



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	戦後アメリカにおける企業資本の需給
Author(s)	中村, 通義
Citation	北海道大学 経済学研究, 13(3,4), 319-358
Issue Date	1964
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/32280
Type	departmental bulletin paper
File Information	13(3)(4)_P319-358.pdf



戦後アメリカにおける企業資金の需給

中 村 通 義

は し が き

- 第Ⅰ節 各種財務比率の趨勢
 - 第Ⅱ節 企業資金の調達と運用
 - 第Ⅲ節 長期資金の源泉
 - 第Ⅳ節 景気変動と資金需給の変動
- む す び

は し が き

この小論は、戦後アメリカにおける資金循環構造を明らかにする作業の一環として、まず企業資金の需給の動態を概観したものである。

戦後についての分析は、当然それ以前の各段階の分析を前提とし、それとの関連において説かれなければならない。本稿の主たる目的は、このような比較検討の基礎となるべき戦後についての事実関係を、1946年から1960年までの15年間について、ひとまず総括しておくことにあるが、とくに重要な問題点については、できるだけ戦前との関連づけに留意した。しかし現在の研究水準では、戦前の各時期について十分な解明がなされているとはいいがたい。本稿での分析も、このような事情から、なお今後の検討にまづべきいくつかの問題点を残している。

基礎とした資料は、財務省内国歳入局への納税申告書（別表Ⅰ）、商務省企業経済局の調査（別表Ⅱ）および連邦準備制度理事会の調査（別表Ⅲ、Ⅳ）などであるが、必要に応じて随時他の資料で補強した。

第Ⅰ節 各種財務比率の趨勢

本節では、第Ⅱ節以下の本論に入るに先立って、まず戦後アメリカの会社企業の財務状態についてのおおよその見当をつけておくために、各種の財務比率の趨勢をみておくことにしたい。ここで取上げたのは、第Ⅱ節以降の行論にとってさしあたり関係のある次の三つである。まず資本構成を示すものとしては自己資本比率を、次に資産構成を示すものとしては固定資産比率を、さいごに短期資金の需給状態を示すものとして流動比率をとった。その他の各種比率については、第Ⅱ節以降において必要に応じて言及する。なお資料の性格からいって、基礎とされた数値の正確性、したがってまた、これにもとづいて算出された比率の有効性には、一定の限界があることは否めないが、趨勢の概要を判断するには足りるであろう。

1 自己資本比率

まず使用総資本のうちのどれだけを自己資本でまかなっているかを吟味する。第1表は全法人企業の戦後15年間の自己資本比率の推移を示すものであ

第1表 自己資本比率——全法人企業

	使用総資本 (10億ドル)	自 己 資 本					
		払 込 資 本 金		剰 余 金		計	
		(10億ドル)	%	(10億ドル)	%	(10億ドル)	%
1946	454.7	83.2	18.3	81.4	17.9	164.6	36.2
1947	494.6	87.5	17.7	93.1	18.8	180.6	36.5
1948	525.1	91.7	17.5	105.5	20.1	197.2	37.6
1949	543.6	94.3	17.3	114.0	21.0	208.3	38.3
1950	598.4	94.2	15.8	129.4	21.6	223.6	37.4
1951	647.5	98.4	15.2	140.6	21.7	239.0	36.9
1952	721.9	101.2	14.0	152.8	21.2	254.0	35.2
1953	761.9	103.9	13.6	161.2	21.2	265.1	34.8
1954	805.3	106.4	13.2	172.1	21.4	278.5	34.6
1955	888.6	112.6	12.7	192.8	21.7	305.4	34.4
1956	949.0	119.6	12.6	208.1	21.9	327.7	34.5
1957	996.4	124.4	12.5	220.0	22.1	344.4	34.6
1958	1,064.5	128.4	12.1	240.8	22.6	369.2	34.7
1959	1,136.7	135.1	11.9	253.9	22.3	389.0	34.2
1960	1,206.7	140.3	11.6	268.6	22.3	408.9	33.9

別表 I より作成。

る。これによってみると、使用総資本はこの15年間に4,547億ドルから1兆2,067億ドルへと約2.7倍、それに対して自己資本計は1,646億ドルから4,089億ドルへと約2.5倍であるから自己資本比率は36.2%から33.9%へと2.3ポイント低下しているが、趨勢としては安定的であるといつてよいであろう。

次に自己資本の構成内容をみると、払込資本金は絶対額においては832億ドルから1,403億ドル（1.7倍）へと増大しているが、その増大テンポは使用総資本の増大テンポ（2.7倍）に比するとはるかに小さい。したがって使用総資本に対する比率は18.3%からその $\frac{2}{3}$ の11.6%へといちぢるしい低下である。自己資本のもう一つの構成要素である剰余金の趨勢を追うと、この方は15年の間、ほぼ一貫して増大している。すなわち、絶対額では814億ドルから2,686億ドル（3.3倍）、使用総資本に対する比率では17.9%からその1.2倍の22.3%への増大である。この結果、自己資本の中での払込資本金と剰余金との構成比は次のように大きく変化してきている。

1946	1947	1948	1949	1950	1955	1960
51 : 49	48 : 52	47 : 53	45 : 55	42 : 58	37 : 63	34 : 66

以上が全法人企業についての趨勢であるが、次に大企業300社の11年間にについて吟味しよう。第2表を第1表と比較してみただけに気の付くことは自己資本比率が全法人企業のばあいよりもはるかに高いことである（ほぼ1.7倍前後）。使用総資本は693億ドルから1,510億ドルへと約2.2倍、自己資本計は446億ドルから928億ドルへと約2.1倍（全法人企業の同期間でも2.1倍）自己資本比率は64.4%から61.5%へと若干の低下であるが全法人企業のばあいとちがって、バラツキが大きくやや不安定である。

自己資本の構成内容をみると、11年間で払込資本金は約1.6倍（全法人企業の同期間では1.4倍）で使用総資本に対する比率は34.9%からその $\frac{7}{10}$ の25.2%へと低下している（全法人企業の同期間でもおなじく $\frac{7}{10}$ に低下）。剰余金の方は11年間で2.7倍（全法人企業の同期間では2.6倍）使用総資本に対する比率では29.4%からその1.2倍の36.3%へと増大している。自己資本の中での資本金と剰余金との構成比は次のとおりである。

第2表 自己資本比率—大企業

	使用総資本 (10億ドル)	自 己 資 本					
		払 込 資 本 金		剰 余 金		計	
		(10億ドル)	%	(10億ドル)	%	(10億ドル)	%
1946	69.3	24.2	34.9	20.4	29.4	44.6	64.4
1947	76.8	24.9	32.4	22.7	29.6	47.6	62.0
1948	85.8	26.0	30.3	26.1	30.4	52.1	60.7
1949	88.8	29.1	32.8	28.4	32.0	57.5	64.8
1950	98.1	28.2	28.7	31.8	32.4	60.0	61.2
1951	109.6	30.0	27.4	34.9	31.8	64.9	59.2
1952	118.2	31.3	26.5	38.2	32.3	69.5	58.8
1953	124.6	32.3	25.9	41.5	33.3	73.8	59.2
1954	128.5	34.2	26.6	44.7	34.8	78.9	61.4
1955	140.5	35.7	25.4	50.0	35.5	85.7	61.0
1956	151.0	38.0	25.2	54.8	36.3	92.8	61.5

別表Ⅲより作成。

1946	1947	1948	1949	1950	1955
54 : 46	52 : 48	50 : 50	51 : 49	47 : 53	42 : 58

以上の結果を総括すると次のようになる。第1に、大企業の方が全法人企業よりも自己資本比率ははるかに高いこと。第2に、両者とも自己資本比率は低下傾向にあるがその巾は小さいこと。第3に自己資本の中で払込資本金の占める比重がいちじるしく低下しているのに対して、剰余金の占める比重は逆に大きくなりつつあり、この傾向は大企業よりも全法人企業の方により明確にみられること、などである。

