

# 最近の米国企業金融について

## 〔要 旨〕

1. 米国のインフレはようやく沈静化の兆しをみせているが、長期間にわたる高率のインフレは、金利の高騰やその乱高下と相まって、企業金融面にも大きな影響を与えてきた。例えば家計や機関投資家等資金の出し手が、金利変動によるリスクの増大等を背景に短期金融資産への選好を強めたため、企業の増資、社債発行等長期資金調達には次第に困難となった。このため、企業は相対的に有利なCPや外銀借入など、短期資金調達への傾斜を強めた。また、資金調達負担の軽減を図るため手元現・預金や在庫の圧縮に努める一方、高金利の pass-through 化と呼ばれる金融資産運用の効率化にも力を注いだ。

2. この間、企業の内部資金の源泉である企業収益は、インフレによって表面的にはともかくも高水準を持続したが、実質的な償却不足等を伴う形で発生したいわば水増し利益に対する課税・配当等社外流出の増大が、企業の内部資金蓄積を阻害した。

インフレ進行下で企業の投資支出が名目的に拡大する一方、内部資金が伸び悩んだため、企業の外部負債依存度が高まり、しかもその調達が短期中心とならざるをえなかったため、企業の財務内容は大きく悪化した。

3. 米国経済は、81年央を境にリセッションに入り、現在、インフレ率の低下の割に金利は高い水準を維持するという環境が続いている。この間における企業金融状況を前回の景気後退から回復初期にかけての局面(74～75年)と比較してみると、①高金利の持続もあって収益の落込みが大きく、金融コストの低下による収益回復効果が鈍いこと、②企業の資金需要が目立って落ちまず、とくに短期資金調達が異例とも言える増勢を続けたこと、③この結果、厳しい長期資金調達環境の持続とも相まって、企業の財務体質の改善が遅々としたものとどまっていること、が大きな特徴として指摘される。

4. こうした企業財務体質の悪化と改善の遅延は、在庫調整の急速な進展を促すことによって景気の落込みを大きくするとともに、設備投資の回復を制約する要因となっている。またそれは、企業倒産の多発を通じて金融不安を醸成する一つの背景ともなっている。

5. 最近に至り、マネーサプライの落着き等を背景に、「景気停滞下の実質金利高」はようやく修正場面を迎えているようであり、根強い増勢を続けてきた企業のビジネス・ローン借入等も幾分増勢鈍化の兆しをみせている。もっとも長期金融市場では、なお金利の下げ渋り現象が続いており、このため企業の財務体質改善にはかなりの時間がかかるものと予想されている。こうした状況下、ここしばらくは設備投資の低迷、企業倒産の高水準等、いわば高インフレ、高金利の後遺的現象が尾を引こうとの見方が多い。

## 〔目 次〕

(はじめに)

### 1. 高インフレ・高金利下の企業金融

- (1) 高金利・金利大幅変動下の企業金融  
(長期資金調達環境の悪化)  
(短期資金調達の多様化)  
(金利負担軽減努力)
- (2) 高インフレの企業収益への影響
- (3) 企業財務内容の悪化

(はじめに)

2次にわたる石油危機を経て高進した米国のインフレーションは、81年央以降の景気後退とともにようやく沈静に向いつつあるが、この間、企業の経営環境としては、インフレの高進と高金利、金利乱高下が組合わされた時期から、デイス・インフレ下で高金利が残存する局面へと変化し、それによって企業金融も大きな影響を受けてきている。本稿では、こうした経営環境の変化が米国企業金融に与えた影響を概観し、それが実体経済活動にどのような影響を及ぼしつつあるかについても検討することとする。

### 1. 高インフレ・高金利下の企業金融

米国では、60年代以降徐々に高まりをみせていたインフレが、70年代に入り一段と高進した(第1図のA)。この間、インフレの高進に伴って金利も底上げされてきたが、とくに、79年10月には連邦準備制度がマネーサプライ管理方式を変更したこともあって、その後金利は異例の高騰を示し、しかもそれが大きく乱高下した(第1図のB)。以下では、まず高インフレ・高金利が併進した70年代後半から本格的景気後退の始まる81年央にかけて、こうした企業をとりまく金融環境が企業金融にいかなる影響を与えたかをみることにする。

### 2. 今次景気後退、デイス・インフレ下の企業金融 (過去の景気循環における企業金融)

(今次局面の特徴)

### 3. 実体経済活動への影響 (設備投資制約の可能性) (高水準の企業倒産とその影響)

(おわりに)

#### (1) 高金利・金利大幅変動下の企業金融

(長期資金調達環境の悪化)

まず、最初に指摘されるのは、企業の長期資金調達環境の悪化である。すなわち、インフレの高進下で家計・機関投資家等の資金の出手側は運用資産価値の目減り回避のため高利回り資産への選好を強めるとともに、金利変動に伴うリスクの増大に対処するため、高利回り資産の中でも流動性の高い短期金融市場資産への傾斜を強めることとなった。こうした傾向は市場金利連動型の新種の短期金融商品(MMMF<短期金融資産投資信託>等)が続々と登場したことによって一層拍車をかけられた。こうして、資金供給が長期から短期へシフトすることとなったため、企業の長期資金調達は次第に困難になった。

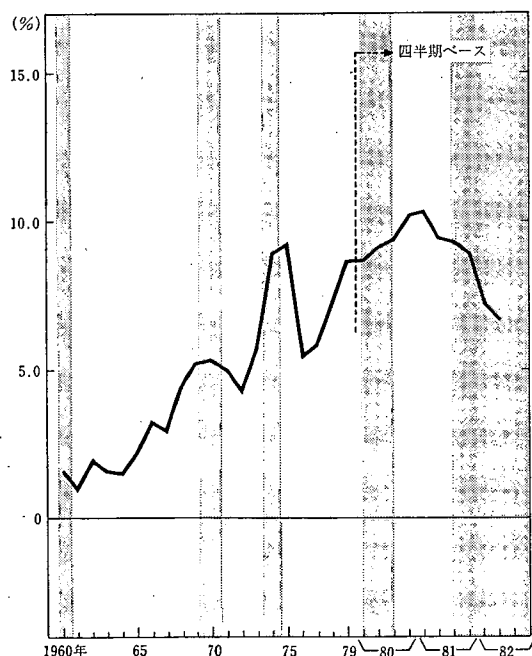
この間の事情を企業の長期資金調達の主要源泉である増資と社債発行についてみると、まず増資(株式による資金調達)については、80年後半に石油・天然ガス開発関連業種において、石油値上げによる収益好調を背景に増資を図る動き(投資家は主としてキャピタル・ゲインを期待)が拡がりを見せたが、こうした特殊な動きを除くと70年代後半以降総じて低調に推移した。これは、株式投資から得られる利回りがもともと低かったうえ、高金利の持続に伴う株価低迷見通しもあって、投資家の関心が株式投資から離散したことが基本的

背景とみられる。なお、「75年証券改革法」の成立により大口機関投資家(時価総額1億ドル以上の株式を保有)についてその保有株式や売買状況等の開示が義務付けられることとなり、これに伴い機関投資家の株式投資に対する態度が慎重化したことも増資低調の一因として指摘されている。こうした株式投資に対する投資意欲の減退は株価を1株当りの税引後純利益で除した株価収益率(注1)の動きに顕著にあらわれており(第2図)、同収益率は70年代前半に急激に低下したにもかかわらず、その後もいわば下方シフトを起こした形で低迷状態を続け、この間、非金融法人のネット株式発行額も、上記石油・天然ガス開発関連の増資集中を除けば、概して減少方向をたどったことがみてとれる。

次に長期負債の大勢を占める社債についてみると、金利が一時的に低下するような局面で瞬間的に起債が集中する場面もみられたが、趨勢的には高金利持続のもとで起債は低迷を続け、非金融法人の市場調達資金全体に占める社債の比率は、75年末の41.1%から、80年～81年の35～36%まで急速に低下した(第1表)。とくに、社債の場合、市場で直接長期国債と競合する関係にあるため、財政赤字拡大傾向のもとでこの面からも調達難が強まった。また、後述のように高インフレ・高金利の影響から多くの企業で財務内容が悪化し、社債格付けが引下げられたため社債による調達が一層困難になるという事情があったことも見逃がせない。この間、企業は起債環境の悪化に対処して満期期間の短縮(長期債→中期債)や変動金利制の

