

1960年代の日米両国における 企業金融の変化について

— 資金循環勘定からみた特色 —

〔要 旨〕

1960年代における日米両国の企業金融を前半(1960～64年)と後半(1965～69年)とに分けてみると、次のような特色が指摘される。

- (1) 資金の借り手としての法人企業部門のシェアは、日本では低下(前半76%→後半61%)したのに対し、米国では逆に上昇(同25→37%)している。
- (2) これは、日米両国ともに法人企業の設備投資がきわめて活発であったが、日本では投資の自己金融比率が上昇した(1960年76%→1969年89%)のに対し、米国においては逆に同比率が低下(同96→78%)したことによるものである。
- (3) このように、投資の自己金融比率が日本で上昇、米国で低下したのは、主として内部留保の動向いかんによるが、これを1960年代後半についてみると、①企業収益が日本では増益基調にあった反面、米国では頭打ちないし減益を示していること、②法人税引下げの影響もあって、日本の法人企業の租税負担率が米国よりも低水準となったこと、③配当負担についても、もともと日本が米国の1/2～1/3程度にすぎないうえ、日本の法人企業が内部留保の蓄積を厚めに行なう方針をとってきたこと、などの諸点を指摘しえよう。
- (4) 一方、外部調達を形態別にみると、日本では設備資金の市中借入れを中心に長期負債の割合が高まっている(前半33%→後半39%)反面、米国では銀行借入れをはじめコマーシャル・ペーパーの発行などの形で、むしろ短期負債への依存(同27→41%)を強めている。
- (5) この間、企業流動性残高の外部資金調達残高に対する比率は、日本ではすう勢的に上昇(1959年末31%→1969年末37%)しているのに対し、米国では逆に低下(同45→27%)している。

このように1960年代における日米両国の企業金融は、日本では自己金融比率の上昇と企業流動性の蓄積がみられたのに対し、米国では自己金融比率および企業流動性の両者が低下するという、対照的な姿を示した。米国がこのような状況にある背景としては、企業収益の悪化とインフレ心理の一般化が指摘されるのであって、この点、企業金融の安定化のためにも安定成長の持続が肝要であることが、あらためて確認されよう。

〔目 次〕

は し が き

1. 経済諸部門の投資・貯蓄と資金の流れ
2. 法人企業部門の投資と資金調達
3. 固定投資の自己金融比率とその変動要因
 - (1) 日本における自己金融比率上昇の背景
 - (2) 自己金融比率と自己資本比率
4. 外部資金の調達

(1) 外部調達の構成の変化

(2) 外部資金の供給部門

5. 企業の流動性と企業間信用

(1) 企業流動性

(2) 企業間信用

6. 法人企業部門の金融資産・負債残高

7. むすびにかえて

は し が き

1960年代の日米両国における金融・資本市場は、量的にも質的にも大きな変ほうを遂げているが、その影響を最も強く受けたのは、なんといってもおもな資金需要者である法人企業部門である。本稿は、1960年代の日米両国における企業金融の変化について、主として資金循環分析の立場から比較検討を行なったものである。

もとより、日米両国の金融経済は、歴史的背景や制度的仕組みが異なるのみならず、規模もかなり異なるので、両国の企業金融の態様を単純に比較することは必ずしも当を得ていない。しかし、この1960年代に両国の企業金融があとにみるように、いわば対照的な形の変化を示したことは興味のあることと思われる。

なお、日本のデータは、日本銀行調査局作成による「資金循環勘定」と「経済諸部門の投資・貯蓄と資金過不足」の法人企業部門の計数によった。また、米国のデータは、“Flow of Funds Accounts 1945—1968”(1970年3月改訂)のうち、非金融法人企業(nonfinancial corporate business)部門の計数を使用したほか、Federal Reserve Bulletin(1969年12月号)所載の論文“Changes in Corporate Financing Patterns”を参考とした。

1. 経済諸部門の投資・貯蓄と資金の流れ

はじめに、経済諸部門の貯蓄から投資への資金の流れを概観し、日米両国の特徴を明らかにしておこう。すなわち、法人企業、個人、公共の3部門における貯蓄・投資活動と、資金の貸借ないし金融取引を五つのプロセスに分け、それぞれ部門別の構成比を1960年代前半(1960～64年平均)と後半(1965～69年平均)について、日米両国のおもな相違点を見ると(第1図参照)、次のとおりである。

(1) まず、貯蓄の最大のにない手は日米両国とも

に個人部門であり、次いで企業部門となっている。これを総貯蓄構成比の水準について比較してみると、日本では個人貯蓄42～43%、企業貯蓄35～37%、公共貯蓄20～23%となっているのに対し、米国では個人貯蓄44～48%、企業貯蓄40～42%と、いずれも日本の構成比を上回っている反面、公共貯蓄は10～16%で日本よりも低い。なお、1960年代の前半と後半を比較すると、日本では企業貯蓄のシェアの上昇(前半35%→後半37%)と公共貯蓄のシェア低下(前半23%→後半20%)が、米国では個人貯蓄のシェアの上昇(前半44%→後半48%)と公共貯蓄の大幅低下(前半16%→後半10%)が目につく。米国の公共貯蓄のシェア低下は、1967年以降財政が赤字に転じたことによるものである。

- (2) 金融市場に対する資金の供給者についてみると、個人部門が資金の最大の貸し手であることは日米両国に共通しているが、その度合いは、米国のほうが圧倒的に高い(89%)。しかし日本においても、個人貯蓄率の上昇(1960年代前半17.9%→後半19.2%)などを背景に、個人部門のウエイトはとみに高まっている(前半56%→後半67%)。また日本では、法人企業部門のシェアが若干低下したとはいえ、米国(5%)に比べるとはるかに高い(1965～69年平均27%)が、これは次にみるように、日本の金融構造がいわゆる間接金融方式にかたよっているため、企業は借入れ順便化を図る見地から預金を少なからず保有せざるをえないこととも関連があろう。
- (3) 次に資金の流れについてみると、金融機関を経由するいわゆる間接金融の比重は、1960年代前半においては日本が79%と米国の91%より低かったが、後半には日米両国の地位が逆転し、米国の83%に対し、日本ではこれを上回る93%に達した。したがって、いわゆる直接金融つまり証券市場を通ずる資金の流れは、日本が15%

から5%へとシェア低下をみた反面、米国では逆に7%から16%へとシェアが2倍以上に拡大した。こうした動きの背景としては、日本では、証券市場が1960年代後半には概して不ざえ裡に推移したのに対し、米国においては、後述のようにコマーシャル・ペーパー市場の発展や家計部門の事業債の保有増加など、証券市場の拡大をささえる要因があったことによるものであろう。

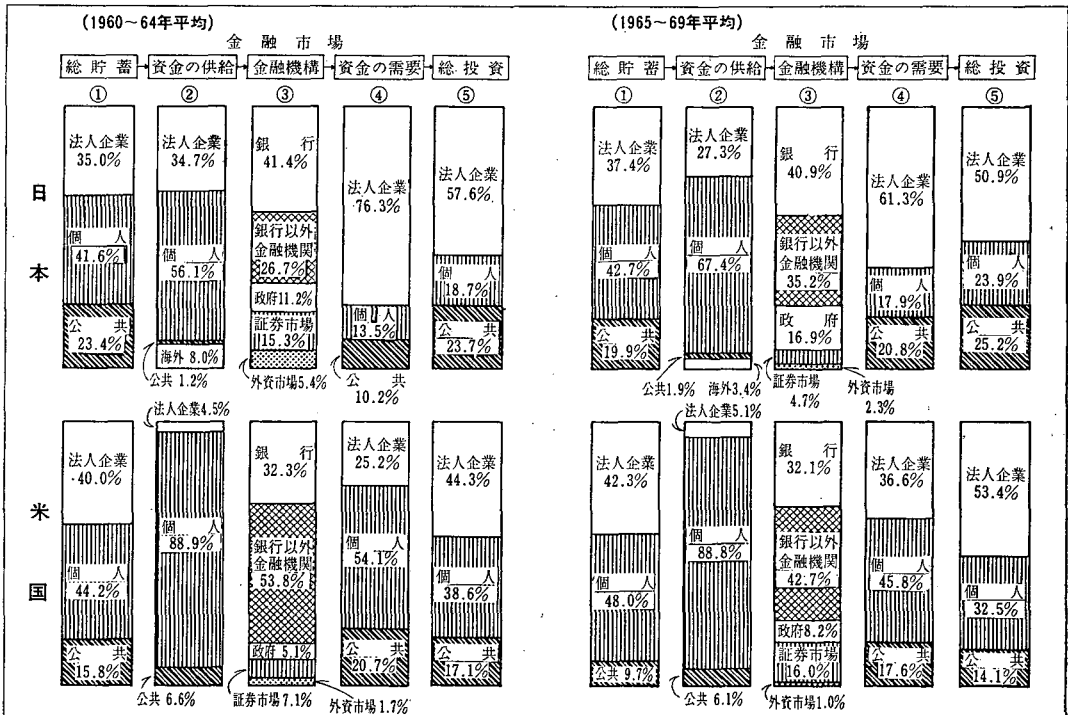
また、間接金融のなかでは、日本では銀行の地位が高い(41%)が、米国ではいわゆる「銀行以外の金融機関」(nonbank financial intermediaries)のシェアが大きいのが特色である(しかも、わが国の場合、相互銀行、信用金庫な

