1980年代半ば以降上昇に転じ、とくに1990年代後半および2000年代前半には5倍程度にまで上昇している（図表14）。しかしこの可処分所得に対する倍率は、株式市場の変動によって大きく左右されており、1970年代の低下は株価が低迷した「株式の死」の時代に、2000～2002年の低下はITバブル崩壊に、そして2008年の低下はリーマンショックに端を発する金融危機に起因すると考えられる。

家計部門の総資産に対する金融資産の割合は1990年代に上昇したが、2000年以降は下落し、1970年代に次いで第二次世界大戦以降低い水準となっており、非金融企業の動向とは異なる傾向をみせている。これは金融資産そのものの減少ではなく、住宅資産を中心とした実物資産が2000年以降増加していることに起因する。第1章で指摘したように、証券化やリスクの市場化を背景に金融機関による不動産関連融資が増加しており、家計部門もITブームの崩壊による金融資産の縮小を補うために住宅資産保有を増大させた結果、金融資産／総資産の比率が2000年代以降低下したと考えられる。ところで近年の住宅資産保有は、居住そのものを目的とするだけでなく、住宅資産価値の上昇とそれによるキャピタルゲインを目的としたものも多くなっているといわれる。仮に住宅資産保有目的が資産運用的側面を持つならば、家計部門はかなりの金融資産保有を持つと考えられる。しかし、住宅資産保有のうちどの程度が資産運用目的で

図表14 家計部門の金融資産動向



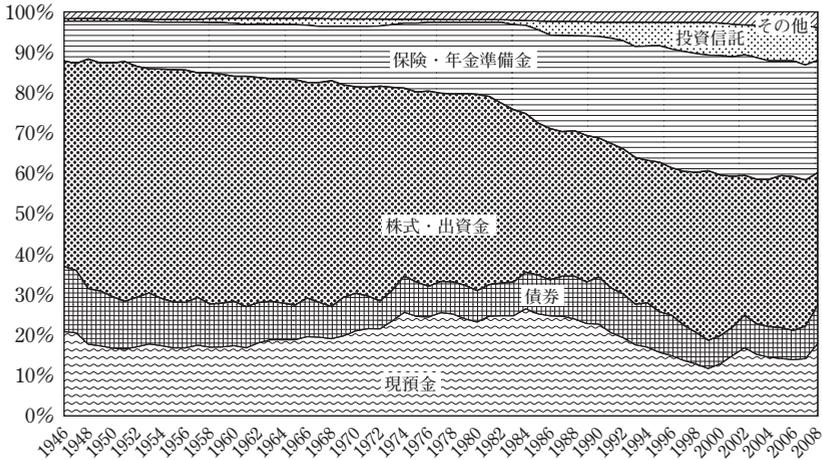
(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table F100 and B100.

の保有なのかについて統計的に把握するのが困難であり、今後の研究の進展が待たれるところである。

次に、家計部門が保有する金融資産構成をみてみよう（図表15）。2008年時点で株式・出資金、保険・年金準備金、現預金、債券、そして投資信託の順で多く保有されているが、この構成は1970年代以降、大きく変化しており、株式・出資金、現預金のシェアが低下したのに対して、保険・年金準備金や投資信託のシェアが増加している。ところで株式保有の機関化現象として既に指摘したように保険・年金準備金および投資信託は資金の多くを株式に投じる傾向があり、その意味で、家計部門は現預金など低リスク資産の保有を減少させる一方で、金融資産をリスク資産に投じる傾向がみられるようになってきている。また機関投資家を通じた株式保有の拡大は家計部門が間接的に企業経営に影響力を持つようになったとも考えられる。

以上の家計部門による比較的高い金融資産保有の拡大は1970年代以降に生じた多くの要因が重なって生じているが、主要なものとして次の二要因が挙げられる。第一に1970年代のインフレーションを契機に家計部門が銀行預

図表15 家計部門の金融資産構成



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table B100.

