

## 最近の企業金融動向について

### 〔要 旨〕

1. 近年の企業金融をみると、量的繁閑のフレが従来に比べ小幅化しているのが特色である。すなわち、54年春から55年夏に至る引締め期間中、企業金融の量的引締め感は従来に比べ軽度にとどまった。これは、①機動的な政策運営のもとで、在庫投資の行過ぎが抑制されたこともあり企業の資金需要の規模自体が相対的に小さかったことが主因であるが、②外部資金調達ルートが多様化してきたことや③実質的な手元余裕資金が高水準を持続したことも影響している。
2. 一方、55年夏場に引締めを解除した後も、緩和感の浸透は従来の局面に比べマイルドである。これは、引締め期間中の逼迫感が弱かった以上当然ともいえるが、55年春以降の景気後退に伴い後向き需資が根強く尾を引いたことも影響している。もっとも、56年入り後は在庫調整の進捗に伴う後向き資金負担の軽減等を映じ、緩和感が浸透している。
3. 以上のような特色は、基本的には50年代入り後の安定成長経済への移行に対応して企業金融構造が大きく変容した結果生じたものといえる。まず、資金需要の面では、企業の投資水準が売上高などとの対比で相対的に低下したうえ、減量経営努力やマネー・フローの変化を通じて自己金融力が強化された結果、需資の水準は高度成長期に比べて低下した。また、外部調達の面でも外貨調達の自由化などに伴い調達力が強化された。
4. この間、企業の資金運用面においても、手元余裕資金の増大や運用対象の多様化を背景に利回り重視姿勢がさらに強まり、自由金利商品への運用ウエイトが上昇した。このことは、金利水準の弾力的な変動が、企業の金融資産保有と実物投資(特に在庫投資)との投資効率比較を通じて、企業の投資行動に影響を与えうる余地が拡大したことを意味している。事実、今回の引締め期においても、こうしたルートを通じて、金利政策は在庫投資の行過ぎを抑制するうえで効果的な役割を果たした。

また、金利政策のインパクトの大きさを測るひとつの目安として、名目金利から物価上昇率ないしその予想を差引いた実質金利を試算してみると、今回の引締め期にはこれが相対的に高目の水準を維持したが、これにも自由金利商品の増大による企業の余資運用利回り上昇が寄与している。以上のような情勢の変化は、金融政策の運営上、今後とも金利の自由化をすすめ、金利政策の効果をさらに高めるよう環境を整備していくことが必要なことを示している。

## 〔目 次〕

### はじめに

#### 1. 最近における企業金融の特色

##### (1) 引締め下の企業金融

(資金需要の推移)

(外部資金調達のアベイラビリティ)

(企業の手元流動性の水準)

(引締め期における中小企業金融の特色)

##### (2) 引締め解除後の動向

#### 2. 安定成長期における企業金融構造

##### (1) 資金需要面の変化

##### (2) 資金調達面の変化

##### (3) 当面の展望

#### 3. 企業金融と金融政策

(手元余資運用形態の変化)

(在庫投資行動と金利変動)

(企業規模別の動向)

### む す び

### はじめに

近年の企業金融を振り返ってみると、54年4月から55年8月に至る金融引締めの期間中、量的な金融引締め感度は軽度にとどまった。一方、55年夏以降の緩和局面においても、引締め感の浸透は過去の緩和期に比べマイルドであるが、これはもともと引締め期における逼迫感が乏しかったことも一因と思われる。

このように、従来からの量的指標でみる限り、企業金融には繁閑のフレが少なくなっているが、これは資金需要規模の安定化、企業の自己金融力および外部資金調達力の強化を軸に企業金融の構造変化がすすんだことを基本背景にしている。こうしたなかで、企業の利回り重視姿勢の強まりや金利自由化の進行を背景に、企業の資産選択上、金利への反応度が強まっているのが大きな特色で、これは金利政策の効果を高める側面もっている。本稿はこのような観点から、最近の企業金融の構造、特色を分析したものである。

#### 1. 最近における企業金融の特色

はじめに、今回(54年～56年)の引締めから緩和の局面に応じて、企業金融の推移を概観してみよう。

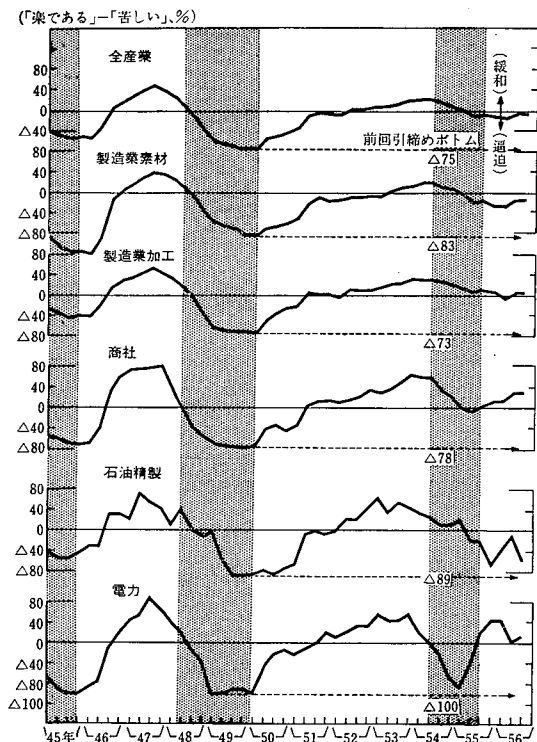
##### (1) 引締め下の企業金融

企業の資金繰り状況を包括的に示す指標として、日本銀行「主要企業短期経済観測(以下、主要短観と略)」における資金繰り判断(D. I. すなわち回答企業の社数構成比、「楽である」―「苦しい」)をみると、金融政策がはっきりと引締めのスタンスに転じた54年4～6月以降、資金繰り緩和感度は漸次後退していった。しかしこれをみる限り、今回引締めの場合、石油、電力等一部の業種で跛行的に資金繰りが逼迫する時期はあったものの、大方の業種における資金繰り悪化の程度は極めて軽微であった(第1図)。例えば、前回引締め局面(48年4月～50年3月)においては引締めを開始した翌期(48年7～9月)には早くも「苦しい」とする企業の割合が「楽である」とする企業の割合を上回り、その後も速いテンポで資金繰りが逼迫傾向をたどった結果、ボトム時のD. I. は $\Delta 75$ (49年末～50年初)にまで落込んだ。これに対し今回は、同D. I. がマイナスに転じた(「苦しい」とする企業数が相対的に多くなった)のは、引締め開始後1年を経過した55年4～6月であり、また資金繰り悪化のボトムはむしろ引締め解除後の56年1～3月にずれ込み、その程度も $\Delta 11$ にすぎなかった。

こうした企業の資金繰り感を規定する要因とし

〔第1図〕

## 業種別の資金繰り動向



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短観」より作成。  
2. 素材業種=繊維、鉄鋼、非鉄、紙パ、化学、窯業  
加工業種=一般機械、電気機械、自動車  
3. シャド-部分は引締め期。

ては、①資金需要の強弱、それをファイナンスする手段としての②外部資金調達のアベイラビリティおよび③手元流動性の水準の3つが考えられる(注1)。以下、このフレームに即して、今回資金繰り繁忙感がさほど高まらなかった背景を整理しておこう。

## (資金需要の推移)

企業の資金需要は、資金過不足じり(実物投資と減価償却・内部留保の差額)に企業間信用の与信超増減を加えたものと定義することができる。

大蔵省「法人企業統計季報」および「主要短観」によりこの推移をみると第2図のとおりである。すなわち、石油などの輸入関連業種では原油値上りに伴う輸入決済資金を中心に、また電力も燃料費の高騰から、54年初より資金需要が増加傾向をたどった。

また、その他一般企業の需資も景気が拡大するなかで漸増傾向をたどり、特に52年央以降異例の資金余剰基調を続けていた大企業(電力、石油を除く)も、54年秋口以降は再び資金不足に転じた。これら大企業の資金不足幅(対売上高比率)は55年春ごろにピークに達し、その後夏場にかけて卸売物価が急速に沈静し、仮需的な在庫増しも一巡するにつれ全体としてピークアウトしたが、その規模はピーク時の55年4～6月期でも売上高の1%強と前回引締め期ピーク(4%強)の1/4にとどまった。このように今回引締め局面においては資金需要の規模が相対的に小さかったことが、企業金融の量的逼迫感を希薄にした最も基本的な背景であったと考えられる。

企業需資の規模は、企業間信用の伸縮により影響される分を一応措くと、実物投資要因(設備投資および在庫投資)と収益要因(内部留保等)との間のバランス関係により変動する(資金過不足=ネット設備資金<設備投資-減価償却費>+在庫資金-内部留保等、第3図)。従って、やや長い目でみた需資の基調は設備投資(ないしは減価償却費控除後のネット設備資金)の水準により規定され、こうしたなかで在庫投資の増減および収益環境の変化によって短期的、循環的な変動を示すこととなる。

今回の場合、原油値上りが国内価格に波及して

(注1) ちなみに「主要企業短観」(電力、石油を除く)対象企業の資金繰り判断D.I.を、資金需要、金融機関の貸出態度判断D.I.および「自由準備」保有水準によって説明するかたちで回帰計測を行ったところ、次のような良好な計測結果が得られた。

$$\text{資金繰り判断D.I.} = 4.11 \times \left[ \frac{\text{自由準備/売上高} - \text{資金需要/売上高}}{7.76} \right] + 0.24 \times \left[ \frac{\text{貸出態度判断D.I.}}{4.63} \right] - 53.15 \quad (7.98)$$