2 固定資産比率

第3表は全法人企業と大企業の固定資産比率を算出したものである。戦後10数年間を通じて、当然予想されることではあるが、大企業の方が全法人企業よりもこの比率は高い。約2倍から2.5倍である（全法人企業の中には大企業も入っているから、大企業の比率と大企業以外の法人企業の比率との差は、もっと大きくなるはずである）またその趨勢は、全期間を通じて全法人企業のばあいには22%強から24%強の間にあり、大企業では53%弱から57%弱の間にあってかなり安定的であることが分る。大企業の固定資産総額が、全

第3表 固定資産比率——全法人企業
大企業 (10億ドル)

	全法人企業			大企業		
	総資産	固定資産	%	総資産	固定資産	%
1946	454.7	100.3	22.1	69.3	36.6	52.8
1947	494.6	112.2	22.7	76.8	40.7	53.0
1948	525.1	125.7	23.9	85.8	46.2	53.8
1949	543.6	135.6	24.9	88.8	49.9	56.3
1950	598.4	144.7	24.2	98.1	52.8	53.8
1951	647.5	159.3	24.6	109.6	57.9	52.8
1952	721.9	169.5	23.5	118.2	63.8	54.0
1953	761.9	180.6	23.7	124.6	68.8	55.2
1954	805.3	191.4	23.8	128.5	73.5	57.2
1955	888.6	206.4	23.2	140.5	77.8	55.4
1956	949.0	225.9	23.8	151.0	85.8	56.8
1957	996.4	244.5	24.5	} n, a	} n, a	} n, a
1958	1,064.5	259.6	24.4			
1959	1,136.7	275.8	24.3			
1960	1,206.7	293.2	24.3			

別表I, IIIより作成。

法人企業の固定資産総額の中に占める比重を計算すると、1946年36.5%、51年36.3%、56年38.0%になる。つまり全法人企業の保有する固定資産総額の $\frac{1}{3}$ 強は大企業300社によって占められていることになり、しかもその趨勢は若干上向きである。なおここで注意しておかなければならないのは、この表での固定資産額の数値はいずれも減価償却控除済みのものであるから、後述するように大企業はその他の企業よりも有利な償却方法を採用しているばあいが多いことを考慮に入れると、その比重は、実際はもっと高くなるはずである。

3 流動比率

アメリカの会社企業の財務流動性がきわめて高いことは、すでにしばしば指摘されていることであるが、その戦後の実態をみると第4表のとおりである。全法人企業では、戦争直後の数年間は200%を上まわっていたのが1960年には180%へとかなりの巾の低落をみせている。他方大企業の方も戦争直後には286%という高率であったのが、1956年には212%へと低下している。

第4表 流動比率——法人企業¹⁾
大企業²⁾ (10億ドル)

	全 法 人 企 業				大 企 業			
	正味運 転資本	流 動 負 債	流 動 資 産	%	正味運 転資本	流 動 負 債	流 動 資 産	%
1946	} n. a	} n. a	} n. a	} n. a	16.7	9.0	25.7	286
1947					17.6	11.3	28.9	256
1948	68.6	64.4	133.0	207	18.5	13.7	32.2	235
1949	72.4	60.7	133.1	219	19.0	12.6	31.6	251
1950	81.7	79.8	161.5	202	20.5	17.2	37.7	219
1951	86.5	92.6	179.1	193	21.8	21.9	43.7	200
1952	90.1	96.1	186.2	194	23.3	22.7	46.0	203
1953	91.7	98.9	190.6	193	23.6	23.7	47.3	200
1954	94.9	99.7	194.6	195	24.8	21.3	46.1	216
1955	103.0	121.0	224.0	185	28.3	24.7	53.0	215
1956	107.4	130.5	237.9	182	28.8	25.8	54.6	212
1957	111.6	133.1	244.7	184	} n. a	} n. a	} n. a	} n. a
1958	118.7	136.6	255.3	187				
1959	124.2	153.1	277.3	181				
1960	128.6	160.4	289.0	180				

1) 銀行、保険会社を除く。Federal Reserve Bulletin, 1956~1963, var. months
より作成。流動比率=流動資産÷流動負債

2) 別表Ⅲより作成。

この間の低下傾向は一貫しているようにみえるが、よくみるとその中にはいくつかの波動があることに気が付くであろう。すなわち全法人企業では1949年は前年の207%から219%へと12ポイント上昇し、翌50年には17ポイント低下して202%になっている。次は54年で、この年は前年より2ポイント上昇し翌年には10ポイントおちている。さいごは58年で、この年は前の例ほどではないが、とにかく前年より3ポイント上昇し翌年には6ポイントおちている。大企業の方をみるとこの波動の巾は一層大きく、1949年には16ポイント上昇、翌年には32ポイントの低下、54年には16ポイントの上昇、翌年には1ポイントの低下となっている。これらを整理すると次頁のようになる。

ところで、1949年、54年、58年はいずれも景気後退の年である。したがって上に述べた事は、景気後退時には企業の資産流動性があるていど高まるこ

	1948	1949	1950	1953	1954	1955	1957	1958	1959
全法人企業		+12	-17	-1	+2	-10	+2	+3	-6
大企業	-21	+16	-32	-3	+16	-1			

とを意味している。

なお正味運転資本は流動資産マイナス流動負債によって示されるが、この「正味」というのは、もちろん便宜的な用語にすぎない。ただこれの増大が固定資産の増大と相伴っているばあいは、その増大分は、長期資金需要の一部をなすという点でのちの行論と関係してくる。

以上三種の財務比率の趨勢をトレースしてきたが、これらはいわば企業の財務活動の年々の結果をつなぎあわせたものにすぎない。資金需給の動的な構造を明らかにするためには、すすんで年々の資金の調達と運用の機構の解明に向かわなければならない。

第Ⅱ節 企業資金の調達と運用

企業資金の調達と運用の機構を解明するばあいのもっとも中心的な課題は、固定資本投資とその資金源泉の関連を究明することである。これが全企業資金の需給の中核的部分をなすものであることはいうをまたないであろう。そこで本節ではこの点に焦点を合わせて戦後アメリカの会社企業の資金繰りの動態を分析することにした。

1 資金繰り集計表の分析

第5表は、銀行、保険会社を除く全法人企業の戦後15年間と、そのうちの大企業300社の戦後11年間の資金繰り表を集計したものである。まず全法人企業の方からみていくと、15年間の総投資額は5,323億ドルであるが、そのうち3,285億ドル、61.7%が内部資金によって調達されている。¹⁾ 固定資本投資額だけをとってみると総額は3,435億ドルであるから内部資金のこれに対する比重は95.6%である。また内部資金プラス外部長期資金（社債、その他）は4,477億ドルになるから固定資本投資額の130%、つまり必要額を30%

第5表 資金繰り集計表——全法人企業¹⁾
大企業²⁾ (10億ドル)

		全法人企業(1946～1960)		大企業(1946～1956)		B/A 3) (%)
		総需給額 A	各費目の構 成比 (%)	総需給額 B	各費目の構 成比 (%)	
〈資金の使途〉						
総	計	532.3	100 0	132.2	100.0	36.4
物的資産の増加		406.7	76.4	117.1	88.6	30.8
工場・設備		343.5	64.5	101.6	76.9	45.0
棚卸資産		63.2	11.9	15.5	11.7	28.5
金融的資産の増加		125.6	23.6	15.1	11.4	18.1
受取勘定		95.1	17.9	7.9	6.0	12.1
現金・預金		14.3	2.7	1.4	1.1	10.7
政府証券		-1.7	-0.3	1.9	1.4	-80.0
その他の資産		17.9	3.4	4.0	3.0	53.3
〈資金の源泉〉						
総	計	546.8	100.0	132.1	100.0	36.3
内部資金		328.5	60.0	85.8	65.0	40.3
留保利潤		136.2	24.9	n. a	n. a	
減価償却		192.3	35.1			
外部長期資金		118.2	21.7	30.3	22.9	29.3
株式		36.0	6.6	12.3	9.3	53.0
社債		62.1	11.3	17.3	13.1	43.1
銀行借入その他		20.1	3.7	0.7	0.5	5.7
外部短期資金		100.1	18.3	16.0	12.1	21.6
銀行借入		21.2	3.9	4.9	3.7	33.6
支払勘定		48.7	8.9	5.1	3.9	14.7
未納連邦税		3.3	0.6	4.7	3.6	63.5
その他		26.9	4.9	1.3	1.0	7.3
誤	差	-14.5		0.1		