ど銀行以外金融機関に含まれているもののなかにも実質的には銀行機能を営んでいるものが少なくないので、銀行以外の金融機関のシェアは、表面計数<1960年代平均32%>よりもさらに小さくなる)。しかし、長期的にみると、日本では、貸付信託、保険会社などの貯蓄性資金吸収機関の成長を背景に、そのシェアが高まっている(前半27%→後半35%)のに対し、米国においては、金融引締めが強化された1966年以降、金利高騰に伴う貯蓄金融機関からの資金の流出(いわゆる“disintermediation”)を主因として逆にそのシェアが低下(前半54%→後半43%)している点が注目される。

(4) 一方、資金の需要者については、資金の最大

〔第1図〕

日米両国における貯蓄から投資への資金の流れ



(注) 米国について注意すべき点は、次のとおり。

- (1) 個人部門=家計のほか、農業・非法人企業を含む。
銀行=連邦準備制度・商業銀行。
政府=連邦政府・同関係機関(連邦住宅貸付銀行等)。
- (2) 資金の供給=統計の都合上、現金通貨保有も含まれる。なお、公共部門の資金の供給は、州・地方政府分である。
- (3) 個人部門の貯蓄・投資=耐久消費財購入を控除した計数。
公共部門の貯蓄・投資=国連「国民所得統計年報」(1968年版)による。ただし、1968~69年は推計値。

の借り手は、日本では法人企業部門であるが、米国においては、消費者信用制度の発達を背景としてむしろ個人部門の割合のほうが高い。しかし、1960年代の前半から後半にかけて、法人企業部門のシェアが、日本では低下(前半76%→後半61%)したのに対し、米国では逆に上昇(前半25%→後半37%)している。なお、資金の借り手としての公共部門のシェアは、60年代前半には日本(10%)が米国(21%)をかなり下回っていたが、後半には国債発行などもあって21%と、米国(18%)を上回るに至った。

- (5) 最後に、資金の使途である投資の部門別割合をみると、当然のことながら法人企業部門が両国において投資の最大のにない手であるが、日本では同部門のシェアが低下(前半58%→後半51%)したのに対し、米国ではそれが上昇(前半44%→後半53%)しており、日本の法人企業部門のシェアを上回った。また、住宅建築を中心とする個人部門の投資活動は、日本ではかなりのシェア上昇(前半19%→後半24%)をみたといえ、米国の水準(後半33%)との間にはまだ相当の開きがみられる。もともとGNPに占める民間住宅の比率は、日本のほうが米国よりも高く、しかも近年における住宅建設の活発化からこの比率はさらに高まっているが(民間住宅の対GNP比率、1965年日本5.7%、米国4.0%→1969年日本6.8%、米国3.4%)、日本の場合、企業の設備投資活動がおう盛であるため、投資の中でのシェアをとると、このように日本の個人部門の投資は米国をかなり下回る結果となっている。なお、国債発行下の1960年代後半には、日本の総投資に占める公共投資のシェア(25%)は、総貯蓄に占める公共貯蓄のそれ(20%)を上回るに至った。

以上にみた経済諸部門における資金の流れを要約すると、1960年代を通じて日本では「個人部門→銀行→法人企業部門」という経路が資金循環の中心をなしているのに対し、米国においては「個人部門→銀行以外の金融機関→個人・法人企業部門」という資金の流れが大きな比重を占めており、この点、日米両国の金融構造の相違をそのまま反映している。しかし、企業金融の動きに焦点をしばって、この10年間の前半と後半とを比較してみると、日本では、資金の借り手としての法人企業部門の地位が低下しているのに対し、米国においては、これとは逆に借り手としての法人企業部門の地位が上昇している点が注目される。このような資金の流れの動きをふまえたうえで、以下、1960年代の日米両国における企業金融の変化の状況を分析することとしよう。

2. 法人企業部門の投資と資金調達

はじめに、1960年代における法人企業部門の投資活動および資金調達の推移をみると、第1表のとおりである。これによると、まず資金使途については、

- ① 実物投資のシェアはもともと米国のほうが高く、とくに1969年には81%と日本(70%)を大きく上回ったこと、
- ② 反面、金融投資のシェアは、60年代後半で日本が20%と米国(3%)をはるかに上回っていること、
- ③ 企業間信用与信超過、土地取引を中心とする調整項目^(注1)の増加も、日本のほうが大きいこと、

などの諸点が特色としてあげられよう。

日本の場合、資金使途に占める実物投資のシェアが米国よりも低い反面、金融投資のシェアが高

(注1) 国民所得勘定は土地取引を計上しないのに対し、資金循環勘定にはそれに伴う資金の動きが含まれるため両者のギャップが「調整項目」となる。

いのは、後述のように銀行借入れや買入債務による調達を中心にしているため、かなりの程度まで預金を保有しておく必要があることによるものと思われる。

一方、この10年間の資金調達の推移につき、日本と米国を比較すると、その内容にかなりの相違

がみられる。

まず、法人企業の内部資金(内部留保と資本減耗引当)と外部調達の増加額累計について、1960年代前半(1960～64年)と後半(1965～69年)とを比べると、日本では内部資金が2.3倍となり、外部調達の伸び(1.5倍)を上回ったのに対し、米国では外

(第1表)

法人企業部門の資金源泉および使途

	日 本 (億 円)					米 国 (億ドル)				
	1960～ 64年	1965～ 69年	65～69/ 60～64年	1968年	1969年	1960～ 64年	1965～ 69年	65～69/ 60～64年	1968年	1969年
内 部 資 金	135,756	310,827	2.29倍	75,401	92,379	2,062	3,048	1.48倍	631	627
内 部 留 保	50,509	118,658	2.35	32,747	38,950	638	985	1.54	188	153
資本減耗引当	85,247	192,169	2.25	42,654	53,429	1,424	2,063	1.45	443	474
(構成比・%)	(39.6)	(51.1)		(54.7)	(50.9)	(71.3)	(63.4)		(60.3)	(58.2)
外 部 調 達	204,569	296,324	1.45	62,321	88,525	625	1,435	2.30	310	378
事 業 債	9,879	11,680	1.18	1,546	2,907	206	553	2.68	129	121
株 式	36,136	18,441	0.51	4,098	4,893	58	70	1.21	8	43
モーゲージ	—	—		—	—	194	227	1.17	58	43
市中借入れ	137,327	238,596	1.74	49,440	71,238	130	454	3.49	96	109
その他借入れ	21,227	27,607	1.30	7,237	9,487	37	131	3.54	35	62
政府借入れ	11,847	28,310	2.39	6,679	7,402	—	—		—	—
外 資	9,380	— 703	—	558	2,085	—	—		—	—
コーポレーション・ペーパー	—	—		—	—	9	64	7.11	16	27
(構成比・%)	(59.7)	(48.7)		(45.2)	(48.8)	(21.6)	(29.8)		(29.6)	(35.1)
そ の 他	2,129	1,513	0.71	238	489	203	325	1.60	106	73
計	342,454	608,664	1.78	137,960	181,393	2,890	4,808	1.66	1,047	1,078
(構成比・%)	(100.0)	(100.0)		(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)		(100.0)	(100.0)
実 物 投 資	229,150	419,093	1.83	102,055	126,287	2,172	3,765	1.73	768	874
固定投資	189,781	344,152	1.81	82,173	103,349	1,978	3,339	1.69	703	800
在庫投資	39,369	74,941	1.90	19,882	22,938	194	426	2.20	65	74
(構成比・%)	(66.9)	(68.9)		(74.0)	(69.6)	(75.2)	(78.3)		(73.4)	(81.1)
流 動 性	87,730	121,607	1.39	23,180	35,671	97	159	1.64	101	23
現 預 金 等	70,363	110,143	1.57	21,221	32,324	111	5	0.05	35	73
有 価 証 券	17,367	11,464	0.66	1,959	3,347	— 14	154	—	66	96
(株式・投信を除く)	(4,583)	(5,284)	1.15	(1,057)	(1,322)	—	—		—	—
(構成比・%)	(25.6)	(20.0)		(16.8)	(19.7)	(3.4)	(3.3)		(9.6)	(2.1)
企業間信用与信超	22,973	48,294	2.10	6,988	16,543	233	376	1.61	109	77
(構成比・%)	(6.7)	(7.9)		(5.1)	(9.1)	(8.1)	(7.8)		(10.4)	(7.1)
そ の 他	570	9,015	15.82	3,285	2,227	138	135	0.93	1	34
調 整	2,031	10,655	5.25	2,452	665	250	373	1.49	68	70

