

企業における投資行動と貸付資金の需要

Investment Behavior and Demand for
Loanable Funds in Business Corporation

岸野文雄

Fumio Kishino

1. はじめに
2. 企業の資金源泉とその構成
3. 投資活動と資金調達決定
4. 長期貸付資金の需要
5. 短期貸付資金の需要
6. むすび

1. はじめに

企業の投資活動は、経済の成長・発展の原動力として働き、それが景気変動を生んでいる。また逆に、企業は景気変動によって投資活動もそれに伴う資金調達行動も左右される。この企業の資金調達行動は、資金調達のあらゆる局面や形態を貫いているといえる。

企業における資金調達には、企業の成長・発展に役だつ長期資金とともに、当座の流動資金に必要な短期資金がある。この両者はその動機も資金源泉も異なるが、結局は企業の投資行動の動向に帰着する。したがって、企業の資金調達行動は、その投資行動との関連から分析することが不可欠となる。

企業はその資金調達においてもあるいは資金運用においても資本市場や貨幣市場、さらに証券市場にかかわり、その規模においてもきわめて大きな役割を果たしている。しかし金融市場にあって、貸付資金の需要においてとくに重要な位置を占めている。

さきに私は、アメリカの商業銀行の側から

の銀行貸出を中心に、企業の貸付資金の需要、とくに長期資金需要を考察してきた。¹⁾今回は、貸付資金の借り手としての企業の行動を中心に、長期・短期の貸付資金の需要の考察を試みようと思う。ここでは、企業の投資行動に関する理論的分析の検討を通じて、企業の資金源泉における貸付資金の需要に焦点をあてて考察したい。

小論では企業の貸付資金の需要の分析を中心としながらも、もう一步基本的な企業の投資行動をマクロ経済的な観点から捉えることを心がけた。また具体的な統計数値としては、アメリカの法人企業に関する資料によって、実際の動きを観察しつつ論を進めることにする。

2. 企業の資金源泉とその構成

企業活動において、重要な意思決定の一つはどのように実物資産を蓄積していくか、つ

1) 拙稿「アメリカ商業銀行の商工業貸出と企業の長期資金需要」『創価経済論集』第10巻第2号、1981。

まりどのように投資を行なっていくかということである。いうまでもなく、企業の投資活動こそは、企業自身の成長への鍵であるとともに、一国経済の発展の要でもあるからである。そこで、企業がそのために必要な資金をどのように調達するかということが重要になってくる。

したがって、ここではアメリカの非金融法人企業を念頭において、まず企業の資金源泉の基本的な性格を検討し、それぞれの構成を把握していきたいと思う。

企業の資金源泉は、機能の面から分類すると、内部資金と外部資金に分けられる。内部資金、つまり企業内部に生み出される資金は、いうまでもなく利潤の内部留保と減価償却とから成り、企業の粗貯蓄を形成する。²⁾ 外部資金は、その性格からさらに長期資金と短期資金に分けられる。このうち長期資金の源泉となるものは、(1)新規の株式発行（増資）、②社債の発行（起債）、および③抵当証券借入れである。³⁾ 一方、短期資金の源泉は、(1)銀行借入れと、(2)商業手形の発行である。

ここで、内部留保と新株発行の総計は企業の持分（純資産）を形成し、その他の外部資金は債務となる。銀行ローンは主に短期資金

の貸出が中心なので短期資金に含まれるが、「ターム・ローン」はその性格上長期資金に位置するものといえよう。

そこでまず初めに、アメリカの法人企業について、資金の使途と源泉の統計によってそれらの構成と推移を検討してみよう。表1は1965年から1975年にわたるそれぞれの推移を示している。

まず内部資金（17欄）と外部資金（18欄）に注目してみると、そこには明らかに趨勢的な変化がみられる。つまり、外部資金に対する内部資金の比率は、1975年を別にすると、1965年の2.75から1974年の1.01へと傾向的に低下していることである。逆にいえば外部資金に対する依存度が増大しているのである。したがって、自己金融比率（内部資金／設備投資）についても同様な低下傾向が観察される。

このことはなにを意味するものであろうか。アメリカの企業は伝統的に内部資金の比率が高いものであったが、この趨勢的な変化は企業の投資活動に変化を及ぼすことになる。こうした変化の要因としては、次のような諸点が指摘されている。

(1)企業収益、ひいては企業利潤が低下し、内部留保が十分でなくなったこと、(2)株式発行よりも社債発行等による外部資金調達による方が税制面で有利であること、および(3)インフレーションによる債務者利潤の発生により、「借り得」といった企業者心理が働いたことによる、といわれる。⁴⁾

4) 日銀調査局「最近における米国の設備投資動向について」『調査月報』昭和51年3月号、12—13頁。ちなみに、米国の民間設備投資の国民総生産に占める比率をみると、1961～74年の平均で10.2%とわが国の同18.5%と比べてかなり下まわっている。

2) 企業は減価償却と税引き後にかなりの大きさの収益を留保する。そして税引き後の総収益に対して支払われる配当金の比率（配当性向）は通常、平均で約50%といわれる。その比率は変化するけれども、多くの公益事業においてはかなり高く、新しく急成長を遂げている企業ではより低くなっているといわれる。(C. N. Henning, et. al., *Financial Markets and the Economy*, 2nd. ed. Prentice-Hall, 1978.)