金から投資信託などへ資産をシフトさせたことがあげられる。物価上昇率が1933年銀行法によって規制されていた銀行預金金利を上回るようになり、その結果、家計部門は金融資産価値の保全を求めて、銀行預金からMMF (Money Market Fund) など市場金利と連動可能な資産へとシフトさせ始めた。これが契機となり、その後、家計部門はMMF以外の投資信託商品の保有を拡大させるようになった。

第二に従業員退職所得保証法 (ERISA: Employee Retirement Income Security Act of 1974) の成立や1978年米国内国歳入法 (Internal Revenue Code of 1978) 401k 条項 (確定拠出型年金制度) の導入などによる年金制度改革があげられる。1970年代には株式市場の低迷が生じ、アメリカの企業年金の多くが退職金あるいは年金の支払いに困難をきたすようになった結果、ERISA 法によって確定給付型年金の受託者である企業の責任が強化された。さらに1975年に株式売買委託手数料が自由化されるなどした結果、確定給付型年金基金は年金及び退職金を確保するために、高い運用パフォーマンスを求めた積極的な資産運用を展開するようになった³⁷⁾。また、確定拠出型年金制度である401k は、拠出金

および拠出金の運用益に対する課税を繰り延べる税制優遇措置を含むものであり、従業員はこの制度を利用することで株式ならびに投資信託の保有を拡大させている³⁸⁾。

こうした年金基金や投資信託など機関投資家による資産運用構成は株式を中心とした市場性金融商品が中心となっている。例えば年金基金は運用資産の約50%を株式で運用しており、これに投資信託や生命保険を加えた機関投資家全体の株式保有総額は、2000年代半ばで株式市場総額の45%にまでに達している。もちろん投資信託や生命保険には家計部門以外の企業部門なども資産運用を委託していると考えられるので、機関投資家が保有する株式すべてが家計部門を資金源としているとは言えない。しかし、それでも家計部門が保有する株式は、機関投資家を通じて間接的に保有するものも含めると相当な規模を持っていると推測される。

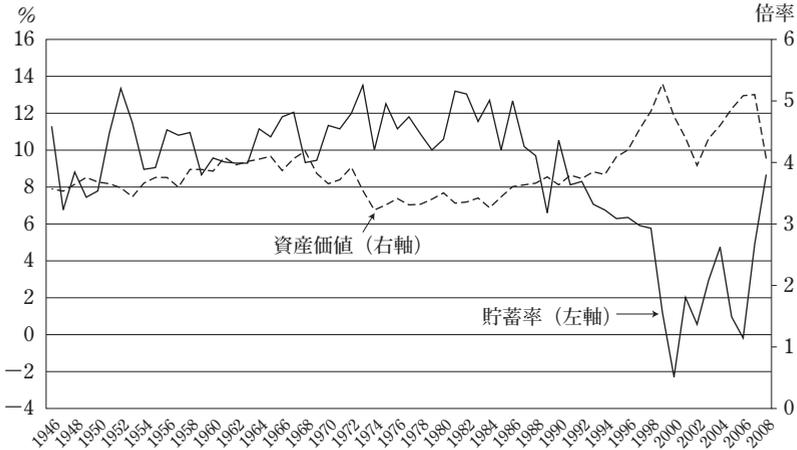
家計部門の直接および間接的な株式保有に関しては、資産効果との関連でアメリカ経済に大きな影響を及ぼしたと予想される。とりわけ1990年代の株価上昇は、資産効果を通じた消費拡大及びその結果としての貯蓄率低下や負債拡大をもたらしたと考えられる³⁹⁾。またITブーム後の2000年代前半には住宅資産価値の上昇が株価下落による逆資産効果を打ち消したと考えられる。その結果、アメリカの家計部門の貯蓄率は1980年代半ばの約12%から2000年にはマイナスにまで低下した(図表16)。こうした貯蓄率の低下は逆にいえば可処分所得の

37) なお ERISA 法では受託者責任の強化がなされる一方で、経営者が企業年金受託者を兼務し、自社株の10%を保有することが可能となった。この自社株保有は敵対的 M&A に対する防衛策として利用されたといわれる。また、企業経営者は年金基金運用収益のうち給付予定額を上回るものについては、企業収益として組み込むことができるようになったが、これも企業経営の金融化を促す一例と考えられる。