1) 別表Ⅱより算出。銀行、保険会社を除く。

2) 別表Ⅳより算出。

3) この欄のAは1946年から1956年までの11年間の合計である。別表Ⅱより算出。

オーバーすることになる。内部資金の内訳をみると留保利潤が1,362億に対して減価償却費は1,923億ドルであるから、その構成比は43:57になり、減価償却費の方が大きな比重を占めていることになる。

次に大企業の11年間をみると、総投資額は1,322億ドル、そのうち内部資

金によって 858 億ドルがまかなわれているからその比率は 65.0%，固定資本投資額 1,016 億ドルに対する内部資金の比率は 87% になり，全法人企業のばあいより低い。これは資金源泉のうちで，内部資金の占める比重が全法人企業よりも高いにもかかわらず，資金の使途の中で固定資本投資の占める比重がそれ以上に高いためである（大企業の固定資産比率は第 3 表でみたように全法人企業の 2 倍以上であり，また固定資産の絶対額では全法人企業の $\frac{1}{3}$ を占めている）。内部資金プラス外部長期資金は 1,161 億ドルで固定資本投資額を 11.4% 上まわっている。内部資金のうちでの留保利潤と減価償却費の構成比は残念ながら算出できないが，後述するような理由から，おそらく全法人企業のばあいよりも減価償却費の比重は高くなると思われる。

なおここで，大企業 300 社の使用資金総額が全法人企業のその中でどのくらいの比重を占めているかをみておくと（第 5 表 B/A 欄。表の註にもあるとおり，ここでは A，B とともに 11 年間分である）総額では 36.4%，固定資本投資額では 45.0% という高率になっている。つまり大企業 300 社で全法人企業投資額の $\frac{1}{3}$ 強を占め，固定資本投資額ではおなじく全法人企業のその半ば近くを占めていることになるわけである。

これらの関係を整理すると，（内部資金）/（総投資額）は大企業の方が高く，（内部資金）/（固定資本投資額）および（内部資金＋外部長期資金）/（固定資本投資額）はともに全法人企業の方が高いということになる。また内部資金のうちでは減価償却費が半ば以上を占めている。

アメリカの企業財務における内部金融の比率の高さは，わが国でも最近しばしば指摘され問題となっているところである。しかしアメリカの企業財務におけるこのような傾向は，じつは戦後になってからはじめてあらわれてきた現象ではないのである。多くの公式統計および諸研究が示しているように，²⁾ かかる傾向は時期によってかなりの変動はあるにしても戦前からの一貫した事実であり，のちにみるような証券発行の中で社債の占める比率の高さということとならんで，アメリカの会社金融の大きな特徴をなすものである。

1) 第6表の数字には誤差が含まれているから〈資金の使途〉総計と〈資金の源泉〉総計とは一致していない。したがって内部資金の〈資金の使途〉総計に対する比率と、〈資金の源泉〉総計に対する比率とでは若干のちがいがあ

2) これらの比率の戦前の趨勢については次の各書を参照されたい。

TNEC : Monograph No. 37. Saving, Investment and National Income. p. 57.

D. Creamer, S.P. Dobrovolsky & I. Borenstein : Capital in Manufacturing and Mining, its formation and financing, 1960 pp. 139~143, pp.333~334.

National Bureau of Economic Research : Conference on Research in Business Finance, 1952, var. pages.

2 固定資本投資の変動と各種資金の動態

以上が戦後アメリカの資金繰りを総体的に観察したばあいの概要であるがこんどはこれを年毎にやや詳しく検討しよう。

第6表および第1図は全法人企業の固定資本投資額とその資金源泉との関係を逐年整理したものである。まず固定資本投資額の変動をみると、1949年1954年および1958年の3回の景気後退期を除いたほかは、戦争直後の125億ドルからほぼ一貫して上昇し、1960年には約2.5倍で300億ドルを若干突破している。資金源泉をみると、内部資金のうちの留保利潤はかならずしも増加の傾向をみせておらず、また景気変動に対していちぢるしく敏感で騰落の巾が大きいことが読みとれる。これに対して減価償却費の方は、戦後一貫して、年々、一定の率で着実に増大しており、1960年には1946年の5.5倍の231億ドルに達している。したがって内部資金の中における留保利潤と減価償却費の比率は1946年の63 : 37から51年の53 : 47を境として逆転し、以後年ごとにかなり上下しながら傾向としては留保利潤の比重は低落を続けているとい

ってよいであろう。

15年間の固定資本総投資額に対する内部資金合計の比率が95.6%であることはさきにみたとおりであるが、これもかなりの複雑な動きを示している。1946年から49年までは変動の巾は小さいが、50年には一挙に123%になっている。この年は1949年不況のあとをうけて固定資本投資額は依然として停滞していたのに、朝鮮戦争の勃発による需要増のため企業利潤が一挙に上昇し

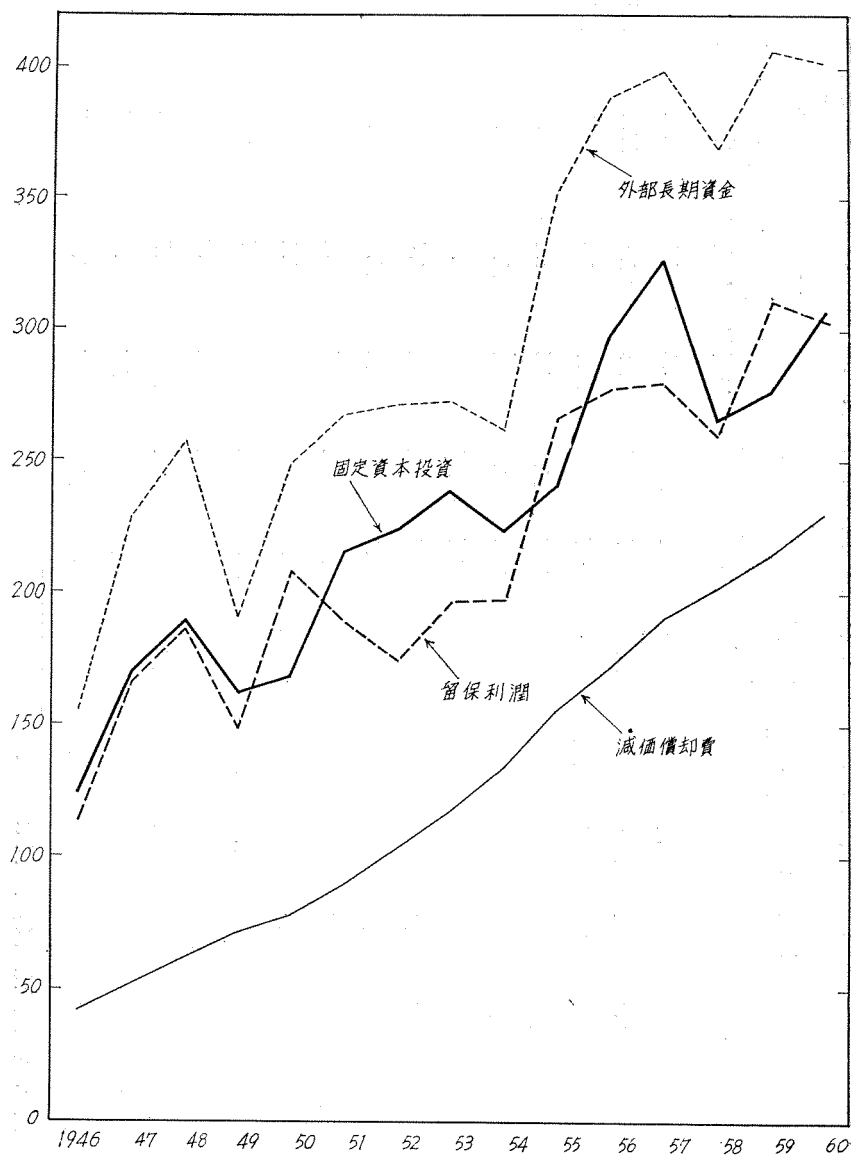
第6表 固定資本投資と各種資金の調達状況——全法人企業¹⁾

(10億ドル)