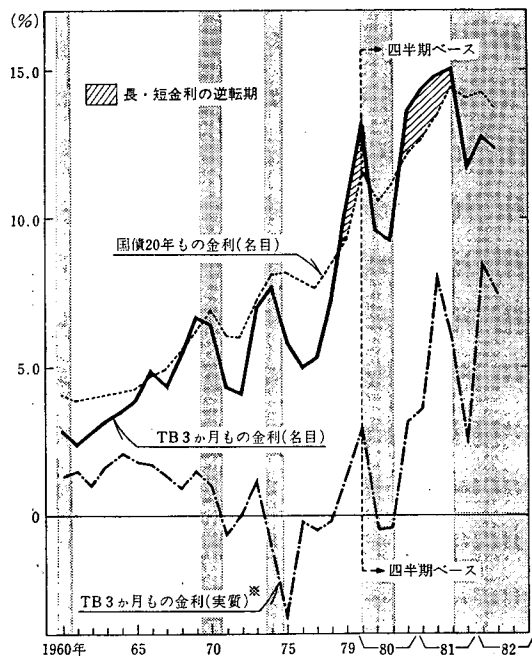
〔第1図〕

物価上昇率の推移(A)  
(GNPデフレーター前年比伸び率)



(注) シェード部分は景気後退期(以下同様)。

長・短金利の推移(B)

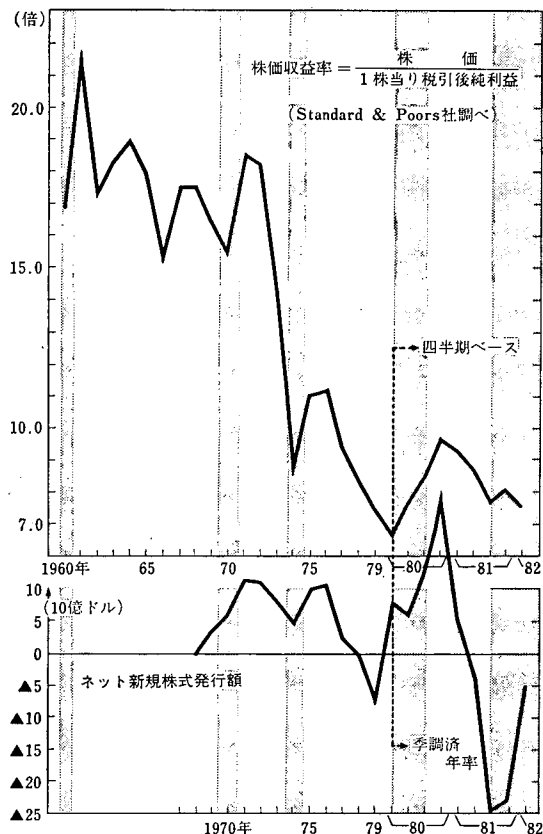


※ 実質金利=名目金利-GNPデフレーター前期比年率

(注1) 「株価収益率」は、配当の源泉となりかつ企業収益力や成長性の大きさを表す利益額を直接株価に結びつけようとする考え方に基いて作られた指標で、米国の投資家にとって株式投資意思決定上の重要な指標(この値の高低を過去のそれと比較することなどによって現在の株価水準の高低を判断)となっている。

〔第2図〕

## 米国の株価収益率の推移



資料：連邦準備制度 “Flow of Funds”

(第1表)

## 市場経由の金融負債内訳&lt;非金融法人&gt;

(残高ベース、構成比、単位・%)

	1960 年末	65	70	75	80	81
社 債	48.8	43.6	44.3	41.1	37.0	35.5
モーゲージ借入	21.6	24.2	21.6	24.0	23.4	22.8
銀行借入	24.6	27.5	27.6	27.1	27.9	29.1
CP(商業紙)	0.5	0.4	1.9	1.5	2.8	3.6
BA(銀行引受手形)	0.3	0.2	0.4	0.6	0.6	0.8
ファイナンス・カンパニー借入	3.6	3.3	3.7	5.1	7.4	7.4
政府借入	0.6	0.8	0.6	0.6	0.9	0.8

資料：連邦準備制度 “Flow of Funds”

社債発行(クーポンレートをTB等短期市場レートに連動)を図るなど種々工夫をこらしてきたが、こうした措置は、企業の調達コストを高めた(借換えコストの増嵩等)割には起債調達額の増加をもたらさなかった。

## (短期資金調達の多様化)

長期資金調達環境が悪化するなかで、インフレの進行に伴う内部資金蓄積の伸び悩み(後述)から一段と資金調達強化を迫られた企業は、短期資金調達の多様化を図り、とくに金利割安なCP(商業紙・ペーパー)や外銀借入等への依存を強めた。とりわけ非金融法人のCPによる資金調達は大幅に増加し、市場調達資金全体に占めるCPのウェイト(残高ベース)は、60年代の0.5%程度から80年～81年には3～4%程度まで上昇した(第1表)。このほか、子会社のファイナンス・カンパニー経由で流入してくる資金(ファイナンス・カンパニー全体では調達資金の4割をCPに依存)まで勘案すると非金融法人のCPによる調達比率はさらに上昇することとなる。このようにCPによる調達が急増した背景としては、CPが持参人払形式の無担保の約束手形で、かつ満期期間が通常数日から90日程度と期間を自由に指定できる短期の資金調達手段であり、また銀行のプライムレートよりはかなり低レートで調達できること等がCPを魅力ある資金調達手段にしたものとみられる。

このほか、CPと並んで外銀からの借入も増加した(非金融法人の銀行借入残高に占める外銀からの借入比率は73年末の7%から81年6月末には2割にまで上昇)。これは、最近におけるユーロ市場の拡大とユーロ取入れ資金に対する準備金賦課の廃止(78年8月以降)を背景に、米国市場における外銀の貸出し態度が一段と積極化(注2)したこ

(注2) 外銀の貸出し金利はプライムレート・ベースではなくユーロ取入れレートをベースにこれに若干のプレミアムをつける形で行われており、通常、プライムレートを下回り、CPに近いレートとなっている。なお、最近米国内の銀行でプライムレート割れの金利での貸出が増加してきているが、これはこうした外銀の貸出やCP発行の増大に対抗したものとみられている。

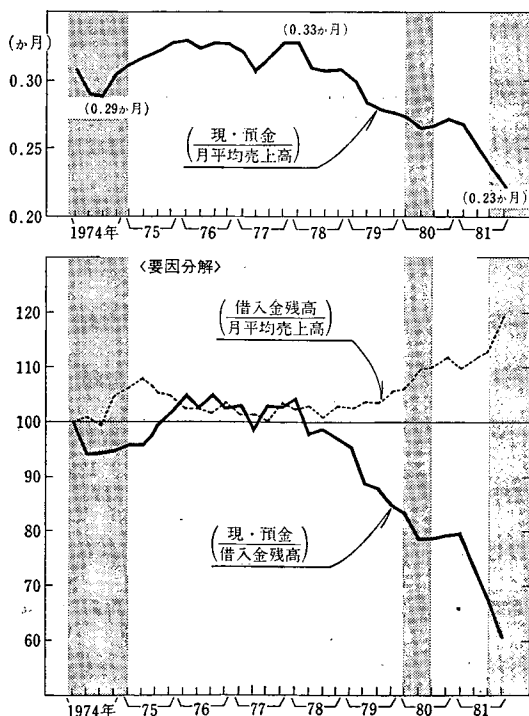
とによるものとみられる。

### (金利負担軽減努力)

この間、企業は調達コストの上昇、金利の大幅変動に対処しそれなりの自己防衛努力を払ってきている。そのひとつが調達資金を圧縮するための手元現・預金および製品在庫・仕掛品の圧縮であり、もうひとつがいわゆる高金利の pass-through 化といわれる金融資産運用の効率化である。

まず、企業の手元現・預金動向をみると(第3図)、手元現・預金の月平均売上高に対する比率(製造業ベース)は、77年第4四半期(0.33 か月)をピークにその後低下を続けている。この手元現・預金比率を手元現・預金の対借入金比率(手元現・預金/借入金残高)と借入金の対売上高比率(借入