38) 1995年には民間年金基金の保有資産残高のうち確定拠出型が確定給付型年金を上回った。現時点では確定拠出型年金が約60%、確定給付型年金が約40%となっている。データは Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table L118b, Table L118cによる。ところで確定拠出型年金の増加については、確定給付型年金の受託者である企業側が運用成績悪化時に企業利潤から補てんすることを回避するために、確定給付型年金から確定拠出型年金への移行を進めたとの見解が多い。これに対して税制面での優遇措置によって従業員自らが、所得の一部を確定拠出型年金に振り分けたとの見解もある。

39) Fernandez, F.A. and K.L. Brandon [2006] "Retirement Savings: By The Numbers," *SIA Research Report*, vol.VII, no.3, pp.3-40.を参照した。

図表16 家計部門の貯蓄率と資産価値



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table F10 and L100.

(注) 貯蓄率は個人貯蓄総額／可処分所得である。資産価値は(金融資産価値と不動産価値の合計)／可処分所得。

大半が消費に回されることを意味し、したがって資産価値の上昇が消費需要拡大を通じて景気拡大につながる効果を持つことを意味する。

こうした資産効果による消費拡大を背景に、アメリカ経済がフォーディズム型の経済成長体制から金融主導型経済成長体制に移行しつつあるとの議論が出されている。例えば Boyer は、資産効果を消費需要の源泉の一つとした金融主導型経済成長レジームの出現に関して分析している⁴⁰⁾。Boyer は金融主導型経済成長体制の特徴を、労働者の所得源泉における資産の存在、資本市場での高リターンを実現する企業経営、そして物価よりもむしろ資産価格に焦点を当てた金融政策に求めており、1970年代以降、実質賃金が伸び悩む中でなぜ消費需要が維持されたのかという問題について資産効果を通じた需要補完を軸とした説明を与えている。確かに資産効果については多くの文献が指摘しており、また図表16でも確認したように消費を促進する効果を持つ。

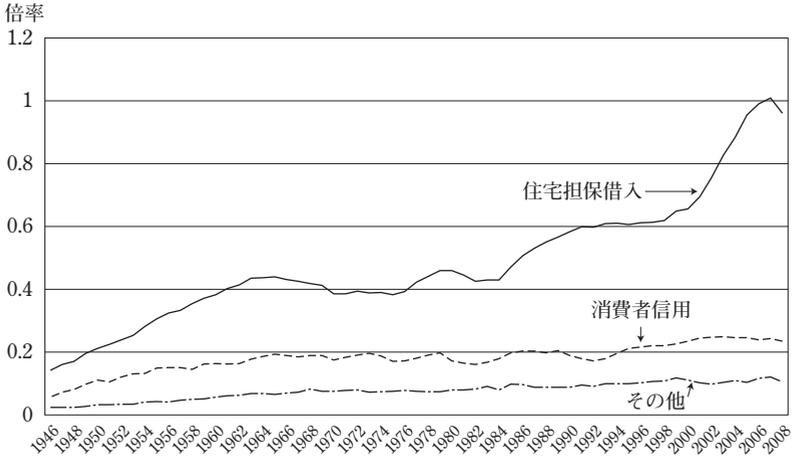
40) Boyer, R.[2000] "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis," *Economy and Society*, vol.29, no.1., pp.111-145.

しかし Boyer の見解は、次の問題点を持つと考えられる。第一に、労働者の所得源泉として資産を上げているが、金融資産保有に関しては非常に大きな格差が存在しており、したがって大量消費という意味での資産効果は限定的ではないかという点である。これまで統計的に家計部門の資産保有動向を見てきたが、この動向はあくまでも全家計部門の平均値であり、そこでは家計間の資産格差については考慮されていない。第二に、消費拡大における負債の役割についてあまり重要視していない点である。資産価格の上昇はそれを担保とした負債の拡大が生じることが知られている。後述するが家計部門は住宅資産価値の上昇を背景に、資産価値上昇部分を担保とした借入を増加させ、消費を拡大させた可能性がある。そして第三に、株式市場や住宅市場の変動と逆資産効果による景気後退に見るように、金融主導型経済成長がフォーディズム型の経済成長に替わる安定的な体制として機能するかという点である。第一の点については所得格差との関連で、次節で検討するので、以下では第二の負債の動向について以下で検討しよう。