	固定資本投資	内部資金			外部長期資金計	内部資金計 + 外部長期資金計	各種百分比					
		留保利潤	減価償却	計			留保利潤 内部資金計	減価償却 内部資金計	内部 内部+外部	外部 内部+外部	内部資金計 固定資本投資	内部+外部 固定資本投資
1946	12.5	7.2	4.2	11.4	4.2	15.6	63.2	36.8	73.0	27.0	91.2	124.8
1947	17.0	11.4	5.2	16.6	6.3	22.9	68.7	31.3	72.5	27.8	97.6	134.7
1948	18.8	12.4	6.2	18.6	7.2	25.8	66.7	33.3	72.1	27.9	98.9	137.2
1949	16.3	7.8	7.1	14.9	4.3	19.2	52.3	47.7	77.6	22.4	91.4	117.8
1950	16.9	13.0	7.8	20.8	4.2	25.0	62.5	37.5	83.2	16.8	123.0	148.0
1951	21.6	10.0	9.0	19.0	7.8	26.8	52.6	47.4	71.0	29.0	88.0	124.1
1952	22.4	7.4	10.4	17.8	9.4	27.2	41.6	58.4	65.4	34.6	79.5	121.4
1953	23.9	7.9	11.8	19.7	7.6	27.3	40.1	59.9	72.2	27.8	82.4	114.2
1954	22.4	6.3	13.5	19.8	6.4	26.2	31.8	68.2	75.6	24.4	88.4	117.0
1955	24.2	10.9	15.7	26.6	8.6	35.2	41.0	59.0	75.6	24.4	110.0	145.5
1956	29.9	10.5	17.3	27.8	11.1	38.9	37.8	62.2	71.5	28.5	93.0	130.1
1957	32.7	8.9	19.1	28.0	11.9	39.9	31.8	68.2	70.2	29.8	85.6	122.0
1958	26.4	5.7	20.3	26.0	10.9	36.9	21.9	78.1	70.5	29.5	98.5	139.8
1959	27.7	9.5	21.6	31.1	9.5	40.6	30.5	69.5	76.6	23.4	112.3	146.6
1960	30.8	7.3	23.1	30.4	9.8	40.2	24.0	76.0	75.6	24.4	98.7	130.5

1) 銀行、保険会社を除く。別表Ⅱより作成。

第1図 固定資本投資と各種資金の調達状況——全法人企業（億ドル）



第6表より作成。

留保利潤も戦後最高の130億ドルに達したためである。1951年から54年までの低落は巨額の軍需を充たすために、固定資本投資が活発化したのに、他方各種の特別税が増徴されたことおよび1954年の景気後退によって留保利潤が減少するという、両側からの要因によってもたらされたものである。1955年には景気の回復とともに固定資本投資も増えたが留保利潤がそれ以上に増えたため、比率は100%を越えた。しかし翌1956年および57年には、いわゆる技術革新投資が空前の額に達したため留保利潤の増大がこれに追付かず、比率はふたたび低下した。最後に1959年は前年の不況のあとをうけて設備投資は停滞、利潤率は回復という事情から内部資金は固定資本投資を12.3%上まわったのである。

次に第7表によって大企業の方をみよう。さきにも示したように、固定資

第7表 固定資本投資と各種資金の調達状況——大企業 (10億ドル)

	固定資本投資	內 部 資 金			外部長期 資金計	內部資 金 + 外部長期 資金	各 種 百 分 比			
		留保利潤	減価償却	計			內部	外部	內 部 資金計	內 部 + 外部
							內部 + 外 部	內部 + 外 部	固定資本 投資	固定資本 投資
1946	4.8	n . a	n . a	3.2	1.7	4.9	65.3	34.7	66.7	102.1
1947	7.0			5.2	2.9	8.1	64.2	35.8	74.3	115.7
1948	8.4			6.9	3.0	9.9	69.7	30.3	82.1	117.9
1949	7.3			6.3	1.5	7.8	80.8	19.2	86.3	106.8
1950	6.7			7.6	0.9	8.5	89.4	10.6	113.4	126.9
1951	9.1			7.3	3.3	10.6	69.0	31.0	80.2	116.5
1952	10.4			7.5	4.4	11.9	63.0	37.0	72.1	114.4
1953	10.9			8.9	2.7	11.6	76.7	23.3	81.7	106.4
1954	10.7			9.4	2.6	12.0	78.3	21.7	87.9	112.1
1955	11.2			11.7	3.2	14.9	78.5	21.5	104.5	133.0
1956	15.0			11.8	4.2	16.0	73.8	26.2	78.7	106.7

別表IVより作成。

本投資額に対して内部資金の占める比率は平均すると87%であるから全法人企業よりも低い。しかし固定資本投資額の増大率は、戦後11年間をとると全法人企業が140%（1946年の125億から56年の299億ドル）であるのに対して大企業は210%（おなじく48億ドルから150億ドル）であるから大企業の方が

高くなっている。(内部資金)/(固定資本投資額)の各年毎の変動をみるとその趨勢は全法人企業のばあいとほとんど変らない。1950年には100%を越えていたのが、51年から54年までは全法人企業とおなじく、70%台~80%台に低下し、55年にはふたたび100%を若干オーバーしている。全法人企業におけるこの比率を左右したのと同じ要因が、大企業のそれをも規制したのである(いままでみてきたことから、これには、a, 固定資本投資額の変動によるばあい, b, 内部資金総額の変動によるばあい, および c, 両者の変動によるばあいとの三つがあるが、内部資金総額のうち、減価償却費の年々の変動率はほぼ一定であるから、bの変動は主として留保利潤の変動にもとづくものであるといつてよい)。

次に外部長期資金について。外部長期資金の構成内容その他についてはのちにふれることにして、ここではその総額の変動が、いかなる要因に規制されているかを明らかにしたい。第6表の長期資金合計欄をみると分るように、外部長期資金の総額は漸次増大の傾向にあるとはいえ、その騰落はひんばんで巾もかなり大きい。しかしよくみると、この騰落は、(内部資金)/(固定資本投資額)とほぼ逆方向に動いていることが分る。つまり、この比率が大きいときには外部長期資金総額は少なく、この比率が小さいときには外部長期資金総額は増大しているのである。別ないいかたをすれば固定資本投資

