

企業集團財務論（3）

—とりわけその財務的機能について—

坂 本 恒 夫

序 章 意義と課題

1. 個別財務と集団財務
2. 系列融資の構造と背景
3. 株式持合いの構造と背景
4. 系列融資の財務的機能
5. 株式持合いの財務的機能
6. 交錯融資と交錯所有

（以上、第10巻第1号）

第一章 減量経営下における系列融資の構造と機能

第一節 減量経営の形成と展開

1. 拡大経営（技術革新→大型化→システム化）
—昭和30年代・40年代前半—
2. 減量経営（投機化→省コスト・効率化）
—昭和40年代後半・50年代前半—

第二節 系列企業融資から系列企業生産物需要補充融資へ

1. 系列企業融資
—昭和30年代・40年代前半—

（以上、前号）

2. 系列企業生産物需要補充融資

—昭和40年代後半・50年代前半—

第三節 借入金融体制の転回と自己金融体制の形成

1. 借入金融
—昭和30年代・40年代前半—

2. 自己金融

—昭和40年代後半・50年代前半—

（以上、本号、以下、次号）

2. 系列企業生産物需要補完融資

—昭和40年代後半・50年代前半—

最近の銀行行動を理解するには、低成長経済・減量経営期以前、つまり高成長経済・拡大経営期の銀行行動について、あらまし検討しておく必要がある。

高成長・拡大経営期の銀行行動は、いわば産業企業の経営行動に基本的に規定されていた。産業企業は、昭和30年代および40年代前半をつうじて、技術革新、大型化およびシステム化という拡大経営を強力に押し進めたが、これらの設備資金を提供したのは、都市銀行を中核とする各種の銀行であった。

技術革新を推進したもっとも基本的な要因は、国内における諸企業集団間の激しい競争であった。例えば、戦前の財閥は、三井が鉱業・製紙・貿易、三菱が造船・海運、住友が金属・化学といった具合に総合的ななかにもそれぞれの主たる担当業種を定め重点投資をし、めいめいにかなり安定した市場を確保する態勢をとって、各業種の独占的支配を企図していたのに対して、戦後の企業集団は、同一業種にくつわを並べて進出する状況になった。例えば、石油化学や原子力事業に対して示した各企業集団の動きは典型的なもので、三井が「三井石油化学」「日本原子力事業」、三菱が「三菱油化」「三菱原子力工業」、住友が「住友化学」「住友原子力工業会」と進出し、いわゆる昭和30年代の「過当競争」体質をつくり出したのである。しかも、これら巨額かつ長期の必要資金は、その主要部分を同系の銀行から借金したのである（＝系列融資の形成）。40年代の大型化、システム化を推進したものは、30年代と異なり、開放経済にともなう欧米先進諸国との競争を基軸として展開された。「日産」と「プリンス」の合併、「富士製鉄」と「八幡製鉄」の合併などはこれらに対応したものであり、国際競争力を強化しようという一つの象徴的現れであった。そして、これは、国内的には「過当競争」にかわり、「協調体制」が指向された結果としての動きであった。ところで、この大型化・システム化の所要資金も、30年代と同様、基本的には同系の銀行からの借入金に依存したのである。つまり「系列融資」を中核としたものであった（＝系列融資の展開）。

では「系列融資」とは何かと言えば、金融機関と産業企業などとの間の資金の貸借関係が、いわば総体的・平均的なものではなく、例えば三井系金融機関と三井系主要会社というように、部分的・特殊的な資金の貸借関係にあるということである。昭和49年度末に主要会社は、都市銀行から36.2%、長期信用銀行から11.3%、信託銀行から15.2%、地方銀行から7.4%、政府金融機関から9.4%、その他から20.5%、それぞれ借入をしていた。そして例えば、三井系、三菱系、住友系の各主要会社は、このうちでもとりわけ同系の金融機関に集中的に依存している。つまり、三井系の諸会社は三井系の金融機関（三井銀行、三井信託銀行、大正海上火災、三井生命）から23.7%の借入を行なっているのに対して、三菱、住友系金融機関からは、わずかに2.8%と4.0%の融資を受けているにすぎない。また三菱系会社の借入金比率も同系金融機関（三菱銀行、三菱信託銀行、東京海上火災、明治生命）からのものが27.1%であるのに対して、三井、住友からのそれは、それぞれ1.3%と2.7%にしかすぎない。さらに住友系各社の借入金比率も同系金融機関（住友銀行、住友信託銀行、住友海上火災、住友生命）からのものが30.1%であるのに対して、三井、三菱からのそれは1.3%と3.7%にしかすぎない。

「系列融資」を貸手である金融機関の側からみると、各金融機関は自己系列会社へ集中的に融資をし、他系列会社との間に大きな格差をつくっている。例えば、三井系の金融機関は自己の系列会社15社にその貸出総額の10.5%を充てているのに対して、三菱系会社には0.15%、住友系会社には0.47%を充てているにすぎない。

このように銀行は、高成長下の企業戦略、つまり技術革新、大型化、システム化に対応して、産業企業に系列融資を中心とする、膨大な設備資金を供給することによって、銀行自身も急激に成長してきたのである。

しかし、低成長経済に移行するとともに、経営戦略は減量経営に転じ、とりわけ各企業の借入金の減量作戦の浸透は、銀行が企業の設備資金需要を主たる供給先としていたため、多大の影響を受けるものとなった。つまり、40年代末期からの設備投資の伸び悩み、および、その後の積極的な借入金の返済は、銀

行の従来の資金運用行動に変容をせまるものとなった。このような基本的変化を一応前提として、最近の金融機関、とりわけ都市銀行の融資行動を詳細に検討してみよう。

まず「1. 都市銀行の各種資産残高および構成比」をみてみると、昭和40～44年（平均）と54年上期と比較して、「現金・預け金」が1.2%上昇、「コール・ローン」も1.5%上昇しているが、50～53年（平均）の数字をみると、その上昇が54年上期の特殊的現象であって、低成長・減量経営期の一般的傾向ではないことが理解できる。

しかし、「有価証券」は0.9%の上昇でとりわけ50年以降の増加傾向がうかがわれるし、逆に「貸出金」の2.1%の低下傾向も低成長・減量経営期の銀行行動の特徴を示しているように思える。「外国為替」も0.2%の低下、「動産・不動産」も0.3%低下しており、その傾向は一般化している。

以上のような都市銀行の運用行動にあつて、とりわけ注目すべきことは、「有価証券」の増加傾向と「貸出金」の低下傾向であろう。

まず「有価証券」のほうから見ていこう。「有価証券」は単にその残高が上昇し、都市銀行の運用行動のなかで次第にその比重を大きくしているということだけではなくて、「2. 都市銀行の『有価証券』内訳構成比」からも明らかのように、国債の残高が大きなウェイトを占めるようになったことである。国債

1. 都市銀行の各種資産残高および構成比

年 度 項 目	40～44 (平均)		45～49 (平均)		50～53 (平均)		54. 上	
	残 高	構成比	残 高	構成比	残 高	構成比	残 高	構成比
現金・預け金	25,004	10.0	57,036	9.6	103,489	9.9	146,929	11.2
コール・ローン	185	0.1	1,950	0.3	7,035	0.8	19,647	1.6
有 価 証 券	29,246	11.6	60,290	10.1	122,518	12.7	164,182	12.5
貸 出 金	143,552	57.0	343,791	57.7	584,666	56.0	720,827	54.9
外 国 為 替	17,720	7.0	43,207	7.3	71,087	6.8	88,674	6.8
動 産 ・ 不 動 産	3,635	1.4	8,046	1.3	13,023	1.2	14,676	1.1
そ の 他	32,562	12.9	82,072	13.7	142,044	13.7	155,544	11.9
合 計	251,906	100.0	596,222	100.0	1,043,863	100.0	1,312,138	100.0