前掲図表4でみたように家計部門の負債残高はアメリカ経済全体で見て金融部門に次ぐ大きさとなっており、1980年代以降増加傾向にある。また家計部門の可処分所得に対する負債残高の状況を見ると、1980年代以降とりわけ2000年以降に急激に上昇していることが分かる（図表17）。この負債残高の増加は主に住宅担保借入（Home Mortgage）によるものであり、1980年代後半および2000年代前半に急増している。2000年代前半は、ITバブル崩壊による金融資産減価が生じた後に、いわゆるサブプライムローンなど住宅関連融資が拡大した時期に対応している。

こうした家計部門における負債残高上昇の要因としては、住宅資産価値上昇期待が考えられる。金融資産とは異なり住宅資産価値は1980年代以降安定的に上昇しており、2000年代には上昇が加速している。この住宅資産価値の上昇は家計部門に対して住宅価格が上昇し続けるという期待を抱かせたようだ。こうした住宅資産価値が上昇する場合は、返済が滞る場合には住宅を売却することで債務の返済が可能になる。さらには住宅資産価値上昇部分のみを担保とした二次モーゲージを利用するケースも生じる。例えば、アメリカの家計部門は、

図表17 家計部門の債務残高動向



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table B100.

(注) データは可処分所得に対する倍率。

住宅純資産価値（住宅資産価値から住宅負債額を差し引いたもの）の部分を保険に入れる借入であるホームエクイティ・ローンや住宅価値上昇を前提としたリファイナンスによって価値上昇部分の借入を増加させたといわれる。なかには住宅資産価値上昇によるキャピタルゲイン目的など資産運用の一環として借入を行うケースもあった⁴¹⁾。このように家計部門は可処分所得に基づく借入および返済という金融行動から資産価値に基づく金融行動への変化をみせていると考えられる。こうして家計部門は、住宅資産価値の上昇をもとに負債を増加させながら、他方では消費を増加させることが可能になるのである。

しかし他方で、住宅モーゲージを中心とした負債増加は、家計部門による金融的支払いの増加をもたらす可能性がある。例えば、モーゲージ返済額および消費者信用返済額の可処分所得に対する比率（すなわちデットサービスレシオ）は1980年代前半の約11%から2007年の約14%にまで上昇している。これに

41) Greenspan, A and J. Kennedy, "Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences," *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs*, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2005.

自動車ローンなどを加えた金融債務返済額の可処分所得に対する比率は2007年時点で約19%にまで達している⁴²⁾。このように債務返済負担率が上昇している中で、近年の住宅資産価値の低下によって、かなりの家計部門が自己破産の危機に瀕している。住宅資産価値は大きく変動するが、これに対して住宅負債の返済額は固定的であるため、住宅資産価値が大きく下落する局面では、住宅売却によるキャピタルゲインの獲得はもちろんのこと、返済が困難になるためである。実際に、住宅資産価値のうち住宅負債を除いた住宅所有者に帰属する価値部分は1980年代以降減少しており、とくにサブプライムローン問題が表面化した2007年以降は住宅資産価値の50%を下回るようになっており、住宅売却による債務返済も困難な状況になりつつある⁴³⁾。

3.2. 資産格差と「ワーキング・リッチ」の出現

(1) 資産格差の状況

前節で家計部門の資産負債状況を見たが、これらのデータはあくまでも総体としての値であり、家計部門の階層間の格差が反映されていないことに注意しなければならない。以下で述べるように、実際には、家計部門の資産格差は非常に大きく、一般的に言われる資産効果は特定の資産保有者階層にしか生じない可能性がある。

そこでまず資産負債状況を階層別に分析した Mischel らの研究に基づいて格差の状況を確認してみよう (図表18)⁴⁴⁾。それによると年金基金を経由して間接的に保有する株式を除く株式保有に関しては上位20%の階層が約92%を保有し、下位80%の階層は約8%しか保有していない。年金基金を経由して間接的に保有されている株式も含む全株式についても、上位20%の階層が約90%を保有し、下位80%の階層は約10%しか保有していないことが分かる。ところで前

42) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Household Debt Service and Financial Obligation Ratios*, <http://www.federalreserve.gov/releases/household/default.htm>

43) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Table L118b, Table B100. ちなみに1980年代半ばまでは約70%, 2000年代前半は約60%, そして金融危機以降急落し2008年には43%になっている。

44) Mishel, L., J. Bernstein and H. Shierholz [2009] *The State of Working America 2008/2009*, An Economic Policy Institute Book, Ithaca, NY: ILR Press.