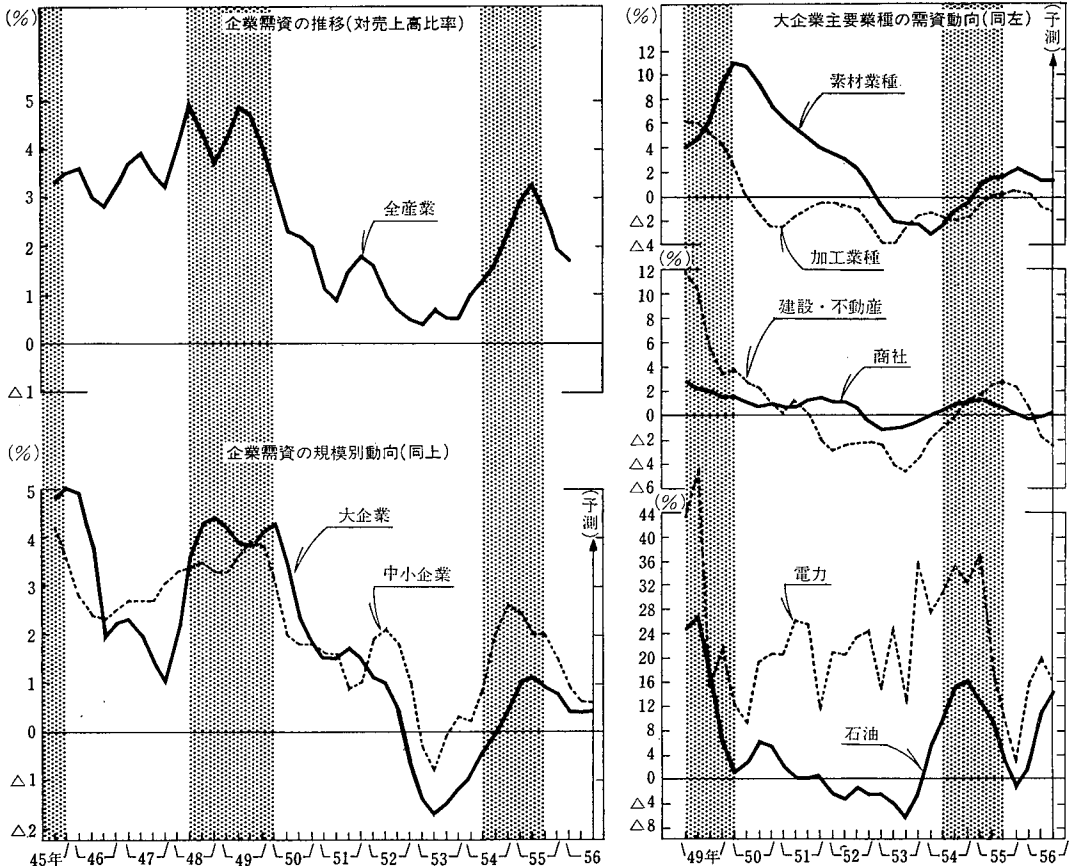
$$R^2 = 0.9261$$

計測期間 1971/I ~ 1980/IV

カッコ内 t値

〔第2図〕

## 企 業 需 資 の 推 移



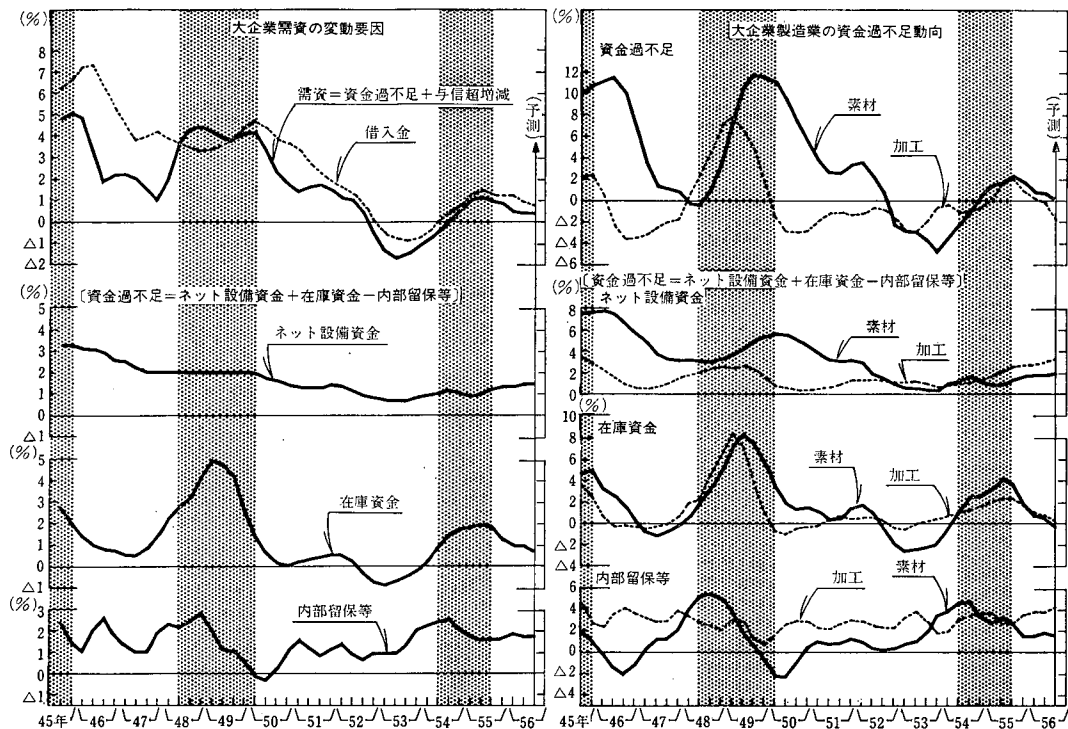
- (注) 1. 全産業は大蔵省「法人企業統計季報」、大企業は日本銀行「主要企業短観」全産業(除く電力、石油)、中小企業は同「全国短観」(中小製造業)により作成。  
 2. 企業需資=資金過不足+与信超=実物投資-自己資金+与信超=資金調達-資金運用。  
 3. シャド-部分は引締め期。

いく過程にあっても、企業需資の増大がモダレートな水準にとどまったのは、①在庫投資の拡大が相対的に小幅に抑制されたこと(「主要短観」の一般企業でみると、今回引締め時のピークで売上高の2%と前回引締め時ピークの5%強の半分以下)、②55年の賃上げがモダレートにとどまったこと等を背景に企業収益が引締め期を通じて高水準を維持しえたこと、また③設備投資は早いテンポで拡大したが、水準自体は高度成長期よりかなり低めであったこと(特に素材業種の場合)など、いくつかの要因が響いている(第3図)。このうちとくに短期的要因に着目すると、在庫投資の抑制

が企業金融面の負担軽減に寄与した。今回も石油などの価格先高観が強まった時期には、石油、化学、非鉄等の品目について仮需が台頭したものの、全体としてみれば投機的な在庫増しが上記のとおり相対的に小規模なものにとどまったが、これは第2次石油危機に対処して機動的に政策を発動した結果、インフレ心理の拡大が比較的抑制されるとともに、金利コストの上昇を通じて投機的な在庫投資のインセンティブを減退させるような金融条件が整えられたことによるところが大きい(詳しくは後述)。換言すれば、前述のような量的逼迫感の弱さは、金利政策によって企業の在庫

【第3図】

## 大企業の資金需要動向



(注) 1. 日本銀行「主要企業短観」、全産業(除く電力、石油)により作成。季節調整済み3期比重移動平均、対売上高比率。  
2. シェード部分は引締め期。

(注) 1. 素材業種=繊維、鉄鋼、非鉄、紙、化学、窯業。  
加工業種=一般機械、電気機械、自動車。  
2. 日本銀行「主要企業短観」により作成。  
3. シェード部分は引締め期。

投資が抑制され、需資の上振れが回避された結果という面が相当強かったと考えられる。

#### (外部資金調達のアベイラビリティ)

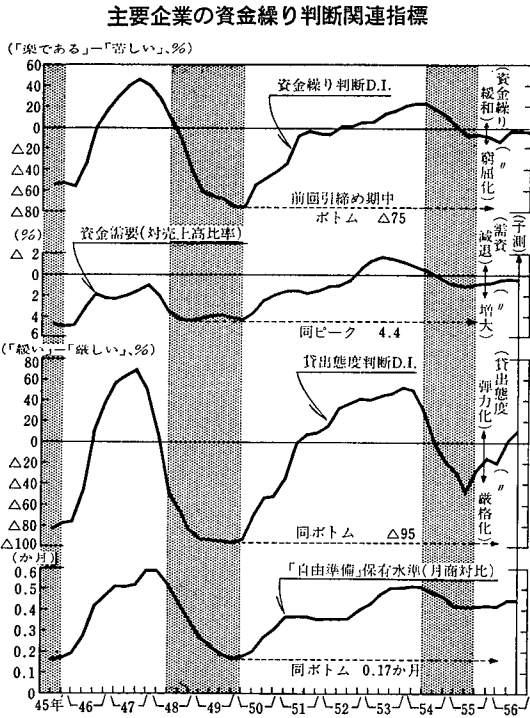
次に、外部資金調達の難易度であるが、「主要短観」で金融機関の貸出態度についての企業の判断(D. I.「緩い」-「厳しい」)をみると(第4図)、窓口指導が本格的に開始された54年4~6月以降、金融機関の貸出態度は資金調達コストの上昇や窓口指導の強化に伴い期を逐って厳格化していった。しかし今回は、借入のアベイラビリティが最も窮屈化した時点でも、金融機関の貸出態度を「厳しい」とみる企業の割合は「緩い」とみる企業の割合を5割方上回る程度にとどまった。前回引締め期においてはほとんどの企業が「厳しい」と判断した状況に比べると、相当数の企業

が借入についての自信を失わなかったとみることでできよう。

こうした企業の外部資金調達に対する自信は、前述した資金需要の相対的な弱さと無関係ではない。今回のように、企業需資に盛上りを欠き外部資金調達額自体が相対的に小規模にとどまった場合には、仮りに金融機関の融資態度そのものに変りがなくとも、前回局面のような需資増嵩期に比べ、企業の借入アベイラビリティ感がそれだけ余裕含みとなるのは当然と考えられる。

この点については、窓口指導対象外の金融機関(信金、信組、農林系、生損保、外銀、政府系金融機関等)からの補完的調達ルートが拡大していることも見逃せない。今回引締め局面における金融機関業態別の貸出をみると(第1表)、本格的な

窓口指導が開始された54年4～6月以降、その対象先である全国銀行および相互銀行の貸出の伸びは漸次低下傾向をたどった。これに対し、窓口指



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短観」、全産業(除く電力、石油)により作成。  
2. 資金需要および「自由準備」保有水準の56/7～9月については、過去1年間の予測値と実現値の乖離(実現率)に基づき、予測値を修正(なお、資金需要、「自由準備」の算出方法は本文参照)。  
3. シャド部分は引締め期。

(第1表)

業 態 別 の 金 融 機 関 貸 出 動 向

(単位・%)

	54 年				55 年				56 年	
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
全 銀 ・ 相 銀	9.7	9.7	9.5	8.0	7.7	7.3	7.2	7.6	7.8	8.0
うち 全 銀	9.2	9.2	9.0	7.7	7.4	7.1	7.1	7.4	7.7	8.0
うち 都 銀	9.0	8.7	8.0	6.9	6.7	6.7	6.6	7.0	7.6	7.8
信金・信組・外銀・ 生損保・農林系	18.9	10.5	12.8	14.4	15.8	15.2	14.4	13.3	11.7	n.a.
政 府 系	14.8	16.6	16.9	16.1	16.8	16.8	15.3	14.7	14.6	13.3
総 計	10.3	10.9	11.2	10.5	10.6	10.3	9.9	9.8	9.6	n.a.