(出所) 全国銀行協会連合会『全国銀行財務諸表分析』各年版。

2. 都市銀行の「有価証券」の内訳構成比

(%)

年度 項目	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53上	53下	54上
国債	1.9	10.0	10.3	11.2	10.1	7.3	10.5	13.9	9.8	9.8	20.7	34.6	43.0	49.1	49.6	46.8
地方債	10.7	9.3	10.5	11.7	13.1	14.2	12.2	11.5	13.3	16.8	14.3	12.4	10.9	9.0	8.7	9.6
社債	68.5	61.4	58.7	55.8	54.7	53.9	53.1	47.4	44.9	42.2	35.2	28.0	22.8	18.8	18.0	18.3
(うち金融債)	36.8	32.0	28.7	25.2	22.3	22.9	25.3	23.5	24.0	21.7	17.0	12.8	8.4	7.5	7.0	6.9
(うち公社債)	11.3	9.6	10.3	11.5	13.2	11.9	12.5	11.3	9.7	10.1	8.5	7.5	6.6	6.3	6.4	6.6
株式	16.9	17.7	19.1	20.5	21.4	23.2	21.7	23.2	24.3	23.5	22.1	20.1	16.1	16.9	16.8	18.5
その他	2.2	1.8	1.5	0.9	0.9	1.7	2.6	4.2	7.8	7.9	7.6	5.0	5.3	5.1	5.9	6.7
(うち外国証券)	1.8	1.5	1.3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 1に同じ。

の構成比は、40年でわずか1.9%、40年代全般をとらしても10%前後であったが、50年に20.7%と急上昇し、54年上期では46.8%という高い比率を示しているのである。

都市銀行の国債保有の増加は、一方における顕著な国債の大量発行の結果であり、そして前述したように、他方における企業集団経営の「停滞化」の所産であると考えられる。

ただ国債の大量発行および都市銀行の国債の大量保有の面で、銀行経営に深刻な危機をもたらし、金融機関の再編成を促進する事態にまでいたっている^(注)。

(注) 国債の大量発行→金融機関の国債の大量保有と金融機関の経営危機との関連について若干、触れておこう。

まず第一は、国債の大量発行が金融機関の資金コスト、全体的には経営コストの低下を、したがって、弱小金融機関の整理淘汰を政策的に要請する結果になるということである。

大量の国債発行の継続は、国庫の償還および利子支払の負担を飛躍的に増大させるから、政府財政当局は、利子の低位維持を強力に指向する。また、大量発行は、わが国の現状からして、必然的に金融機関による大量消化を必要とするから、金融機関は低利回りの国債の大量保有にたえる経営体質を備えなければならないということになる。したがって、資金コスト、経営効率が悪く経営コストの高い金融機関は整理されなければならないということになるわけである。

わが国の銀行の歴史は、明治以来合同の歴史であるが、特に昭和期に入って、なかでも第二次大戦の進行過程での国債の大量発行の展開は、銀行合同を激化させた。それはそれ以前と異なり、もっぱら銀行を国債の大量保有機関とするためのものであ

た。30年余を経過した50年代の今日において、当時と全く同様の条件が生まれている。政府財政当局は現在の困難な国債管理政策を前進させるために種々の検討を重ねているようであるが、その一つとして金融機関合同促進政策が展開されるであろうことは、十分考慮に入れておく必要がある。

第二に、国債の大量発行は金融機関に巨額の評価損問題を発生させている。利子率の大暴落期にほとんど額面に近い価格で発行された6.1%利札付国債、通称六一国債は、利子率が底打ち反騰状態にある54年秋以降、100円当たりの価格が85円を下回るにいたった。1兆円について実に1,500億円の損失であった。数10兆円の発行残高をもつ国債のすべてが評価損を発生させているのであるから、最大の保有者たる銀行にとって致命的な損失となりかねない。この膨大な評価損は、今後年々10兆円を超える国債発行がほとんど恒常的につづくと思われるだけに、評価損問題も一時的なものともみるわけにはいかない。先に述べたように、金融機関はコストが低くなくてはならないと同時に、評価損にもたえなくてはならないのである。したがって、この点でも弱小金融機関が整理されざるをえないのではないかと思われる要因が存在している。現在のところ現象的には大変動のようすを示すには至っていないが、潜在的には再編成の方向に動いているといってもよいのではなかろうか。

国債の大量発行は、このように銀行経営に深刻な危機をもたらし、金融機関の再編成問題にまで発展しているが、にもかかわらず、銀行に国債の大量保有を余儀なくさせているのは、それなりの理由があつてである。

言うまでもなく、国債の大量発行は他方における政府財政による積極的な有効需要政策の結果である。有効需要政策は、この場合、一般的に展開されているようであるが、実態は必ずしもそのようになってはいない。というのは有効需要政策の直接の対象となる流通市場の構造が、独占的・寡占的な性格を有しているからである。前述したように、高成長・拡大経営期は、過当競争の状態であったが、40年代後半、さらには低成長・減量経営期に移行した今日、協調体制という市場体質に変化してきているのである。つまり大企業による国内市場の分割が固定化し、独占・寡占構造が出来上がってしまったというわけである。それ故、このような市場構造の下で財政資金が撒布されるということは、一般的に企業が潤うのではなくて、一部の大企業が、より潤う体制になっているということを意味しているわけである。

例えば、いま、財政需要によって、セメント業界が潤ったと仮定しよう。しかし、「3.セメント生産実績とシェア」が示すように、セメント市場は、各企業集団の主要企業に分割されており、結局は、これら集団系主要企業を潤わせる

ことになるわけである。

とりわけ、今日のような低成長・減量経営期にあって、財政需要にもとづく企業収益の確保は、これら主要企業にとって死活を制するものであり、財政政策の拡大は望むところである。しかし、有効需要の拡大は、結果的には国債の大量発行を要請し、また金融機関に国債の大量消化を要求するのである。また都市銀行を中心とする同系金融機関にとっても、同系主要産業企業の収益確保、停滞性の打破は、企業集團総体の利益追求、蓄積の進展という点でも要求されるところであり、銀行が、余儀なく、国債の大量保有を展開するゆえんである。川口弘氏は、次のように述べている。「……巨大企業は、操業度がある程度以上に低下すると、かえってコストが上がってしまう。つまり、損益分岐点が非常に高くなっているわけである。だから、少しでも需要が鈍化し、操業度が下がると、たちまち損益分岐点にぶつかってしまうから、不況の兆しが少しでもみえる場合には、独占資本が政府を動かして有効需要政策をやらせる。金融や財政のいろいろな手段を使って、人為的に需要をつけてやる政策がとられる。1930年代以降、主要な資本主義国では、だいたいそういった傾向が定着するわけである。(略) だから、寡占経済というのは、大企業がぼう大な生産能力をもちすぎているから、その生産物需要を人為的に補ってやらないと維持できない