図表18 家計部門の資産分布状況（100分位・2004年）

資産分位	年金を除く 株式(1)	株式 (2)	非出資型 金融資産(3)	住宅純資産	純資産
99.5分位	29.5%	27.6%	38.8%	8.1%	25.3%
99.0分位	9.7%	9.3%	10.3%	4.4%	9.1%
95.0分位	28.6%	28.4%	23.1%	19.9%	24.6%
90.0分位	13.3%	13.5%	9.3%	13.5%	12.3%
80.0分位	11.0%	11.9%	9.3%	19.5%	13.4%
～80.0分位より下位	7.9%	9.4%	9.1%	34.6%	15.3%

(出所) Mishel, L., J. Bernstein and H. Shierholz [2009] *The State of Working America 2008/2009*, An Economic Policy Institute Book, Ithaca, NY: ILR Press., p.273, Table 5.6.

(原出所) Wolff, E. [2006], Unpublished analysis of the Survey of Consumer Finances data prepared in 2006 for the Economic Policy Institute.

(注1) 直接保有および投資信託を通じた間接保有からなる。

(注2) 直接保有, 投資信託・個人年金勘定・キーププラン・401(k), 退職勘定を通じた間接保有からなる。

(注3) 非法人企業への純出資を含む。

節でみたように、家計部門が保有する金融資産構成として年金準備金などが増加しており、しかも年金準備金は株式で運用されている割合が高まっており、このことからアメリカ経済における資産効果の重要性を指摘する見解もある。しかし資産保有状況から見ると、株価上昇などによる資産価値の上昇の大部分は富裕層に生じているのであり、したがって大半の家計部門にとっては、資産効果は限定的であるといわれている⁴⁵⁾。

また株主価値向上に関する議論の前提としても株式資産保有格差は問題を提起する。株主価値重視論の理論的支柱となっているエージェンシー理論などは、その前提として株式保有の民主化を想定している。つまり今や株式はアメリカ国民の大半に保有されており、したがって株主価値向上は企業経営の効率化を通じてアメリカ経済全体に良い効果をもたらすというものである。確かに、年金基金など機関投資家を通じた株式保有は拡大しており、第二次世界大戦以前などに比べると株式保有の分散化が生じている。しかし依然として上位10%に

45) *Ibid.*, p.277, Figure 5Gによると、1989～2004年の株価上昇による株式資産価値部分の90%が上位20%に帰属している。

株式の90%が保有されている状況では、株主価値向上は一部の資産保有階級に利する主張であるといわれても仕方のない状況であろう。

以上の金融資産保有における格差に対して、住宅資産については金融資産程の格差は見られない。具体的には上位20%の階層が住宅資産価値の約65%を保有し、下位80%の階層は約35%を保有している。アメリカ経済全体でみた持ち家比率は1965年の約63%から2007年の約68%と若干上昇しているが、高所得層よりも中低所得層でも持ち家比率が上昇していることが注目される⁴⁶⁾。

しかしこの持ち家比率の上昇は債務との関係で考慮すべき事項でもある。上述のように近年住宅など不動産関連債務が急激に上昇していることは既にみたが、不動産関連債務を含む債務の増加は、金融資産保有とは逆に高所得階層よりもむしろ中低所得階層で増加していることが注目される⁴⁷⁾。つまり不動産関連資産における格差が金融資産格差よりも少ないのは、中低所得者による債務の増加が背景にあると考えられる。所得階層別にみたデットサービスレシオは、低所得階層ほど上昇しており、逆に高所得階層は低い状態である。このことから住宅資産保有における各歳の縮小は債務増加を含めて考えると必ずしも縮小しているとは言えないと思われる。