現・預金対売上高比率とその要因分解(製造業)



(注) 1. 要因分解式は次のとおり。

$$\frac{\text{現・預金}}{\text{月平均売上高}} = \frac{\text{現・預金}}{\text{借入金残高}} \times \frac{\text{借入金残高}}{\text{月平均売上高}}$$

2.  $\frac{\text{現・預金}}{\text{借入金残高}} \times \frac{\text{借入金残高}}{\text{月平均売上高}}$  は74年第1四半期=100として指数化。

3. 各計数とも3期移動平均。

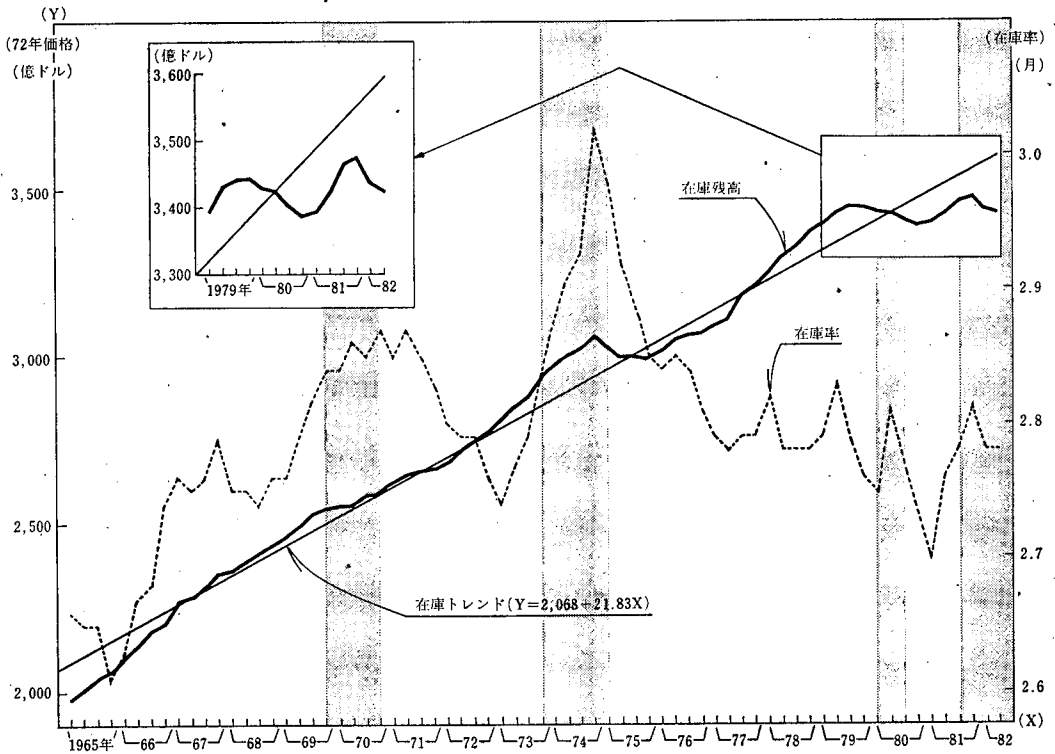
金残高/月平均売上高)とに分解して、その動きをみると(第3図)、借入金対売上高比率が徐々に高まる中にあって、70年代後半以降、手元現・預金対借入金比率は急速に低下しており、企業が借入依存を高める中で手元現・預金を極力圧縮しようとした姿がみてとれる。企業はこうした財務面の対応のほか、高金利負担を極力軽減していく方策として在庫圧縮にも努力した。すなわち、在庫率(GNPベース)は70年代半以降、趨勢的な低下傾向をたどっているが(第4図)、とくに金利急騰場面では在庫率の大幅な落込みがみられた。

こうした手元流動性や在庫の圧縮については、コンピューター等を利用した管理技術が急速に向上したことも大きく寄与していると指摘されている。すなわち、手元流動性の管理面では金銭の受払いや振替等の決済に関して、大企業はコンピューターや通信機器を効果的に活用することによって、時々刻々の情報をもとに毎日の資金過不足を迅速に把握し、手元資金を極力切りつめるとともに、その結果生じる余裕資金を手形決済時までの短い時間を使って現先(RPs)等に運用するようになってきている。また、中小・中堅企業にあっても、大手銀行の提供するキャッシュ・マネージメント・サービス(コンピューター・オンライン・システムにより資金状況を即時に把握できるシステム)を使っているところが多く、これにより MMMF(短期金融資産投資信託)等への短期資金運用や手元流動性管理をより効果的に行えるようになった。在庫管理面においても、市場の需要動向や市況、金利動向等を変数として最適在庫水準を算出する科学的手法を開発するなどコンピューター利用が進められており、これによりコスト負担の軽減や在庫資金借入の抑制が図られている。

企業は手元現・預金の切りつめや在庫圧縮に努める一方、高金利に伴う資金コスト負担をできるだけ緩和し、あわよくば利鞘稼ぎによって金融収

〔第4図〕

## 在庫トレンド (実質GNPベース、季調済)



資料: 商務省 "Survey of Current Business"

益の増加を図ろうとする動き (いわゆる高金利の pass-through 化の動き) を強めた。すなわち、非金融法人の金融資産運用形態を金融商品別にみると (第2表)、長・短金利の逆転現象 (第1図のB) や短期高利回り金融商品の増加等を背景に資金運用面でも短期化傾向が進行した。具体的には、現・預金のウェイトが低下する中でCPや現先(RPs)運用が急速に上昇したほか、高利回りのCD (譲渡性定期預金証書) を中心に定期預金、さらには海外預金のウェイトも上昇した。これをゆるやかな金利上昇のみられた73~78年までの期間とその後急激な金利上昇のみられた79~81年の期間に分けて企業規模別にその動きをみると (第5図)、73~78年間は手元流動性に占める定期預金のシェアが上昇する中で、資産10億ドル以上の超大企業ではユーロ等海外預金へのシフトが、また大企

(第2表)

## 金融資産運用の内訳 &lt;非金融法人&gt;

(残高ベース、構成比、単位: %)

	1960 年末	65	70	75	80	81
要求払預金、現金	54.9	52.4	63.5	43.1	37.6	36.2
定期預金 (含むCD)	5.8	14.2	7.6	17.9	20.2	21.5
現 先 (RPs)	—	0.9	0.3	3.8	12.3	11.5
外 貨 預 金	0.2	1.3	1.2	4.6	7.2	6.7
連 邦 政 府 債 券	32.8	21.7	10.7	11.3	3.3	4.0
地 方 ・ 州 政 府 債 券	4.7	7.3	3.2	3.6	1.9	1.8
CP (コマーシャル ペーパー)	1.6	2.2	13.5	15.7	17.5	18.4

資料: 連邦準備制度 "Flow of Funds"

業 (資産1~10億ドル) では市場性有価証券へのシフトが目立った。その後、79~81年の高金利下にあつては資産1億ドル以上の大規模企業では海外

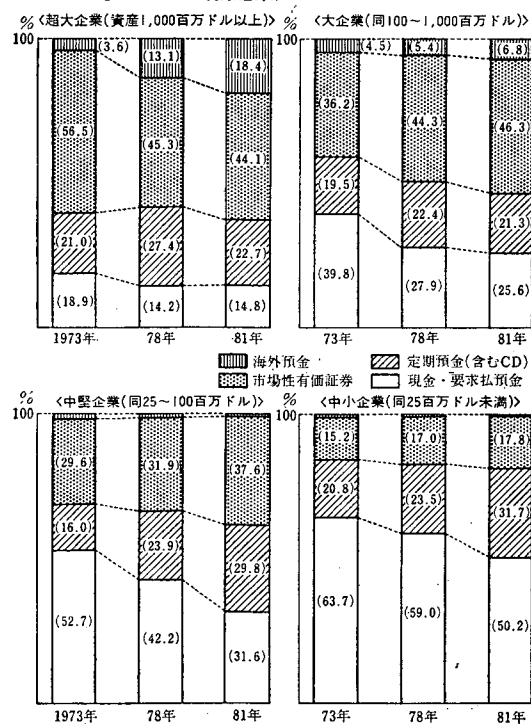
預金のウェイトを一段と高めるとともに、中堅・中小企業(資産1億ドル未満)では市場性有価証券や定期預金への運用ウェイトを高めた。