- (注) 1. 期中月末3ヵ月平均残高の前年比。国内店名義外貸建て貸付を含む。  
2. 農林系は、農中の非出資団体向け貸出。政府系は、輸・開銀、中小公庫、国民金融公庫、商工中金、住宅公庫、農林漁業公庫、北東公庫、公営企業公庫。

導対象外の市中金融機関や政府系金融機関の貸出は、53年ごろまでの貸出低調の挽回意欲が強かったため、窓口指導対象機関からシフトしてきた需資を積極的に取り込みつつ、引締め開始後もなおしばらくはむしろ増勢を強め、その後全体としての資金需要の増勢が峠を越した55年央以降になり、ようやく伸びが鈍化した。このため、全金融機関ベースでみると、貸出残高の前年比は引締め期間を通じてほとんど低下しない結果となった。

(企業の手元流動性の水準)

第3に、企業の実質的な手元流動性が引締め期間を通じて高い水準で推移したことも、企業金融にかつてのような強い引締め感が生じなかった要因である。「主要短観」(電力、石油を除く)により、現預金に短期保有有価証券を含めた流動資産の対売上高比率(広義手元流動性比率)の推移をみると(第5図)、53年末以降低下傾向をたどり、55年3月末には1.1か月分と前回引締め期のボトム水準(1.0か月強)近傍まで落込んだ。これからみる限り、引締め期間中に手元流動性が大幅に取り崩されたかたちとなっている。

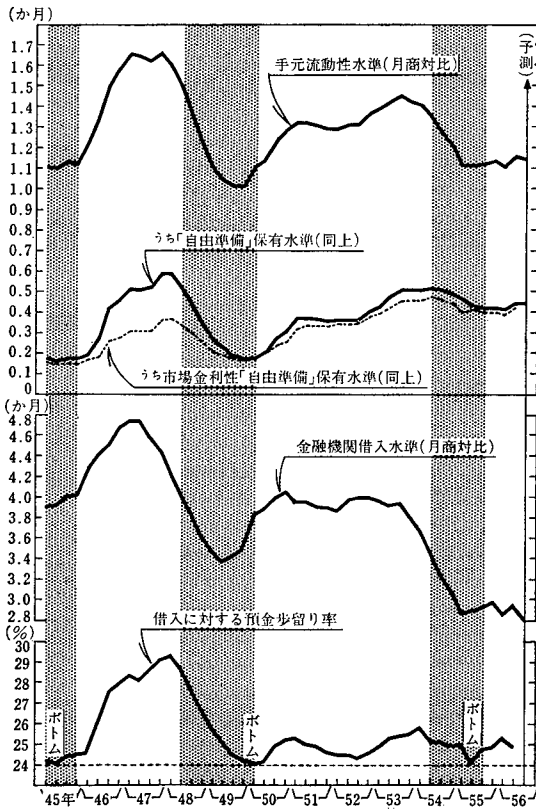
しかしながら、こうした広義手元流動性のうち企業が実質的に処分しうる部分はむしろ余裕含みに推移したとみられる。すなわち、企業が保有す

る現預金には、企業が金融機関との円滑な取引関係を維持するために借入金の一定割合として据置く分(いわゆる歩留り預金)が含まれる。企業が自由に取崩しできるのは、広義流動性からこうした歩留り預金相当分を控除したいわば「自由準備」の部分であり(註2)、手元流動性の総体よりも「自由準備」の水準いかんが企業資金繰り感に大きな影響を与えと考えられる。

このように借入金との関係を考慮してみると、

#### 〔第5図〕

#### 企業の手元流動性



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短観」、全産業(除く電力、石油)により作成。  
 2. 56/9月末の手元水準については、過去1年間の予測値と実績値の乖離(実現率)に基づき予測値を修正。  
 3. シェード部分は引締め期。

今回引締め局面において大企業の広義手元流動性が大幅に低下したのは、54年以降の資金需要増嵩期においても鉄鋼、繊維、自動車等多くの業種で金融費用節減のねらいから借入を返済したり、業容拡大の割には借増しを小幅に抑制するなどにより借入依存度を下げた(今回局面のボトム時の借入残高は月商の2.9か月分と前回局面のボトム3.4か月分を大きく割り込む水準まで低下した)結果、借入見合いの歩留り預金が減少したことによる面が強い。この間、企業の「自由準備」の水準はわずかの低下を示すにとどまってお(ピーク54年6月末0.5か月→55年6月末0.4か月)、前回引締め期にこれが大幅に取り崩された(ピーク48年3月末0.6か月→49年12月末0.2か月)のとは対照的であった。

#### (引締め期における中小企業金融の特色)

この間、中小企業段階においても、過去の引締め局面と比べ量的引締め感に乏しかったのが特色である。日本銀行「全国企業短期経済観測調査」によって中小企業製造業の資金繰り判断D. I.の推移をみると(第6図<1>)、前回引締め局面においては引締め開始とともに漸次資金繰り逼迫感が強まっていたのに対し(ボトム時のD. I. △45)、今回は引締め開始後むしろ若干ながら改善し、その後の悪化の程度も小幅であった(同△12)。中小企業段階におけるこうした資金繰り逼迫感の弱さは、基本的には大企業同様、中小企業需資の増勢自体が前回に比べ相対的に小幅にとどまったことによるものであるが(第2図、中小企業需資の規模は今回引締め期ピーク時でも売上高の2.6%と前回ピーク時の3.9%に比べ低水準)、これに加え今回の場合、大企業段階における資金繰りの

(注2) 借入に伴い最低限必要な預金歩留り額を算出するには、永年の取引慣行として定着している既往の最低歩留り率(「主要短観」対象企業においては約24%)をひとつの基準として考えることができよう。これは、

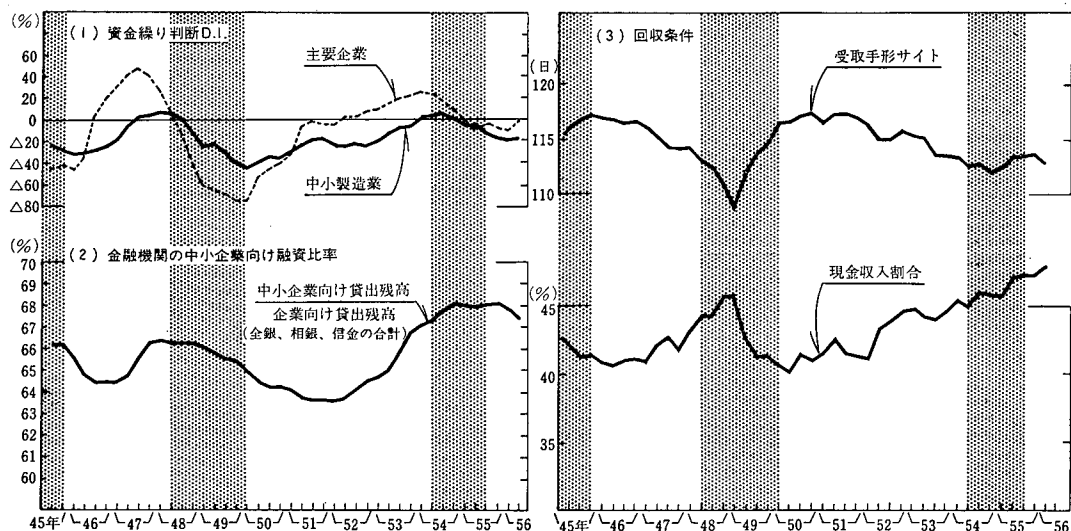
$$\text{自由準備(月商対比)} = \frac{\text{現預金} + \text{短期保有有価証券}}{\text{月商}} - \frac{\text{借入金}}{\text{月商}} \times \text{最低歩留り率}$$

<広義手元流動性> <借入依存度>

と表わし得る。

〔第6図〕

## 中 小 企 業 金 融 の 関 連 指 標



- (注) 1. 資金繰り判断は、日本銀行「主要企業短観」、「全国短観」より作成。中小企業向け融資比率については、企業規模区分の変更に伴い48/Ⅱ～Ⅲ、52/Ⅰ～Ⅱが不連続。  
 2. 受取手形サイト、現金収入割合は、中小公庫「中小企業動向調査」より作成。  
 3. 最終需要部門別生産誘発依存度は、中小企業庁「規模別産業連関表(53年表)」による。  
 4. シャドー部分は引締め期。

(参考)

## 最終需要部門別生産誘発依存度

(単位・%)

	個人消費支出	政府総支出	民間総固定資本形成	民間固定資本形成	輸出	その他
中小企業	46.8	9.4	22.8	14.1	6.9	
大企業	36.3	8.6	24.1	25.0	6.0	

裕りが中小企業金融に直接、間接の緩和要因となって波及していたことも影響している。具体的には、第1に、過去の引締め期にみられたような大企業から中小企業に対する決済条件の悪化(企業間信用の膨張)がほとんどみられなかったことである。この点を、中小企業金融公庫調べの中小企業における取引決済条件の変化状況によってみると(第6図<3>)、今回は引締め期中でも現金収入比率が引続き上昇を示す一方、受取手形サイトの延長も極くわずかにとどまったが、これは前回引締めの際に受取条件が大幅に悪化して資金繰りが大きく圧迫されたのに対照的である。第2には、金融機関の中小企業に対する貸出余力が縮小しなかったことである。全国銀行、相互銀行および信用金庫の企業向け貸出に占める中小企業融資比率の推移をみると(第6図<2>)、前回は引締め開

始以降、期を逐って融資比率が低下していったのに対し、今回は小幅ながらむしろ上昇を示している。このように、各金融機関とも緩和期に高めてきた中小企業向け融資シェアの水準を引締め期においても維持したことの背景には、低成長下において融資量を確保し、かつ貸出採算の向上を図るために中小企業融資基盤の拡充路線が定着していることに加え、やはり大企業からの借入需要が盛上りを欠いたことが挙げられよう。