(注) 1. 「外資」は、対外債務から対外債権を差し引いたネット計数。

2. 「調整」は、貯蓄・投資差額と資金過不足との不適合である。

3. 日本の上段の「その他」は、証券会社借入金・出資金、下段の「その他」は、コール・証券会社貸付金・出資金・その他からなる。

4. 米国の上段の「その他」は、連邦税引当金・その他引当金、下段の「その他」は、その他金融資産からなる。

部調達のほうが2.3倍となり内部資金の伸び(1.5倍)を上回った。このため、法人企業部門の「内部調達比率」、つまり資金調達総額のうち内部資金の割合は、日本では40→51%と11%ポイント上昇した反面、米国においては71→63%と8%ポイント低落し、日米両国の開差はわずかに12%(以前は31%)に縮小した。なお、1969年にはこの差が7%となり、日米両国の法人企業の内部調達比率はさらに接近している。

この間、外部調達の内訳をみると、日本ではもともと市中借入れのシェアが高い(1960～64年平均67%)が、1960年代後半にはさらにその傾向を強めている(1965～69年平均81%)。一方、米国では事業債のシェアが最も高いが、市中借入れのシェアも後半にはかなり高まっている(1960～64年平均21%、65～69年平均32%)。またコマーシャル・ペーパー(注2)による調達も、量的にはまださしたることはないが、最近その伸びが著しい。このように、コマーシャル・ペーパーの発行が最近著増している背景としては、①通常、割引率がプライム・レートより低く、かつ銀行借入れのようにミニマム・バランスをおく必要がなくコスト面で有利であるほか、②いわゆる市場での「普及効果」(historical economies of habituation)(注3)

の進捗により、要求払預金に代わる投資対象として好感されていること、など需給両面にわたる好影響によるものとみられている。

ここで、第1表のうち、内部資金はすべて実物投資に充てられるとみなし、一応のめやすとして外部調達の資金使途別内訳を示したものが第2表である。これによると、

- ① 日本では、金融資産取得に向けられる割合が40%と、米国(約10%)の約4倍に達していること、
- ② 日本においては、実物投資のうち外部調達でまかなわれる割合は年々低下しているのに対し、米国では逆に拡大傾向をたどっており、この結果1969年には日本では外部調達の38%が、一方米国では65%がそれぞれ実物投資に振り向けられたこと、
- ③ 企業間信用与信超過の割合も、日本ではしだいに米国並みの水準(20%)に近づいていること、

などの点が注目される。いずれにせよ、外部調達のうち実物投資に向けられるものの割合は、日本では後述のように、投資の自己金融比率の上昇により低落し続ける一方、米国では逆に急上昇をみせているのが対照的である。そこで、次に、1960年

(注2) コマーシャル・ペーパー(commercial paper)

は、信用度の高い優良会社の振り出す無担保約束手形(unsecured promissory note)で、期間は3日から9か月超のものもあるが、通常3～4か月、割引率はプライム・レートよりいくぶん低い。もともと、販売金融会社の季節的な一時資金調達源であったが、1960年代には一般法人企業のほか、one-bank holding companyを通じた銀行による発行が増大した。

なお、1970年10月以降、銀行の発行したものについては支払準備率が適用されることとなった。

ちなみに、コマーシャル・ペーパーの発行状況は右のとおりで、この10年間に一般法人企業のシェアは1959年末の9%から、1969年末には22%に増大している。

(注3) R. W. ゴールドスミス教授が、“The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy”(1965年)のなかで使用した用語で、要するに「慣れ」を通じて金融資産保有が一段と普及することを意味するものである。

コマーシャル・ペーパーの発行状況

	1959年末	1969年末	1969/ 1959
	億ドル %	億ドル %	倍
ディーラー・ペーパー	7 (21.9)	118 (37.3)	16.9
一般法人企業	3 (9.4)	68 (21.5)	22.7
銀行持株会社	— (—)	12 (3.8)	—
販売金融会社	4 (12.5)	38 (12.0)	9.5
ダイレクト・ペーパー	25 (78.1)	198 (62.7)	7.9
銀行持株会社	— (—)	30 (9.5)	—
販売金融会社	25 (78.1)	168 (53.2)	6.7
計	32 (100.0)	316 (100.0)	9.9

(第2表) 外部調達資金の用途別内訳

	日 本 (億円)			米 国 (億ドル)		
	1960～ 64年	1965～ 69年	1969年	1960～ 64年	1965～ 69年	1969年
実 物 投 資	93,394 (45.7)	108,266 (36.5)	33,908 (38.3)	110 (17.6)	717 (50.0)	247 (65.3)
金 融 資 産 取 得	87,730 (42.9)	121,607 (41.0)	35,671 (40.3)	97 (15.5)	159 (11.1)	23 (6.1)
企 業 間 信 用 過 調 整	22,973 (11.3)	48,294 (16.3)	16,543 (18.7)	233 (37.3)	376 (26.2)	77 (20.4)
	472 (0.1)	18,157 (6.2)	2,403 (2.7)	185 (29.6)	183 (12.7)	31 (8.2)
外 部 調 達 計	204,569 (100.0)	296,324 (100.0)	88,525 (100.0)	625 (100.0)	1,435 (100.0)	378 (100.0)

(注) 1. 実物投資＝実物投資総額－内部資金。
調 整＝残 差。

2. カッコ内は構成比(%)。

はあまり大きくない。しかし、内部留保の固定投資に対する比率はかなり変動しており、日本では、1966年から再上昇に転じ、最近では40%近くに達している反面、米国においては逆に1966年以降下降過程にはいり、1969年には20%以下と日本のちょうど2分の1の水準となった。ちなみに、1965～69年間の累計額についてみると、第4表のとお

代の法人企業部門における自己金融比率の推移をみてみよう。

(第3表)

固定投資と内部資金の比率

3. 固定投資の自己金融比率とその変動要因

(1) 日本における自己金融比率上昇の背景

まず、内部資金の固定投資に対する比率、つまり「自己金融比率」の推移をみると(第3表)、日本では、投資活動が活発化した1961年には65%に低下したが、その後上昇に転じ、とくに1966年以降は固定投資の約90%を内部資金でファイナンスしうる状況にある。これに対し米国では、1966年以降この比率は100%を下回ったあとも、内部資金の頭打ちと固定投資の増勢持続から下降し続け、1969年には78%にまで落ち込んだ。この結果、法人企業における固定投資の自己金融比率は、1968年以降、むしろ日米間の地位が逆転してしまったことに注意しなければならない(ちなみに、総投資に対する自己金融比率でも、1969年には日本が米国を上回った)。

上記のような自己金融比率の変動を、さらに資本減耗引当と内部留保の二つの比率に分解してみると、前者については、やはり日本の上昇、米国の低下という長期的変化がみられるが、その動き