3. セメント生産実績とシェア

会社名	昭53年 生産実績 (1,000t)	シェア (%)
日本セメント(富士)	10,638	12.6
三菱セメント(三菱)	9,765	11.6
小野田セメント(準三井)	9,510	11.3
住友セメント(住友)	9,060	10.7
宇部興産(三和)	8,962	10.6
秩父セメント(一勸)	6,222	7.4
徳山曹達(三和)	4,833	5.7
大阪セメント(三和)	4,720	5.6
東洋曹達(準住友)	2,529	3.0
三井セメント(三井)	1,930	2.3
合計	84,333	100.0

(出所) 東洋経済新報社『統計月報』, 昭和54年9月号。

状況になっているのが実態である。国家独占資本主義というのは、マルクス経済学の方ではいろいろむずかしい定義をするのであろうが、私どもの理解では結局、寡占段階に達して、政府を動員して金融財政政策で需要を補完しないと大企業がやっていけず、その結果、独占資本と政府との癒着関係が非常に強まり、政府がある意味で独占資本の道具に変わっているというような状況をさすのだと理解できるであろう。そういうわけで、ケインズのいわゆる有効需要政策というのは、このような段階の経済で、大企業の生産物需要を人為的に補う手段として出てきているわけである……」。川口氏の指摘は、それ故、かかる都市銀行の国債の大量保有という事態を一般的には説明しうるものではあっても、またその点では意義があっても、ここで述べられる「大企業生産物需要補完金融」は、内容的には、「系列大企業」の過剰生産物を需要化するものであり、厳密には「系列大企業生産物需要補完金融」の一形態といえることができる。

都市銀行の低成長・減量経営期の金融行動での第二の特徴的なものは、「貸出金」のウェイトが低下傾向にあるということだけではなく、貸出対象が次第に変化してきているということであろう。

「4. 都市銀行の用途別および規模別貸出増加状況」が示しているように、都市銀行の企業規模別貸出増加額は、昭和51年度下期を境にして、従来大企業向け60～70%、中小企業向け30～40%の構成比であったものが、逆に大企業向け30～40%、中小企業向け60～70%となり、中小企業向け貸出が急伸しているのである。貸出増加額の構成比にかぎらず、貸出金絶対額においても、中小企業貸出金は増加傾向にある。「5. 富士銀行の中小企業向け・消費者向け貸出金の推移」において明らかなように、例えば、富士銀行の貸出金に占める中小企業向けのそれは、昭和49年3月期の33.9%から53年3月期の43.3%と10%近く上昇している。

都市銀行の中小企業向け融資の増加傾向は、国債保有の増加傾向にみられる「系列大企業生産物需要補完金融」と同様の内容を有する行動と理解できよう。それは、まず、第一に、中小企業向け貸出による資金は大企業で生産・販売している設備投資資材の購入にあてられるという点で、第二に、中小企業の合理

4. 都市銀行の用途別および規模別貸出増加状況 (億円, %)

年度		47	48	49	50	51	52	53	54上
項目									
使 途 別	設 備	18,930 (21.6) 27.4	11,126 (9.1) 22.8	12,331 (8.6) 29.5	11,693 (6.9) 24.5	8,840 (4.7) 19.0	9,291 (4.5) 21.0	14,860 (6.4) 31.2	7,177 (5.7) 34.1
	運 転	5,581 (10.1) 72.6	36,960 (6.2) 77.2	27,523 (4.2) 70.5	36,577 (5.1) 75.5	38,372 (4.8) 81.0	35,785 (4.1) 79.0	33,453 (3.6) 68.8	13,873 (2.8) 65.9
	規 模 別								
大向 企 業 け		38,485 (9.1) 54.8	9,685 (2.1) 17.3	31,498 (6.1) 78.5	34,785 (6.0) 72.5	30,628 (4.7) 64.9	14,780 (2.4) 30.5	10,200 (1.6) 20.3	7,074 (2.1) 33.6
	中向 小 企 業 け	31,026 (19.1) 45.2	38,401 (17.1) 82.7	8,364 (2.9) 21.5	13,485 (4.0) 27.5	16,485 (4.9) 35.1	30,296 (6.7) 69.5	38,113 (7.3) 79.7	13,976 (4.8) 66.4
合 計		69,512 (11.9) 100.0	48,085 (6.7) 100.0	39,853 (5.0) 100.0	48,270 (5.4) 100.0	47,113 (4.8) 100.0	45,076 (4.2) 100.0	48,313 (4.1) 100.0	21,050 (3.4) 100.0

※1. 上段は対前期比増加額, ()内は同増加率, 下段は増加額構成比。
 2. 中小企業は資本金1億円以下(卸売3,000万円以下, 小売・サービス1,000万円以下)法人。
 (出所) 1に同じ。

5. 富士銀行の中小企業向・消費者向貸出金の推移 (億円, %)

	49.3	49.9	50.3	50.9	51.3	51.9	52.3	52.9	53.3
貸出金(金額)	43,613	45,402	47,855	50,151	53,122	55,551	58,296	59,413	62,496
(比率)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
中小企業 向	14,798 33.9	15,433 34.0	16,896 33.2	17,514 32.9	18,532 33.0	19,465 33.2	24,441 33.4	27,727 41.6	27,038 43.3
消費 者 向	3,267 7.5	3,494 7.7	3,744 7.8	4,129 8.2	4,471 8.4	4,837 8.7	5,133 8.8	5,393 9.1	5,832 9.3

※海外店舗および当座貸越を除く。中小企業の基準は、52.9期より資本金1億円(但し、卸売業は3千万円, 小売業・サービス業は1千万円)以下の会社, または常用する従業員が300人(但し、卸売業は100人, 小売業・サービス業は50人)以下の会社および個人に変更された。
 (出所) 富士銀行企画部『富士銀行の現状』, 昭和53年9月。

化投資は親会社である大企業の原材料資材購入コストの低下という形態で、大企業の収益を増大させるという点で「系列大企業生産物需要補完金融」と言うことができるのである。川口氏は、中小企業向け貸出の増加傾向についても、

次のように述べている。「……中小企業に設備投資資材を買わせる方法である。もちろん、これにもセールスマンシップがあり、あるいは親会社からのいろいろな圧力もある。しかし、その場合でも、おカネがなければ買えない。そこで、まず機械類を割賦販売の方法で売り込むやり方がとられる。この場合、大企業がその製品を割賦で売り込み、必要な資金を大企業が銀行から借りるというように、銀行が関係するのは間接的である。それが一步進んでくると、直接銀行が資金を中小企業に供給する。ターム・ローンというような割賦返済の形での資金供給方法がみだされる。こうして、普通なら中小企業が利用できなかったような資金が、中小企業の将来の収益を前取りした形で銀行から供給されるようになる」と述べておられるが、この実態は、単なる「大企業生産物需要補完金融」という一般的なものではなく、「系列大企業生産物需要補完金融」の一形態ということができよう。