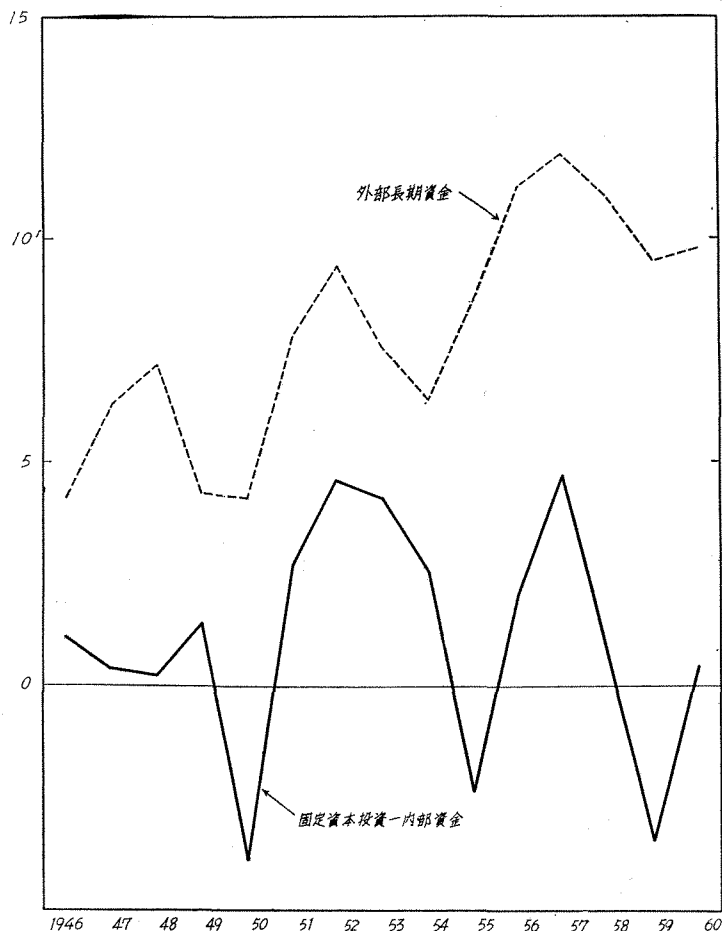
第8表 (固定資本投資-内部資金)——全法人企業 (10億ドル)
と外部長期資金の変動

	固定資本投資 - 内部資金	外部長期 資金 計		固定資本投資 - 内部資金	外部長期 資金 計
1946	1.1	4.2	1954	2.6	6.4
1947	0.4	6.3	1955	— 2.4	8.6
1948	0.2	7.2	1956	2.1	11.1
1949	1.4	4.3	1957	4.7	11.9
1950	— 3.9	4.2	1958	0.4	10.9
1951	2.6	7.8	1959	— 3.4	9.5
1952	4.6	9.4	1960	0.4	9.8
1953	4.2	7.6			

第6表より作成。

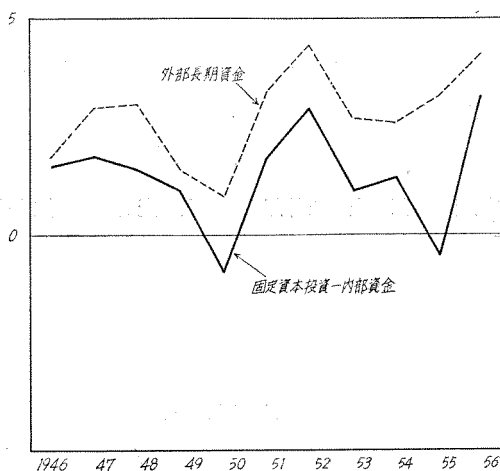
額マイナス内部資金(つまり両者の差額)の変動と外部長期資金の変動とは、ほぼ平行しているということである。この関係をあらわしたものが第8表および第2図である。固定資本投資と内部資金と外部長期資金総額の3者の間のこのような関係は大企業についても、そのまま妥当する(第9表および第3図を参照)。なお年々の(内部資金+外部長期資金)と固定資本投資額との差額は、正味運転資本の年々の純増分(これは長期資本需要の一部をな

第2図 (固定資本投資-内部資金)と外部長期資金の変動——全法人企業 (億ドル)



第8表より作成。

第3図 (固定資本投資—内部資金)
と外部長期資金の変動——大企業(億ドル)



第9表より作成。

す)を、ほぼ30%から50%上まわっていることが前掲第4表と第8表第9表から確認しうるであろう。¹⁾くりかえしていえば、外部長期資金の企業財務における役割は、固定資本投資に対する内部資金の不足額を補充するとともに、年々の正味運転資本の増加額をも供給するというところにある。

第9表 (固定資本投資—内部資金)——大企業
と外部長期資金の変動 (10億ドル)

	固定資本投資 —内部資金	外部長期 資金計		固定資本投資 —内部資金	外部長期 資金計
1946	1.6	1.7	1952	2.9	4.4
1947	1.8	2.9	1953	1.0	2.7
1948	1.5	3.0	1954	1.3	2.6
1949	1.0	1.5	1955	— 0.5	3.2
1950	— 0.9	0.9	1956	3.2	4.2
1951	1.8	3.3			

第7表より作成。

以上の分析を要約すると次のとおりである。第1に、固定資本投資資金は

全法人企業では15年間を平均するとその95%以上が、大企業では11年間を平均するとその87%が内部資金によってまかなわれた。第2に内部資金のうちの減価償却費は絶対的にも相対的にもかなりのテンポで増大しつつあるが留保利潤は景気変動にともなって大巾に騰落しながら、絶対的には停滞気味で相対的には低下の傾向にある。第3に、外部長期資金の年々の調達額の変動は、年々の固定資本投資額マイナス留保利潤の変動と平行し、年々の（内部資金＋外部長期資金）－（固定資本投資額）は、年々の正味運転資本需要の純増分を充たして、なお若干の余裕をもっている。

- 1) 全法人企業。第4表の1949年から60年までの正味運転資本の純増額は600億ドルであり、これに対して、第8表の（右欄－左欄）※の1946年から60年までの総計は882億ドルであるから147%になる。

大企業。第4表の1947年から56年までの正味運転資本の純増額は121億ドルであり、これに対して、第9表の（右欄－左欄）の1947年から56年までの総計は156億ドルであるから128%になる。

- ※（外部長期資金計）－（固定資本投資－内部資金）＝（内部資金＋外部長期資金計）－（固定資本投資）。

第Ⅲ節 長期資金の源泉

前節の検討によって明らかにされたとおり、戦後アメリカの会社企業においては年々の巨額の長期資金需要の大部分が内部資金によって調達されたのであるが、これを可能にしたのはいうまでもなく、豊富な減価償却費と留保利潤であった。

本節ではこれらのおのおのについて、やや立ち入った分析を試みるとともに、内部金融を補完するものとしての外部長期資金の内容についてもあわせて吟味することにした。

1 留保利潤

ここでは主として大企業と大企業以外とのちがいをみるために、別表ⅠとⅢから、全法人企業を大企業300社とそれ以外の企業とに別けて、おのおの売上高、税引前利潤額、税引後利潤額、現金配当支払額を算出し、税引前売上利益率、税引後売上利益率および現金配当支払率を計算した（第10表）。¹⁾

第10表 利益率と配当支払率——全法人企業
大企業

(10億ドル)

	売 上 高				税 引 前 利 潤				税 引 後 利 潤			
	全法人企 業・A	大企業・B	大企業 以外	B/A	全法人企 業・A	大企業・B	大企業 以外	B/A	全法人企 業・A	大企業・B	大企業 以外	B/A
1946	234.9	55.5	179.4	23.6	25.4	5.0	20.4	19.7	16.5	3.1	13.4	18.8
1947	304.3	73.6	230.7	24.2	31.6	8.0	23.6	25.3	20.6	5.1	15.5	24.8
1948	339.1	86.2	252.9	25.4	34.6	10.3	24.3	29.8	22.7	6.7	16.0	29.5
1949	320.6	84.0	236.6	26.2	28.4	9.1	19.3	32.0	18.6	6.0	12.6	32.3
1950	374.4	95.7	278.7	25.6	42.8	13.7	29.1	32.0	25.5	7.8	17.7	30.6
1951	421.9	109.8	312.1	26.0	43.8	14.9	28.9	34.0	21.7	7.0	14.7	32.3
1952	429.5	115.6	313.9	26.9	38.7	13.6	25.1	35.1	19.6	6.9	12.7	35.2
1953	452.1	126.0	326.1	27.9	39.8	15.1	24.7	37.9	19.9	7.7	12.2	38.7
1954	443.6	119.0	324.6	26.8	36.7	13.7	23.0	37.3	19.9	8.0	11.9	40.2
1955	514.9	134.5	380.4	26.1	47.9	18.0	29.9	37.6	26.2	10.3	15.9	39.3
1956	540.0	143.5	396.5	26.6	47.4	17.7	28.7	37.3	26.0	10.4	15.6	40.0
1957	567.7	n. a	n. a	n. a	45.1	n. a	n. a	n. a	24.5	n. a	n. a	n. a
1958	696.6				39.2				20.4			
1959	772.9				47.7				25.1			
1960	802.8				44.5				22.6			