年	日 本 (億 円)					
	内 部 資 金			固 定 投 資 (D)	A/D	B/D C/D
	(A)	内 留 (B)	部 保 資 本 減 耗 引 当 (C)			
1960	19,781	9,564	10,217	25,916	76.3	36.9 39.4
1961	24,260	10,497	13,763	37,402	64.9	28.1 36.8
1962	26,155	9,660	16,495	38,322	68.2	25.2 43.0
1963	28,983	9,162	19,821	39,869	72.7	23.0 49.7
1964	36,577	11,626	24,951	48,272	75.8	24.1 51.7
1965	37,199	9,546	27,653	43,641	85.2	21.9 63.4
1966	46,133	14,490	31,643	49,444	93.3	29.3 64.0
1967	59,715	22,925	36,790	65,545	91.1	35.0 56.1
1968	75,401	32,747	42,654	82,173	91.8	43.4 51.9
1969	92,379	38,950	53,429	103,349	89.4	37.7 51.7

年	米 国 (億ドル)					
					%	%
1960	344	102	242	360	95.6	28.3 67.2
1961	356	102	254	351	101.4	29.1 72.4
1962	418	126	292	393	106.4	32.1 74.3
1963	439	131	308	412	106.6	31.8 74.8
1964	505	177	328	462	109.3	38.3 71.0
1965	566	214	352	549	103.1	39.0 64.1
1966	612	230	382	627	97.6	36.7 60.9
1967	612	200	412	660	92.7	30.3 62.4
1968	631	188	443	703	89.8	26.7 63.0
1969	627	153	474	800	78.4	19.1 59.2

資料：日本は「経済諸部門の投資・貯蓄と資金過不足」による。

米国は「Flow of Funds Accounts 1945-1968」(1970年3月改訂)による。

り、日本の自己金融比率が米国に近づいたのは内

部留保の割合が相対的に高まったことによるところが大きい。

(第4表)

固定投資に対する自己金融比率
の日米比較(1965～69年間)

	資本減耗 引当比率	内部留保 比 率	自己金融 比 率
日 本 (A)	55.8 %	34.5 %	90.3 %
米 国 (B)	61.8	29.5	91.3
(A) - (B)	- 6.0	+ 5.0	- 1.0

そこで、このような内部留保比率の日米間の相違が問題になるが、これをその源泉である企業収益と税負担、配当負担という三つの要因に分解してみたのが第5表である(注4)。

これによると、まず日本の企業収益は、1966年以降かなりの増益基調にある反面、米国では逆に企業収益が頭打ちとなっている。すなわち、内部

(第5表)

企 業 収 益 と 内 部 留 保 の 関 係

	日 本 (億 円)									
	法 人 所 得		法人税・ 税外負担 (B)	個人配当 (C)	個人へ の移転	法 人 留 保		B/A	C/A	D/A
	(A)	前年比				(D)	前年比			
1960年	18,422	+ 64.3%	6,480	2,141	238	9,563	+ 99.9%	35.2%	11.6%	51.9%
1961	21,836	+ 18.5	8,350	2,076	283	10,497	+ 9.8	38.2	12.4	48.1
1962	23,085	+ 5.7	9,659	3,467	299	9,660	- 8.0	41.8	15.0	41.8
1963	23,869	+ 3.4	10,454	3,908	345	9,162	- 5.2	43.8	16.4	38.4
1964	28,004	+ 17.3	11,590	4,399	389	11,626	+ 26.9	41.4	15.7	41.5
1965	27,089	- 3.3	12,647	4,464	432	9,546	- 17.9	46.7	16.5	35.2
1966	33,001	+ 21.8	13,336	4,706	469	14,490	+ 51.8	40.4	14.3	43.9
1967	44,871	+ 36.0	16,282	5,077	587	22,925	+ 58.2	36.3	11.3	51.1
1968	59,811	+ 33.3	20,460	5,926	678	32,747	+ 42.8	34.2	9.9	54.8
1969	71,831	+ 20.1	25,465	6,643	773	38,950	+ 18.9	35.5	9.2	54.2

(注) 1. 法人留保=法人所得-法人税・税外負担-個人配当-個人への移転。

2. 税外負担……日銀納付金・弁償金など、個人配当……役員賞与を含む、個人への移転……寄付金・貸倒金。

資料：経済企画庁「国民所得統計年報」(昭和45年版)による。

	米 国 (億 ドル)									
	税 引 前 利 益		法 人 税	配 当 金	調 整	内 部 留 保		B/A	C/A	D/A
	(A)	前年比				(D)	前年比			
1960年	401	- 7.2%	195	116	12	102	- 15.7%	48.6%	28.9%	25.4%
1961	402	+ 0.2	197	116	13	102	—	49.0	28.9	25.4
1962	446	+ 10.9	208	127	15	126	+ 23.5	46.6	28.5	28.3
1963	491	+ 10.1	228	142	10	131	+ 4.0	46.4	28.9	26.7
1964	557	+ 13.4	242	149	11	177	+ 35.1	43.4	26.7	31.8
1965	657	+ 18.0	275	168	0	214	+ 20.9	41.9	25.6	32.6
1966	711	+ 8.2	300	181	0	230	+ 7.5	42.2	25.5	32.3
1967	662	- 6.9	281	190	9	200	- 13.0	42.4	28.7	30.2
1968	756	+ 14.2	356	203	- 9	188	- 6.0	47.1	26.9	24.9
1969	766	+ 1.3	367	216	- 30	153	- 18.6	47.9	28.2	20.0

(注) 1. 内部留保=税引前利益-法人税-配当金+調整。

2. 調 整……海外支店利益・在庫品評価調整。

資料：“Flow of Funds Accounts 1945-1968” (1970年3月改訂)による。

(注4) わが国の企業収益の動向については、45年3月号「最近における企業収益とコストの動向」を参照。

留保が日米間で相違している第1の要因は、当然のことながら企業収益動向いかにあることがわかる。第2に、企業収益に対する税負担の割合をみると、1965年ごろまでは日米両国ともほぼ等しかったのが、それ以後は日本の場合再度の法人税引下げ(1965年4月38→37%、1966年1月35%)の影響もあって、かなり大幅に低下し、最近では米国を10ポイント以上も下回っている。第3の要因である配当負担についてみると、米国の場合1960年代を通じ約28%で安定しているのに対し、日本においては、もともと水準が米国の $\frac{1}{2}$ ～ $\frac{1}{3}$ 程度にすぎないうえ、1965年を境として急速に低下している点が注目される。このような増益基調のもとにおける配当負担の軽減は、結局、内部留保充実主義という企業の決算態度によるところが大きい、同時にこの間、企業が増資に対して比較的慎重な態度をとってきたことや配当率を引き下げてきたことなども影響している。

以上の3点を背景として、企業収益に対する内部留保率は、日本で上昇しているのに対し、米国では逆に年々下降しており、このため1965年当時にはほぼ同一水準であったものが、1969年には2倍以上の開きとなった(日本54%、米国20%)。なお、1965～69年間の累計額でみると、日本の内部留保率が米国よりもはるかに高いのは、第6表のように、主として法人企業の配当負担率が米国の $\frac{1}{2}$ 以下にすぎないことによるものである。

(第6表)

内部留保率の日米比較(1965～69年間)

	租 税 負 担 率	配 当 負 担 率	内 留 保 率
日 本 (A)	37.3 %	11.3 %	50.2 %
米 国 (B)	44.5	27.0	27.7
(A) - (B)	- 7.2	-15.7	+22.5

(2) 自己金融比率と自己資本比率

フローの面からみた自己金融比率の推移は上述

のとおりであるが、次にストックの面から自己資本比率(広義の自己資本/総資産)について日米両国の製造業の推移をみたのが第7表である。

これによると、1969年末における日本の自己資本比率は21.9%と米国(54.6%)の半分にも達しない低水準であるが、この10年間でいう勢的に低下している点は両国で共通している。すなわち、米国においては自己資本比率が自己金融比率と同じ下降傾向を示しているのに対し、日本においては両者が逆の動きをみせていることが注目されよう。

このような日本の法人企業におけるフローとストックとの乖離の理由としては、次の諸点が指摘できる。

まず第1に、フロー面の自己金融のなかには減価償却費が算入されている一方、ストック面ではそれが自己資本の増加として加算されていないこ

(第7表)