このように、超大企業を中心に海外預金へのシフトが急速に進んだのは、ユーロ預金金利がCD市場金利等を大幅に上回る水準で推移したことが背景になっており、大規模企業ほど有利な運用手段にシフトさせる動きが強かったことを示している。

このように、有利な金融資産運用を目指す動きは、近年、期待収益率や金利の動向が不透明な中において、企業が不確実な実物投資を抑制するかわりに、確実に利鞘の稼げる短期金融資産への運用姿勢を強めたことのあらわれともみられる。例えば、CPにより資金を調達し、それをCPよりも高利回りのCDや現先に運用することによって利

〔第5図〕

#### 企業の手元流動性資産の内訳シェアとそのシフト(製造業)



資料：連邦取引委員会 “Quarterly Financial Report”

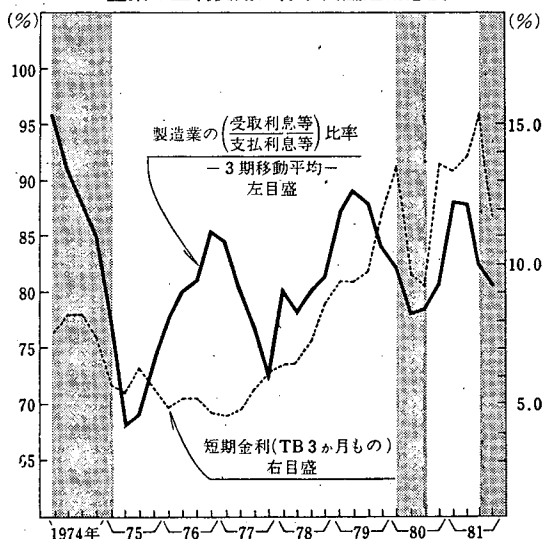
鞘を稼ごうとする動きがこれに当たる。ちなみに、「受取利息等」を「支払利息等」で除した比率を製造業についてみると(第6図)、同比率は従来短期金利とほとんど無関係に動いていたのが、高金利が明確化する79年末頃より相関性をもつようになり、超高金利下の80年、81年にはその相関性が一段と強まっている。これは、高金利のもとで金融資産収益を従来以上に重視しようとする企業の姿勢を示しており、いわゆる高金利の pass-through 化の傾向が拡がったことをあらわすものといえる。

#### (2) 高インフレの企業収益への影響

次に企業の内部資金の主要源泉である企業収益の動向についてみてみよう。企業の表面利益(税引前純利益)は、80年初頃まで順調な増益基調をたどり、その後80年央の落込みはあるものの81年初までは総じて高水準で推移した(後掲第8図)。しかしながら、こうした利益増もインフレによる名目的な拡大という面が大きく、また実質的な償却不足等に伴って発生した利益に対する課税等社

〔第6図〕

#### 企業の金利変動に伴う資産運用態度



資料：連邦取引委員会 “Quarterly Financial Report”

外流出の増大は、企業の内部資金蓄積を阻害することとなった。

すなわち、インフレによる名目的な拡大を調整してみるため、利益額を売上高で割った売上高経常利益率(注3)の推移をみると(第7図)、75～78年中おおむね横ばいで推移したあと、79～80年にかけて急激に低下をみている(81年前半に景気のあや戻しから多少持直し)。

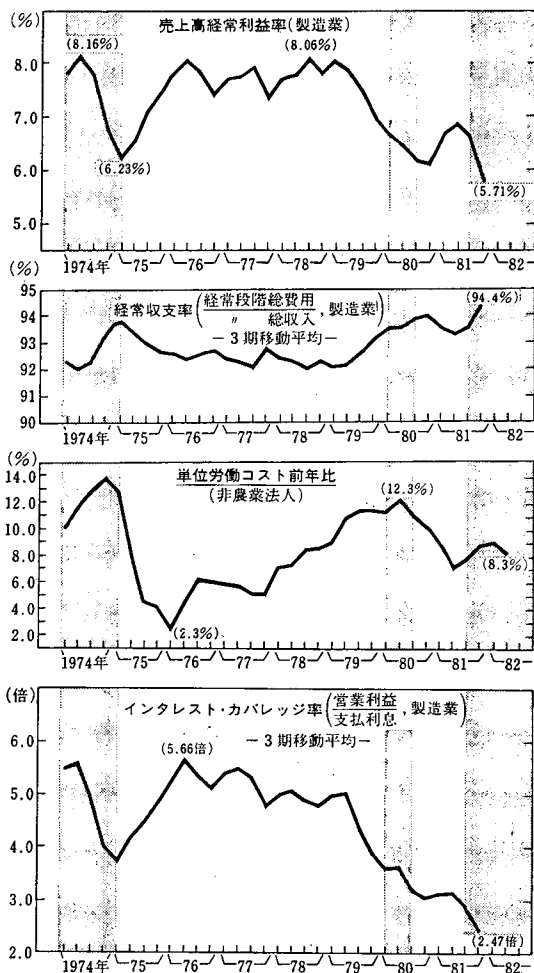
これは、78年頃までは値上りによる収入増加とコスト上昇とがほぼ見合っていたのが、79年以降、引続く賃金コスト(単位労働  $= \frac{1 \text{人当り賃金}}{\text{労働生産性}}$ )の上昇に加え、金利コストの急上昇(企業の支払利息に対して本業で稼得した営業利益がどの程度これをカバーしているかを示すインタレスト・カバレッジ率  $< \frac{\text{営業利益}}{\text{支払利息}} >$  は、79年以降急低下)もあって、コスト上昇テンポが収入増加のそれを凌駕するようになったためとみられる(第7図)。

このように企業の収益実勢が悪化する一方で、インフレの進行は次のような経路を通じて企業の内部資金蓄積を阻害することとなった。

① 減価償却不足の発生——通常、固定資産の減価償却については、簿価である取得原価に基づいて毎期一定額ないし一定率等で償却する方法がとられているが、この方式のもとでインフレが進行すると、減価償却累計額と残存価額の合計額(=当初取得価額)は、新たに設備を更新する際の再調達価額に及ばないこととなる。このことは差引不足分だけ本来内部資金化されなければならないところが課税対象利益に計上されていることを意味する。

② 棚卸資産評価方式(先入れ先出し法)に伴う水増し利益の発生——現在、米国の全産業の3分の2が先入れ先出し法(FIFO法)を採用しているとされているが、インフレ進行下で先入れ先出し法による売上原価算定方式をとると、当期

〔第7図〕



資料：連邦取引委員会“Quarterly Financial Report”  
商務省“Survey of Current Business”

の売上原価が過去に仕入れた割安な仕入価額で評価されることになる。この結果、当期の割高な仕入価額が当期売上原価算定にあたって反映されないことになり(棚卸資産に割高なものが残る形)、表面利益はその分水増しされて表われてくる。インフレ進行下でこうした棚卸資産評価に伴う水増し利益を回避するためには、評価法を先入れ先出し法から後入れ先出し法(LIFO法)に変更すれば良いわけであるが(継続性の会計原則からは問題となるが、一定の合