現金配当支払額			税引前売上利益率(%)			税引後売上利益率(%)			現金配当支払率 ¹⁾ (%)		
全法人企業	大企業	大企業以外	全法人企業	大企業	大企業以外	全法人企業	大企業	大企業以外	全法人企業	大企業	大企業以外
7.5	2.2	5.3	10.8	9.0	11.4	7.0	5.6	7.5	45.5	71.0	39.6
8.4	2.6	5.8	10.4	10.9	10.2	6.8	6.9	6.7	40.7	51.0	37.4
9.4	3.0	6.4	10.1	11.9	9.6	6.7	7.8	6.3	41.4	44.8	40.0
9.6	3.3	6.3	8.9	10.8	8.2	5.8	7.1	5.3	51.6	55.0	50.0
11.6	4.1	7.5	11.4	14.3	10.4	6.8	8.2	6.4	45.5	52.6	42.4
11.3	4.0	7.3	10.4	13.6	9.3	5.1	6.4	4.7	52.1	57.1	49.7
11.3	4.2	7.1	9.0	11.8	8.0	4.6	6.0	4.0	57.7	60.9	55.9
11.6	4.4	7.2	8.8	12.0	7.6	4.4	6.1	3.7	58.3	57.1	59.0
11.9	4.7	7.2	8.3	11.5	7.1	4.5	6.7	3.7	59.8	58.8	60.5
13.6	5.5	8.1	9.3	13.4	7.9	5.1	7.7	4.2	52.0	53.4	50.9
14.5	5.9	8.6	8.8	12.3	7.2	4.8	7.2	3.9	55.8	56.7	55.1
14.9	n. a	n. a	7.9	n. a	n. a	4.3	n. a	n. a	60.8	n. a	n. a
15.0			5.6			2.9			73.5		
16.2			6.2			3.2			64.5		
17.2			5.5			2.8			76.1		

1) 現金配当支払率 = $\frac{\text{現金配当}}{\text{税引後利潤}} \times 100$ 。別表 I, III より作成。

まず売上高の推移をみると、総額は景気の変動にともなう若干の波動をみせながらも、ほぼ一貫して上昇している。その中での大企業の比重は1946年の23.6%から漸次増大しているが、11年後の56年でも26.6%であるから、その増加率はそう高いものとはいえない。つまり、大企業300社のマーケット・シェアは、戦後においては普通考えられているほど大きな伸びをみせてはいないのである。ところが税引前利潤額をみると、大企業が全体の中に占める比重は、売上高のそれよりもかなり高く、またその増大のテンポも売上高のそれより相当早い。1946年には19.7%であったが、年々増大して56年には37.3%になっている。この11年間に大企業300社の税引前利潤の全法人企業利潤の中での比重は $\frac{1}{5}$ 弱から $\frac{2}{5}$ 弱に増大したわけである。このことから、大企業の利潤額の全体に対する比重の増大が、売上高の比重の増大によるものではなくて、主として売上利益率の増大にもとづくものであることが分るのである。

次に法人税を支払ったあとではどうなるかをみると（税引後利潤の欄のB/A）1952年までは税引前とほとんど変わらないが、53年以降は若干高率になってきている。1957年以降の数字が利用できないため、この傾向がその後も続いているかどうかは不明であるが、56年までに限ってみるかぎり、その差は、いちぢるしく大きいとはいえない。念のため11年間の総計をとってみると、税引前利潤でも税引後利潤でも大企業の全法人企業に占める比重は33%強であるから原表（別表Ⅰ、Ⅲの出所）の統計上の誤差を考えても両者のあいだにはなほだしい差はないと考えてよいようである。このことは、法人税そのものについてみるかぎりでは、大企業がとくに有利な地位におかれているものではないことを物語っている。後にふれるとおり、大企業の税法上の有利性は、税引前利潤を確定する以前の段階（減価償却控除）にあるのである。

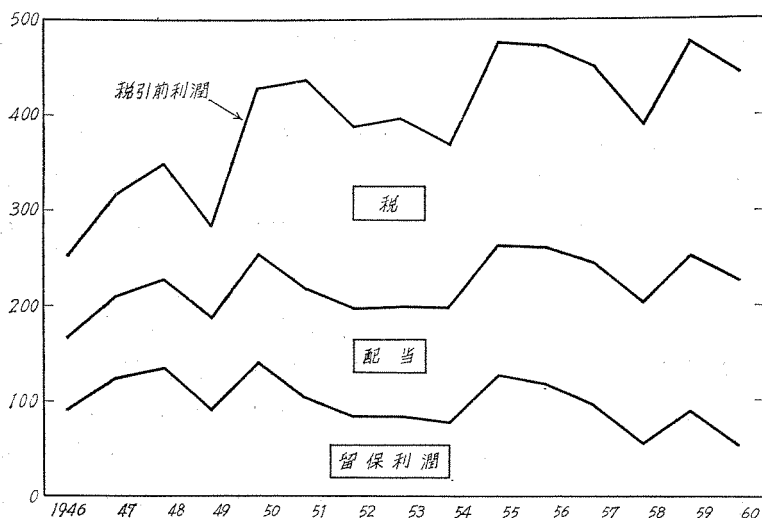
税引前売上利益率の比較は、いまいったような事情から省略することにして、税引後売上利益率の推移をみると、上で利潤額の比重を検討したさいにふれたように、大企業のそれは不況の年を除けば年々かなりのペースで上昇している。これに対して、大企業以外の利益率は逐年低下し、しかも両者

の差はますます開きつつあるという注目すべき現象がみられる。したがって表にみられる全法人企業の利益率の漸落傾向は、もっぱら大企業 300 社以外の利益率の低下によって生じたものであるといつてよい。前節第 5 表でみたような、大企業の資金源泉のうちでの内部資金の比率の高さ、また全法人企業の内部資金の中で大企業の内部資金の占める比重の大きさは、大企業のこのような高い利益率と、したがってまた巨額の利潤を一つの支柱としているのである。

さて次に配当と留保利潤の問題に移ろう。これについては、第 10 表とともに第 4 図をみられたい。さきに（第Ⅱ節 2）固定資本投資額に対する内部資

第 4 図 税引前利潤の処分状況——全法人企業

（億ドル）



別表 I より作成。

金の比率の変動を検討したさいに、変動を規制する一因子として留保利潤額の変動をあげたが、このときには留保利潤額は利潤総額（税引後）の変動とともに変動するということが、当然のこととして前提されていた。しかし利潤総額からは配当が支払われなければならないのであるから、留保利潤額は利潤総額と配当支払額との両方の動きによって決まるものとしなければならない。言葉をかえていえば、利潤総額が与えられたばあい留保利潤額は配当政策の如何によって左右されることになるわけである。この点がどうなっているかを全法人企業について検討してみよう。²⁾