## (2) 引締め解除後の動向

日本銀行は55年8月、物価や為替相場の落着きを総合的に勘案して金融緩和政策に転換したが、その後の企業金融をみると、従来しばしばみられたような政策転換後直ちに企業の資金繰り感が引緩みに向かうといった変化は生ぜず、56年初ごろまでの期間は資金繰り緩和感の浸透が足踏み状態



を続けた(第1図)。この点を、企業金融の実態に即してみると、大企業の需資自体が引締め解除後もなおしばらく根強い足取りを示したことによる面が大きい(第2図)。具体的には、①55年4～6月以降、最終需要の伸び悩みに伴い後向き在庫が積上ったため、在庫資金が夏場ごろまで累増し、その後も根強い状態がつづいたこと(56年4～6月に全体として一巡)、②これを映じて企業収益も素材業種を中心に悪化傾向をたどったこと、③この間、設備投資は省エネ、合理化、更新投資等景気変動に左右されにくい性格の案件を中心に堅調を持続したことなどの条件が相乗的に作用したためであった。ただ、引締め期との連続性で考えると、もともと引締め期間中もさほどの逼迫感がみられなかった以上、緩和感の浸透が幾分緩やかにみえたのもある程度当然ともいえる。

もっとも、このように資金繰りの波が総じて小幅化しているなかで、56年入り後は、さすがに緩和感が浸透してきている(資金繰り判断D. I. 55/8月△5→56/2月△12→56/8月△2)。これは、在庫調整の進捗に伴い在庫資金圧迫の軽減が進み、春以降は全体としてみる限り在庫資金の純増が止まった事情を映じて、資金需要の増勢鈍化傾向が強まっているため、当面景気の回復が緩やかななかで企業収益が改善していくならば、自律的な緩和感が持続する可能性が高い。

また、こうした状況の下で企業の「自由準備」保有水準をみると(第5図)、引締め解除後の55年夏場以降も大勢横ばい圏内の動きを示していたが、56年春以降は企業収益の下げ止まりなどを映じ幾分回復の方向にあり、資金繰り緩和感の浸透を支える要因のひとつとなっている。

なお、昨夏引締めを解除して以降のいまひとつの特徴点は、資金需要の企業規模別跛行性が強まったことである。すなわち、中小企業の資金需要はすでに54年末ごろをピークに減勢をたどり、緩

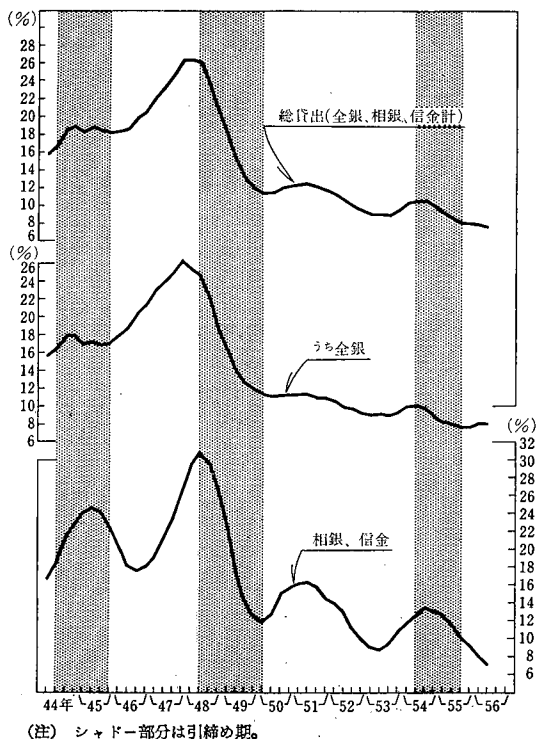
和期入り後は沈静の度合を強めたが、一方、大企業需資は中小企業ほど増加しなかったかわりに最近に至るまで比較的根強い基調にある(第2図)。これを金融機関貸出の面からみても(第7図)、都銀を中心に全国銀行では引締め解除とともに貸出の伸びが若干ながら回復傾向にあるのに対し、相銀、信金等の中小企業金融機関では貸出の伸びは引締め解除後も引続き低下傾向をたどっており、この結果、全体(全国銀行+相銀、信金)で見ると、従来の引締め解除後の局面とは異なり貸出の伸びがほとんど高まっていない。

こうした中小企業の需資低調の背景には、中小企業はその業種構成上の特徴(卸・小売、サービス、建設等のウェイトが大)からみて、今回の景気調整の主因をなす個人消費、住宅建設停滞のインパクトを相対的に強く被り、業況悪化の度合も

〔第7図〕

### 金融機関貸出の動向

(従前年比伸び率、%)



それだけ大きかったことが響いている。もっともこうしたなかでも資金繰りの悪化自体は、大企業と異なり設備投資をいち早く抑制したことなどを映じてマイルドなものにとどまっている。今後における中小企業の資金繰りや資金需要の動きは、主として個人消費の回復とそれを通ずる業況回復の状況いかんによると考えられる。

2. 安定成長期における企業金融構造

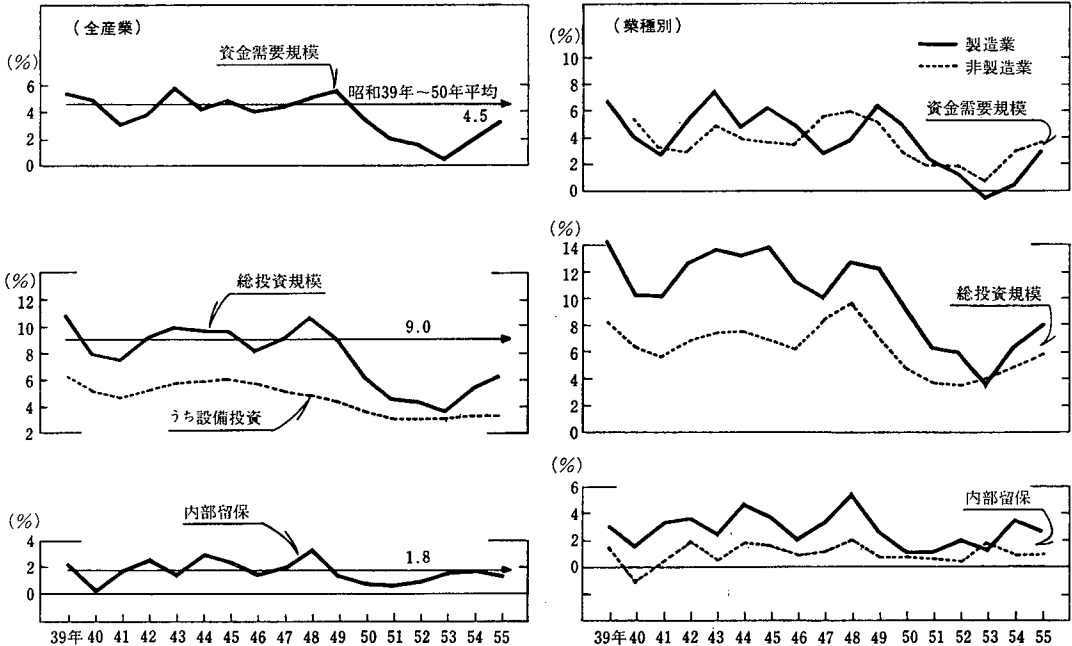
以上において、最近における企業金融の特色として、繁閑の波が以前より小幅化している点を見てきたが、これは安定成長経済への移行に対応した企業金融構造の変容が基本的背景になっていると思われる。そこで次に、中長期的な観点から昭和50年代における企業金融の変化状況を資金需要面(資金過不足)および資金調達面に分けて概観してみよう。

(1) 資金需要面の变化

第1次石油危機を契機に、わが国の経済成長率が大きく低下したことから、企業はこれに適応すべくいわゆる減量経営に努力した結果、企業金融の構造は高度成長期に比べて大きく変化した。主な特徴点を要約してみると次のようになる(第8図)。

- ① 設備投資を主体に実物投資規模が大幅に圧縮された。企業の総投資規模(設備投資+在庫投資等、対売上高比率)は、昭和40年代の平均9%から50年代には5%弱にレベル・ダウンしたが、これは設備投資が5%強から3%に低下したことが主因である。
- ② こうした投資規模の圧縮は、企業部門全体としてみれば売上高の減少、ひいては利益率の低下にもつながったが、減量経営努力による収益基盤の強化や輸出・財政といった外生的需要の

〔第8図〕 企業金融フロー構造の変化(対売上高比率)



(注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」により作成。  
2. 資金需要=資金過不足+与信超増減+関連企業等向け投資。  
3. 総投資=実物投資(設備+在庫)+与信超増減+関連企業等向け投資。  
4. 総資金調達=自己資金調達(減価償却費+内部留保)+外部資金調達(金融機関借入+社債+増資)。