(注3) 米国には経常利益の概念がないため、日本の経常利益に近い概念で日本銀行調査統計局推計。



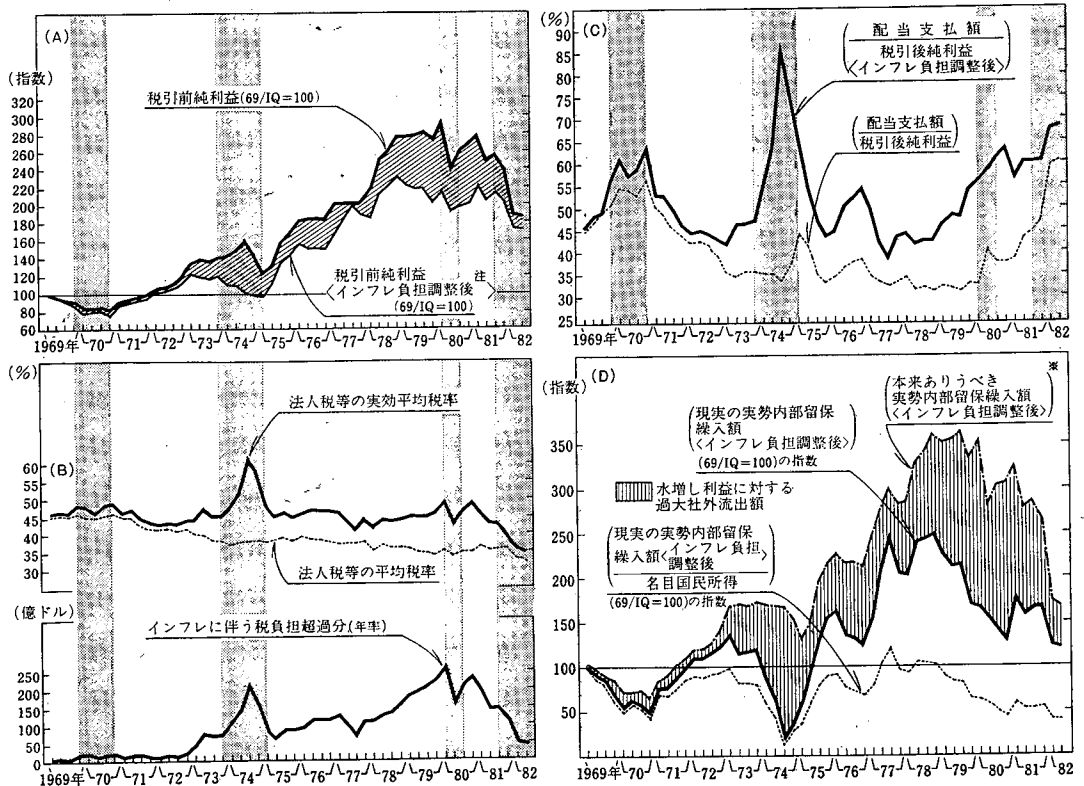
理的理由があれば変更も可能)、実際に評価方法を変更した企業は少ない。これは、先入れ先出し法が計算処理上も迅速に行われる等のメリットが多いことのほか、表面利益を大きくみせようとする米国企業の短期業績重点主義の風潮に基づく面も大きいとみられている。

以上のような減価償却不足や棚卸資産評価方式に伴う水増し利益分は79～80年にかけての高インフレ期に高まってきており、これを差引いたインフレ負担調整後<sup>(注)</sup>の税引前純利益は78年第4四半期をピークに減少傾向をたどっている(第8図のA)。問題はこうした水増し利益が正常な利益と同様、課税や配当の対象となり、その結果かなりの

部分が社外に流出してしまうことにある。インフレ会計の考え方を十分反映していない現在の税制下では、上記のようにインフレによって利益が水増し計上されている時期には企業に対し実質的な増税効果をもたらすことになる。すなわち、法人税等の平均税率 $\left(\frac{\text{法人税等支払額}}{\text{税引前純利益}}\right)$ がゆるやかな低下傾向をたどる中で、インフレ負担調整後の実効平均税率 $\left(\frac{\text{法人税等支払額}}{\text{税引前純利益} < \text{インフレ負担調整後}}\right)$ は、インフレの進行とともに次第に上昇、この結果、税負担額は大きく上乘せされることとなった(第8図のB)。さらに企業の配当支払についても、税引後の表面利益をもとに行われるうえ、無理をしてでも高い配当を維持するといった企業経

〔第8図〕

インフレによる企業収益(GNPベース、全産業、季調済・年率)への影響



※「現実の実勢内部留保繰入額」の69/IQの金額を100とした指数。

(注) インフレによってもたらされる減価償却不足額(設備等の再調達価額から帳簿上の減価償却額を差引いて算出)、製品・原材料等の原価不足額(帳簿上の原価を当期市場価格による原価から差引いて算出)を帳簿利益額(もしくは帳簿内部留保繰入額)から差引いたベース(商務省試算)。

資料: 商務省 "Survey of Current Business"

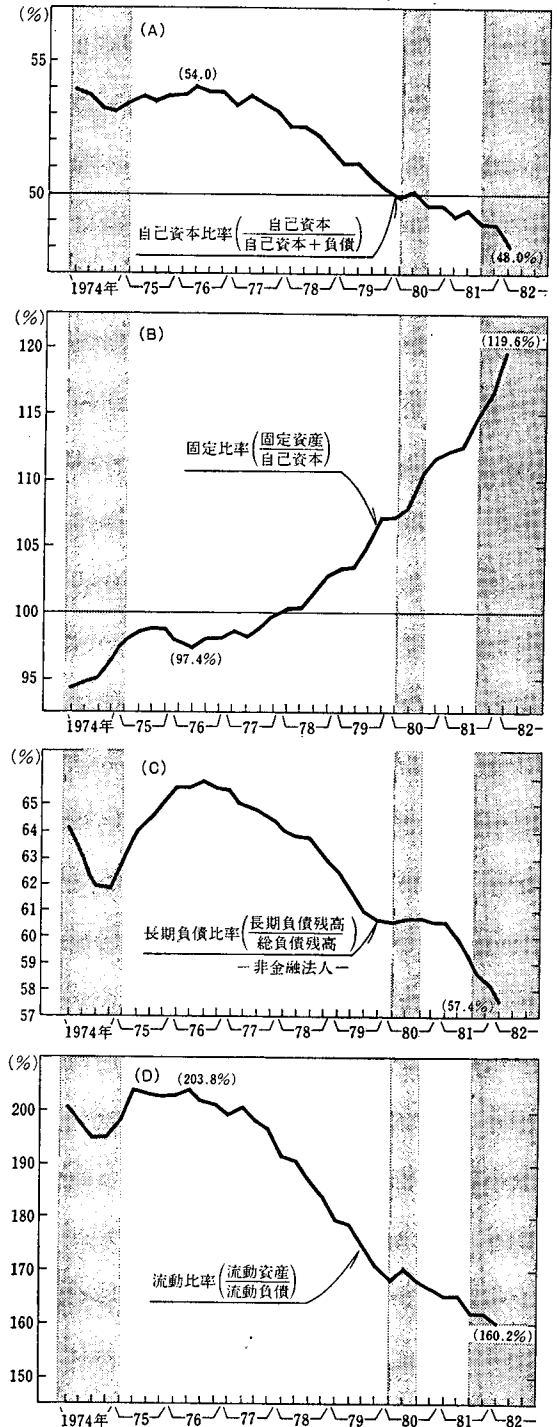
営者の業績指向が続いた。このため、インフレ負担調整後の税引後純利益に対する配当支払額の比率(実質配当性向)は77年頃から上昇傾向をたどり、この面からも利益の過大な社外流出が続いた(第8図のC)。このような水増し利益に対する課税や配当支払の増加により、企業のインフレ負担調整後の内部留保繰入額は79年以降大きく減少、同内部留保繰入額の名目国民所得比率は77年以降はっきり低下傾向を示すに至っている(第8図のD)。

### (3) 企業財務内容の悪化

以上のような高金利、高インフレによる企業金融へのインパクトは、結果として、企業の財務内容の悪化をもたらした。すなわちインフレ進行下、企業の投資支出等が膨張する中で内部資金(内部留保+減価償却引当金)が伸び悩んだため、企業の外部調達依存度が高まり、これが高金利負担によってさらに調達増を招くといった悪循環に陥ることになった。このため、企業の財務構成は76~77年頃を境に急速に悪化し、企業の基礎体力を示すとされる自己資本比率(製造業ベース)は、77年以降一貫して低下傾向をたどり、80年以降は50%ラインを割るに至っている(第9図)。また固定資産に関する原資の状況を示す指標も、固定比率(固定資産/自己資本)が78年以降は要注意ラインとされる100%を超えて上昇を続けているほか、固定資産と中長期安定資金(自己資本+固定負債)とのバランスを示す固定長期適合比率も70年代半以降上昇の一途をたどっている(75年第1四半期68.9%→81年第2四半期76.0%)。なお、最近、米国の企業では自己勘定での設備投資にかえてリースによる機械設備の導入を図る動きが活発化しているほか、金融子会社経由の資金による増資(金融子会社が借入金として調達した資金を親会社の増資資金に運用)等の動きも多く、この点まで勘案すれば実勢の固定比率、固定長期適合比率はさ