法人企業(製造業)の
自己資本比率の要因分析

(単位・%)

		自己資本 比 率	資本金 比 率	剰余金等 比 率	剰余金等 対有形固定 資産比率	有形固定 資産比率
		(広義の 自己資本 総資産)	(私 込 資本金 総資産)	(剰余金・ 純損益 総資産)	(剰余金・ 純損益 有形固定 資産)	(有形固定 資産 総資産)
日 本	年末					
	1965	24.1	14.2	9.9	37.9	26.2
	1966	23.7	13.0	10.7	43.8	24.4
	1967	22.9	11.7	11.2	47.6	23.5
	1968	22.2	10.6	11.6	48.0	24.1
	1969	21.9	9.6	12.3	51.2	23.9
米 国	年末					
	1965	60.8	22.0	38.8	99.2	39.0
	1966	58.9	20.6	38.3	97.0	39.4
	1967	58.2	20.2	38.0	94.6	40.1
	1968	56.2	19.2	37.0	93.4	39.6
	1969	54.6	18.7	35.9	90.7	39.6

(注) 自己資本比率=資本金比率+剰余金等比率。

剰余金等比率=剰余金等対有形固定資産比率×有形固定資産比率。

資料：日本は「法人企業統計季報」、米国は商務省、証券取引委員会の
 “Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations”による。

とがあげられる。

第2に後述のように、企業間信用の拡大に伴って、売上債権が著増しているため、これらが分母の総資産をふくらませていることが、自己資本比率の低下の要因として指摘できよう。

第3に、最近では引当金の伸びがかなり大きいのが、自己資本比率の自己資本には引当金勘定が含まれておらず、他方、自己金融比率にはこれが含まれている点も、両者の乖離の一因である。

第4に、上述したように60年代後半においては増資が抑制されたため、自己資本比率の中の資本金比率が低下したが、これは自己金融比率とは直接関係がない(増資分は内部資金には算入されない)。

ちなみに、第7表のように製造業の自己資本比率を払込資本金比率と剰余金等比率に分けてみると、わが国の場合、前者は増資抑制の影響を主因に低下(1965年14.2%→69年9.6%)しているが、後者は前述の内部留保の増加から若干上昇(同9.9→12.3%)している。そこで、この剰余金等比率の動きを、さらにいわばストック面での自己金融比率に当たる剰余金等対有形固定資産比率と有形固定資産対総資産比率に分解してみると、前者は大幅に上昇(同37.9→51.2%)しているにもかかわらず、後者がいくぶん低下(同26.2→23.9%)したために、結局、剰余金等比率は上述のようにわずかの上昇にとどまったことが理解されよう。

これに対して米国の場合には、剰余金等対有形固定資産比率の低下を主因に、剰余金等比率も日本とは逆に低下しており、これと資本金比率の低下とがあいまって自己資本比率がかなり急速に落ち込んでいるわけである。

以上から明らかなように、自己金融比率と自己

資本比率とは、もともとフローとストックとの相違というだけでなく、その構成要素もかなり異なっているので、両者の動きが乖離すること自体はとくに目新しいことではない。しかし、日本のように両者が乖離している場合には、どちらの指標をより重視するかという点も問題となるが、要は両者の指標を総合的に判断することに尽きるであろう。

4. 外部資金の調達

(1) 外部調達の構成の変化

次に、法人企業部門の外部調達の構成要因につき、その推移をとりあげてみよう。この際、法人企業の外部調達を、便宜上①株式、②長期負債、③短期負債、という三つのグループに分類してみる(注5)。

まず、1960年代における日米両国の外部調達の形態別構成比の変化は第2図のとおりである。これによると、

- ① 株式のシェアは、日米両国ともに低下しており、1965～69年間では、外部調達総額の5～6%にすぎないこと、
 - ② 長期負債については、日本が設備資金借入れを中心に年々シェアが高まっているのに対し、米国では逆にそれが低下しているため、1969年にはむしろ日本のシェア(46%)が米国(43%)を上回るに至ったこと、
 - ③ 反面、短期負債については、米国が急増しており、1969年には長期負債のシェアを上回る(45%)に至ったこと、
- などそれぞれの外部調達の構成にはかなりの変化がうかがわれる。

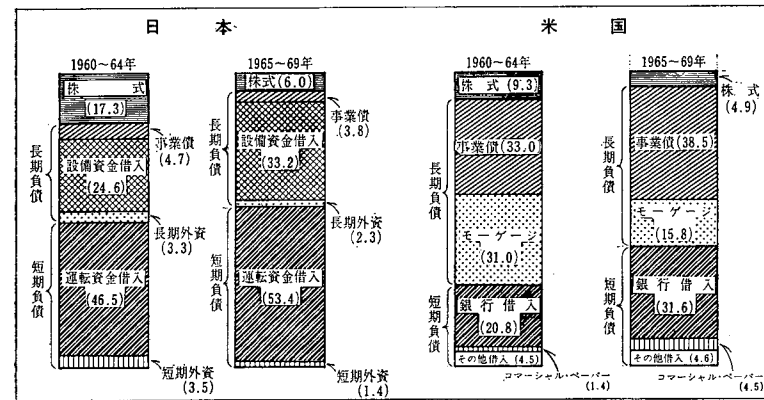
すなわち、日本では設備資金の市中借入れを中

(注5) もっとも、こうした分類はあくまで便宜的なもので、「短期負債」のうち、短期借入れのところがし(日本)、銀行借入れのなかのターム・ローン(米国)などは、本来「長期負債」に含めるのが適當であるが、統計上の制約からここではそうした調整をしていない。

〔第2図〕

外部調達形態別構成比

(単位・%)



①本来、短期負債への依存度が高い在庫投資の総投資に占めるウェイトがすう勢的に下がっていること、②固定投資を中心に長期資金需要が増大していること、③もともと未発達であった資本市場が1960年代後半においては総じて不ざえ裡に推移したこと、などの事情が響いていよう。

一方、米国の法人企業における外部負債の増大とその構成の変化については、次のような点が指摘されている(註6)。すなわち、まず外部負債著増の基本的背景としては、前述のような企業収益の悪化を主因とした自己金融比率の低下があげられる。これと並んで、①長期にわたる経済成長の持

	日 本 (億円)			米 国 (億ドル)		
	1967年	1968年	1969年	1967年	1968年	1969年
株式・長期負債(A)	23,893	32,094	47,558	215	179	207
(うち設備資金借入れ)(B)	(17,852)	(23,872)	(34,900)			
固定投資(C)	65,545	82,173	103,349	660	703	800
A/C (%)	36.5	39.1	46.0	32.6	25.5	25.9
B/C (%)	27.2	29.1	33.8			

心に長期負債への依存が高まっている反面、米国では銀行借入れをはじめコマーシャル・ペーパーの発行などの形で、短期負債への依存が強まっているという対照的な姿が浮彫りとなる。しかも日本の場合、実質的には長期負債の性格をもつ短期借入金のところがしが少なからぬウェイトをもっていることを考慮すると、長期負債への依存度は表面計数以上に高くなろう。ちなみに、上記の表(A/C)にみられるように、企業の固定投資のうち、長期性資金(株式と長期負債)でファイナンスされる割合は、最近3年間においても日本では上昇し、米国では低下している。

このように、この10年間に外部調達の構成が大きく変化した理由については、まず日本の場合、

続に伴い、外部負債が増大しても企業側も与信者側も、財務上のリスクを感じなくなったこと、および②インフレーションの進行下、債務者利潤を期待する空気が強く、とくに米国企業の場合、資金管理面での専門家を擁しているだけに、外部負債を取り入れても投資を強行しようとする行動に出たこと、などの説明が行なわれている。こうした中で、③戦後、成長の著しい金融機関(商業銀行、相互貯蓄銀行、貯蓄貸付組合等)は総じて株式購入に消極的であり(たとえば、商業銀行の株式投資は原則として禁止されている)、④また株主も、個人所得税を考慮して、調達コストの点で新株発行をきらい傾向にあること、⑤このため、結局、銀行借入れおよび新規の調達手段であるコ

(註6) 前述の Federal Reserve Bulletin 1969年12月号所載の“Changes in Corporate Financing Patterns”および Chase Manhattan Bank の William Butler (同行 Vice President) による“Corporate Finance 1964~1971”(1970年9月24日 National Industrial Conference Board における講演)を参照。