中小企業向け貸出の増加と並んで特徴的なことは、最近における都市銀行の消費者向け貸出の増加であろう。

先ほど示したように、富士銀行の場合、貸出金に占める消費者向け貸出金の割合は、49年3月期の7.5%から53年3月期の9.3%に上昇している。消費者向け貸出金は、住宅、耐久消費財の購入にあてられ、結果的には大企業の収益実現に貢献するが、この場合も、住宅、耐久消費財市場が独占的・寡占的構造であるために、とりわけ「系列大企業」の収益として流れ込むという図式を示すことになる。川口氏は、やはり次のように述べられる。「……個人・消費者が、その対象になってくるのである。アメリカの有名な経済学者ガルブレイスは、dependence effect (依存効果) という概念を提起しているが、この依存効果というのは簡単にいえば、入れるものは冷やっこ一つしかないのに、長屋で電気冷蔵庫をもたなくてはられないような気持ちに消費者を追いこむ——そういう生産者の働きかけの効果である。消費者の需要が彼自身の欲望によって実質的に決まるのではなく、生産者の働きかけに依存してきまる。そういう意味で依存効果と呼ばれているわけである。これにはもちろん、宣伝・広告にセールスマンシップが加わる。しかし、いくら欲望を引き起こしても、おカネにならな

ければ需要にはならない。資本主義ではおカネのない必要は商品の需要ではない。そこでそのカネをつけてやらなければならない。その手段が消費者信用ということになっているのである」。中小企業向け貸出の増加が、「系列大企業生産物需要補完金融」の拡充であるように、消費者向け貸出の増加も、単に「大企業生産物需要補完金融」の拡充ではなく「系列」大企業生産物需要補完金融のそれであるということの認識が、とりわけ重要だと思われる。

川口弘氏の見解には、「大企業金融」から政府、消費者、中小企業向け金融という「大企業生産物需要補完金融」に変化したことは明解に示されてはいるものの、この補完金融というものが、個別、特殊的に企業集団の資本蓄積にどのように作用しているかが、まったく明確にはされていないのである。われわれは、いま明らかにしたように、「大企業生産物需要補完金融」の実態が、じつは「系列大企業生産物需要補完金融」であると考え、このような企業集団的視点は、川口氏の論理からまったく窺い知ることができないのである。もちろん、川口氏の指摘は、十分に評価に値するものであることは間違いないが、企業集団の視点、つまり「大企業生産物需要補完金融」の構造的視点が同時に展開されてこそ、その理論は充分たるものになると考えるのである。

さて、次節にすすむために、最後に、低成長経済・減量経営期の銀行行動の特徴を総括的に述べるならば、それは、40年代に部分的・特殊的に形成されてきた「系列大企業生産物需要補完金融」が、全体的・一般的に展開されるようになったということであろう。つまり、次節で後述するように、設備投資の停滞化、自己金融体制の形成に対応して、融資先は、これまでの系列大企業のみにとどまらず、その周辺に位置する系列中小企業の設備合理化投資に変化したこと、さらには系列大企業の収益を実現するために各種住宅・消費者ローン進出したことである。また、単なる40年代の延長ではなく最近の注目すべき、もっとも重要な銀行行動の特徴は、やはり系列大企業の収益実現のための、国家信用への接近であり、金融財政政策を根底で支える役割を担っていることである。

しかも、さらに重要なことは、国家信用、消費者信用、中小企業への貸出を

通じて、単に銀行の資金を同系の大企業の収益として流し込むだけでなく、そのパイプを基礎にして異なった系列の金融機関の資金やその他のセクションの資金を系列大企業に流し込む機能を果しているということである。つまり、集団内の資金循環が「呼び水」になって、集団外の資金がパイプに合流するという仕組みになっているのであり、それだけ企業集団の利潤拡充、資本蓄積の進展へと作用するのである。大事なことは、集団の相互取引が、実は集団外取引において有利な展開を実現させていること、つまり、自己完結と自己拡大という企業集団の矛盾した二つの行動が、統一的に実践されることによって企業集団全体の成長を飛躍的に促進させていることなのである。

第三節 借入金融体制の転回と自己金融体制の形成

本節では、低成長経済、減量経営下の主要企業の財務行動を検討するのであるが、「6. 主要企業の資金使途および源泉」および「7. 主要企業の貸借対照表」から読み取れることは、まず運用面では、拡大経営期において、設備投資および在庫投資が絶対的にも相対的にも大きなウェイトを占めていたのに対して、減量経営期においては、設備投資、在庫投資が減退して、次第に金融資産投資が増加していることである。また調達面では、拡大経営期において、内部資金が微少なため借入金を中心であり、証券資金がそれを補完するという体制であったのに対して、減量経営期においては、借入金が増加して、内部資金が中心的役割を担い、それを証券資金が補完するという体制に変化したことである。この現象を象徴的な言葉で表現すれば、それは「借入金融体制」から「自己金融体制」への移行であり、財務行動の変質と理解しなければならない。

ところで、先学の自己金融理論によれば、自己金融体制というものが必然化するには、それだけの経済的背景が存在してのことであり認識しなければならぬ。

自己金融は、資金が会社内部を源泉として調達され、会社の管理下にあるというだけでなく、それが現実資本として再投下されなければならない。つまり、実現した利潤をみずから再投資することである。したがって、資本蓄積と結びつかず、単に回収された資本部分の一時的運用や転用、例えば、貸付債権や証

6. 主要企業の資金使途および源泉

(百万円, %)

項目	年度		42~45 (平均)		46~49 (平均)		50~53 (平均)	
			(492社)	構成比	(456社)	構成比	(521社)	構成比
固定資産			3,882,098	37.9	6,318,619	50.4	6,565,493	71.2
有形固定資産			3,261,920	40.3	4,692,486	37.5	5,535,516	60.0
建物機械等			2,776,536	34.3	3,899,562	31.1	5,078,867	55.1
土地			224,686	2.8	322,291	2.6	290,401	3.1
建設仮勘定			260,908	3.2	470,634	3.8	166,248	1.8
無形固定資産			19,366	0.2	38,480	0.3	59,384	0.6
投資			600,812	7.4	1,337,654	10.7	970,601	10.5
棚卸資産			928,966	11.5	2,218,297	17.7	- 128,704	-1.4
商品(製品)			476,262	5.9	1,116,416	8.9	- 100,563	-1.1
原材料			124,274	1.5	400,043	3.2	- 47,113	-0.5
仕掛品			309,068	3.8	631,397	5.0	- 169	-0.0
貯蔵品			21,660	0.3	70,447	0.6	19,141	0.2
売上債権(含割手残)			2,364,232	29.2	2,533,319	20.2	1,003,403	10.9
現金・預金			585,956	7.2	834,829	6.7	563,338	6.1
その他			341,674	4.2	872,059	7.0	1,216,854	13.2
使途(源泉)合計			8,102,926	100.0	12,527,123	100.0	9,220,381	100.0
自己資金			2,628,244	32.4	3,940,196	31.5	4,929,757	53.5
内部留保			481,056	6.1	786,678	6.3	585,191	6.3
引当金			376,708	4.6	670,465	5.4	365,218	4.0
減価償却			1,488,114	18.4	2,238,525	17.9	3,248,214	35.2
増資			272,366	3.4	244,529	2.0	731,134	7.9
他人資金			5,474,683	67.6	8,586,928	68.5	4,290,624	46.5
短期借入金(含割手残)			1,258,228	15.5	2,332,235	18.6	1,231,286	13.4
長期借入金			1,402,827	17.3	1,906,618	15.2	1,063,773	11.5
買入債務			1,645,424	20.3	2,257,761	18.0	476,877	5.2
社の債			294,894	3.6	544,258	4.3	986,779	10.7
その他			873,306	10.8	1,546,056	12.3	531,911	5.8