〔第9図〕

### 製造業の財務比率



資料：連邦取引委員会 “Quarterly Financial Report”  
連邦準備制度 “Flow of Funds”

らに一段の悪化を示しているものとみられる。

この間、高金利の持続による長期資金調達難を背景に必要な資金の多くが短期資金で賄われ、また既往長期資金の借りつなぎも困難化したことから、企業の長期負債比率および企業の負債弁済能力を示すとされる流動比率はともに大きく低下、企業の負債弁済能力の低下と資金繰りの不安定化が急速に進展(注4)したことを示唆している。

## 2. 今次景気後退、ディス・インフレ下の企業金融

米国経済は、81年央を境にリセッションに入り、それまで根強い高進を続けてきたインフレもようやく沈静化の方向にある。しかし、そうしたなかであって、連邦準備制度の抑制的なマネーサプライ管理や財政赤字の拡大懸念等を背景に長期金利が依然2桁台の高水準を続けるなど、企業経営にとっては厳しい環境が続いている。そこでつぎに、こうしたディス・インフレと高金利が併存する状況のもとで米国の企業金融がどのように変化しつつあるかをみていくこととする。

### (過去の景気循環における企業金融)

現局面の企業金融の特徴をみるため、まず、前回の景気後退末期から回復初期(74～75年)にかけての企業金融の姿を振り返ってみよう(第10図)。74年秋以降の景気後退末期の局面にあつては、在庫調整の進捗に伴って漸次手元流動性の回復が進むとともに、資金需要の減退等に伴い金利低下が促されたため、企業は短期借入を返済し、長期借入に努めることでさらに手元流動性を補強した。その後、景気が底入れから回復に向う局面では、それまでのレイオフ実施や借入金利の低下等を反映してコストが徐々に軽減される一方、売上げの伸びが高まったため企業収益が回復に向い、この面から資金繰りが緩和した。景気回復初期にあつては、こうした自己金融の持直しと順便な長期資金調達の進行によって在庫増し等をファイナンスする局面が続いたわけであり、在庫・設備投資の増加等から手元流動性が再び取崩され、同時に短期資金の借増しによって長期負債比率の低下が始まるといった企業金融の引締り現象が生じたのは、景気上昇が顕著となった76年後半以降の局面であつた。

(注4) 米国企業の財務諸比率(製造業ベース)は日本企業との比較ではなお優れている面が多いが、時系列的にみると、日本の場合、総じて改善傾向を示しているのに対し、米国では悪化が目立っており、このところ格差は徐々に縮小してきている。なお、この格差自体、リースによる設備導入等オフ・バランスシートの問題や金融子会社経由の資金調達等を勘案した実勢ではより縮小するとの指摘もなされている。

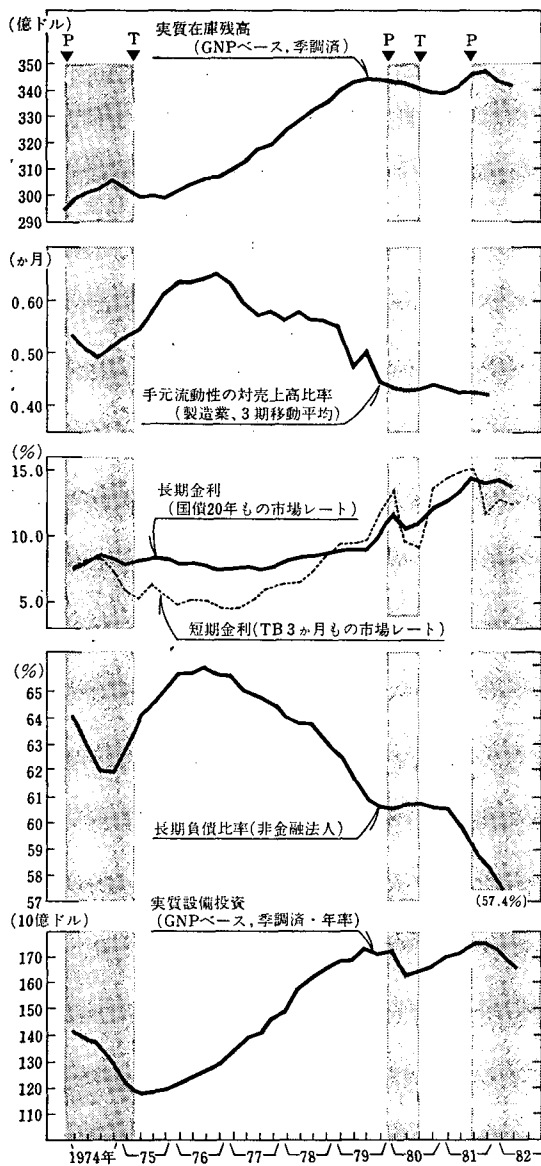
日米の主要財務比率の比較  
(製造業ベース)

	自己資本比率		固定比率		流動比率	
	日 本	米 国	日 本	米 国	日 本	米 国
年	%	%	%	%	%	%
1969	22.32	54.64	186.80	91.08	115.74	201.55
1970	21.46	53.75	198.98	95.40	115.10	197.82
1971	20.18	53.51	214.62	95.57	116.37	202.99
1972	20.59	53.23	213.49	93.77	113.10	203.78
1973	19.29	52.05	211.04	92.20	110.67	196.98
1974	17.15	53.11	238.84	96.38	109.46	194.82
1975	16.61	53.69	243.80	98.65	113.79	202.49
1976	16.68	53.77	239.13	98.14	115.72	201.07
1977	17.68	53.14	228.76	99.80	114.71	196.06
1978	19.19	51.76	213.25	102.77	112.48	183.77
1979	19.47	50.20	196.28	107.21	110.79	171.18
1980	20.88	49.63	181.32	111.81	111.97	166.41

資料：日本銀行「国際比較統計」。

〔第10図〕

## 景気後退→回復局面のパターン



(注) 手元流動性=現・預金+市場性有価証券  
資料: 商務省 "Business Conditions Digest"

## (今次局面の特徴)

こうした前回景気循環における企業金融のパターンを念頭に置きつつ、今回81年央から始まった景気後退局面の企業金融の特徴をみると、これまでのところ次の3点で前回と大きく様相を異にしている。

まず、第1に景気が急速に落込み、物価も沈静に向ったにもかかわらず高金利が持続したため、今回は金融コストの低下による収益回復効果が極めて鈍いことである。ちなみに、最近の企業収益動向を商務省調査によってみると、税引前純利益(全産業)は、81年第4四半期以降急激に減少をみしており、景気後退直前期からの落込み幅は過去の同様の局面に比べて今回はかなり大幅なものとなっている(第3表)。

第2に、従来の景気後退末期の局面では企業の資金需要は在庫調整の進展等に伴い増勢が大きく鈍化したが、今回は資金需要の目立った落込みがないまま推移した点があげられる(とくに、ビジ

(第3表)

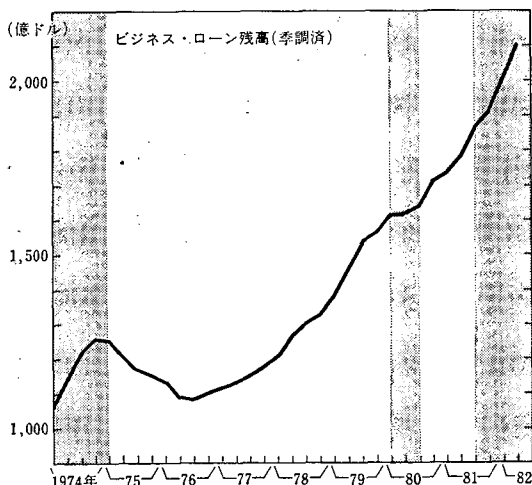
## 景気後退期間中の税引前純利益(GNPベース、全産業、季調済)の低下幅

(単位: %)