(2) 「ワーキング・リッチ」の出現

金融資産保有における格差の存在は、金融資産保有から生じる金融的所得における格差の発生を容易に予測させる。以下で述べるように、確かに金融的所得が富裕層に生じているが、それだけではなく勤労所得の面での多くの格差が発生している。まず金融および勤労所得など全ての所得をみると、2007年時点で上位20%の所得階層（第1分位）が家計部門の所得の47%を占めている（図表19）。所得格差は第二次世界大戦後から1970年代前半までは縮小傾向にあり、中低所得家計の所得シェアが伸びる一方、高所得家計の所得シェアは低下して

46) アメリカ経済全体の持ち家比率に関しては U.S. Census Bureau, Housing and Household Economic Statistics Division のデータによる。所得階層別持ち家比率に関しては Mishel, L., J. Bernstein and H. Shierholz [2009] *op. cit.*, p.280, Table 5.10による。

47) *Ibid.*, p.288, Table 5.14による。

図表19 家計部門の所得シェア（所得階層別）

	第5分位	第4分位	第3分位	第2分位	第1分位	参 考	
						上位15%	上位5%
1947	5.0%	11.9%	17.0%	23.1%	43.0%	25.5%	17.5%
1973	5.5%	11.9%	17.5%	24.0%	41.1%	25.6%	15.5%
1979	5.4%	11.6%	17.5%	24.1%	41.4%	26.1%	15.3%
1989	4.6%	10.6%	16.5%	23.7%	44.6%	26.7%	17.9%
2000	4.3%	9.8%	15.4%	22.7%	47.7%	26.6%	21.1%
2007	4.1%	9.7%	15.6%	23.3%	47.3%	27.2%	20.1%
変 化 率							
1947-73	0.5%	0.0%	0.5%	0.9%	-1.9%	0.1%	-2.0%
1973-79	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	-0.2%
1979-89	-0.8%	-1.0%	-1.0%	0.4%	3.2%	0.6%	2.6%
1989-2000	-0.3%	-0.8%	-1.1%	-1.0%	3.1%	-0.1%	3.2%
2000-07	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.6%	0.4%	0.6%	-1.0%

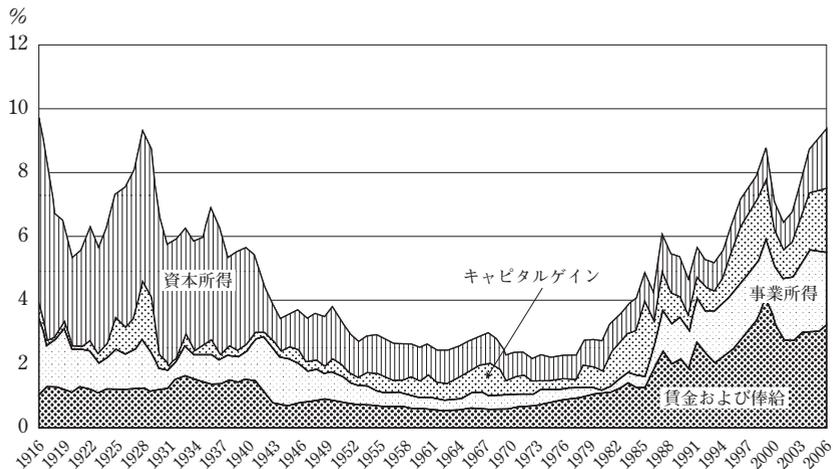
（出所）Mishel, L., J. Bernstein and H. Shierholz [2009], *The State of Working America 2008/2009*, An Economic Policy Institute Book, Ithaca, NY: ILR Press., p.61, Table 1.7.

（原出所）U.S. Bureau of the Census data.