増加によって、投資比率の低下に比べ自己資金比率の低下は相対的に小幅にとどまった。

③ 以上の結果、企業需資の規模は、40年代には売上高に対して平均4.5%であったが、50年代には同1.8%へと大幅に下方シフトした。

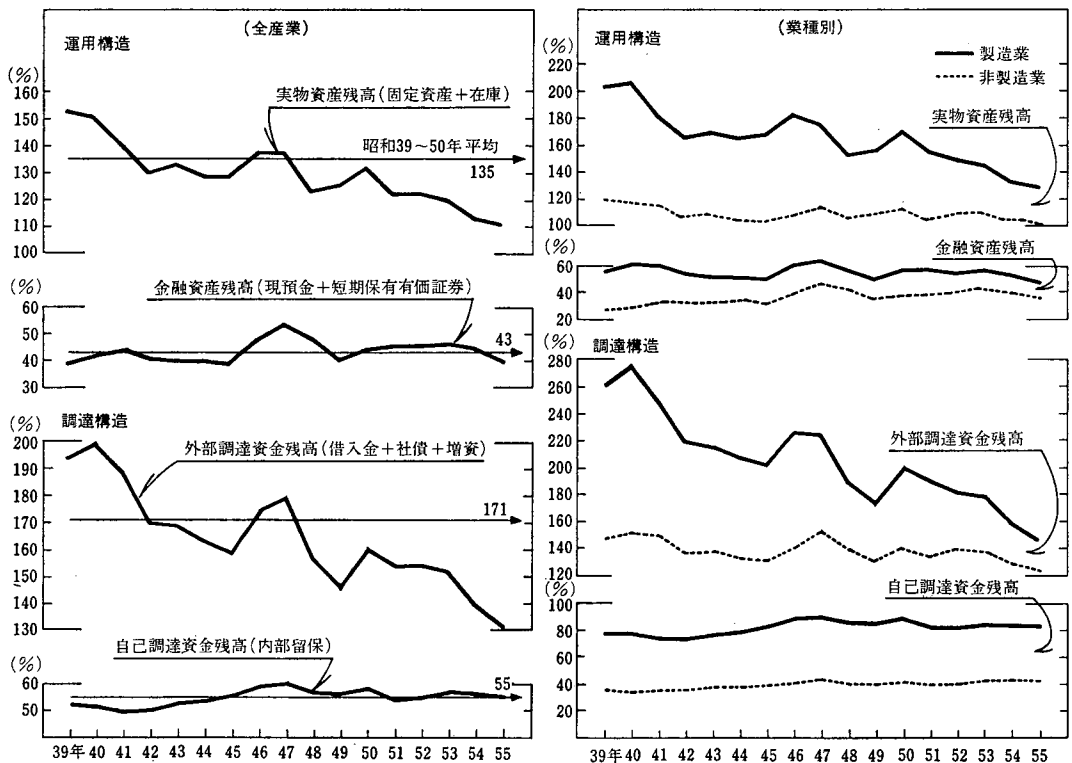
④ 業種別にみると、こうした変化は成長率低下の影響をより強く受けた製造業において顕著である。非製造業でも基本的な傾向は変わらないが、電力の投資規模巨大化などを映じて、50年代における資金需要鈍化の度合は製造業よりマイルドである。

このようなフローベースでの資金需要の変化がすすむにつれて、当然のことながら企業のバランス・シート(資産・負債残高)の構造も50年代に入り大きく変容している(第9図)。すなわち、既に述

べたような理由で実物資産残高(固定資産+在庫)の伸びが50年代に入り大きく低下したが、一方、金融資産残高(現預金+短期所有有価証券)は相対的に高い伸びを続けた結果、金融資産の実物資産に対するウェイトが大幅に上昇した(40年代平均32%→50年代平均37%)。金融資産残高の増加は売上高の伸びにおおむね見合っており、その限りでは取引需要の増加に対応している。ただこれに加えて、①50年代に入り加工業種では輸出が大幅に伸長した結果、国内販売が鈍化した割には利益率の鈍化は相対的に小幅なものにとどまり、この自己資金は投資採算が相対的に不利な状況が続かなかで、流動性として積み上ったこと、②輸出や公共投資のように企業投資に比べて代金回収期間の短い売上げの伸長が企業間信用(与信)の拡大テ

〔第9図〕

企業金融ストック構造の変化(対売上高比率)



(注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」より作成。売上高は四半期中売上高。

2. 資金運用計(実物資産+金融資産+与信超+関連企業等向け投資)=資金調達計(外部調達資金+自己資金)

ンポを抑制し、この面からも資金が預金等に歩留まるようになったことなど、経済成長の減速に伴う企業の売上げ構造の変化が金融資産残高の伸びを高める方向に作用したことも見逃せず、これが前述の「自由準備」増加の基本的背景となっている。

こうした売上げ構造の変化による企業金融面への影響は、企業総投資の借入依存度(残高ベース)を業種別にみることによって一層明瞭に示される(第10図)。すなわち、高度成長期には、投資意欲の強い業種では借入依存度も高いという設備投資主導型経済の特徴的な関係がみられた。ところが、50年代に入るとそうしたパターンは一般的にはもはや認められず、逆に電気機械、精密機械や

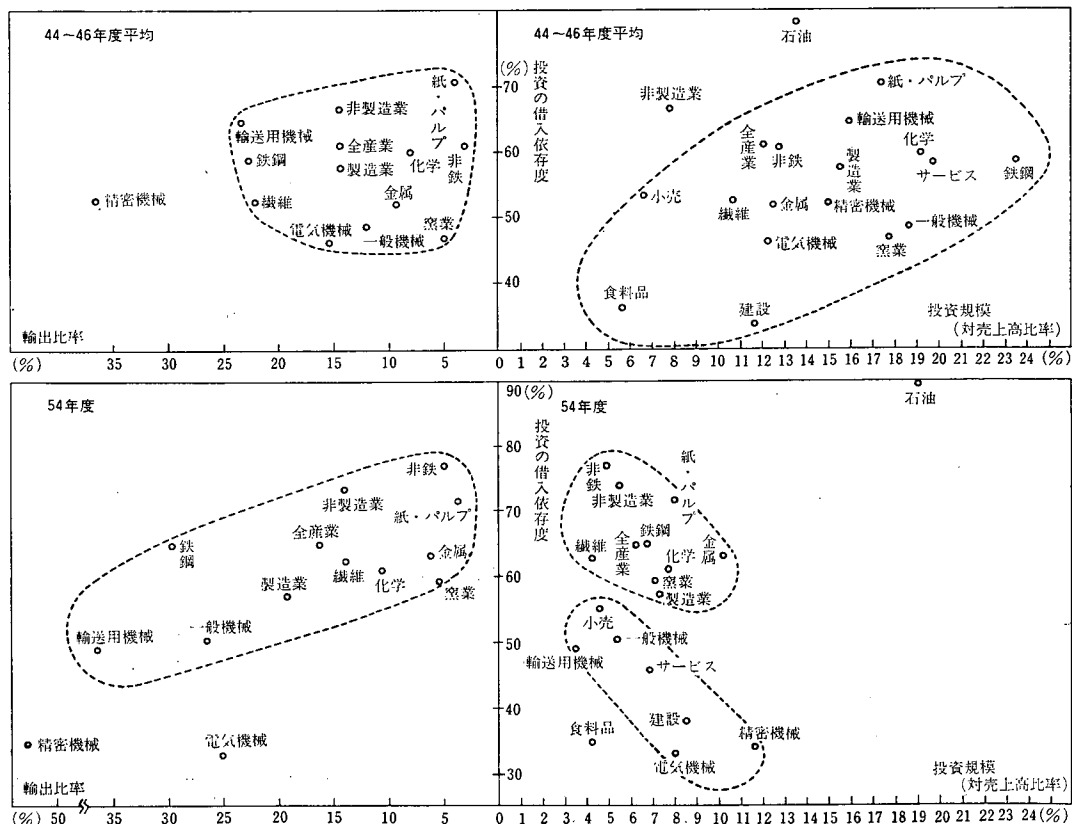
第3次産業など相対的に投資意欲が強い業種では自己金融力もまた高いといった関係さえうかがえる。これには、電気機械、精密機械などの輸出比率が近年大幅に上昇し、これが売上げ・収益の拡大および資金繰りの円滑化を通じて財務体質の強化と企業投資の拡大を両立せしめるのに寄与したと考えられる。

## (2) 資金調達面の変化

企業金融におけるもうひとつの構造変化として、外部資金調達ルートが多様化が挙げられる。第2表は、日本銀行「資金循環勘定応用表」によって企業の資金調達増加額に占める各種調達ルートの構成比をみたものである。第1の特徴点は、市中金融機関からの借入シェアが低下(昭和40年

〔第10図〕

大企業の投資規模および借入依存度の動向



(注) 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。投資の借入依存度は残高ベース。

(第2表)

## 企業の外部資金調達ルートの多様化(株式を除くフローベースの試算)

## 全産業の状況

(構成比、%)

	40 ～ 50 年平均	51 ～ 55 年平均	うち 53 年	54 年	55 年	40～50 年平均 ↓ 51～55 年平均 変化ポ イント
借入金	95.3	92.7	91.9	88.8	95.2	△2.6
うち市中借入	85.9	79.9	79.6	71.9	83.2	△6.0
(うち円借入)	(85.3)	(77.8)	(79.7)	(71.0)	(76.7)	(△7.5)
(インパクト ローン)	(0.6)	(2.1)	(△0.1)	(0.9)	(6.5)	(+1.5)
政府借入	9.4	12.8	12.2	16.9	12.0	+3.4
債券発行	4.7	7.3	8.1	11.2	4.8	+2.6
うち国内債	4.5	5.5	6.8	7.8	3.5	+1.0
外債	0.2	1.8	1.3	3.4	1.3	+1.6
外部資金調達計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
うち外貨建て調達計 (インパクト・ロー ン+外債)	0.8	3.9	1.2	4.3	7.8	+3.1

## 大企業の状況

(構成比、%)

	40 ～ 50 年平均	51 ～ 55 年平均	うち 55 年	40～50 年平均 ↓ 51～55 年平均 変化ポ イント
借入金	87.1	74.7	86.1	△12.4
うち円借入	84.6	65.2	65.3	△19.4
インパクト ローン	2.5	9.5	20.8	+7.0
債券発行	12.9	25.3	13.9	+12.4
うち国内債	12.3	18.2	9.6	+5.9
外債	0.6	7.1	4.3	+6.5
外部資金調達計	100.0	100.0	100.0	
うち外貨建て調達計 (インパクト・ロー ン+外債)	3.1	16.6	25.1	+13.5

- (注) 1. 全産業の状況は、日本銀行「資金循環勘定応用表」、大蔵省「国際金融局年報」より作成。インパクト・ローンは、大蔵省「国際金融局年報」および日本銀行「国際収支統計月報」よりインパクト・ローンの返済期間等を推計して試算。
2. 大企業の状況は、日本銀行「主要企業短期経済観測」より作成(インパクト・ローンについては全産業で用いた試算値を使用、外債については「資金循環勘定応用表」の計数を使用)。

代平均85.9%→50年代平均79.9%)する一方、政府借入(同9.4%→12.8%)や起債(同4.7%→7.3%)のウェイトが高まっていることである。これをより詳しくみるために、金融機関の業態別の融資残高シェアの推移を算出してみると(第3表)、50年代に融資シェアが低下したのは、全国銀行および相互銀行(昭和48年から54年までの変化幅、△5.2%ポイント)であり、これに代ってシェアをもっとも伸長したのは政府系金融機関(同+3.9%ポイント)である。また信金、信組、外銀、生損保等の民間金融機関も小幅ながらシェアを上昇(同+1.3%ポイント)させている。

第2に、外貨建て資金調達のウェイト上昇が目立っている(昭和40年代平均0.8%→50年代平均3.9%、55年中は7.8%)。外貨建て資金調達ルートは、かつては厳重な規制を加えられていたが、ま