	69/Ⅳ～ 70/ⅢQ 不況期	73/Ⅳ～ 75/ⅢQ 不況期	80/Ⅰ～ 80/ⅢQ 不況期	今回不況期 (81/Ⅲ～ 82/ⅡQ)
累積的 低下幅	△ 14.0	△ 10.2	△ 4.5	△ 23.8
1四半期 平均の 低下幅	△ 3.0	△ 1.8	△ 1.5	△ 6.6

資料: 商務省、"Survey of Current Business"

〔第11図〕



資料: 商務省 "Business Conditions Digest"

ネス・ローン、CP発行等短期資金調達（異例ともいえる増勢を続けた—第11図）。こうした最近の資金需要の背景を、連邦準備制度作成の資金循環勘定によるフィナンシャル・ギャップ（設備・在庫等実物投資所要額—内部資金）についてみてみよう（第4表）。まず、実物投資所要額については、設備投資額が高水準で推移（インフレによる更新価格の上昇から償却不足分に相当する借入需要が増大）したものの、在庫投資が在庫調整の急進展を反映してさすがにここにきて縮小しているため、全体としてはかなり減少してきている。しかしながら、内部資金が、政府の減価償却期間の短縮化措置（81/1月実施）による歩留り増にもかかわら

ず、収益の急速な悪化による内部留保の減少から大きく落込んできているため、フィナンシャル・ギャップ全体としては、前回景気ボトム局面（75年）に比べると、その縮小度合がかなり小さくなっている。このため、現・預金等金融資産維持のための資金需要（「その他資金需要<sup>（注5）</sup>」）を合わせた資金調達額全体としては、82年第1四半期まで大きく落込まないまま推移した。この間、高金利、金利乱高下の持続を背景に企業の長期資金調達環境はさしたる改善をみせず、このため本来長期で調達されるべき資金を短期の借りつなぎで調達するという状況が続いた。ビジネス・ローン、CP発行等短期資金需要がごく最近まで増勢を続けたの

（第4表）

資金調達と資金需要（非金融法人）

（四半期は季調済・年率）

	資 金 調 達 額		フィナンシャル・ギャップ(D)				(D)=(B)-(C)	そ の 他 資金需要 (E)
			実 物 投 資 (B)*		内 部 資 金 (C)			
	(A)=(D)+(E)	前期比	設備投資	在庫投資	内部留保	減価償却		
1970年	407	6.5%	766	34	46	543	214	193
71	452	11.1	817	36	102	584	174	278
72	576	27.4	899	82	201	649	140	436
73	729	26.6	1,045	138	219	698	298	431
74	828	13.6	1,154	160	86	770	523	305
75	417	△ 49.6	1,177	△ 93	355	842	△ 100	517
76	643	54.2	1,315	128	435	907	141	502
77	846	31.6	1,531	185	520	1,041	180	666
78	932	10.2	1,774	199	559	1,160	273	659
79	1,048	12.4	2,026	135	587	1,319	303	745
80	1,061	1.2	2,127	△ 23	471	1,497	201	860
81	1,073	1.1	2,391	133	558	1,741	288	785
80／4 Q	1,343	43.9	2,226	△ 130	438	1,565	240	1,103
81／1 Q	704	△ 47.6	2,324	54	583	1,637	96	608
2 Q	1,453	2.1倍	2,351	218	576	1,706	372	1,081
3 Q	1,213	△ 16.5	2,442	225	586	1,778	454	759
4 Q	922	△ 24.0	2,449	37	482	1,847	232	690
82／1 Q	1,177	27.7	2,547	△ 353	354	1,913	17	1,160

\* 設備投資、在庫投資のほかに、政府から取得した鉱物探掘権等を含む。  
資料：連邦準備制度“Flow of Funds”

（注5）「その他資金需要」は、金融資産運用増や非金融法人以外の各経済部門（個人、政府、金融機関等）からの土地購入・企業買収のための株式買取等に見合うものである。なお、フィナンシャル・ギャップ縮小を阻んだ内部留保の落込みに関連し、①水増し利益に対する法人税、配当等の決算資金、②雇用調整に伴う退職給与資金や給与支払いのための一般運転資金、③高金利借入の利払資金、④自動車、住宅産業等での貸倒れによる損失補填資金、といった資金需要がビジネス・ローン等の増勢にかなり寄与したとの指摘がある。

はこうした事情によるものとみられる。

第3に、以上の帰結として企業財務体質の改善遅延があげられる。先にみたように、前回景気後退の末期にあつては、在庫調整の進捗に伴い手元水準の回復が進むとともに金利も低下したため、企業は短期借入を返済し長期借入に切り換えることで財務構成を改善しこれによって新たな在庫投資、設備投資への準備を整えてきた。しかし、今回の景気後退局面では、在庫調整の進捗はみられるものの、上記のように物価の急速な沈静化と高金利居座りから収益の落込みが大きく、このため、外部資金調達への依存が著しく低下していない。しかも、長期資金調達環境が容易に改善しないため、短期負債の長期借換えも進まないなど、全体として財務諸指標に改善の兆しがうかがわれていない(第9図)。

こうした財務状況が続くなかで、このところ社債やCP等の格付け引下げの動きが広範化している。すなわち、民間格付け機関の資料で、格上げ件数から格下げ件数を差引いたD. I. を算出してみると、80年以降はネットでマイナスをつけ、82年に入って一段とその傾向を強めている(第5表)。

(第5表)

社債格付け変動の推移

	格上げ件数 ①	格下げ件数 ②	①-②
1975年	26	33	△ 7
76	27	23	+ 4
77	37	24	+13
78	26	20	+ 6
79	43	32	+11
80	40	57	△ 17
81	48	68	△ 20
82年1～6月 (カッコ内は 年率換算)	5 ( 10)	47 ( 94)	△ 42 (△ 84)

(Moody 社と Standard & Poors 社資料による。)

### 3. 実体経済活動への影響

以上のように、米国企業の財務体質はここ1～2年の間に大きく悪化し、景気が底入れに近づいたとされる現在もなお捗々しい改善の兆しがみられない。企業がこうした財務状況にあることは、すでにみたように在庫調整を急速に進展させることによって景気の落込みを大きくする方向に働いたが、今後もしばらくの間、企業活動を制約する可能性があることは否定できない。

(設備投資制約の可能性)

米国の実質GNPは81年秋以降2四半期連続で大幅な落込みをみせたあと、82年4～6月期にはわずかながらプラスとなり、商務省発表の景気先行指標が7月まで4ヵ月連続プラスとなったこと等とあわせ、景気が底入れしたとする有力な論拠となっている。もっとも、需要動向を仔細にみると、個人消費は漸増気味であり、住宅投資も持直しの方向にあるが、ドル高のもと輸出が減少傾向にあるうえ、設備投資が大幅なマイナスを示している(注6)ため、最終需要全体としては増加基調に転じたとはみられない。このため最終段階に入るとされる在庫調整についても、まだ調整完了が確認できない状況にあり、鉱工業生産は8月まで減少傾向を続けている。

国際原料品市況の軟化やドル高による交易条件の好転が物価の落ち着きを通じて実質個人所得を支えており、7月実施の減税効果もあって家計支出の漸増傾向は今後も維持されるとみられるが、設備投資のマイナスが止まらない限り景気の力強い回復は期待し難いといえよう。商務省による82年設備投資計画調査は期を追って下方修正(実質ベース前年比、2月調査△1.0%、5月調査△2.4%、8月調査△4.4%)されており、当面企業の投資活動が鈍いことを示している。