いたが、1980年代以降高所得家計の所得シェアが上昇しており、とくに上位5%の家計部門の所得の伸びが著しい。資産格差および1980年代以降の株価上昇を合わせて考えると、高所得家計部門の所得源泉として金融所得（金利所得、配当所得、そしてキャピタルゲイン）の増加が予測されるが、以下で述べるように高所得層の所得増加は金融所得だけでなく勤労所得の増加が大きく寄与していることが注目される。

図表20は第二次世界大戦前から2007年までの上位0.1%（いわゆるスーパーリッチ）の所得階層の所得シェアとその構成の変化を示したものである。この階層の所得シェアは第二次世界大戦後に大きく減少しているが、1980年代から再び上昇し、2007年時点で約9%程度を占めるに至っており、上述したように所得格差拡大を示す一つの事実となっている。ここで注目されるのは所得格差の拡大だけでなくその所得源泉の変化である。第二次世界大戦前は資本所得（配当・金利・地代）がこの階層の主要な所得源泉であったが、1980年代以降

図表20 所得階層上位0.1%の所得シェア



(出所) Piketty, T. and E. Saez [2003], “Income Inequality in the United States, 1913-1998,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118(1), pp.1-39. Table III. Data Updated in 2009 in <http://elsa.berkeley.edu/~saez/>

(注) 資本所得は配当，金利，地代からなる。事業所得は，自営業・パートナーシップ・小規模事業所得からなる。

は賃金および俸給そして事業所得の勤労所得とキャピタルゲインが主要な所得源泉となっている。金融化は一般的に金融資産保有による金利生活者階級の所得増加を想像させる。確かにキャピタルゲインは増加傾向にあるが、実際は、勤労所得が急激に増加しており、従来の金利生活者階級とは異なる「ワーキング・リッチ」とも呼べる階層の出現がみられるのである。この階層の出現は以下で述べるように金融化現象と無関係ではない。というのはこの階層が得る勤労所得が金融化と密接に関連した所得だからである。

賃金および俸給所得の増加の中心となっているのが、いわゆるストックオプションの存在である。ストックオプションに関しては既に内容を指摘したが、その保有は広く開かれたものではなく、高給経営管理者層に供与されることが多い。ストックオプションは株主利害と経営を一致させる手段として導入されたが、その結果、1990年代後半のように株価が上昇する中では高所得を得る経営者が多く存在したといわれ、一部の経営層は自社株買いなどを通じて短期的

に株価を引き上げる行動に出たものもいたといわれる。その結果、最高経営責任者（CEO）の賃金および俸給に占めるストックオプションのシェアは1980年時点で約22%であったが、1998年には約79%にまで上昇している⁴⁸⁾。ストックオプションを中心にCEOの報酬が増加した結果、株価上昇が著しかった1999年にはCEOトップ100の平均報酬は、全従業員平均45,737ドルの約1000倍強の約4,800万ドルにも達した⁴⁹⁾。

他方で事業所得も増加しているが、その中心がパートナーシップ所得の増加となっている。パートナーシップとは、法人企業（いわゆる corporation）ではなく、共同出資による私的な形式を持つ企業形態であり、パートナーシップ所得とはこうした共同企業に対して出資あるいは出資および経営参加によって得た報酬のことを指す。具体的に言うと、パートナーとして出資あるいは経営に参加し、パートナーシップ企業が生み出した収益にあずかる権利を有することになる。ところでパートナーシップ企業は比較的小規模の企業に見られるが、産業的には金融⁵⁰⁾・不動産・保険など金融関連企業に属するものが多く、2001年時点でパートナーシップ企業数の約67%、パートナーシップ企業の総資本の約75%が金融関連企業となっている。さらにこれら金融関連企業は純所得の約84%を占めポートフォリオ所得をパートナー（出資者）に分配している⁵¹⁾。

前述したが、こうしたストックオプションやパートナーシップ所得を得る階層は、従来、金利生活者と呼ばれた階層とは異なる点が特徴的である⁵²⁾。従来の金利生活者＝rentierは、自ら経営に関与したりすることはなく純粋な意味での投資によって所得を得る階層であったが、上記の新たな所得階層は、非金融

48) Piketty, T. and E. Saez [2003], "Income Inequality in the United States, 1913-1998," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118(1), pp.1-39. Table B4, Data Updated in 2009 in <http://elsa.berkeley.edu/~saez/>による。なおこのデータはForbes survey of 800 CEOs from 1970 to 2005からトップ100のものである。

49) *Ibid.*, p.33, FigureXI および Updated Data Table B4.