第10表の現金配当欄をみると、³⁾ その絶対額は1950年から54年にかけてやや横這い気味であったほかは年々ほぼ一定率の増大をつづけ15年間に75億ドルから172億ドルへと約2.3倍になっている。他方前掲第1表によっておなじく全法人企業の払込資本金の趨勢をみると、1946年の832億ドルからやはり途中4,5年間の停滞を除けばほぼ一定率の増勢にあり、60年には約1.7倍の1,403億ドルになっている。つまり配当支払額は払込資本金額の増大よりも若干早いテンポで増大していること、いいかえれば、払込資本に対する配当率は1946年の総平均9%（75/832）から年々若干づつの安定的な増大を示しながら60年の総平均12.5%（172/1,403）に上昇しているということである（年率で0.2%強）。

つまり戦後アメリカの会社企業は、税引後利潤額のかなり大巾な騰落にはそれほど影響されることなく、ほぼ一貫した安定配当政策を採っているということである。第4図をみると配当を示す部分の巾が年々若干づつひろがりながら安定的な推移をみせていることがきわめて明瞭に読みとれる。配当政策のこのようなあり方は、第10表の現金配当支払率が、利潤の少ない年には高く、逆に多い年には低くなっていることから確認できるであろう。

前節でみたように、年々の固定資本投資資金の最大の供給源泉は内部資金であったが、この内部資金のうちの留保利潤が、固定資本投資の変動とかならずしも同方向に動いていなかったのは、このように一貫した安定配当政策が採られたためであった。つまり戦後の配当政策は、固定資本投資をまかな

うべき長期資金の必要額の変動に、留保利潤額の変動をマッチさせるような調節機能をほとんどもっていなかったといえることができる。⁴⁾ 両者の間のギャップが外部からの長期資金によって埋められたことはすでに述べた。

- 1) 第10表は別表Ⅰ（銀行、保険会社を含む全法人企業）と別表Ⅲ（大企業300社。銀行、保険会社を含まない）とから作成された。大企業以外は（別表Ⅰ—別表Ⅲ）によって得られたものであるから銀行、保険会社を含む。
- 2) この点については、大企業においても大企業以外においてもいちじるしい違いはないので、規模別の分析は省略した。
- 3) 別表Ⅰにみられるように、現金配当の他に株式配当が年々前者の10%前後あるが、これは剰余金の資本金への振替えによって処理されるものであり、現金の流入を伴うものではないので、ここでは考慮の外においた。
- 4) 留保利潤額がこのような事情から年々大巾に変動しているとはいっても、なおその絶対額は巨大であり、払込資本の増勢の停滞にもかかわらず、使用総資本の中での自己資本総額の比率を安定的に維持するに足りるものであったことは第1表、第2表でみたとおりである。

2 減価償却費

減価償却費はがんらい、財務会計としては期間配分計算上の資本コストとして現われるものであって、投下資本の漸次的な回収にすぎない。したがってこの部分による固定資本投資と留保利潤部分による固定資本投資とは、その意義を異にするものであり、両者は理論的には明確に区別されなければならない。前者は固定資本の価値消耗を補充するものでなければならないはずであり、後者はそれを超えた拡大再生産を意味するからである。だが現実的には、これを厳密に区別することはむずかしい。固定資本は物理的に消耗されるだけでなく、技術の進歩によって社会的にも減価されるが、その部分を算定することはきわめて困難である。また産業部門、企業規模のちがいにによって種々のことになった償却法が用いられていることを考えると、年々のじっさいの減価償却費がどの程度まで固定資本の価値消耗分を反映しているかを判断するのはますます困難になる。もし減価償却費が固定資本の価値消耗分を上まわっているとすれば、その部分だけ利潤は削減され、企業はその削減分に対する課税をまぬがれることになる。しかし仮にこの両者が一致して

いるとしても、企業財務にとって減価償却費は、たんなる損益計算上のコストに止まるものではなく、明らかにコスト的性格を超えた特性をもっている。コストではあっても、現金の支出を伴わない特殊の経費であり、財務的には内部的に資金を造出するためのきわめて重要な手段になっているのである。戦後アメリカの企業金融において、この減価償却費は1950年代以降、単一の資金源泉としては最大の比重を占めている。本項では、このような巨額の減価償却費の利用がいかにして可能とされたかを考察する。

まず別表Ⅰの貸借対照表、損益計算書から作成した第11表によって、減価

第 11 表 固定資産保有額と減価償却費——全法人企業¹⁾ (10億ドル)

	固 定 資 産・A	減 価 償 却 費・B	$\frac{B}{A+B}$ (%)
1946	100.3	5.1	4.8
1947	112.2	6.5	5.5
1948	125.7	8.0	5.9
1949	135.6	8.7	6.0
1950	144.7	9.6	6.3
1951	159.3	11.2	6.6
1952	169.5	12.6	6.9
1953	180.6	14.3	7.3
1954	191.4	16.1	7.8
1955	206.4	18.8	8.3
1956	225.9	20.7	8.4
1957	244.5	22.8	8.5
1958	259.6	23.8	8.4
1959	275.8	25.3	8.4
1960	293.2	26.9	8.4

1) 銀行、保険会社を含む。

別表Ⅰより作成。

償却費増大の事実をたしかめておこう。その総額は1946年の51億ドルから逐年増加して50年には96億ドル、55年には188億ドル、60年には269億ドルへと46年の約5.3倍になっている。これに対して期末の固定資産保有額は1946年には1,003億ドル、50年には1,447億ドル、55年には2,064億ドル、60年には

46年の2.9倍の2,932億ドルである。したがって（当年度減価償却控除額）÷（期末固定資産在高＋当年度減価償却控除額）は1946年の4.8%から60年の8.4%へと高まっている。この比率の推移が本来の意味での減価償却率の推移を意味するものでないことはいうまでもないが、その大よその動向を推定する材料にはなるであろう。なお後掲第12表によってみると、（減価償却控除総額）／（償却前法人企業利潤）は1946年の14.4%から56年の27.0%へと11年間に2倍近くになっている。

このようなますます増大する規模での減価償却控除を可能にした要因としては、いろいろなものが考えられるが（たとえば、絶対額についていえば年々の固定資本投資額の増加テンポが物価騰貴にも影響されて急速であったこと、またその固定資本投資が工場建物よりも機械・設備に多く向けられたため、全体としての耐用年数が短縮されたこと等々）そのうちのきわめて重要なものとして戦後の二つの立法措置を挙げることができるであろう。その第1は1950年9月に成立した内国歳入法（Internal Revenue Code of 1950）第124条A項であり、第2は1954年の歳入法（Internal Revenue Code of 1954）である。

第1の1950年歳入法は、朝鮮戦争開始にともなって軍需生産を奨励するためにとられた措置で、国防に必要ありと認められた施設を1950年1月1日以降私的に建設した企業は“certificates of necessity”なるものを受け、その通常の耐用年数の如何にかかわらず、設備原価の60%～70%（この割合は産業部門によってことなる）を年額20%の定額したがって5カ年間でその部分の全額を償却するという、5カ年加速特別償却制度である。

この制度の効果を具体的に例解すると次のようになる。たとえばある会社が1,000万ドルの新投資をおこない、このうちの60%に対して“certificates of necessity”を受けたとすると、この会社は600万ドルの資産部分に対して年額120万ドルずつの償却控除を認められることになる。もしこの設備の通常認められている耐用年数が10年であるとすれば年額60万ドルずつしか控除が認められないから両者の差は60万ドルである。通常の耐用年数が20年とす

ればこの差は90万ドルになる。つまり5年間はこの差の分だけ減価償却費が増大するわけである。もしこのような新投資が数年間つづいておこなわれるとすれば、通常の減価償却費を超える特別部分はますます多くなり、それがつづく年数も伸びることになる。減価償却控除が大きいということは、それだけ課税利潤が減少するということであり、企業は一時的な徴税延期を受けるのとおなじことになる。いま挙げた例でたとえば法人税率が52%とすると31.2万ドル（通常耐用年数が10年のばあい）または46.8万ドル（通常耐用年数が20年のばあい）だけ政府から無利子の融資を受けたことになり、5カ年経過後に減税が行なわれたとすれば、実質的には課税の軽減になる。¹⁾