マーシャル・ペーパー発行への依存度が高まったこと、などの事情が指摘できよう。

(2) 外部資金の供給部門

ところで、法人企業は、上記の外部負債を主としてどの部門に対して負っているのか、つまり外部資金の供給部門を、とくに事業債と株式についてみてみよう。

まず、事業債についてみると(第8表)、日本の

(第8表)

事業債の発行・保有状況

	日 本 (億円)			
	1960～64年	構成比	1965～69年	構成比
総 発 行 高 (うち 法人企業)	9,879 (9,879)	100.0 (100.0)	11,680 (11,680)	100.0 (100.0)
個 人	612	6.2	536	4.6
政 府	878	8.9	— 261	— 2.2
銀 行	4,455	45.1	6,778	58.0
中小企業・農林 水 産 機 関	942	9.5	3,665	31.4
保 険	29	0.3	251	2.1
信 託	1,633	16.5	1,668	14.3
その他(日本銀行 を含む)	1,330	13.5	— 957	— 8.2
	米 国 (億ドル)			
	1960～64年	構成比	1965～69年	構成比
総 発 行 高 (うち 法人企業)	308 (206)	100.0 (66.9)	676 (553)	100.0 (81.8)
家 計	— 12	— 3.9	162	24.0
地 方 政 府	31	10.1	65	9.6
商 業 銀 行	— 3	— 1.0	7	1.0
相 互 貯 蓄 銀 行	— 5	— 1.6	40	5.9
保 険・年 金	284	92.2	377	55.8
海 外	4	1.3	12	1.8
そ の 他	9	2.9	13	1.9

発行主体は法人企業に限られるのに対し、米国では、そのほか販売金融会社(finance companies)や商業銀行も発行しているが、1966年以降は年間発行総額の80%以上が、法人企業の発行によるものである。これら事業債の保有先の特徴としては、日本では、もともと銀行の比重が高い(1965～69年平均58%)が、1965年以降、中小企業・農林水産金融機関および信託勘定など、いわゆる非銀行部門の保有も増加していること、しかし、個人および保険会社の保有は依然低調であること、の2点が指摘できる。これに対し、米国では、生命保険会社・地方政府の年金基金などを中心に保険年金部門のウェイトが高い(1965～69年平均56%)こと、1965年以降家計の保有増が目だつ(同24%)こと、しかし、日本と異なり銀行の保有はきわめて限られていること、などが特色としてあげられる。

次に株式についてみると(第9表)、1965～69年間の発行総額のうち、法人企業の発行によるものは日本で87%に達しているのに対し、米国ではわずか26%にすぎない。これは、米国においては、株式発行の主体として、オープン・エンド投資会社(open-end investment company)が最大の比重(1965～69年平均73%)を占めているため、この点、日本の投資信託がすべて契約型のタイプであるのとは異なっている(注7)。

一方、株式保有面での特徴は、日米両国とも、保険部門を中心に機関投資家のウェイトが高まったことである。すなわち、日本では、1965年以降いわゆる安定株主工作の動きをおもな背景として

(注7) もっとも、日本における「投資信託受益証券」は、米国のオープン・エンド投資会社の株式に相当するので、これと株式を合わせた発行総額に占めるウェイトをみると、①1960～61年当時は米国の水準に近かったこと、②1965～68年当時は大幅純減となったが、1969年にはかなりの回復を示したこと、などの諸点を指摘しえよう。

年	日 本 (年平均・億円)				米国オープン・エンド投資会社の株式発行割合
	株式(A)	投信(B)	計	B/A+B	
1960～61	7,975	4,240	12,215	34.7	41.5
1962～64	7,661	597	8,258	7.2	69.0
1965～68	3,929	— 1,177	2,752	— 42.8	83.3
1969	5,474	1,614	7,088	22.8	56.0

(第9表) 株式の発行・保有状況

	日 本 (億円)			
	1960～64年	構成比	1965～69年	構成比
総 発 行 高 (うち法人企業)	38,934 (36,136)	100.0 (92.8)	21,191 (18,441)	100.0 (87.0)
個 人	17,161	44.1	7,254	34.2
法 人 企 業	12,470	32.0	6,535	30.8
銀 行	4,040	10.4	6,982	32.9
中小企業・農林 水産機関	253	0.6	446	2.1
保 険	3,331	8.6	7,703	36.3
信 託	6,743	17.3	5,033	23.7
その他(評価 調整を含む)	5,064	13.0	2,696	12.6
	米 国 (億ドル)			
	1960～64年	構成比	1965～69年	構成比
総 発 行 高 (うち法人企業)	153 (58)	100.0 (37.9)	268 (70)	100.0 (26.1)
(オープン・エン ド投資会社)	(83)	(54.2)	(196)	(73.1)
家 計	48	31.4	198	73.9
相互貯蓄銀行	4	2.6	10	3.7
保険・年金	147	96.1	346	129.1
オープン・エン ド投資会社	42	27.4	77	28.7
海 外	5	3.3	35	13.1
そ の 他	3	2.0	2	0.7

保険会社の比重が急上昇しており(1960～64年平均9%→1965～69年平均36%)、米国においても、1960年代には家計が直接投資するよりも、年金基金・相互基金・生保損保および投資信託などを通じて、間接投資を行なう傾向にある。もっとも日本では、依然として個人および法人企業両部門が全体の半ば以上(1965～69年平均65%)を占めている。

5. 企業の流動性と企業間信用

いうまでもなく、法人企業は、外部から調達

した資金を、実物投資のほか、手元流動性および企業間信用の与信などの目的にも使用している。

(1) 企業流動性

このうち、まず法人企業の広義の流動性について、日米両国における残高の増加と内部構成の変化を示したものが第10表である。この10年間の流動資産増加率は、日本が6.1倍(年率+19.9%)であるのに対し、米国は1.4倍(同+3.4%)にすぎず、両者の開きが目だつ。この間、GNPの伸びは、日本4.6倍(同+16.6%)、米国1.9倍(同+6.8%)であるから、米国の企業流動資産は、経済規模の拡大テンポをも若干下回っていることとなる。このようにとくに日本の伸びが高いのは、もともと保有残高が少なかったことに加えて、①過少流動性は正のためとくに1963年以降流動性補てんの動きが活発であったこと、②後述のとおり、企業間信用の拡大に伴い、予備的バッファーとしての流動性の必要性も高まってきたこと、などの事情がその背景にあるものとみられる。

一方、企業の流動性を形態別にみると、①現金・要求払預金の比率は、米国におけるすう勢的な低下から、最近日本(38%)が米国(32%)を上回るようになったこと、②また貯蓄性預金等のウェイトも、借入れ担保見合いおよび歩積み等を主因に、日本が56%と米国(20%弱)をはるかに上回っていること、③長・短期国債の保有は、日本ではようやく増加したとはいえ、まだネグリジブルである一方、米国でも手持ち国債の対市中売却などから年々減少傾向にあること(注8)、④国債以外の債券保有は、日本では流動性残高のほぼ一定割合(5%)にとどまっている反面、米国では、コマーシャ

(注8) この10年間に米国の長・短期国債発行残高は3割方増加したが、法人企業の保有高は半減し、このため法人企業による保有割合は大幅に低下している。

	1959年末	1969年末	1969/1959
国債発行残高(A)	2,443億ドル	3,176億ドル	1.30倍
うち法人企業保有分(B)	250	131	0.52
B/A	10.2 %	4.1 %	

ル・ペーパーの累積が著しいこと(注9)、などの諸 点が注目される。以上の点から、とくに米国の場

(第10表)