50) ちなみに金融パートナーシップ企業とは、証券に関するヘッジ取引や証券ポートフォリオ管理などに関わる企業であり、具体的には証券、コモディティ契約、ファンド、信託、その他金融ビークルが含まれる。

51) パートナーシップ企業関連データは次の文献による。Duménil, G. and D. Lévy [2004] "Neoliberal Income Trends: Wealth, Class and Ownership in the USA," *New Left Review*, 30, pp.105-133., Table 2.

52) 「ワーキング・リッチ」階層の台頭に関しては、*Ibid.*, pp.131-133. が詳しい。

企業における株主価値重視経営や金融関連パートナーシップ企業への経営参加によって高所得を得るという「ワーキング・リッチ」とも呼ばれる階層である。彼らはCEOあるいはパートナーとして経営に関与することで、資金の流れ、言い換えれば所得の流れに関与することができ、それによって報酬を得るという意味で、従来の富裕層とは異なる階層といえることができる。ケインズは金利生活者階級の拡大を前提として、この階級による金融資産保全行動を流動性選好論として展開したが、アメリカで拡大している「ワーキング・リッチ」階層がケインズのいう流動性選好とどのように異なる金融行動をとるのか、そしてそれがアメリカ経済全体にどのような影響を及ぼすかが今後の研究課題となるだろう。

おわりに — 残された課題 —

以上アメリカ経済を対象にして、金融機関、非金融企業、そして家計部門における金融化の現状とそれに関する諸見解の紹介、そして検討事項の提示を行ってきた。その結果、非常に興味深い論点が多く提示されている一方で、金融化という概念を明確にするには非常に多くの検討課題があることが分かった。そのついでという訳ではないが、最後に、本稿では紹介しきれなかった金融化論で提示されている重要な論点を紹介することで本稿を締めくくりたい。

Arrighiによると金融化現象はアメリカ経済の蓄積体制が生産的活動から金融的活動へシフトすることを指し示すだけでなく、アメリカの経済的覇権が衰退の兆しを見せ、アメリカに替わる新たな蓄積体制が構築される段階を示すという。彼は Braudel の見解⁵³⁾に依拠しながら、15世紀から17世紀初期のジェノヴァ・サイクル、16世紀後期からほぼ18世紀全体のオランダ・サイクル、18世紀後半から20世紀初めのイギリス・サイクル、そして19世紀後期に始まり、現在の金融拡大局面に至るアメリカ・サイクルという過去数回にわたる覇権的蓄積システムの交替に着目し、その交替期には金融肥大化がみられるとする。そ

53) Braudel, F.[1984] *The Perspective of the World*, NY: Harper & Low. (村上光彦訳『世界時間』(物質文明・経済・資本主義15-18世紀Ⅲ-1)みすず書店, 1996年。)

のうえで、現在アメリカで生じつつある金融化はアメリカの蓄積サイクルの成熟と新たな蓄積サイクルの勃興を意味するという⁵⁴⁾。

この見解に対して Panitch and Gindin は、「アメリカ帝国の金融化を、その衰退の兆候として捉えることは誤りである。すなわち、金融のグローバリゼーションは金融のアメリカナイゼーションを含み、金融市場の深化と拡大はアメリカのパワーの再生産と普遍化にとってこれまで以上に必要不可欠である。われわれが対決しなければならないのは、金融化によってむしろ強化された—弱体化されたのではない—アメリカ帝国である」⁵⁵⁾と述べ、金融化をアメリカ経済の衰退の兆しと捉える Arrigh の見解と鋭く対立している。

金融化とアメリカの経済的覇権との関連性についてのこの論点は、帝国主義概念の再検討を含む非常に大きな課題であり、最終的には世界経済におけるアメリカ経済の機能について分析する際に、この論点に再び立ち戻ることにする。

現在の金融危機では、基軸通貨であるドルの下落、新興国を含む新たな世界経済のガバナンス体制の胎動、そして東アジア地域におけるアメリカ抜き地域連携の動きなど、アメリカの経済的覇権との関連で非常に興味深い動きがみられるようになってきている。まさに上記の論点が現実によって証明されるかもしれない状況が生まれつつある。

54) Arrighi, G.[1994] *op. cit.*, pp.1-26.(邦訳 pp.29-63。)を要約した。

55) Panitch, L. and S. Gindin [2004] *op. cit.*, p.47.(邦訳 p.17) から引用した。