3) その他に「企業間信用」があるが、資金調達の源泉としてはやや性格を異にするので、ここでは除外する。企業間信用に関する基本的な文献としては、島野卓爾「企業間信用に関する一考察」地銀協編銀行叢書 No. 139, 沖中恒幸「企業間信用の地位と役割」『金融ジャーナル』1975年4月号、などがある。

〔表1〕資金の使途と源泉（単位10億ドル）

資金の使途 (資産の取得)	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
1.流動資産	2.6	-3.7	4.8	8.0	2.3	-0.4	10.6	4.0	6.9	13.2	19.1
2.受取勘定— 消費者信用	0.2	0.5	0.3	0.0	0.3	0.7	0.6	1.6	2.0	1.2	1.1
3.受取勘定— 企業間信用	14.0	12.0	8.3	18.6	22.7	8.4	5.7	20.0	24.1	20.8	10.4
4.在庫	7.8	13.9	9.2	7.1	8.3	5.0	5.2	10.7	15.5	10.6	-14.6
5.工場・設備投資 (変化率)	51.6	59.9	60.9	65.9	72.7	73.2	77.0	86.9	101.7	109.2	107.8
資金の源泉		(16.1%)	(1.7%)	(8.2%)	(10.3%)	(0.6%)	(5.2%)	(12.9%)	(17.0%)	(7.3%)	(-1.3%)
6.銀行貸付	10.5	8.3	6.6	9.6	11.8	5.6	4.4	13.5	30.6	29.9	-13.2
7.商業手形	-0.3	0.8	1.4	1.5	2.3	2.2	-1.7	-0.6	-0.2	4.1	-2.4
8.企業間債務	12.1	10.6	7.4	17.2	21.0	7.4	3.8	13.7	19.6	18.1	8.1
9.社債	5.4	10.2	14.7	12.9	12.0	19.8	18.8	12.2	9.2	19.7	27.2
10.抵当証書(商業)	2.9	4.0	3.1	4.8	3.7	3.6	7.9	12.0	14.1	9.1	8.7
11.新株発行	0.0	1.3	2.4	-0.2	3.4	5.7	11.4	10.9	7.4	4.1	9.9
12.留保利益	20.0	21.9	18.9	17.6	14.4	8.1	13.4	20.6	28.9	30.3	27.7
その他											
13.税引後利潤	37.1	39.9	37.8	38.2	35.1	27.9	33.4	42.2	53.2	60.7	58.4
14.配当金	17.1	18.0	18.9	20.6	20.7	19.8	20.0	21.6	24.3	30.4	30.7
15.減価償却	32.6	35.5	39.1	42.8	47.5	52.7	57.7	62.0	68.1	77.6	88.6
16.留保利益+ 減価償却	52.6	57.4	58.0	60.4	61.9	60.8	71.1	82.6	97.0	107.9	116.3
17.粗内部資金	56.3	60.6	61.4	62.4	61.8	58.7	68.0	80.2	83.8	77.7	103.8
18.市場調達純資金	20.4	25.3	29.6	31.5	38.9	39.5	46.8	55.3	67.2	77.1	35.8

〔出典〕 F. J. Jones, *Macrofinance*, Winthrop 1978, p.266.

このような外部資金に対する内部資金の比率の減小は、将来の利子支払いを増大させ、企業部門にいつそのの圧迫を加えることになる。

次いで注目されることは、年々の数字は景気変動にもなって変動するが、この比率は景気循環を上回る変化を示していることである。⁵⁾ この比率は、高い経済成長などびに高金利の時期にいつその急速に小さくなっている。つまり、変化率でみると1966年に-13.1%、1960年に-19.7%、1973年に-13.8%、

および1974年には-19.2%となっているのがみられる。

その理由は、この期間に総投資支出がわずかなを増減しても、外部資金の需要は増大した諸資産の取得をまかなうために相当増加するからにほかならない。

内部資金については、その性格から外部に支払う費用を必要とせず、基本的には機会費用である。したがって、内部資金は利回りを比較して最高の利回りを生む資産に投資される。つまり、金融資産よりは実物資産に投資されるのが通例である。⁶⁾

5) F. J. Jones, *Macrofinance: the Financial System and the Economy*, Winthrop 1978, p. 270.

6) C. N. Henning, et. al., op. cit., p. 190.

〔表2〕資金の源泉：短期対長期
(単位10億ドル)

項 目 期 間	短期資金	長期資金	総計	短期 総計 (短期比率)
	銀行貸出 + 商業手形	社 債 抵当証書 + 新株発行		
1965	10.2	8.3	18.5	55.1
1966	9.1	15.5	24.6	37.0
1967	8.0	20.2	28.2	28.4
1968	11.1	17.5	28.6	38.8
1969	14.1	19.1	33.2	42.5
1970	7.8	29.1	36.9	21.1
1971	2.7	38.1	40.8	6.6
1972	12.9	35.1	48.0	26.9
1973	30.4	30.7	61.1	49.8
1974	34.0	32.9	66.9	50.8
1975	-15.6	45.8	30.2	-51.6

〔出典〕 F. J. Jones, *ibid.*, p.272.