企業流動資産残高の構成比

	日 本 (億 円)												(参考) 株式・投資信託 受 益 証 券
	現 金・ 要 求 払 預 金		貯蓄性預金・ 信 託		政府短期証券		長 期 国 債		各 種 債 券		流 動 資 産 計		
	構成比		構成比		構成比		構成比		構成比		指 数		
年末		%		%		%		%		%			
1959	15,051	40.5	20,858	56.0	9	0.0	1	0.0	1,286	3.5	37,205	100.0	6,652
1960	18,183	40.2	25,177	55.6	12	0.0	—	—	1,908	4.2	45,280	121.7	8,258
1961	20,842	38.1	31,183	57.1	2	0.0	—	—	2,613	4.8	54,640	146.9	11,335
1962	25,227	35.5	42,031	59.2	3	0.0	—	—	3,798	5.3	71,059	191.0	13,581
1963	39,237	39.5	55,065	55.5	3	0.0	32	0.0	5,015	5.0	99,352	267.0	13,613
1964	43,873	38.6	64,036	56.4	17	0.0	30	0.0	5,701	5.0	113,657	305.5	17,587
1965	53,397	39.9	74,100	55.5	106	0.1	25	0.0	6,077	4.5	133,705	359.4	19,351
1966	59,880	39.2	85,922	56.1	130	0.1	86	0.1	6,862	4.5	152,880	410.9	19,799
1967	66,355	38.5	97,442	56.7	138	0.1	217	0.1	7,979	4.6	172,131	462.7	20,321
1968	73,553	37.8	111,465	57.4	173	0.1	209	0.1	9,009	4.6	194,409	522.5	21,475
1969	88,753	38.9	128,589	56.4	255	0.1	170	0.1	10,288	4.5	228,055	613.0	23,629

	米 国 (億 ド ル)												流 動 資 産 計 指 数
	現 金・ 要 求 払 預 金		貯蓄性預金		短 期 国 債		長 期 国 債		コマーシャル・ ペーパー		地 方 債		
	構成比		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比		
年末		%		%		%		%		%		%	
1959	326	51.9	15	2.4	173	27.5	77	12.3	11	1.8	26	4.1	628 100.0
1960	322	54.3	28	4.7	151	25.5	44	7.4	24	4.0	24	4.0	593 94.4
1961	338	53.7	46	7.3	157	24.9	35	5.6	30	4.8	24	3.8	630 100.3
1962	328	49.5	83	12.5	154	23.2	42	6.3	35	5.3	21	3.2	663 105.6
1963	320	45.0	122	17.2	145	20.4	57	8.0	44	6.2	23	3.2	711 113.2
1964	298	41.2	154	21.3	137	18.9	49	6.8	60	8.3	25	3.5	723 115.1
1965	282	38.2	192	26.0	115	15.6	55	7.4	65	8.8	30	4.1	739 117.7
1966	289	38.1	186	24.5	101	13.3	57	7.5	85	11.2	40	5.3	758 120.7
1967	268	35.3	227	29.9	94	12.4	34	4.5	100	13.2	36	4.7	759 120.9
1968	281	32.7	248	28.9	98	11.4	47	5.5	145	16.9	40	4.7	859 136.8
1969	286	32.4	170	19.3	84	9.5	47	5.3	232	26.3	63	7.1	882 140.4

(注) 日本の各種債券は、地方債・公社団公庫債・金融債・事業債の合計。

(注9) コマーシャル・ペーパー発行高のうち、

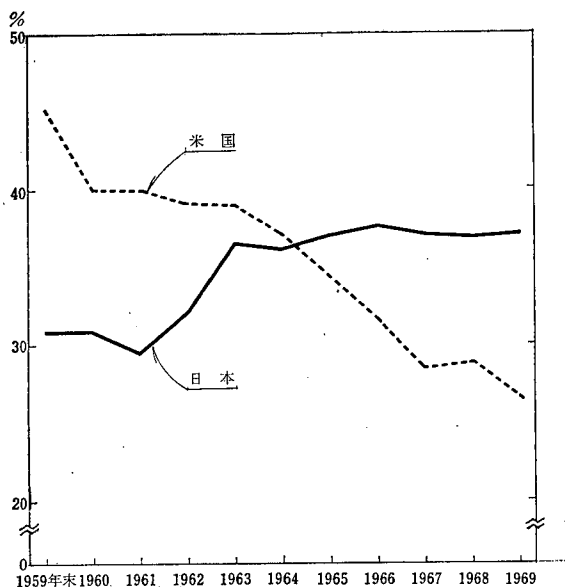
法人企業部門の保有割合は、1959年末には31%にすぎなかったのが、1969年末には73%にまで上昇した。

コマーシャル・ペーパーの保有状況

	1959年末	1969年末
法人企業 投資会社	10億ドル (31.3)%	232億ドル (73.4)%
商業銀行	1 (3.1)	24 (7.6)
生命保険会社	20 (62.5)	49 (15.5)
計(=総発行高)	1 (3.1)	11 (3.5)
	32 (100.0)	316 (100.0)

〔第3図〕

法人企業部門の流動性比率



(注) 1. 流動性比率＝ $\frac{\text{企業流動性残高}}{\text{外部資金調達残高}}$

2. 企業流動性残高＝第10表の流動資産計(ただし、日本は株式・投資信託を含まない)。

3. 外部資金調達残高＝第12表の金融負債合計から買入債務を控除した計数。

合、企業の流動性がより高利回りの資産(注10)へとシフトした結果、10年前とは構成比がまったく異なっていることに注意しなければなるまい。

次に、法人企業流動性の水準を、外部資金調達残高と比較してみると、第3図のとおりである。すなわち、一見して明らかなように、日本では流動性水準がすう勢的に高まっているのに対し、米国では逆に下降を続けている。この結果、法人企業の流動性比率は、この間、日本が31%から

37%へ上昇した反面、米国では逆に45%から27%に落ち込み、1964年を境として、日米の地位が逆転してしまったことが注目されよう。これには、米国企業における資金管理技術の発達の影響があることは否定できないが、むしろ収益悪化に伴う流動性の伸び悩みと外部負債の増大が響いていると思われる。一方、日本の企業においては、前述のような過少流動性の是正の動きなどのほか、一面では、借入れ順便化のための預金が伸長していることを映じたものであろう。

(2) 企業間信用

法人企業の流動性と並んで注目されるのは、企業間信用の動向である。そこで、この10年間の売上債権残高の増加率をみると、下記のとおり、日本の7.2倍(年率+21.8%)に対して、米国は2.1倍(同+7.7%)となり、米国ではGNPの伸び(1.9倍)にほぼ見合う一方、日本ではGNPの伸び(4.6倍)よりもかなり大きい。このことは、企業間信用の増大が、米国では取引の拡大にほぼ見合っているのに対し、日本の場合には、そのみならず決済条件の悪化による分もかなり含まれることを示唆するものといえよう。もちろんこれには、日本の産業構造のうち一般に売掛期間の長い機械工業のシェアがこの10年間にかなり高まったことによる面もあるとみられるので、こうした売上債

	日 本 (億円)			米 国 (億ドル)		
	1959年末	1969年末	1969/1959	1959年末	1969年末	1969/1959
売上債権残高	61,336	440,019	7.17倍	1,032	2,174	2.11倍
GNP (暦年)	129,263	599,022	4.63	4,837	9,314	1.93
売上債権/GNP	47.5%	73.5%		21.3%	23.3%	

(注10) ちなみに、米国における長・短期国債およびコマーシャル・ペーパーの利回りの推移は、表のとおりである。

	3 か月もの T B	3～5年もの 国債	4～6か月もの 一流コマーシャル・ペーパー
1960年平均	2.298%	3.99 %	3.85 %
65年 "	3.954	4.22	4.38
69年 "	6.677	6.85	7.83

(第11表)

企業間信用の与信超過率

(単位・%)

	日 本	米 国
1959年末	22.0	37.4
1960	21.9	39.9
1961	19.7	41.4
1962	21.8	42.1
1963	22.1	42.0
1964	22.3	43.3
1965	23.5	43.6
1966	23.6	43.0
1967	21.9	44.6
1968	22.4	46.3
1969	22.3	45.9

(注) 与信超過率 = $\frac{\text{売上債権残高} - \text{買入債務残高}}{\text{売上債権残高}}$

権の増大をもって一概に不健全であるとみなすことは当を得ていない。しかしそれにしても、売上債権の伸びがGNPの伸びを大幅に上回っていることは問題であろう。

次に、企業間信用の与信超過率を両国について比較すると(第11表)、米国では消費者信用の高度の発達などを背景に、日本のほぼ2倍の高さにあり、しかもその超過幅がほぼ一貫して拡大してきた。一方、日本の与信超過率は22%台でかなり安定した推移を示しているが、これは、消費者信用の未発達とあいまって、売上債権がもっぱら企業相互間で膨張してきたことによるものである。