ず昭和49年以降外債の起債が再開されたのに続き、インパクト・ローンについても昭和55年末の新外為法施行を機に自由化されたことから、企業は種々のニーズ(資金調達のアベイラビリティ、内外調達コストの比較、外貨建て債権の為替リスク・ヘッジ)に応じて外貨調達を活発化させている。これまでのところ、外貨調達の活用は海外市場において知名度が高くかつ内外金利動向にも敏感な大企業が主体とみられる。そこで、仮りに既往の外貨調達が全て「主要短観」対象企業によるものであったとみなして、大企業の資金調達に占める外貨調達のウェイトを大まかに試算すると(第2表、右欄)、50年代に入り外債発行(同0.6%→7.1%)、インパクト・ローン(同2.5%→9.5%)とも大幅な上昇を示しており、特にインパクト・ローンの取入れが自由化された55年中にはインパ

(第3表)

金融機関の融資シェア

(単位・%)

	36年 〈6月〉	39年 〈3月〉	42年 〈9月〉	44年 〈9月〉	48年 〈3月〉	54年 〈3月〉	( 55年 〈12月〉)	48年→ 54年の 変化幅
市中金融機関	88.0	88.9	87.9	87.7	89.0	85.1	( 83.8)	△ 3.9
うち全銀、相銀	76.4	75.1	72.7	71.2	70.8	65.6	( 62.9)	△ 5.2
うち全銀	69.8	67.8	65.7	64.1	63.6	57.9	( 55.3)	△ 5.7
うち都銀	40.4	37.4	34.7	32.0	30.8	26.9	( 25.6)	△ 3.9
うち信金、信組、外銀、農林系、生損保	11.6	13.7	15.1	16.4	18.2	19.5	( 20.9)	+ 1.3
政府系	12.0	11.1	12.1	12.3	11.0	14.9	( 16.2)	+ 3.9
総計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	( 100.0)	

(注) 1. 引締め開始直前期の融資残高シェア。  
2. 全銀は、国内店名義外貨建て貸付を含む。  
農林系は、農中の非出資団体向け貸出。  
政府系は、輸・開銀、中小公庫、国民金融公庫、商工中金、住宅公庫、農林漁業公庫、北東公庫、公営企業公庫。

クト・ローンに外債を加えた海外調達合計は、総資金調達額の25%を占めた計算になる。

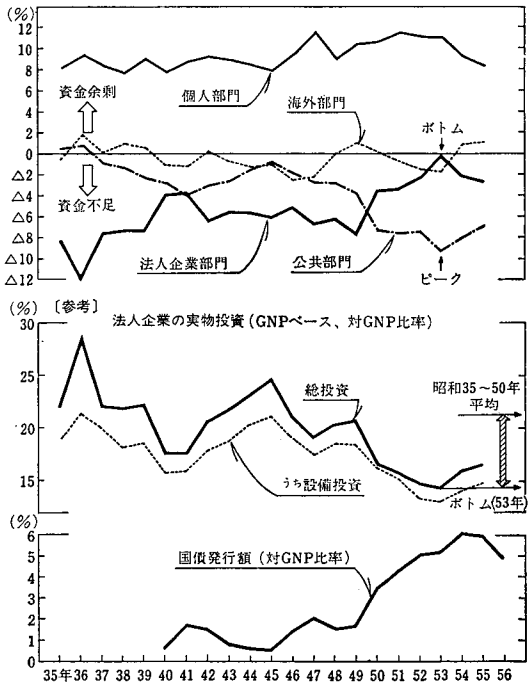
(3) 当面の展望

以上において昭和50年以降の企業金融の基本的特徴をみてきたが、そのなかにあっても、52年ごろまでのいわば減量経営一色の時期と、企業が成長率低下への適応を終え、設備投資が再び上昇局面を迎えた53年以降の時期とでは、資金需要の規模にかなりの変化が生じている(第8図参照)。54～55年の引締めはまさにそうした変化が生じはじめた時期に開始されたが、しかし設備投資比率の相対的な低位という構造的条件および在庫投資の抑制という循環的条件のもとにあって、資金需要の拡大が抑えられたことが大きく響いて、企業金融の量的な逼迫が回避されたわけである。

今後の企業金融を考える場合も、やはり資金需要の動向が基本になるが、これは一面では企業自身の投資行動の結果であると同時に、家計や政府など他の経済主体の行動によっても強く影響を受ける。そこで、ここでは経済全体のマネー・フローの観点からこの問題を整理してみよう。

周知のように、昭和50年代初のマネー・フロー

〔第11図〕  
部門別資金過不足推移(対G N P比率)



(注) 1. 日本銀行「資金循環勘定応用表」、経済企画庁「国民経済計算年報」等より作成。  
2. 56年度国債発行額は予算ベース見通し。

の特徴は、個人部門の資金余剰が40年代に比べてもさらに拡大したなかで、法人企業部門の資金不

足が顕著に縮小し、公共部門の資金不足が大幅に拡大したことであった。これは、第1次石油危機後の経済調整過程において、企業部門はいわゆる減量経営(投資抑制や自己金融力の強化)に努め、家計部門も雇用不安や金融資産の目減りに対処して貯蓄率を高めた結果、民間部門全体としての大幅な資金余剰が政府部門(景気刺激のための国債発行)および海外部門(輸出超過)の赤字拡大によって事後的にバランスしていった事情を反映したものである。

しかし、53年央ごろから、個人部門では消費マインドの上向き(貯蓄率の低下)から資金余剰幅が縮小し、また法人企業部門でも設備投資の回復に

伴い資金不足が拡大傾向に転じ、この間、公共部門では税収の回復や公共投資の抑制等を映じて緩慢ながら資金不足が縮小に向かっている(第11図)。このような変化は、安定成長への調整局面におけるマネー・フロー構造が、いわば本来の安定成長期に見合った姿に修正されつつあると考えられることができる。

ところで、個人貯蓄率は54年央ごろまで低下したあと、その後の第2次石油危機への経済調整過程を通じてきわめて安定的に推移したが、このような状況は、今後物価の大きな変動を回避することができるならば、当分続くのではないかと思われる。従って、個人部門の資金余剰も経済規模の

(第4表)

## 設備資金の自己調達割合(主要企業短観ベース)

## 設備資金調達の内訳

(構成比、%)

		40年代 (42～ 49 年度 平均)	50～53 年 度 平 均	54年度	55年度	56年度 (計画)
製 造 業	自 己 調 達	54.9	63.9	80.0	78.5	72.6
	うち減価償却費	46.4	55.5	67.4	61.3	59.2
	内 部 留 保	8.5	8.4	12.6	17.2	13.4
	外 部 調 達	45.1	36.1	20.0	21.5	27.4
	うち借 入 金	32.0	20.4	10.7	13.3	14.2
	社 債	6.5	7.3	4.0	3.0	5.9
	増 資	3.3	3.5	3.6	3.3	6.3
	設 備 投 資 前年度比伸び率	18.9	△4.6	3.8	26.1	19.4
非 製 造 業	自 己 調 達	39.2	45.9	46.3	45.3	46.1
	うち減価償却費	30.2	36.3	32.3	33.9	35.4
	内 部 留 保	9.0	9.6	14.0	11.1	10.7
	外 部 調 達	60.8	54.1	53.7	54.7	53.9
	うち借 入 金	46.4	34.2	31.2	36.1	38.5
	社 債	6.2	10.9	14.6	5.0	6.8
	増 資	5.0	5.2	5.6	5.3	2.3
	設 備 投 資 前年度比伸び率	10.5	7.5	11.7	3.9	7.9

## 主要業種別内訳

(構成比、%)

		40年代 (42～ 49 年度 平均)	50～53 年 度 平 均	54年度	55年度	56年度 (計画)
加 工 業 種	自 己 調 達	70.3	81.8	79.9	81.5	78.5
	うち減価償却費	57.1	66.8	65.5	55.9	54.9
	内 部 留 保	13.2	15.0	14.4	25.6	23.6
	外 部 調 達	29.7	18.2	20.1	18.5	21.5
	うち借 入 金	16.5	5.0	4.7	7.2	7.0
	社 債	7.5	4.9	6.1	2.7	5.5
	増 資	4.1	5.4	5.7	5.3	7.7
	設 備 投 資 前年度比伸び率	16.9	3.0	16.3	49.3	24.9
素 材 業 種	自 己 調 達	51.8	56.6	81.8	77.2	72.9
	うち減価償却費	44.0	51.2	71.5	67.6	65.4
	内 部 留 保	7.8	5.4	10.2	9.6	7.6
	外 部 調 達	48.2	43.4	18.2	22.8	27.1
	うち借 入 金	37.9	26.2	11.5	16.8	18.1
	社 債	6.3	8.8	3.6	3.5	7.4
	増 資	2.8	2.3	2.1	1.4	1.2
	設 備 投 資 前年度比伸び率	15.6	△6.7	△5.0	12.0	15.2

(注) 1. 非製造業はフレの大きい電力を除くベース。

2. 加工業種は一般機械、電気機械、自動車の合計。素材業種は繊維、鉄鋼、化学、非鉄、窯業土石、紙・パの合計。

拡大に見合う程度の増加にとどまると見込まれる。一方、企業部門についてみると、設備資金の中期的な拡大がこの先どの程度持続するかがひとつのポイントと思われるが、各種の投資誘因(技術革新、国際競争力強化、老朽設備の更新等)が依然相当根強いことからみて、企業部門の資金不足は、在庫投資の短期的変動による影響を別にとすると、当面なお設備投資を中心に緩やかな拡大基調をたどる公算が大きい(例えば、製造業の自己調達比率が54年ごろをピークに低下傾向。第4表)。

以上の個人および企業の資金過不足動向は、民間サイド全体として生み出す資金余剰の縮小、換言すれば公共部門にとってアベイラブルな「事前的」貯蓄超過額の縮小を意味している。従って、企業金融の円滑な状態が経済の安定的拡大と無理なく両立していくためには、財政赤字が漸進的に縮小していくことが必要と思われる。