さて、企業の資金源泉について短期資金と長期資金の構成についてみると、表2にみられる通りである。

これによると、総額に対する短期資金の比率はかなり変化している。すなわち、景気循環と軌を一にして、景気後退の年に低く、景気上昇の年に高くなっている。いいかえれば、低金利の時期には長期資金の比率が増し、逆に高金利の時期には短期資金の比率が高くなっているのである。とりわけ短期資金の変動の大きなことが注目される。

企業が投資活動を進めるにあたって、この長期資金と短期資金の使用をどのように決定するのであろうか。理論的には2つの原理が適用される。⁷⁾

第1の原理は、利子率の期待仮説による説明で、「最小利子費用の原理」とも呼ばれるものである。期待仮説では、企業は残存資金を保有する期間中にその利子費用を最小にす

る資金の満期を選ぶとされている。この原理にしたがうと、企業は利子率水準が高いときには短期資金を調達し、短期だけ高い金利を支払う。したがって、利子率が長期にわたって低く押さえられるときに長期資金を調達するという原理である。この原理は、表2にみられる傾向ともよく合致しているといえる。

第2の原理は、「適合の原理」ともいうべきものである。企業は工場や設備のような長期資産の取得をまかなうのには長期資金を調達し、在庫や受取り勘定のような短期資金の取得をまかなうのには短期資金を調達するというものである。

この原理の理論的根拠は、費用の面から明らかに妥当するが、表2にみられる数字の説明には、第1の原理の方がより説明力が高いようである。

いずれにしても、長期・短期資金は企業にとって別の動機に由来するものであり、企業の全体としての資金調達にはいずれも欠くことはできない資金源泉である。

3. 投資行動と資金調達の決定

企業の投資行動に関して、経済学の理論では、企業は投資の限界効率が市場利子率（資本費用）をこえる限り投資を増大することが有利であり、投資の限界効率が市場利子率と等しい点に投資の大きさが決定されるといわれる。⁸⁾

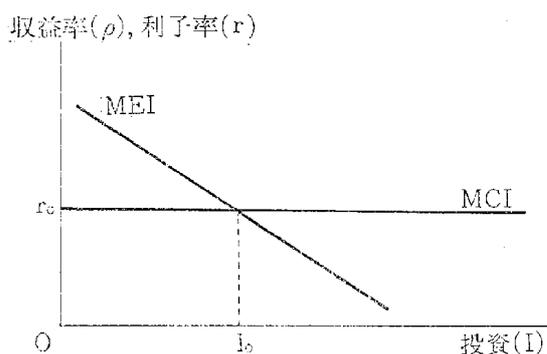
すなわち、図1に示されるように、投資の決定は投資の限界効率（ある時期に追加された投資の期待収益率）と利子率の一致する点(I_0)に決まることとなる。その場合、投資

7) F. J. Jones, *op. cit.*, pp. 270-271.

8) 館・浜田『金融』岩波書店、昭和47年、56頁。

の限界効率表 (MEI 曲線) は企業の投資資金の需要曲線を意味し, 利子率を通る横線 (MCI 曲線) は企業の投資資金の供給曲線であるとみることができる. したがって, 投資の決定は投資資金需要の決定要因と投資資金供給の決定要因とから成る.⁹⁾

〔図1〕投資資金の需要と供給

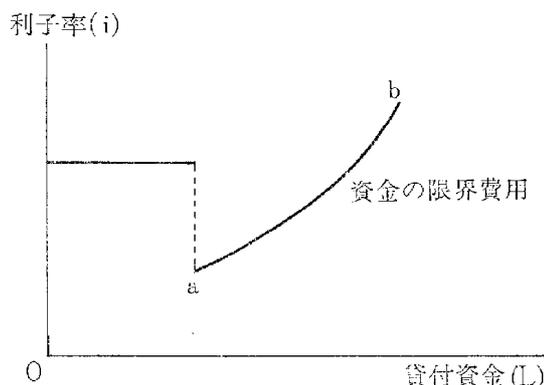


ところで, 後者の投資資金供給の決定について, 経済理論では完全な資本市場と将来の確実性を仮定し, 投資資金は与えられた市場利子率で随意に企業に供給されると想定し, もっぱら投資資金需要の分析が中心であった. しかし, 投資資金供給の側面も需要面の重要な関係要因であり, 十分に考慮される必要がある.

さて, 成長経済においては, 投資は内部資金の総額を超過する. 内部留保のほとんどは現在の資本ストックの水準を維持するのに用いられ, 外部資金の調達が必要になる. ここで企業の資金の限界費用曲線 (MCF) は, 図2に示される.¹⁰⁾

ここで図2の資金の限界費用曲線の平らな部分は, 内部資金の費用を示している. *ab* で示される曲線の部分は, 借入れ資金と新株

〔図2〕企業の資金の限界費用



式発行を通じて調達される費用を示している. 内部資金の限界費用は, 機会費用の性格から外部資金の限界費用曲線と直接接続しない¹¹⁾. *ab* 線は貸付資金の追加額がより高い利子率で得られるであろうと想定されるので, 貸付資金が増大するにしたがって上昇するとみられる.