(出所) 日本銀行統計局『主要企業経営分析』各年版。

券投資への流用, 借入債務の返済などへの充当などは, これには含まれない。しかし, 今日の自己金融を, 資本蓄積との関連だけで理解することはできないのであって, さらに積極的な位置付けを必要とするのである。なぜなら, 自己金融は, 市場構造が自由競争の段階から独占的・寡占的な性格に変化し, 大企業の市場支配が確立していることを前提としている。また, 国家の役割は, チープ・ガバメントからエクスペンシブ・ガバメントへの移行により, 財政需要を展開するものになっていなくてはなるまい。そして, このような状況の中で

7. 主要企業の貸借対照表

(百万円, %)

年度 項目		42~45 (平均)		46~49 (平均)		50~53 (平均)		
		(492社)	構成比	(456社)	構成比	(521社)	構成比	
資 産	流動資産	21,759,625	55.6	41,524,276	58.0	67,719,724	58.1	
	当座資産	14,950,101	38.2	27,863,540	38.9	44,402,598	37.8	
	有価証券	515,222	1.3	1,678,915	2.3	4,495,193	0.4	
	棚卸資産	5,083,778	13.0	10,341,236	14.4	17,752,227	15.4	
	商品・製品	2,318,909	5.9	5,047,823	7.0	8,856,097	7.5	
	原材料	754,221	1.9	1,492,045	2.1	2,242,380	2.4	
	固定資産	17,279,552	44.1	29,923,271	41.8	48,878,596	41.9	
	有形固定資産	13,028,254	33.3	21,248,898	29.7	33,339,481	29.1	
	建物・構築物	4,491,375	11.5	6,865,517	9.6	25,503,722	21.7	
	機械及び器具	4,949,451	12.6	7,979,989	11.1			
	土地	1,387,705	3.5	2,478,974	3.5	14,445,557	3.6	
	投資	4,030,937	10.3	8,342,730	11.6	14,421,612	12.3	
	資産(負債・資本)合計		39,150,660	100.0	71,620,027	100.0	116,468,466	100.0
	負 債 ・ 資 本	流動負債	20,034,593	51.2	37,992,105	53.0	61,179,085	52.4
短期借入金		6,505,928	16.6	11,921,682	16.0	20,071,212	17.6	
引当金		507,287	1.3	928,600	1.3	1,132,441	1.6	
固定負債		11,159,908	28.4	21,754,675	30.4	36,657,938	31.2	
社債		2,131,793	5.4	3,690,008	5.2	7,787,286	6.4	
長期借入金		7,293,896	18.6	14,368,334	20.1	23,378,803	20.5	
引当金		1,349,015	3.4	2,994,155	4.2	5,586,549	4.5	
資本(自己資本)		7,956,160	20.3	11,873,247	16.6	17,771,568	14.9	
資本金		4,275,603	10.9	5,456,557	7.6	7,714,390	6.5	
新株式払込金		45,612	0.1	59,828	0.1	113,254	0.1	
資本剰余金		645,279	1.6	1,041,412	1.5	1,986,351	1.7	
利益剰余金		2,989,666	7.6	5,315,451	7.4	7,757,574	6.7	

(出所) 6に同じ。

形成された利潤が、会社内部に留保されるような会社支配構造の確立と国家政策のそれへの保証が用意されなくては、自己金融は実現しないのである。つまり、企業形態的には、個人企業、合名会社、合資会社、有限会社、閉鎖的株式会社から開放的株式会社への一般化と、国家の強力な資本蓄積の施策の展開である。自己金融の源資となる利潤の獲得は、圧倒的な市場支配力と莫大な財政スペンディング政策によって可能となるし、またその利潤の留保政策は、まず株式の分散化→支配構造の変質→配当性向の切り下げによって、さらに「租税特別措置法」などにみられる優遇税制によって具体化するのである。

ところで、わが国の低成長経済・減量経営期における自己金融体制の形成も、かかる経済的背景と決して無縁ではありえない。市場の構造、国家的諸政策、企業支配構造などの自己金融形成要素は、先進資本主義諸国において一般的、共通的性格を有しているからである。

しかし、本節では、今日のわが国の自己金融体制の一般的、共通的性格を分析するのではなくて、むしろその特殊的・部分的性格を明らかにしたいと考える。つまり固有の内容を明確にしたいのである。

しかしながら、今日の主要企業にみられる自己金融の形成は、突然現出したものではないのであって、これも高成長経済、拡大経営期の財務行動の結果として生成し、40年代半ばにはすでに部分的に現象化していたのである。そこで第一、二節と同様、40年前後にまでさかのぼり、主要企業の財務行動を概略的に振り返っておこう。

1. 借入金

—昭和30年代・40年代前半—

日本銀行の調べによると昭和27～36年の10年間に法人企業が調達した資金総額は25兆6,869億円にたつすが、このうち減価償却および利潤留保による自己金融はわずか9兆7,638億円(38.0%)にすぎず、株式による調達も3兆2,039億円(12.5%)にすぎない。民間金融機関からの借入金が10兆7,428億円(41.8%)で最大の比重をしめ、あとをこれも主として民間金融機関が消化先である社債(9,741億円, 3.8%)と政府資金(1兆24億円, 3.9%)で調達していたのである。

この結果、企業の自己資本比率は低下し、36年下期には全産業で28%、製造業で30%におちこんだが、この点は企業集団構成諸企業において、いっそう著しかった。三菱企業集団の中核を構成する「金曜会」構成企業25社の自己資本比率は、33年3月末の24.8%から37年3月末の22.5%に、三井「月曜会」構成企業の場合は、同時期に21.7%(21社)から17.3%(24社)に低下したのである。のちに世が「借金経営」と呼んだゆえんである。

ところで、企業において、なぜ、株式による資本調達、相対的に少なかったのであろうか。株式資本は、いわゆる自己資本であり、原則として、企業そのものに永久的に固定化されるものである。高成長経済期におけるような産業構造の高度化に対応して、もっとも適した性格を有する資本のはずである。

たしかに、前章で指摘したように、借入金を短期のものではなく、長期的な資本として利用することが、系列融資と日銀信用によって、可能になった事実を明らかにした。しかし、可能になったということは、必ずしも同時に実現を意味するものではない。なぜなら、これだけのことは、借入資本が株式資本とただ財務流動性側面における長期的性格を付与されたという点において、性格の類似性を保持したということの意味するに過ぎないからである。

では、なぜ企業は、株式発行による資本調達を低位にとどめ、銀行借入を積極的に展開したのであろうか。

株式発行による資本調達が相対的に低位にとどまったもっとも基本的な理由は、収益率の相対的な低さにあったといえる。わが国企業の使用総資本収益率は、米国や英国の半分以下にすぎない。しかし、自己資本収益率でみると、ほぼ同水準に近づくのである。これは、使用総資本に対する自己資本の過少によってささえられているのである。利子率が利潤率よりも小さいかぎり、逆にいえば、利潤率が利子率（資金コスト）よりも大きいかぎり、使用総資本収益率が低くとも自己資本収益率は押し上げられるのである。このような株式資本の「過小化」によって、はじめて一定の配当率の維持が可能となり、また増資を行ないうるというのが、わが国企業の現実であったとすれば、株式資本の増加が借入金の増加におくれたのは、いわば当然であったといえるのである。

さらに前述したように、国家が人為的に「低金利政策」をとったことは、借入を容易化し、また税制において、支払利子が経費ということから課税所得に算入されていないのに対し、支払配当は、利益とみなされ課税の対象となっていることも、借入金過度依存の傾向を促進した要因としてあげられるであろう。とりわけ法人税率は、戦前の平均15%に対し、昭和35年には49.2%と上昇しており、増資による資本調達コストは、借入金コストにくらべて高くならざるを