設備稼働率(製造業)がほぼ戦後最低の水準(82

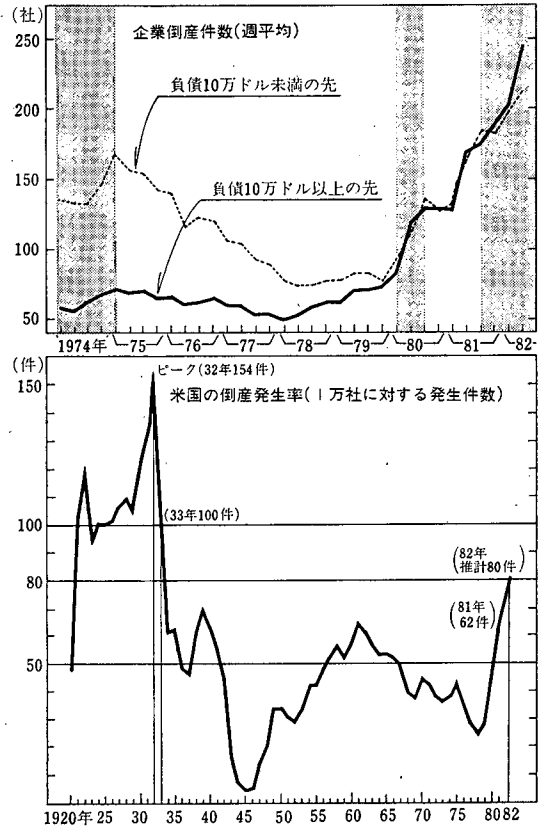
年8月、69.4%)にあり、企業収益も低迷が続いているといった一般的な事情に加え、近年米国の設備投資を主導してきたエネルギー産業が石油需給の緩和を眺めて開発投資の繰延べ・停止を図っていることも現在の投資不振に拍車をかけている。今後、個人消費や住宅投資の増加に支えられて在庫調整が完了し、生産が上昇に転じていけば稼働率や収益面からの制約は漸次弱まってくると予想されるが(戦後最大の不況といわれた74~75年の景気後退時にも設備投資の回復と設備稼働率の上昇はほぼ同時に生じた)、長期金利の下げ渋り現象が続くなかで企業の財務体質改善が遅れていることは、当分の間、設備投資を制約しつづける公算が大きいに思われる。

#### (高水準の企業倒産とその影響)

企業全体の財務体質が悪化するにつれて、倒産に至る企業も多くなってきている。すなわち、企業倒産件数は80年央頃から急速に増加(第12図)、81年には17,000件と前年に比べ45%増、79年比では倍増となった。こうした傾向は82年に入っても変わらず、前年同期水準を4~5割方上回るペースの増加が続いており、このペースが続けば82年全体では26千件程度にまで達するものとみられている(企業倒産件数の既往ピークは1932年の

〔第12図〕

#### 企業倒産件数(週平均)

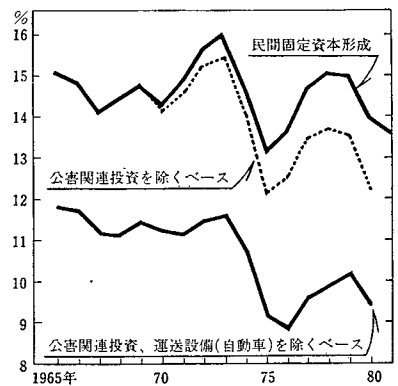


資料: Dun & Bradstreet

31,822件)。これを倒産発生率(1万社に対する倒産発生件数)でみると、82年は80件と大恐慌時の

(注6) これまでの設備投資の動きを実質民間固定資本形成の対GNP比率でみると、80年以降伸び悩み傾向を強め、とくに公害関連投資を除いたベースでの対GNP比率(点線)は、第1次石油危機以降の趨勢的低下傾向のなかで、ここへきて一段と低下を示してきている。

#### 民間固定資本形成(72年価格、実質ベース)の対GNP比率



(Evans Economics の資料より作成)

ピーク(1932年の154件)には至らないものの、33年の100件に次ぐ発生率になることが確実視されている。

こうした最近の倒産多発化の状況を74～75年の不況時と比べてみると、①大企業の倒産が急増をみていること、および②倒産企業が多業種にわたっていること、などの特徴が指摘できる。すなわち74～75年不況時には負債額10万ドル未満の中小規模の倒産が多発した一方、負債額10万ドル以上の大規模倒産件数には目立った増加がみられなかった。これに対し今回は負債額10万ドル以上の倒産件数のシェアが75年の31%から81年には50%へと急上昇している。また業種別には(第6表)、74～75年当時は建設業等の不動産関連企業に集中した

のに対し、今回は鉄鋼、自動車、航空輸送等のいわゆる構造不況業種、さらには農機具、住宅、大型小売業、石油掘削業等広範囲の業種に及んでいる。こうした最近の倒産増については、もとより高インフレ期の投機的経営のとがめが出た面が大きく、また79年10月から施行された改正倒産法により倒産手続きが簡易化<sup>(注7)</sup>されたことも影響しているとの指摘がある。しかし、より基本的な背景としては、高インフレ、高金利下で企業の財務体質悪化が進行してきたところに、インフレの沈静化、高金利の持続といった新しい経営環境の展開によって企業収益、財務体質が一段と悪化したという事情が指摘できよう。

こうした企業倒産の多発は、産業の再調整を進

(第6表)

業 種 別 倒 産 動 向

(企業倒産件数、カッコ内は前年比伸び率・%)

	前回不況時(74～75年)			今 次 不 況 時		
	73年	74	75	79年	80	81/1～7月 年率*
鉄 業・製 造 業	1,463(△ 7.2)	1,557( 6.4)	1,645( 5.7)	1,165( 15.0)	1,599( 37.3)	2,153( 38.9)
うち 鉄 業	32	9	26	66	95	101
〃 鉄 鋼 業 等	127	109	121	83	164	211
〃 輸 送 用 機 械	61	83	85	55	92	98
卸 売 業	940(△ 2.6)	964( 2.6)	1,089( 13.0)	908( 22.7)	1,284( 41.4)	1,572( 26.7)
小 売 業	4,341(△ 1.3)	4,234(△ 2.5)	4,799( 13.3)	3,183( 10.2)	4,910( 54.3)	6,646( 37.4)
建 設 関 連	1,419( 3.2)	1,840( 29.7)	2,262( 22.9)	1,378( 14.5)	2,355( 70.9)	3,365( 50.5)
サ ー ビ ス 業	1,182(△ 5.6)	1,320( 11.7)	1,637( 24.0)	930( 20.3)	1,594( 71.4)	2,232( 52.1)
うち 旅 客 航 空 輸 送	314	332	419	274	514	773
〃 ホ テ ル	50	74	112	25	59	72
計	9,345(△ 2.3)	9,915( 6.1)	11,432( 15.3)	7,564( 14.3)	11,742( 55.2)	17,000( 44.8)

\* 81/1～7月分を年率換算( $\times \frac{12}{7}$ )。ただし、前年比は80/1～7月対比伸び率。  
\*\* 計についてのみ81年中実績。  
(Dun & Bradstreet 社の資料による)

(注7) 79年の改正法施行によって支払不能(insolvency)となって債権者が裁判所に破産申告を申請する前でも債務者自身による破産申立てが認められるようになった。また、会社更生手続上、担保権者に対する弁済について従来は担保処分による弁済義務に優先順位がつけられていたが、この規定が廃止されたことから管財人の会社更生資産運用の自由度が増し、会社更生が比較的容易となった点が指摘されている。



めると同時に、貸倒れ償却や不良貸付の増加といった形で金融機関にもかなりの影響を与えており、最近における金融不安のひとつの背景となっている。ただ、現在は、信用補完機構(連邦預金保険公社<FDIC>等)が充実しているうえに当局や銀行の監視体制も強化されているため、倒産多発が金融機関を含めた全般的な信用不安にまで発展することはないとの見方が一般的である。

### (おわりに)

以上みてきたように、米国企業の財務体質はこれまでのインフレの高進、高金利、金利乱高下、高金利下のデス・インフレの進行等、激変する経営環境下で大きく損われ、これが最近の設備投

資の後退や企業倒産多発の大きな背景となっている。こうした中でごく最近に至りマネーサプライの落着き等やそれらを背景とした連邦準備制度の公定歩合の4度(通計2%、12→10%)にわたる引下げによってようやく景気停滞下の実質金利高が修正場面を迎え、根強い増勢を示してきた企業のビジネス・ローン借入、CP発行等の動きにも、幾分増勢鈍化の兆しがみられ始めている。今後こうした動きが一段と定着していくことが期待されるが、財政赤字の拡大が予想される状況下、最近の金利低下局面でも投資家の長期債選好はさして強まるに至っておらず、長期金利の下げ渋り現象が続いている。こうしたことからみると、企業の財務体質改善にはかなりの時間を要するものと予想される。