経済理論によると, 借入れの総額は, 投資の限界効率 (MEI) が資金の限界費用 (MCF) に等しくなる投資高に必要とされる額であるとされる. つまり投資総額は投資の限界効率が資金の限界費用に等しい点で示され, 借入れ総額は内部資金を補う追加額となる (図3参照).

企業活動が伸展している期間についてみると, 内部資金は必要な投資の更新のために用いられるか, あるいはいくらかの純投資にあてるのに不十分になる. さらに, 投資の限界効率曲線は投資に関する利潤の予想が好転するにつれて右側に推移する. したがって, 同じ投資額がより高い予想利回りをもつことに

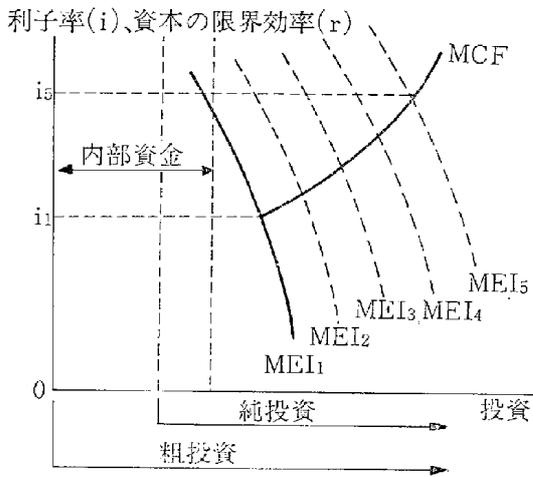
9) 小泉・建元『所得分析』岩波書店, 昭和47年, 156頁.

10) C. N. Henning, et. al., op. cit., pp. 191-192.

11) M. F. Polakoff, et. al., *Financial Institutions and Markets*, Houghton Mifflin 1970, p. 260.

そこでの自己資本のコストは, 製造業においては通常, ほぼ10%程度であると想定されている.

〔図3〕 投資の限界効率と
発展企業の限界資金費用



なり、追加投資は一定の収益と費用の水準において有利であるとみられるのである。そこで限界資金費用は、さらに実物投資に必要な資金を供給するために、より多くの資金が借入れられるにつれて上昇していくことになる。

次に、企業が資金調達を行なう場合の、諸要因の決定にかかわる問題について考察してみよう。これは投資決定の理論的分析をさらに資金調達の具体的決定に深めるもので、資金供給の要因とも深くかかわることになる。

第1には、企業の資金調達における債務資金と自己資金の構成に関する問題である¹²⁾。企業にとって債務資金を自己資金のバランスは、一つの重要な特質であるが、その両者の重要な違いは、満期と費用（金利・配当金など）である。つまり債務資金は、満期には返済を要する固有の期間と明示された金利をもっているのに対し、株式にかかわる自己資金には配当金を必要とする。

この企業の資本構成と資本コストとの関係については、多くの論争が行なわれてきた。

12) F. J. Jones, op. cit., pp. 281-285.

最適資本構成の存在を主張する伝統的な見解¹³⁾に対して、モディリアーニとミラーは一定の仮定のもとに資金調達方法の違いによる資本コストの差異のないことを理論的に分析した¹⁴⁾。この仮説は論理的には是認されるものであるが、その仮定条件のため現実を説明する点でやや欠けるきらいがあるようにみられる。

ここで両者を折衷した考え方として、ベン・シャハール (Ben-Shahar) の仮説がある(図4)¹⁵⁾。この説明は伝統的な見解を一步拡充したものといえることができる。

〔図4〕 総資本のコスト

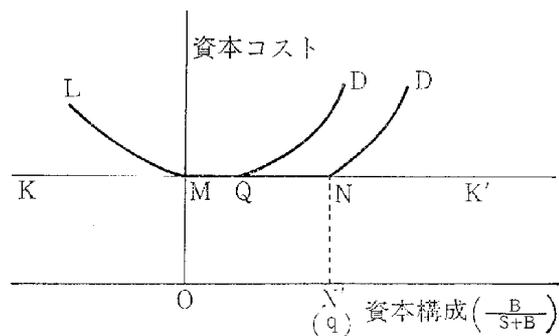


図4では、資本構成に含まれる借入金の比率 (leverage) が q になるまで資本コストは上昇しないとされている。その理由は、有効機会の軌跡の範囲内では市場均衡のメカニズムが働いて資本コストが変化しないためとされる。これはいわば、伝統的な見解が最適資本構成をもたらす最小点を想定するのに対

13) J. F. Weston = E. F. Brigham, *Marginal Finance*, 2nd. ed., Holt, Rinehart and Winston 1966. (諸井勝之助訳『経営財務』東大出版会) 参照。

14) F. Modigliani = M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, June, 1958, pp. 261-297.