### 3. 企業金融と金融政策

#### (手元余資運用形態の変化)

以上のような資金需要および資金調達構造の中期的な変化と併行して、企業の資金運用面におい

ても従来とは大きく異なる動きが生じている。すなわち、企業の手元余資、就中「自由準備」残高が増大している一方、近年、金融取引や金利の自由化措置が進められた結果、CDや債券類等の自由金利性の余資運用対象が多様化し、これら商品の金利は引締め時には大幅に上昇するなど金融の繁栄を映じて敏感な変動を示すことから、企業の利回り重視姿勢がさらに強まり、手元余資の有利な運用を求める動きが活発化しているのが特徴的である。「資金循環勘定応用表」により企業の金融資産運用形態の変化をみると(増加額構成比、第5表)、現預金の保有割合が大幅に圧縮(40年代平均91.9%→50年代平均74.4%)され、現先運用を含む有価証券の保有割合が大幅に上昇(同+13.8%ポイント)したほか、新種商品のCD(55年5月以降、同+5.3%ポイント)や外貨預金への運用割合も増加するなど、自由金利商品運用へのシフトが進展している。特に短期金融市場の自由化、多様化が進展した昭和54年から55年にかけては、折からの金融引締めに伴い市場金利が大幅に上昇し、運用メリットが増したこともあって、総資金運用のおおむね5割が自由金利商品の運用により

(第5表)

#### 企業の資金運用対象の変化

(構成比、%)

		40～50年 平 均	51～55年 平 均				40～50年平均 ↓ 51～55年平均 変化ポイント
				53 年	54 年	55 年	
現 預 金		91.9	74.4	80.7	64.3	54.2	△ 17.5
	うち 流動性預金、現金	43.4	21.2	39.7	5.0	△ 24.3	△ 22.2
	定 期 性 預 金	48.5	47.9	41.0	41.9	69.1	△ 0.6
	C D	0	5.3	0	17.4	9.4	+ 5.3
債 券		4.5	18.3	10.9	27.0	38.9	+ 13.8
信 託		3.5	7.3	8.4	8.8	6.8	+ 3.8
資 金 運 用 計		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
うち 自 由 金 利 運 用 (CD+債券)		4.5	23.6	10.9	44.4	< 50.5> 48.3	+ 19.1

(注) 1. 日本銀行「資金循環勘定応用表」より作成。

2. 自由金利運用の55年中の上段< >内は、55/12月中の居住者外貨預金増加額(約14億ドル、大蔵省「国際金融局年報」)を加えた場合の計数。



占められるに至っている(注3)。

CD、現先等のオープン・マーケット金利は金融機関の金利裁定行動の活発化を媒介として、日本銀行の金融調節の主たる場であるコール、手形レートとの連動性を高めてきており、こうした自由金利商品が企業余資の中核を占めるようになってきたことは、総体としての企業余資の運用利回りが、これまでに比べその時々金利政策のスタ

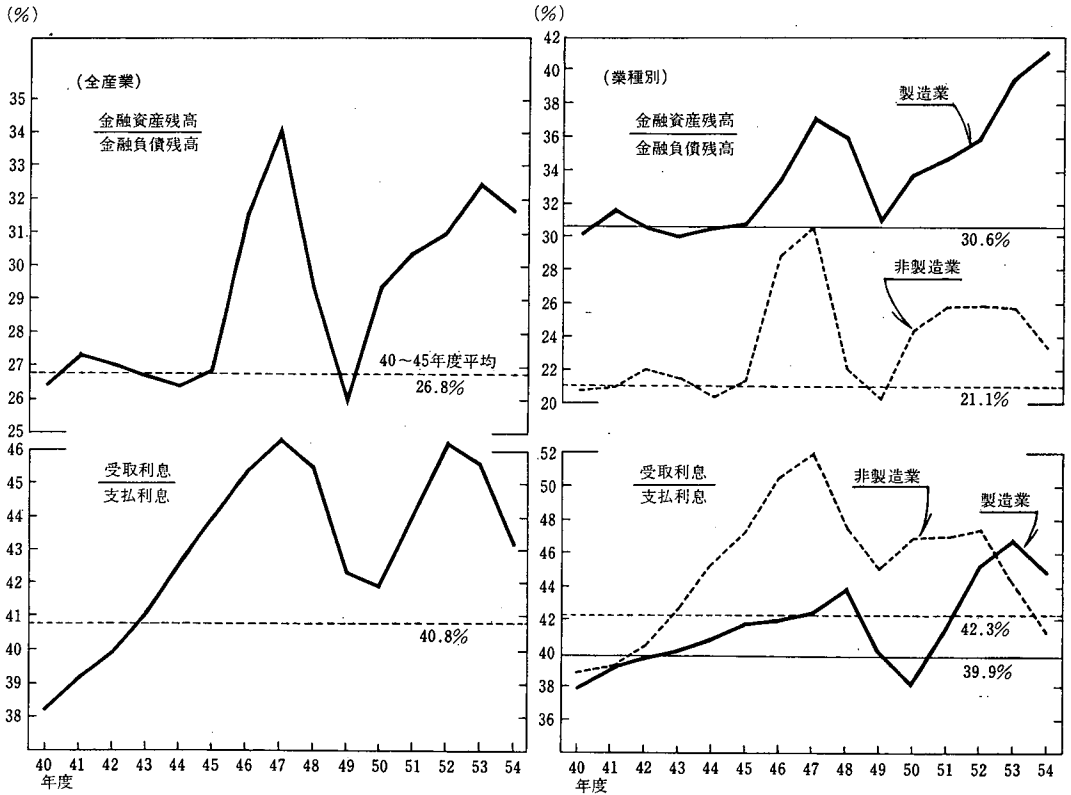
ンスを反映して敏感に変動するようになりつつあることを意味している。

#### (在庫投資行動と金利変動)

こうした企業の余資運用に際しての利回り重視姿勢の強まりは、企業の在庫投資行動への影響を通じて54～55年の金融引締め効果の浸透に重要な役割を果たしたと思われる。すでにみたとおり、54～55年の引締め局面においては、企業金融の量

〔第12図〕

### 主要企業の金融収支構造



(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」より作成。

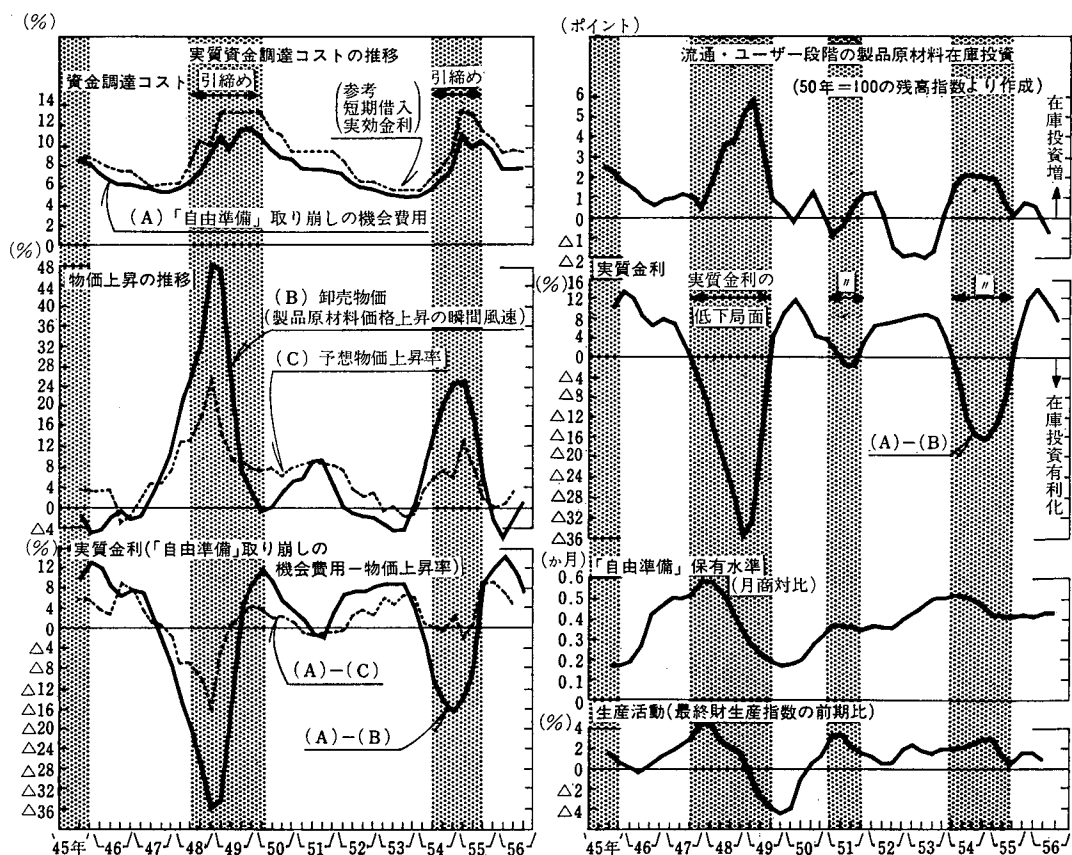
2. 金融資産＝現金＋短期保有有価証券。  
金融負債＝借入金＋社債。

(注3) 日本銀行「主要企業経営分析」により、企業の金融収支構造をみると(第12図)、借入等によらない自己資金に基づく金融資産ストックの増大(金融資産/金融負債、昭和40～45年度平均27%→50年代平均31%)に伴い、金融収支の改善(受取利息/支払利息、同41%→44%)が進んでいる。こうした財務内容の改善は、金融資産運用の巧拙が企業収益に少なからぬ影響を与えるようになったことを意味し、企業の利回り重視姿勢が強まるような土壌が整ってきたことを示唆している。

的引締め感が乏しかったが、それにもかかわらず輸入インフレが国内インフレに転化する事態を防ぎ得た。こうした物価上昇の早期収束は、直接的には企業等の仮需的な在庫増しが比較的抑制されたことによるところが大きい。事実、物価上昇予想が強まるような時、投機的な在庫投資が生じ易いとみられる流通・ユーザー段階の製品原材料在庫投資は、今回はピーク時においても第1次石油危機当時の約1/4の規模にとどまった。金融機関借入のオペラビリティの裕り、「自由準備」

〔第13図〕

### 金利操作の効果



- (注) 1. 「自由準備」取り崩しの機会費用は、マネーフローベースの「自由準備」の構成要素(預金、マネーマーケット資産、中期債)の加重平均利回りとして試算。  
2. 予想物価上昇率は、経済企画庁「企業経営者見通し調査」の製品価格見通しD.I.をもとに試算。  
3. 56/7~9月計数は推計。