えなかったのである。

このような結果、戦後、わが国の企業は、資本調達にあたって、銀行からの借入を優先的に選択したといえる。そして株式発行の相対的低位は、「資金コスト」という条件によって、より積極的に推進されたといえるのである。もちろん、この資金コストの問題の背景には、配当をコストと認識せしめた株式所有構造の変化が存在したことはいうまでもない。

昭和30年代のわが国における企業の資本調達の比重において、株式発行によるものは相対的に低位であるが、しかしながら、われわれは決して質的に過小評価すべきではない。というのは、戦前の財閥における閉鎖的な「自己金融」に比して、戦後の株式分散の進展にともなう証券市場を通ずる資金供給の実質的増大（この意味で、証券市場は戦後はじめて本格的な社会的資本集中の場として機能した）は、著しいものがあるからである。

前述してきたように、会社財務の中心は銀行借入であった。しかし、それにもかかわらず、株式発行による資本調達が証券市場の著しい拡大とともに増大してきたのは、次のような働きをしていたからである。

景気循環局面における好況末期から景気後退のはじめにかけての金融窮迫時に株式発行が増大していることからもうかがい知れるように、まず企業は、借入金を中心として資本調達を行ない、なおそれによって資金が不足する場合には、株式市場を通ずる資本動員を行なったのである。つまり、株式市場は、この意味で、企業のいわば限界的・補完的資本調達市場として利用されたわけである。

しかしながら、すべての企業が、機会均等に株式市場を通じて資本調達できたのではない。企業規模別に実態を分析してみると、中小企業よりも相対的に大企業が株式市場を通じての資本調達を有利に展開しているのである。増資による資本調達コストが、銀行借入のそれにくらべて高いということは前述したが、このような資金コストの差にかかわらず増資が大量に行なわれたことは、高成長期がいかに資本を要求したかということを示すとともに、他面、企業がそれだけ配当を負担しえたということの意味する。つまり、配当を負担しえる

企業のみが、金融窮迫時に株式発行による増資を行ないえたということである。

このように、株式市場は「限界的・補完的資本調達市場」としての特徴を持ちながら、わが国特有の発展をしたのである。

昭和30年代における資金調達面での借入金融の圧倒的な比重の高さは、40年代においても同様であったが、前述したように、この段階では「系列融資」の依存度が低下するという現象が生じた。

前節では、この現象を、銀行サイドの面で分析したが、企業サイドの面から説明すれば、それは、自己金融比率の上昇ということがあげられる。

自己金融が一般化するには、巨大でかつ安定的な独占利潤を前提とし、さらに会社の留保政策が支配構造と国家政策の両面から保証されなくてはならない。わが国大企業は、前述したように、昭和40年代に入り、過当競争を排除し独占体制を確立する一方、低金利政策を背景に配当率を低位に固定化すると同時に、「租税特別措置法」などによる利益の費用化、つまり利益の縮小化政策によって、利潤の留保を積極的に展開してきた。その結果、内部留保・引当金・減価償却で構成される内部資金は、設備資金の約七割を賄うほどになったのである。例えば、内部資金額を設備資金額で除した自己金融比率は、昭和25~35年の年平均で47.9%であったが、42年には78.3%、43年69.2%、44年73.4%、45年70.2%となった。

しかし、ここで重要なことは、単に内部資金の供給が量的に増加したということではない。それに対応すべき設備資金の需要の伸びが、30年代に比較して、相対的に鈍化したということである。つまり、自己金融比率の分母と分子が逆相関に動き、これを上昇させたのである。

それ故、「系列融資」依存度の低下の一つの要因は、大企業における自己金融比率の上昇というところにあったといえよう。

昭和40年代前半における財務行動にあって、「系列融資」依存度の低下とともに、注目すべきものは、公募時価発行増資の活発化である。

昭和40年1月に日本楽器が実施して以来、公募時価発行増資は、46年2月末までに実施会社数26社（28件）、資金調達額は932億円に達し、僅かながらも急

テンポで上昇した。

それまでの額面割当増資では、額面と時価との差額（プレミアム）は株主のものとなるのに対して、時価発行は額面を上回り、時価に近い価格で発行されるから、プレミアムは企業のものになる。企業にとっては、株式数をあまりふやさなくても資金が入るので、きわめて有利な資金調達方法なのである。つまり、額面割当発行増資では、資本コストの面で、限界的・補完的資本調達にとどまるが、時価発行増資では、自己金融に次ぐ低コスト資本調達方法となるのである。また、引受けの証券会社にしても、割高な引受手数料がとれるなどのメリットが大きいのである。

公募時価発行増資をわが国企業が積極的に展開しているのは、それだけの現実的根拠が存在してのことであった。それは、株式所有構造における“法人化”，とりわけ“株式の持合い”である。法人間の株式相互保有の進展は、公募時価発行によるプレミアム稼ぎを相互に認めあうという体制を作り出したのである。額面割当ての廃止によってプレミアム取得が不可能となった代わりに、自己の増資によってプレミアムを稼ぐことが可能となったのである。

以上のように、40年代前半の財務展開は、自己金融比率の上昇および公募時価発行増資の活発化によって、系列融資を中核とする借入金融体制に変容の兆しがみえてきたことであろう。

2. 自己金融

—昭和40年代後半・50年代前半—

昭和49年から50年にかけての第二次大戦後最大の不況を脱したといわれた51年8月においても、民間の信用調査機関の発表によれば、企業倒産件数（負債額1,000万円以上）は1,200件と高水準を維持した。これは件数で50年9月以来12ヵ月連続で1,000件台を上回るものであったし、また負債総額は1,540億7,700万円でも50年3月以来17ヵ月連続して1,000億円台を上回るものであった。

企業倒産の増勢が、いっこうに落ち着きを見せない中で、いわゆる「低成長経済論」、「減速経済論」が定着し、企業でも、古くて新しい問題、「資本構成是

正」「自己資本充実」が論議されるようになった。借金依存経営からの脱却が関心を集めるようになったのである。例えば、東京証券取引所証券政策委員会が、転換社債や優先株など「証券発行の多様化の必要性」を強張しながら「自己資本の充実と財務体質の強化」を提言した³⁾、また、『昭和51年度経済白書』でも、はじめて企業分析を行ない、自己資本比率の低位に特徴をもつわが国企業の財務体質に言及して、その歪みの是正を主張した²⁾。

わが国企業は間接金融優位の下で借金依存経営を続けてきたため、自己資本比率は戦後一貫して低下し、15%という低水準に落ち込んだのである。そして、株式資本は使用総資本のうちで、わずか6%に過ぎなかったのである。借入依存は、その返済・金利負担の過重ということで、企業の不況抵抗力を弱め、経営の不安定性を招来するというのである。事実、東京証券取引所一部上場企業の3社に1社が赤字に陥り、企業業績が最悪の局面を迎えた50年9月期には、企業の支払利息・割引料が営業利益をはるかに上回る状態であった。多くの企業が金利支払いに四苦八苦し、なかには借入金の返済に窮して、事実上の銀行管理となったものも少なくなかったのである。

しかしながら、昭和49年の倒産件数の中で上場会社4件をふくむ大型倒産が発生したとはいえ、資本金1億円以上の大企業の倒産はわずかその0.4%、5,000万円以上1億円未満の企業の倒産も0.4%であったのにくらべて、資本金500万円未満の中小企業の倒産が79.0%と約8割を占めているのである。いわゆる「不況の二重構造」といわれる現象である。