15) 島野卓爾「企業金融と投資行動」島野・浜田編『日本の金融』岩波書店、昭和46年、316-320頁。

し、最小を示す一定の範囲を考えている。

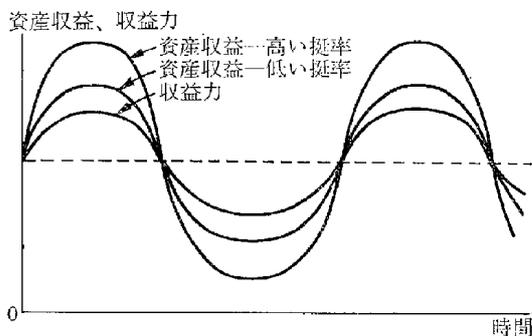
この仮説にも若干の理論的批判があり、必ずしも満足のいく説明とはいえないが、現実を説明する点ではより柔軟で妥当性のある仮説に思われる。

企業の資本構成におけるもう一つの重要な側面は、景気循環によって企業の収益に影響を及ぼすバランスに対する傾向についての問題である。

企業の総資産は債務か株式によって調達されるが、企業の収益力は通常景気循環とともに変化する。企業の収益力 (EP)¹⁶⁾ と企業の負債の平均利子費用 (i) と負債比率の変動とのあいだの関係は、企業の株主への収益がその収益力の変化にどのように影響するかを決めるものである。企業は一般にその資産のすべてに関してその収益を受け、負債によって調達された資産のみに関して負債の平均費用を支払うものである。そこで収益の残りは株主に帰することになる。

いま、図5は景気循環によって収益力が変化するにつれて、高い債務構成をもつ企業が低い債務構成をもつ企業より資本収益の変化がいっそう大きいことを示している。

〔図5〕収益力、負債比率、資産収益



16) 企業の収益力 (EP) は、総資産 (TA) に対して利子と法人税が控除される前の収益 (EBIT) の比率、つまり $EP = EBIT/TA$ 、と定義される。

したがって、負債比率は収益力の変化が株主の持分の収益の大小にどのように転換するかに影響を与える。図5の示すところによると、負債構成が高ければ高いほど金融上のレバレッジ (挺率) は大きくなり、株主の持分への収益の変動は大きくなることが示される。したがって、収益が低下するときはより以上の挺率で収益が下落することになる。つまり、それだけ企業の危険が増大するということである。そこで企業は債務資金と自己資金の決定をはかるときには、このレバレッジ率が重要な指標となる。

第2には、債務資金のうち長期債務と短期債務の調達に関する問題である。¹⁷⁾

企業が債務資金の調達を決定する場合には、長期債務と短期債務の構成を考える必要がある。工場や設備費用を調達するときには、その返済に長期間を要するので長期債務であることが好ましい。その場合、短期債務によってまかなうとすると、それぞれの満期時に再び資金の調達が必要となる。これは高金利のときにも調達を避けるわけにいかず、資金面で不安定さを増すものである。

また、多額の短期信用がある場合には、貸手にとって信用力が劣るとみなされる。したがって、短期資金に再調達するために追加信用を必要とする企業は、信用が得にくくなり、企業にとっても貸手にとっても好ましくなくなる。

長期債務と短期債務の決定は、主にその使用の動機によるものであるが、その上にさきにみた2つの原理、つまり「最小利子費用の原理」と「適合の原理」によって決定されるとみてよい。

17) F. J. Jones, op. cit., pp. 285-286.

これらの長期債務には、社債発行や抵当証書に加えて長期銀行貸出がある。銀行貸出しによる資金調達、経済の進展とともに次第に増加をつづけている。資金の調達において費用面だけでなく利用の可能性の容易さという要因にもよるといえる。

他方、短期債務の方は銀行貸出と商業手形があるが、これらはいずれも当座の資金調達という性格からとくに景気循環の変動などに感応的であることである。

第3には、企業の流動性に関する問題である。¹⁸⁾

企業の保有する資産の流動性は、流動性比率として計測される。これは流動資産を流動負債で割ったもので、流動比率が高い企業ほど資金面で柔軟性があり、健全経営のために好ましいものである。

企業の流動性の意味するところは、1年以内の満期の資産を指すとともに、短期債務をまかなう企業の能力をも含めて捉えることができる。したがって、これらの指標は企業の安全のために重要である。

このような企業の流動性は、景気循環によって変動する。通常、金融引締め期には流動性は低くなり、逆に金融緩和期には流動性は高くなる。というのは、金融引締め期には利子率が上昇し、短期資金の調達が制約されるため流動比率が下がることになる。したがって、流動比率の増分は、歴史的にも金融引締め期に低落している。そして金融緩和期には、企業は流動資産を容易に入手し流動性を増している。

しかし、高い流動資産の保有は、相対的に実物資産の比率を低落させ、収益性の面から

はマイナスになる。収益性と安定性とのバランスからそれらの量を決定する必要がある。

以上、3つの段階から企業の資金調達の決定における要因を検討してきたが、企業活動にとって最も根幹的な要素は実物面の投資活動であり、予想収益の動向である。企業の資金調達は、それらに付随して考えられるので企業によっても景気の動向によっても変動する。

4. 長期貸付資金の需要

企業の貸付資金の需要は、主に在庫投資と流動性ポジションの改善が主要な動機であるが、工場や設備投資の支出のためにも必要とされる。株式による資金調達には上場基準があり、社債には適格な担保が必要であって、いずれも資金市場の需給状況に大幅に制約される。これに対して銀行貸付は比較的簡便な資金調達の方法であり、中・小の企業にとっては中心的な資金源泉である。それらは銀行のターム・ローンの資金需要の中心となる。¹⁹⁾

企業の貸付資金の需要は、理論的には、企業が貸付資金の費用以上に収益をあげることが期待するからである。したがって、基本的な収益率ないし利子率というのは、企業に保有される資産、主に実物資本資産に対する予想収益率であるといわれる。²⁰⁾

企業は自己の専門とする活動に資金を投入

19) いま、1971年におけるアメリカの大手商業銀行の貸出構成のうちターム・ローンについてみると、耐久財製造業で22.3%、非耐久財製造業で15.5%となっている。両者をあわせると約40%弱がこれらの企業の長期貸付にあてられている。

20) C. N. Henning, op. cit., pp. 186-187.