6. 法人企業部門の金融資産・負債残高

以上にみた諸点を総括する意味で、この10年間における法人企業部門の金融資産・負債残高の伸長をみたのが第12表である。日本では金融資産の増加率(6.4倍、年率+20.4%)が金融負債のそれ(5.6倍、同+18.8%)を上回ったのに対し、米国ではむしろ金融資産の増加率(1.9倍、同+6.6%)に比べ金融負債の伸び(2.1倍、同+7.1%)のほうが高い。この結果、当初は米国より低めであった日本の法人企業の金融資産残高の金融負債残高に対

する比率は、1969年末には逆に米国を上回り、反面、金融負債残高の超過率は日本が縮小したのに対し、米国では拡大し、この10年間に日米の地位が逆転した(1969年末、日本27%、米国31%)。このことは、日本では金融負債の増加を上回る金融資産の蓄積があった反面、米国においては、逆に金融資産蓄積の相対的伸び悩みと外部負債の累増という形をとったことを端的に示している。

同様のことは、法人企業部門の金融資産保有残高の対GNP比率でみても明らかであり、日本ではもともと高水準であったのがさらに上昇(85→117%)した反面、米国においてはこの10年間約41%で安定的に推移している。

これを金融資産の項目別にみると、日本において金融資産全体の伸び率(6.4倍)を上回ったものは、もとの金額がきわめて小さい長期国債のほか、政府短期証券(28.3倍)、金融債・事業債など(8.2倍)であり、これらは長期国債の新規発行(1966年)、企業流動性の蓄積および多様化の進捗などから伸び率を高めたものである。売上債権の増大(7.2倍)もGNPの伸びを上回ったが、この結果、金融資産総額に占めるウェイトは、1969年末には63%に達し、売上債権以外の金融資産残高の1.7倍の大きさとなった。

一方、米国の場合、この10年間に大きく伸長した金融資産は、貯蓄性預金(11.3倍)とコマーシャル・ペーパー保有高(21.1倍)の二つである。とくにコマーシャル・ペーパーは、前述したように、いわば金融政策の規制外にある、法人企業部門の有力な資金調達源として発展したものであるが、最近では主要な余資の運用対象として、現金・要求払預金残高に次ぐ大きさに上っている。

なお、金融資産の中で売上債権は他の現金や有価証券とはやや性格を異にしているので、一応売上債権を除いた金融資産についてみると、額としてはかなり減少するが、この10年間の伸び率で日

本(5.4倍)が米国(1.7倍)を大きく上回る点は前述の結論と変わらない。

次に、金融負債を項目別にみると、この10年間に金融負債全体の伸びを上回ったものは、日本では買入債務(7.1倍)のみであるが、米国では、モーゲージ(2.4倍)、銀行借入れ(2.7倍)のほか、上述のように、額としてはまださしたることはないが、コマーシャル・ペーパーの著増(22.7倍)が目だっている。なお、1969年末における最大の金融負債項目は、10年前に比し若干ウェイトが低下し

たとはいえ、日本では市中借入金(47%)、米国では事業債(27%)であることには変わりがない。

この間、法人企業部門の金融資産残高を個人部門と比較すると、第13表のとおり、米国では法人企業部門の金融資産残高は個人部門に比べきわめて小さいが、日本では両者がほぼ等しい大きさとなっている(もっとも、売上債権を除くと、日本の法人企業部門の金融資産残高はほぼ半減する)。

(第12表)

法人企業部門の金融資産・負債残高

		日 本 (億 円)					米 国 (億ドル)				
		1959年末		1969年末		1969／ 1959	1959年末		1969年末		1969／ 1959
			構成比		構成比			構成比		構成比	
金 融 資 産 合 計		109,946	100.0	702,827	100.0	6.39	2,006	100.0	3,800	100.0	1.89
(売上債権を除く)		(48,610)	(44.2)	(262,808)	(37.4)	(5.41)	(974)	(48.6)	(1,626)	(42.8)	(1.67)
現金・要求払預金		15,051	13.7	88,753	12.6	5.90	326	16.3	286	7.5	0.88
貯蓄性預金・信託		20,858	19.0	128,589	18.3	6.16	15	0.7	170	4.5	11.33
政府短期証券		9	0.0	255	0.0	28.30	173	8.6	84	2.2	0.49
長期国債		1	0.0	170	0.0	170.00	77	3.8	47	1.2	0.61
地方債		54	0.0	186	0.0	9.00	26	1.3	63	1.7	2.42
その他債券		1,232	1.1	10,102	1.4	8.20	11	0.5	232	6.1	21.09
株式・投資信託		6,652	6.0	23,629	3.4	3.55	—	—	—	—	—
売上債権		61,336	55.8	440,019	62.6	7.17	1,032	51.4	2,174	57.2	2.11
金 融 負 債 合 計		171,913	100.0	962,200	100.0	5.60	2,615	100.0	5,500	100.0	2.10
事業債		5,397	3.1	26,971	2.8	5.00	719	27.5	1,477	26.9	2.05
株式		22,524	13.1	80,440	8.4	3.57	—	—	—	—	—
モーゲージ		—	—	—	—	—	295	11.3	716	13.0	2.43
市中借入れ		83,171	48.4	456,198	47.4	5.48	348	13.3	934	17.0	2.68
政府借入れ等		9,476	5.5	50,536	5.3	5.33	22	0.8	118	2.1	5.36
コマーシャル・ペーパー		—	—	—	—	—	3	0.1	68	1.2	22.67
買入債務		47,844	27.8	341,722	35.5	7.14	646	24.7	1,176	21.4	1.82
(参考) 国民総生産		129,263		599,022		4.63	4,837		9,314		1.93
各種比率	金融資産 金融負債 (%)	64.0		73.0		+ 9.0	76.7		69.1		- 7.6
	金融負債-金融資産 金融負債 (%)	36.0		27.0		- 9.0	23.3		30.9		+ 7.6
	金融資産 G N P (%)	85.1		117.3		+32.2	41.5		40.8		- 0.7

(注) 1. 「その他債券」は、日本では公社公庫債・金融債・事業債の合計、米国ではコマーシャル・ペーパー保有高。

2. 1969年末における米国の金融資産・負債合計は、日本銀行の推計による。

3. 内訳は主要項目のみを計上したため、合計と一致しない。

(第13表) 金融資産残高の比較

	日 本 (億円)			米 国 (億ドル)		
	1959年末	1969年末	1969/ 1959	1959年末	1969年末	1969/ 1959
法人企業 (A)	109,946	702,827	6.39倍	2,006	3,800	1.89倍
(売上債権を除く)(B)	48,610	262,808	5.41	974	1,626	1.67
個人 (C)	105,372	589,000	5.59	9,637	21,400	2.22
A/C (倍)	1.04	1.19		0.21	0.18	
B/C (倍)	0.46	0.45		0.10	0.08	

「コスト・インフレの進行→収益悪化→内部留保の縮小」というむしろ逆のプロセスが作用したことが窺いたといえよう。しかも米国の場合にはインフレ心理が一般化し、企業の外部資金依存度が高まったことが、上述のような動

7. むすびにかえて

以上にみた1960年代における日米両国の企業金融の変化を要約すると、次のとおりである。すなわち、両国ともに企業の設備投資活動はきわめて活発であったが、この間、日本では自己金融比率の上昇と企業流動性の蓄積がみられたのに対し、米国では自己金融比率の低下と企業流動性の低下が生ずるという対照的な動きを示している。しかも、かかる差異を招来したのは、大胆に図式化してみると、日本の場合、1965年を起点として「高成長→高収益→内部留保の充実」というメカニズムが働く一方、米国においては、このころを境に

きに拍車をかけたことは否定できない。このようにみてくると、結局、インフレの進行と収益の悪化が企業金融の不安定化をもたらすものであることが知れよう。

わが国においても、1970年代には人件費を中心に一段とコスト上昇圧力が強まるとみられており、これを主因に最近の企業経営をめぐる環境はかなりきびしいものがある。このため、1960年代後半のような高収益基調が今後も続くことは必ずしも期待しえないとみられるだけに、個別企業の経営安定化の努力とともに、国民経済的には安定成長の路線を堅持することが望まれる。