大企業も中小企業も等しく借金依存経営を展開しながら、大企業の不況抵抗力は強く、中小企業のそれが弱いのは、それなりの理由があつてである。それは、産業資本と銀行資本との癒着の問題である。

例えば、財務流動性（支払能力）の保持という企業財務の要請は、銀行との癒着結合関係の中で転化ないし回避されてしまう。すなわち他人資本比率がいかに高くとも短期借入金はこれを借り継ぐこと（ころがし）によって長期化することができ、また社債にしても借換債の円滑な消化が可能であるかぎり、流動性は現実に破綻することはないわけである。産業資本と銀行資本との癒着の

下では、制度的には「他人資本」であった借入金を実質的には「自己」の資本に転化するのである。つまり、企業集団全体の観点からは、自・他両資本を截然と区別する意義が希薄化してくるのである。かくして、現代わが国の企業集団を構成する大企業にあっては、在来の古典的な財務流動性に関する諸指標は陳腐化してしまう。むしろ、自己資本比率の「悪化」は大企業の信用力の強大さ銀行との癒着度の強さを誇示する指標でさえありうるのである。

また、このような観点から、財務収益性（低コスト資本の調達）問題を検討するならば、必ずしも借入金依存が資本コスト負担を高めるとはいえない。

なぜなら、前述したように「系列融資」の機能が、「コストの利益化」にあるならば、これら主要企業の支払利息・割引料などの金融コストは、制度的には確かにコストであるとしても実質的には利益として認識しなければならないのである。そして、利益とコストを機械的に対立させて、金利負担の過重という否定的側面を強調するのは、以上のような実態と機能を軽視した指摘だと言わねばならない。他人資本依存の企業資本蓄積は、わが国の歴史的に特殊な諸条件の下で、たとえ制度的・形式的には合理的でなくとも、企業集団総体にとっては、合利益的な蓄積様式であったからである。企業集団が、生産面・流通面、そして資金面で有機的結合を保持・強化している下では、銀行は同系企業に対して利子支払のための融資を行なってさえ、その結合力を強化しようとするのである³⁾。

以上のように、個別企業の他人資本過度依存という実態も、企業集団全体からみると、いささか趣きが異なってくる。形式的・制度的には他人資本であるものが、実質的・内容的には自己資本であり、同様に、形式的・制度的にはコストであるものが、実質的・制度的には利益であるからである。例えば、三菱系の主要企業17社の平均自己資本比率は、15.1%である。しかし、これは、形式的なそれであり、自己資本に同系金融機関からの借入金額をプラスした実質的、内容的自己資本比率は、28.2%になり、量的時間的整合性の不一致が問題とされていた「有形固定資産」との対応は、ほぼ一致する。また、これら企業の実質的支払利息、割引料も、形式的支払利息、割引料から平均約27%を差し

引いて、その金融コストとしなければならない。それ故、元本の返済、利子の支払というものも、都市銀行を中核にして集団を形成しているこれら主要企業にとっては、必ずしも大きな負担とはならないし、それだけ不況抵抗力も強く、経営も安定しているといえよう。

ところで、不況を境にして、借入金を返済する企業が増加し、この現象は、当時、金融界、産業界の大きなトピックスになった。例えば、日産自動車は、昭和50年度下期中に社債を含め、208億円の借入金を返済した。また、日立製作所も、50年度中に308億円の借入金を返済した。そして、この両社を筆頭に鈴木自動車工業、松下精工、阪急百貨店、花王石鹼、新明和工業など、かなりの企業が借入金を返済した。このような企業の“銀行離れ”現象の結果、借入金融の否定的側面の評価が、あたかも現実のものになったかのような主張が一部でみられた。

しかし、これら企業の“銀行離れ”現象の背景を検討してみれば、借入金融の否定的評価が、必ずしも妥当だとは言いきれないのである。

わが国の第一部上場企業855社のうち、借入金ゼロ会社は、次の19社である。

九州電気工事、名糖産業、日清食品、御幸毛織、ロート製菓、大正製菓、資生堂、日本特殊陶業、丸一鋼管、アマノ、蛇の目ミシン工業、ブラザー工業、松下冷機、マキタ電機、九州松下電器、京都セラミック、松下電器貿易、中部日本放送、吉本興業。

このほかに、トヨタ自動車工業や松下電器産業は、バランス・シート上は借入金があるが、それをはるかに上回る現金・預金を持っているので、事実上の借金ゼロ会社であるといつてよい。

奥村宏氏は、これら借金ゼロ会社の特徴を、次のように指摘されている。その第一は、名古屋、大阪を本社の所在地とする企業が多い。第二は、同族会社、あるいは同族会社の企業が多い。第三は、消費財メーカー、とりわけ自動車、家庭電器、ミシンなどの耐久消費財メーカーが多い。第四は、都市銀行を中核とする企業集団には属さず、独立系企業か、あるいは、その傘下の企業が多い⁴⁾。

奥村氏の指摘された四点の中で、とりわけ重要なことは、第二と第四の特徴

である。同族会社、あるいは同族会社の色彩の濃い企業、そして、独立系企業は、概して取引銀行を分散しており、集中的な融資を受けていず、一般的に「メイン・バンク」不在である。ということは、これまで述べてきたところの「系列融資」とは、無縁な存在であり、「他人資本の自己資本化」も「コストの利益化」もありえないのである。つまり、同族的企業、独立系企業にとって、借入金は、制度的にも実質的にも自己資本ではなく他人資本であるということ、そして、支払利息や割引料は、やはり制度的にも実質的にも、利益ではなくコストであるということである。それ故、これら企業にとって、借入金融への過度依存は、まさにその返済、利子支払において負担を大きくし、財務的脆弱さを深めるものとなるのである。

先程あげた日産自動車や日立製作所は、銀行に対してきわめて独立色の強い企業であることは有名であるが、これら企業がこの不況期に借金返済につとめたのは、このような背景が存在していたからだと思われる。また、当時、話題となった日立造船の“優先株発行”による自己資本充実も、同様の背景から理解されねばならない。

ところで、これら独立系企業の“銀行離れ”現象とは対象的に、三井・三菱・住友など中核に銀行を擁する企業集団では、この不況期、「系列融資」依存を、いっそう深めた。使用総資本のうち大部分を他人資本で占める商社は、昭和51年上期において、借入金残高を大幅に増加させた。例えば、三井物産は、前期に比較して2,365億円、三菱商事は1,253億円、住友商事は801億円の増加であった。

同族会社の企業や独立系企業が、借入金の返済につとめているのに対し、他方で、都市銀行を中核とする集団系企業が、逆に、借入金残高を増やしているのには、各々の特徴をもつこれら企業の財務体質の質的相違が背景に存在しているからである。

さて、“銀行離れ”と“銀行依存”という二極分解的現象が進行する中で、一方で同族会社の企業・独立系巨大企業が自己金融体制を志向すると同時に、他方で企業集団系企業も借入金融と自己金融を併存させるという体制を志向し、

いずれにしても自己金融が資金調達の中で大きなウェイトを占めるようになってきた。つまり、高成長、拡大経営期では、内部資金が絶対的にも、相対的にも微少であったのに対して、低成長、減量経営期においては、絶対的にはともかくとしても、相対的には中核的な資金調達方法になろうとしているのである。