18) F. J. Jones, op. cit., pp. 279-281.

〔表3〕長期資金源泉の構成

項 目 期 間	(1) 長期債務 (社債+抵当証券)	(2) 新規株式発行	(3) 長期資金総額 (長期債務+株式)	(4) 長期債務 長期資金 (長期負債比率)	(5) 利回り格差 ムーディの3A債 金利一株配当率	(6) 利回り格差の 変化率
1965	8.3	0.0	8.3	1.00	1.49	7.2
1966	14.2	1.3	15.5	.92	1.73	16.1
1967	17.8	2.4	20.2	.88	2.31	33.5
1968	17.7	- 0.2	17.5	1.01	3.11	34.6
1969	15.7	3.4	19.1	.82	3.79	21.9
1970	23.4	5.7	29.1	.80	4.21	11.1
1971	26.7	11.4	38.1	.70	4.25	1.0
1972	24.2	10.9	35.1	.69	4.37	2.8
1973	23.3	7.4	30.7	.76	4.38	2.3
1974	28.7	4.1	32.8	.88	4.10	- 6.4
1975	35.9	9.9	45.8	.78	4.52	10.2
平均		—	—	.84	—	12.2

〔出典〕F.J. Jones, *ibid.*, p.276

することによって、通常借入れ資金の費用を支払うのに十分な収益をあげ、さらにそれらの危険を補償するのに十分な純利益を得る。企業は、収益の最低点において、資金の実物資本資産への投資収益率と借入れ資金の利子率が等しくなる。そこで限界の企業より高い収益をもつ企業は、その付加額分が利潤となるのである。

このようなわけで、利子率は基本的には資本の生産性に依存することになる。いま企業の年あたりの生産性が3%上昇し、インフレ率が4%上昇するとすれば、名目GNPは7%上昇し、企業収益も7%増大することになる。そこで限界企業は借入れ資金の金利を7%まで支払うことが可能となる。したがって、名目利子率は「実質」利子率にもとづくことになる。

企業における資本の使用は産出を増大させるので、工場や設備への投資は明らかにGNPの増大に結び付く。この両者の関係につい

ては、大不況や急激なインフレ時を除いて、一定の比率の存することが知られている。つまりGNPに対する工場や設備の投資額の比率であり、アメリカではこの比率はこの世紀のあいだほぼ3:1となっている。

ここで統計資料によって長期資金源泉の構成についてみてみよう²¹⁾。表3では、長期資金の構成比にかかわる数値があげられている。

それによると、(3)の長期資金総額は安定した増大を示しており、(4)の長期資金総額に対する長期債務の比率も平均84%で安定的に推移しているのがみられる。その上、債務発行と新株発行とは補完的關係にあることがわかる。

ムーディの3A格債金利は、長期債務の費用の代替として、またスタンダード・プーアの普通株の株価配当率は、自己資本の費用の指標として用いられる。これらの金利格差、

21) F. J. Jones, *op. cit.*, p. 276.

つまり利回り格差が高ければ高いほど株式に対する債務の費用は高く、債務は少くなる。

次に表4は、1965年以降の債務利回りの実質的な増大のため、利回り格差に強い上昇傾向を示しているのがみられる。そこで、これらの債務を長期と短期の構成についてみると、表4にみられるような割合になっている。

〔表4〕資金の源泉：短期債務対長期債務
(単位10億ドル)

	短期債務	長期債務	債務総額	短期債務
				債務総額
1965	10.2	8.3	18.5	.55
1966	9.1	14.2	23.3	.39
1967	8.0	17.8	25.9	.31
1968	11.1	17.7	28.8	.39
1969	14.1	15.7	29.8	.47
1970	7.8	23.4	31.2	.25
1971	2.7	26.7	29.4	.09
1972	12.9	24.2	37.1	.35
1973	30.4	23.3	53.7	.57
1974	34.0	28.7	62.7	.54
1975	-15.6	35.9	20.3	-.76

〔出典〕F.J. Jones, *ibid.*, p.285.