保有水準の高さいづれをとってもより大幅な在庫増しが可能であったと考えられるにもかかわらず、そうした事態が回避された金融的条件は、金利水準の上昇による投資抑制効果であったと思われる(第13図)。以下では、54~55年の引締め局面における金利政策の効果について、金利操作が企業段階に波及した経路、およびそれが企業活動に与えたインパクトの大きさという観点から検討してみよう。

まず、54~55年の引締め局面における金利操作

(参考)  
流通・ユーザー在庫残高 =  $-2.045 \times \{(\text{実質金利}) \times (\text{「自由準備」水準}) - 1\}$   
 $-0.023 \times (\text{在庫残高}) - 1 + 0.0701 \times (\text{生産活動})$   
 $+ 2.857$   
 $(-8.98) \quad (5.05) \quad (4.41)$   
 $(R^2 = 0.862)$   
 $(D.W. = 1.20)$   
 カッコ内 t 値

の波及経路についてみると、日本銀行は54年4月に公定歩合を上げた後も、物価上昇予想の強まりに即応して金利水準を逐次上げたが、これは借入コストの上昇を通じて在庫投資の上振れを抑制する効果をもった。しかも、このような従来からのルートのはかに、今回の場合、企業の手元余裕資金の運用実効利回りが従来より格段に上昇したことが、豊富な手元余資が投機的な在庫投資に転化するのを抑制するうえで効果的であったと考えられる。こうした新しい経路からの効果浸透を支えたのは、前述のように、企業の手元余資に占める自由金利商品のウェイトが増大した結果、在庫投資の機会費用としての余資運用利回りの動向が企業の投資行動に重要な意味を持つようになってきたことによるものである。例えば、48～49年においても現先レートが20%近くにまで高騰するなど限界的な余資運用利回りの上昇がみられたものの、運用の主体が金利上昇の小幅な預金であったため、全体としての余資運用利回りの上昇はその分マイルドなものにとどまった(「資金循環勘定応用表」対象企業の場合、余資運用残高に占める自由金利商品のウェイトは48年平均で38%との試算)。これに対し今回は、CD等の新商品の導入もあって、企業の余資運用に占める自由金利商品のウェイトが格段に高まっているため(同、54～55年平均で74%との試算)、余資運用利回り総体がマネー・マーケット金利との連動性を強める形で弾力的かつ大幅に変動するようになってきている。こうした状況下、企業は余裕資金の運用に際して、金融資産運用と実物資産運用(特に在庫投資)の投資効率を従来以上にシビアに比較することによって、両者の選択を行うようになってきているといえよう。

それでは、54～55年の引締め期における金利水

準の上昇は企業の投機的な在庫増しを抑制するうえでどの程度のインパクトをもったと考えるべきだろうか。これは金利水準から物価上昇率を差し引きたいいわゆる「実質金利」によって測ることができる。ここで採用されるべき金利の指標は、企業が借入れによって在庫投資を行うのであれば借入コストであろうし、また手元余資を取り崩して在庫増しを行う場合にはその機会費用としての余資(「自由準備」)運用平均利回りである。今回の特徴は、余資運用利回りの上昇による在庫投資抑制という側面にあるので、ここでも余資運用利回りを基準に「実質金利」を試算すると第13図(左下段)のようになる(注4)。

これをみると、前記のとおりに、自由準備全体の運用利回り(機会費用)がピーク時11%程度にまで急速な上昇をみており、これは瞬間的な物価上昇率のピークには及ばないものの、両者の乖離幅としての「実質金利」水準の低下幅は前回引締め時(48～50年)に比べはるかに小幅であり、その意味で前回局面に比べ「実質金利」を高めに維持し得たといえよう。

また、現実の物価上昇率とは別に、企業の価格予想(経企庁調べ)に基づき「予想物価上昇率」を算出し、これと「自由準備」運用利回りとの乖離幅として得られる「実質金利」をみると、同じく第13図のとおりである。今回の場合、金利上げの早期発動など政策運営がタイミングよく行われたこともあって、人々のインフレ・マインドの拡大が抑制されたことから、この意味での「実質金利」も前回より高めとなっている(前回引締め局面では実質金利がおおむねマイナスであったのに対し、今回局面ではゼロ近傍に低下したにとどまった)。以上の「実質金利」動向からみる限り、金利政策が投機的な在庫投資のインセンティブを減

(注4) ここでの「実質金利」は、①余資運用平均利回りとしては、CD、現先等の市場金利と預金金利の加重平均値および②物価上昇率としては、投機的な在庫投資が最も生じ易いとみられる製品原材料の卸売物価の前期比上昇率(年率換算)を使用したひとつの試算値である。

殺した効果は、今回引締め期においてかなり大きかったとみる事ができよう(注5)。

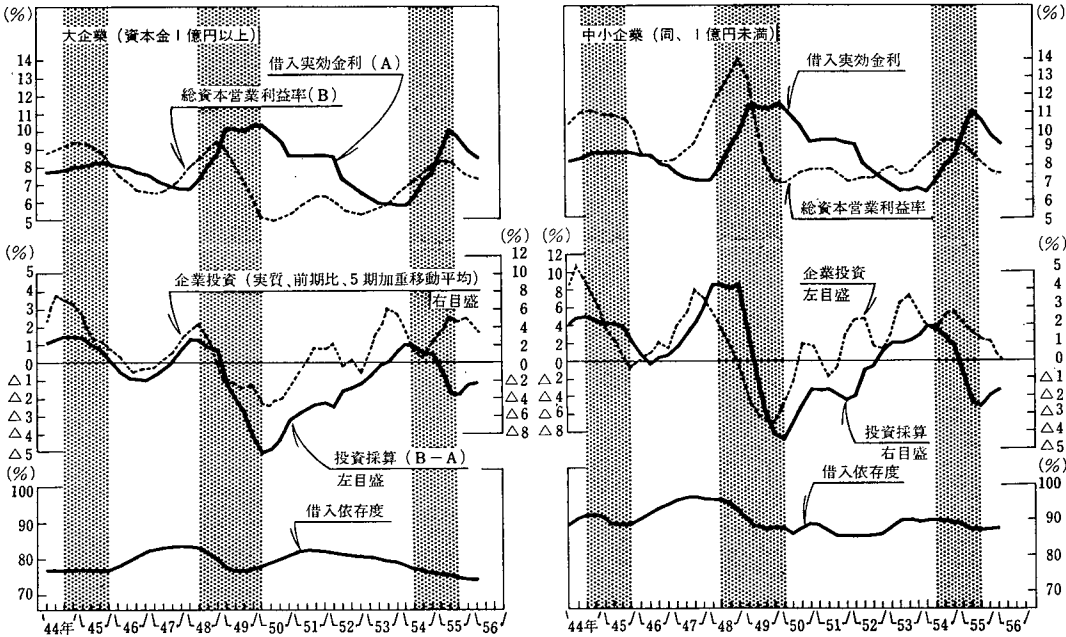
〔企業規模別の動向〕

なお、金利変動の企業投資総体に及ぼす影響を企業規模別にみると(第14図)、利益率から借入コストを差し引いて得られる投資採算と企業投資

(設備投資+在庫投資)との関係からみる限り、中小企業においては多少の時間的ズレはあるが、投資採算と企業投資の間に引続きかなり明確な関係が存在している。これは中小企業では大企業に比べ借入依存度も高く手元余資の水準も低いところから、借入コストの変動が投資総体に及ぼす影響

〔第14図〕

企業規模別投資動向(「法人企業統計季報」ベース)



- (注) 1. 借入実効金利は、長・短プライム・レートの加重平均金利を、最低預金歩留り率(大企業27%、中小企業37%)により調整して算出。  
2. 総資本営業利益率 =  $\frac{\text{営業利益}}{\text{総資産}}$   
3. 企業投資は、GNPベース、民間企業設備デフレーター等により算出。  
4. 借入依存度 =  $\frac{\text{借入金残高}}{\text{固定資産} + \text{在庫残高}}$   
5. シェド部分は引締め期。

(注5) このように、金利の引上げにより在庫増しが抑制された状況を、「主要短観」対象企業における在庫投資、借入金、「自由準備」水準のバランス比較からみてみよう。引締め開始直前におけるこれら指標の水準を100として、引締め終了時の水準を下表でみると、前回は在庫投資が大幅な積上り(+91)をみたのに見合っ、大幅な借増し(+34)および「自由準備」の取り崩し(Δ58)により所要資金がファイナンスされた形となっている。これに対し、今回は在庫増しが相対的に小幅にとどまったこと(+39)に対応して、借増しの規模が小さく(+12)、また「自由準備」残高も高水準が維持(+7)されており、対照的なバランスとなっている。

引締め期中の企業の投資行動比較

引締め開始直前の水準=100とした場合の引締め末期の水準

	在庫残高	借入金残高	「自由準備」残高	(参考)設備投資
今回局面(54/3末=100とした場合の55/9末水準)	139	112	107	112
前回局面(48/3末=100とした場合の50/3末水準)	191	134	42	121

が強いとみられる。一方、大企業においては省エネ、合理化投資等の独立的な設備投資誘因の強まりを背景に54年～55年の期間は両者の関係が崩れているが、大企業においても、借入コストおよび余資運用利回りの上昇の両面から、投機的な在庫投資行動が機動的な金利操作によって抑制されたとみられることは上述のとおりである。

## む す び

以上みてきたような企業金融の状況は、今後の政策運営にとってどのような含意をもっているだろうか。まず、金融政策に関連していえば、金融の量的な調節が企業金融の逼迫を通じて企業の投資行動に直接影響を与えることは今後も変わらないが、その度合はかつての高度成長期に比して小さくなっているといえよう。しかしこのことは、直ちに実体経済活動を制御していく金融政策の機能が後退していることを意味するものではない。

むしろ今回引締め局面において例証された如く、金利自由化措置により諸金利が弾力的に変動するような環境が整えられるなかで、公定歩合を軸とした金利水準の機動的な調整が借入コストおよび投資の機会費用としての余資運用利回りの上昇に速かに波及し、在庫投資を中心に企業投資の変動を促しうる機能は強まっているといえよう。従って、今後ともでき得る限り金利の自由化をすすめ、金利政策の効果が一層速かに企業段階に波及するような環境を整備していくことが重要な課題である。

一方、財政面では、すでに述べたように公共部門の大幅な資金不足がつづく場合には、先行き企業の設備投資ファイナンスのための資金調達と競合する可能性が強い。設備投資の安定的な拡大は日本経済の良好なファンダメンタルズを維持していくうえで大切な要件であり、今後の財政運営上も、これらの点を念頭におくことが望ましい。