この時期になって、自己金融が大きくクローズ・アップされるにいたったのは、それを形成する経済的、経営的基礎が、わが国においても成熟してきたからだといってよいであろう。

そこで、従来の先学の自己金融理論について若干、触れておこう。

大内力・柴垣和夫氏は、自己金融を資本の慢性的過剰の存在形態としてとらえ、株式会社における自己金融はそれじたい株式会社としての成長力の否定を意味するものであり、このことは、自己金融が「資本の慢性的過剰」の現象形態であることを意味し、また自己金融が必然化する根拠は、潜在的にはこの「資本の慢性的過剰」をもたらす独占そのもののうちに求めなければならないとしている。

また、生川栄治氏は、現段階における信用構造とくにそこにおける銀行の役割を明らかにして自己金融現象を解明しようとしているのである。すなわち産業企業と銀行との関係は国民経済の再生産構造を基盤とする資金循環構造のなかで形成されるものである以上、再生産構造したがってまた資金循環構造の変化は、当然、これまでの関係の形態を変化する。銀行による証券発行活動の減退ということだけで結合関係の消滅を結論付けてはならない。ヒルファーディングの規定したような株式発行および参与を通じての銀行による産業企業の支配という典型的な形態はドイツにおいてもすでに第一次大戦後1926~28年頃から崩れ、銀行による証券発行は著しく減退しているが、それはインフレや国家の公共投資活動の増大による貯蓄構造の変化の結果、取引所に導入される資金が著しく減少したからであって、銀行の産業への貸付はかつてのまづ資本信用を供与し、あとで証券発行によって回収するという構造にかわって1930年代以降「中間金融」という形式をとり、第二次大戦後これが支配的な形式となる。この中間金融に対する返済は貯蓄構造の変化のため証券発行によることが不可

能であるため利潤の留保と減価償却とに依存するほかなく、ますます多くの内部留保と加速化された減価償却へ導き、この内部資金による返済が結果としては自己金融を形成すると述べられるのである。

さらに馬場克三氏は、自己金融はあくまでも株式会社それじたいにかかわる問題であり、その説明もまた株式会社の内部構造にまで掘り下げた分析によって達成されるとされる。すなわち巨額の独占利潤が会社利益として保証されるようになってその利益が配当として社外に流出するのではなく、内部留保として社内に堆積されてくる機構的論拠として「配当の利子化」という事態の進行が重要である。配当は会社利益そのままの分配という性格をいつまでも維持しているのではなく、株式会社制度の発展とともに配当の実質内容は利子相当部分まで縮減される歴史的傾向を展開する。かくて配当の利子化した結果としてそこから持ち去られた企業者利得部分が内部資金の堆積を実現する。この「配当の利子化」は株式擬制資本の運動法則によって推進されるのであり、この事態こそ内部留保の堆積を必然化する論拠となる。しかも擬制資本のこのような運動法則の展開は同時に株主レントナー化をもたらす。そこには株式会社の支配構造の変化が表現されてくる。したがって、自己金融の必然性は金融的な資金循環構造だけではなく、株式会社の支配構造の変化と結びつけて理解すべきであるとされる。

これら三様の見解は、その視点と理解の方法において異なってはいるものの、各々は対立するものではなく、むしろ補完しあう関係にあると考えられる。というのも、今日のわが国の内部資金の形成の背景を認識すれば、これら先学の見解はいずれも妥当するものであり、その方法論は分析に不可欠のものであるからである⁵⁾。

「資本の慢性的過剰」と独占という観点からわが国の現状をかえりみれば、成長要因指摘不可能な低成長下にあって省コスト・効率化という減量経営を一方で志向し、他方で企業間の協調体制を志向する企業の経営実態が存在する。そして、資本の運用は、設備・在庫投資の停滞と金融資産投資の累積が顕現化しているのである。

また、「金融的な資金循環構造」という観点から、銀行行動に注目すれば、都市銀行を中核とする金融機関の系列大企業生産物需要補完金融（国家信用、消費者信用など）の進出を窺い知ることができる。

さらに、「支配構造」という観点から、株式会社の所有、支配構造を分析すれば、そこには、法人所有の増大、とりわけわが国特有の近代的な“株式持合い”が存在しているのである。

つまり、どの観点から検討しても、内部資金の形成される土壌が出来あがっているのである。

そこで、われわれは、内部留保政策の実態をまず検討してみよう。

利益の留保政策と配当政策とは、表裏の関係にあり、両者は相反の関係にもある。一方が他方を決定するという関係であるが、会社にとって資本の集積は必須であり一般に留保政策が優先するので、配当はむしろ資本調達のための形式的要素となる。

従来から、わが国の配当率の変動幅は僅少で比較的安定しているのに対し、配当性向は景気循環による収益状況に応じて大幅に変動している。すなわち、配当率は景気の変動にかかわらず低位に比較的安定しているが、配当性向は資本収益率が高まったとき（好況期）には低下し、収益率が低下したとき（不況期）には高くなり、好況期には内部留保の比重が、そして不況期には配当の比重が高まることを示している。これは、会社が配当をコストとして認識し、資本調達戦にそなえて同業他社の配当率（業界の平均配当率）を強く意識しているからである。このため、会社は景気変動による利益の格差を配当性向の操作で吸収し、硬直的な配当率を維持してきた。しかし、長期的傾向としては、利潤留保の増加、支払配当の低下という現象を示しており、利潤分配の抑制が恒常化しているのである。

この傾向は、最近における利益圧縮政策に端的に見ることができる。というのも、企業業績の向上に伴い、54年3月期決算で、決算処理方法の変更などによって利益を圧縮、事実上、利益隠しした企業は97社で、東証1・2部上場企業の8社に1社と急増したことが、日本経済新聞社の調査で明らかにされてい

る。また、全国証券取引所協議会によると、全国証券取引所上場1,699社の過去10年間の1株当りの配当は、最低で年4.91円、最高でも同5.61円とほぼ年5円(1割)を中心に変化していないことが明らかになっている。

財政政策などによる積極的な利潤実現政策および企業集団間の協調体制による安定的な利潤確保政策によって形成された内部資金の源資は、いま述べたように“株式持合い”下の支配構造にあっての積極的な株主軽視政策、つまり利潤留保政策によって、名実ともに内部資金に転化するのである。しかも、低成長経済、減量経営下における設備、在庫投資の低迷は、所要資金量を相対的に低下させ、実物投資に占める内部資金の比重を高めさせ、いわゆる財務行動における自己金融体制を確立させるのである。

- 1) 東京証券取引所証券政策委員会『証券発行の多様化について』、昭和51年2月17日。
- 2) 経済企画庁『経済白書』、昭和51年9月20日、145-183頁参照。
- 3) 「特集 倒産の構造と実態—大型倒産は銀行肩代わりで回避—」『エコノミスト』、昭和50年12月9日、10-15頁参照。
- 4) 奥村 宏稿「企業の銀行離れはどこまで進む—局部現象に過ぎぬ無借金経営—」『エコノミスト』、昭和51年6月29日、35-39頁参照。
- 5) 自己金融理論については、生川栄治稿「株式会社における自己金融の性格」『経済研究』、69号、馬場克三稿「自己金融理論の基本問題」『会計』、85巻2号、柴垣和夫稿「自己金融と国家独占資本主義」『エコノミスト』、昭和39年2月1日参照。

(1980. 10. 10)