短期債務には銀行ローンと商業手形が含まれ、長期債務には社債と抵当証書が含まれている(それぞれの数値については表1参照)。ここでも長期債務がゆるやかに上昇しているのに対して、短期債務は著しい変動を示しているのがみられる。

これらの表からは長期貸付資金そのものの数値はみられないが、銀行貸出における長期の比率も、以上の趨勢にみられるように安定的に上昇しているとみてよいであろう。

銀行の企業への貸出の変動は、第1にその大部分が企業の需要によって決定されるということである²²⁾。というのは、景気変動によ

って需要が陥ち込むと、銀行の貸出供給量が十分であっても貸付量が減少していることがみられるからである。企業貸出の最も重要な需要要因は、企業の資本支出と内部貯蓄である。企業が資本支出をまかなうための借入れは、ターム・ローンの高い割合を示しており、全企業貸出残高のほぼ3分の2に達している。

銀行借入れはまた、最終に必要な資金の量が明確に知られていないときに、資本計画の初期の段階において当座の金融としても取得されることがある。

貸出需要に影響を与える第2の要因は、固定投資と在庫の変化に対応する内部資金の利用可能性である。つまり、内部資金の量がこれらの資金の需要量より少ないとき、銀行借入れは急速に増大することになる。これらは景気変動とともに循環的な変動を示している。

企業の各期における投資は、一定の均衡状態の変化に対する調整過程であると考えられる。とりわけ、景気上昇期には、生産物の需要の拡大が既存の生産設備の能力の不足をもたらすため、より大幅な投資を必要とし、長期の資金を必要とすることになる。

この場合、長期資金の需要において企業がいずれの資金源泉による調達を行なうかは、市場条件にかかわってくる。しかし、アメリカの企業金融に関しては、これまで統計表によってみたように内部資金の比率の低下やインフレによる借入れ需要の増大傾向などから、銀行貸出に占める長期貸付の割合はより大きくなることと思われる。

22) C. N. Henning, *op. cit.*, p. 201.

5. 短期貸付資金の需要

短期貸付資金の需要の一つの動機は、在庫の追加資金の調達である。在庫は、一般的に販売量に対して一定量のストックを必要とする。売上げに対する在庫の比率は、在庫が販売され追加の在庫を調達する時に、また売上げの変動の度合に応じて供給される能力に依存するものである。この比率が比較的安く、とくに売上げが増大しているときには、企業は在庫追加のための短期資金を必要とする。

最適な在庫量というのは、理論的には保有している在庫の費用と、販売やたびたびの追加注文の費用とが均衡するところである²³⁾。しかし、このための在庫調達の借入れ資金需要の変動はきわめて大きい。なぜなら、企業はある年度には在庫を減らし、正味ベースでの在庫購入のための資金を必要としないかも知れない。またある年度には急激な販売の増大があって、企業は大幅な在庫の追加を必要とするかも知れない。そこで短期借入れの需要は長期借入れよりもより変動的である。

このことはまた、短期利率が長期利率よりもより大幅に変動する一つの要因にもなっている。利率が一定である限り、適正な

在庫量は販売量に比例すると考えられるが、過剰な在庫はそれだけコストがかさみ、また在庫の増減は設備投資の増減に比べて比較的容易なため、在庫投資は反面金利の変動に対してかなり敏感に反応することがみられる²⁴⁾。

短期貸付資金の需要のいま一つの主要な動機は、企業の流動資産の増加のための借入れである。企業はときどき起る当座の受取り以上の当座の支払いの超過に应付するために、いくらかの流動資産を保有しなければならない。企業の流動性は、「流動性危機」の時のように、企業が約束手形や商業手形を用いることが困難な場合にはとくに重要になる²⁵⁾。

流動性増大のための借入れの理由は、一つには低い流動比率が貸手に良好な経営状態とは思われず、また当座の負債に対する支払いに応じられない状況をもたらすかも知れないということである。もう一つの理由は、借入れを必要とするときに、銀行が貸出を行わない場合があるかも知れないという恐れである²⁶⁾。つまり、銀行はすでに維持したいと欲する預貸率に到達してしまっているかも知れないからである。

さて、以上のような銀行貸出の他、短期の資金に商業手形があるが、これらはいずれも類似した型の債務であり、明示された利率がある。したがって、両者のあいだの割合は主に利率格差にしたがって変化している。

いま、短期資金源の構成をみると表5に示されるような構成になっている。

23) 在庫投資の決定因を考える場合には、在庫保有の動機の考察が必要である。在庫投資には製品在庫と原材料・仕掛品在庫とはその決定因がかなり異なる。在庫投資は単に投機的動機による変動のみならず、取引動機・予備的動機にしても将来の売上げ予想という心理的な要因に大きく依存しており、他の総需要の構成要素よりはるかにばげしく変動する。基本的には在庫投資の関数は、伸縮的な加速度原理、つまり資本ストック調整原理がかなりよく妥当するとみられている。

24) 館・浜田，前掲書，68-70頁。

25) 企業の金融資産の短期負債に対する比率は、アメリカでは1966年の1.03から1970年の0.85に下落し、1972年には再びほぼ0.9にまで上昇している。(C. N. Henning, op. cit., p. 189.)

26) C. N. Henning, op. cit., p. 198.

〔表5〕短期資金源泉の構成

項 目 期 間	(1) 銀行ローン (銀行ローン + 商業手形)	(2) プライム・レート —商業手形金利 {(3)-(4)} %	(3) 短期企業貸付に関する プライム・レート(%)	(4) 主な商業手形金利 4—6ヵ月(%)
1965	1.03	0.15	4.53	4.38
1966	.91	0.07	5.62	5.55
1967	.83	0.54	5.64	5.10
1968	.86	0.39	6.29	5.90
1969	.84	0.12	7.95	7.83
1970	.72	0.19	7.91	7.72
1971	1.63	0.59	5.70	5.11
1972	1.05	0.56	5.25	4.69
1973	1.01	-0.13	8.02	8.15
1974	.88	0.93	10.80	9.87
1975	.85*	1.53	7.86	6.33

〔出典〕 F.J. Jones, *ibid.*, p.273.

ここで、(1)欄は短期債務総額における銀行貸出の変化の比率を示し、(2)欄は主要な銀行貸出金利と商業手形金利との利子率格差を示している。

それによると、銀行貸出の比率と金利格差とは、逆の関係にある。つまり、プライム・レートが商業手形金利を超える部分が大きくなればなるほど、銀行貸出の変動は小さくなる²⁷⁾。

しかし、この関係は2つの要因からやや複雑なものになっている。一つには、商業手形は最も信用力の高い企業のみが発行可能であるのに対し、銀行貸出はあらゆる規模の貸出を含んでいることである。その結果、両者の関係は密接には関連しなくなることである。二つには、有効な銀行貸出の利子率は、プライム・レートと同様に、補償残高の水準に依存している。したがって、これは有効な貸付の規模を減少させ、実際の貸出の有効利子率

を高めることになり、やはり商業手形金利と密接に関連しなくなる。

ところで、短期の貸出市場はきわめて変動的な市場であり、年次資料では多くの急激な変化がみられない。そこで、表6では1972年の第1四半期から1976年の第1四半期までの資金の源泉と利子率格差に関する資料が示される。

年間の資料は、1973年以降銀行貸出の変化と利子率格差とに逆の関係がみられる。四半期ごとの資料でみると、第1には銀行貸出金利は商業手形金利を超えていることが明らかである。第2には、1975年の第1四半期から1976年の第1四半期にわたって大幅な銀行貸出が低下していることである。これは景気後退期に直面した企業が短期貸出を流動化させたことによるものである。大規模な利子率格差のため、銀行貸出はいっそう急速に流動化されたのである。

企業の貸付資金の需要は、短期の需要が庄

27) F. J. Jones, *op. cit.*, pp. 283-274.

〔表6〕短期資金源泉の構成、四半期(単位10億ドル、年率)

項目 期間	銀行ローン	商業手形	銀行ローン +	銀行ローン 短期資金総額	プライム・レート -
			商業手形		商業手形金利
1972-1	8.2	3.0	11.2	.73	0.83
-2	5.3	4.2	9.5	.56	0.43
-3	13.4	-2.7	10.7	1.25	0.40
-4	25.7	-1.6	24.1	1.07	0.42
1973-1	47.0	-6.7	40.9	1.15	-0.18
-2	24.5	2.7	27.2	.90	-0.43
-3	28.7	-0.4	28.3	1.01	-0.74
-4	18.8	9.5	28.4	.66	0.83
1974-1	32.5	2.1	34.6	.94	0.95
-2	38.0	5.1	43.1	.58	0.48
-3	26.0	8.8	34.8	.75	0.46
-4	26.4	1.2	27.6	.96	1.95
1975-1	-29.3	5.2	-21.1	1.25	2.42
-2	-19.5	-6.7	-26.2	.74	1.40
-3	8.1	-1.5	-9.6	.84	0.90
-4	4.1	-7.1	-3.0	-1.37	1.46
1976-1	-15.2	2.8	-12.4	1.23	1.54
Sum (1975-1 through 1976-1)	-65.0	-7.3	-72.3	.90	

〔出典〕 F.J. Jones, *ibid.*, p.275.

倒的に多く、個別企業の動向や景気の動きによって大幅に変動を繰り返している。短期資金にはこのほか商業手形があるが両者は補完的な役割を果たしながら、日常の企業活動の重要な資金の源泉を形成しているのである。

6. むすび

小論においては、企業の資金の源泉や長期・短期の貸付資金の需要について、統計資料によって具体的な姿をつかむとともに、その骨組となる企業の投資行動やその資金調達決定について理論的な考察をふまえて検討を進めてきた。

企業行動についてはさまざまな側面から分

析が進められているが、ここでは経済理論のマクロ分析の説明をとり入れて金融上の問題を検討してきた。企業の投資行動に関する分析や企業の資金コストの株析に関しては、これまでに多くの理論的分析や実証研究がある。ここでは、企業の資金の需要の側面からそれらを整理し考察してみた。したがって、分析的・実証的というより、理論的な枠組を整理することが中心であるといえる。

小論で掲げた各種の表にみられるように、企業は景気変動や企業自体の盛衰によって変動するとともに、長期的な変化を遂げながら発展している。その中において、企業は投資活動の実物的要因と金融的要因をもちながら活動をつづけている。これまで両者について

は別な領域から独自のアプローチが行なわれてきたが、これからはよりいっそうの一体的な理論的枠組による考察が望まれる。

企業金融にかかわる問題は多様である。小論では企業の資金需要の側面を中心としてみてきたが、そのほかに資金のポートフォリオ

調整の問題や余剰資金の効率的な運用の問題など、金融におけるいくつかの重要な問題がある。今後、これらの問題についてさらに研究を拡大していきたいと思っている。

(昭和57年3月20日受付)

創価大学通信教育部講師)