つぎに第2の1954年歳入法についてみると、これは従来の定額法のほかに a, 定率法（ただし、初年度については定額法によるばあいの2倍以内にやさえられる） b, 延年数法 c, 固定資産の耐用年数の $\frac{2}{3}$ を経過するまでに、定率法による償却累計額を超えない範囲内で、その耐用年数の初期における償却控除額を増加しうる他の方法の3つが認められることになった。つまり従来の定額法のほかに3つの加速償却法のどれを採ってもよいことになったわけである。この新しく採用された方式では、同じ耐用年数の間に額としてはおなじだけの償却控除が認められるわけであるが、耐用年数の初期に多額の償却が可能であるから、企業としてはきわめて有利であり、年々固定資本投資が増加していくものとすれば、それだけ内部的に利用できる資金が多くなるわけである。なおこのばあいにも普通の償却法より、課税上有利になることはいうまでもない。

さてこれらの立法措置による加速償却費は全償却費のどのくらいを占めているであろうか。2つの立法のそれぞれの影響を分けて示した統計はないが1950年歳入法にもとづく特別償却の認可期限は1955年を最後としており、²⁾以後その効果はうすれつつあるものと考えられるから55年以降においては、1954年歳入法による加速償却が主要な役割を果しているはずである。継続的な資料を利用しえなかったので、ここでは第12表³⁾によって、1956年までのおおよその推移をみることにしたい。

第 12 表 企業減価償却と加速償却の推移 (100万ドル)

	償却前法人 企業利潤	減価償却費	加速減価償 却費	計	$\frac{B+G}{A}$	$\frac{G}{B+G}$
	A 1)	B	G	B + G	(%)	(%)
1946	29,665	4,202	64	4,266	14.4	1.5
1947	36,894	5,220	59	5,279	14.3	1.1
1948	40,926	6,299	39	6,338	15.5	0.6
1949	35,608	7,191	31	7,222	20.3	0.4
1950	50,733	7,858	43	7,901	15.6	0.5
1951	52,920	8,829	292	9,121	17.2	3.2
1952	49,171	9,604	831	10,435	21.2	8.0
1953	51,827	10,511	1,515	12,026	23.2	12.6
1954	50,412	...	...	13,691	27.2	...
1955	63,958	13,411	2,590	16,001	25.0	16.2
1956	64,991	14,953	2,626	17,579	27.0	14.9

1) 連邦・州法人税，超過利潤税および在庫評価調整前。

The Federal Reserve System: Facts and Problem, 1959.

加速減価償却費は1951年の2億9,200万ドルをエポックとして急速に増大しつつあるが，これはいうまでもなく朝鮮戦争5カ年加速特別償却制度の影響である。以後年々絶対額および償却総額に対する比率はともに急速に増大しているが，5カ年加速特別償却制度による認可期限の切れた以後においても絶対額は増大し比率の低下も小巾であるところをみると，54年加速償却法の効果はそうとう大きいものと考えてよいであろう。なお1954年を除いた51年から56年までの5年間の加速償却総額は78億5,400万ドル，同期間の償却総額は651億7,900万ドルであるから，前者の后者に占める比重は12.1%である。

つぎに加速償却の利用度を資産規模別にみると第13表のようになる。これは1955年だけのものであるが，この年は償却総額に占める加速償却の比重がいちばん高かった年であるから十分参考になろう。これによってみると，規模別分布のかたよりはいちぢるしい。資産規模1億ドル以上の会社だけで78.7%，これに資産規模1,000万ドル以上の2つのクラスを合わせると，加

第13表 普通償却と加速償却の利用状況(1955年) (100万ドル)

総資産規模	普通償却	加速償却	計	規模別分布(%)		
				普通償却	加速償却	計
5万ドル以下	328.8	3.6	332.4	2.5	0.1	2.1
5万ドル～ 10万ドル	379.7	3.3	383.0	2.9	0.1	2.4
10万ドル～ 25万ドル	844.4	13.9	858.3	6.4	0.5	5.4
25万ドル～ 50万ドル	767.5	13.2	780.7	5.8	0.5	4.9
50万ドル～ 100万ドル	772.9	15.6	788.5	5.8	0.6	5.0
100万ドル～ 500万ドル	1,680.7	74.0	1,754.7	12.7	2.8	11.1
500万ドル～1,000万ドル	617.6	49.0	666.6	4.9	1.9	4.2
1,000万ドル～5,000万ドル	1,459.1	226.7	1,685.8	11.0	8.8	10.7
5,000万ドル～1億ドル	664.2	149.2	813.4	5.0	5.8	5.1
1億ドル以上	5,725.7	2,023.8	7,749.5	43.2	78.7	49.0
合 計	13,240.5	2,572.3	15,812.8	100.0	100.0	100.0

The Federal Reserve System, Facts and Problem, 1959

速償却総額の93.3%になる。つまり加速償却法によって、じっさいに大きな利益をえているのはもっぱら大企業であり、その他の中小規模企業はほとんどこの特典に浴していないのである。一般に小企業においては固定資本投資の規模が小さいだけでなく、その成長もおそいし、また利潤率も低いから加速償却方式を利用しても得るところは少ないのに対して、大企業においては資本構成が高度で年々の固定資本投資も巨額に上り、利潤率も高いということから、この方式の魅力は大きいのである。

- 1) 国防上の目的によって特別償却制度が認められた例はこれまでに1918年と1940年の2回ある。前者のばあい、これによる特別控額は6億5千万ドルと推定され、後者のばあいは総額73億ドルによる必要証明書が発行され、そのうち約57億ドルが実際に使用されて納税申告に際して提出された。※

※ W. Adams & H.M. Gray : Monopoly in America, 1955, p.85

- 2) 商務省の調査によると1950年から55年までの特別償却認可設備推定額は359億ドルで、同期間の固定資本投資総額の約27%に当る。※

※ Survey of Current Business, September, 1957.

- 3) 第12表の数字の算出基礎は第11表とはちがうので、減価償却費の絶対額はこうなっている。なお1950年以前にもC欄に数千ドルづつの数字がでているのはアメリカの税法では1945年から定率法が部分的に認められていたためである。

3 外部長期資金

戦後アメリカの企業財務における外部長期資金の役割についてはすでに述べたところであるが、その構成内容をみると第14表のとおりである。¹⁾ まず

第 14 表 外部長期資金の構成内容 — 全法人企業¹⁾
大企業²⁾ (10億ドル)

	全 法 人 企 業				大 企 業		
	株 式	社 債	そ の 他	計	株 式	社 債 そ の 他 ³⁾	計
1946	1.3	1.1	1.8	4.2	0.5	1.1	1.7
1947	1.4	3.0	1.9	6.3	0.6	2.3	2.9
1948	1.2	4.7	1.3	7.2	0.7	2.3	3.0
1949	1.6	3.3	— 0.6	4.3	0.8	0.7	1.5
1950	1.7	2.0	0.5	4.2	0.7	0.1	0.9
1951	2.7	3.6	1.5	7.8	1.2	2.0	3.3
1952	3.0	4.9	1.5	9.4	1.5	3.0	4.4
1953	2.3	4.8	0.5	7.6	1.1	1.6	2.7
1954	2.1	3.8	0.5	6.4	1.6	1.0	2.6
1955	2.7	4.2	1.7	8.6	1.6	1.6	3.2
1956	3.2	4.7	3.2	11.1	2.0	2.2	4.2
1957	3.5	7.0	1.4	11.9	} n. a	} n. a	} n. a
1958	3.6	5.9	1.4	10.9			
1959	3.7	4.1	1.8	9.6			
1960	3.0	5.0	1.7	9.7			

1) 銀行、保険会社を除く。別表Ⅱより作成

2) 別表Ⅳより作成。

3) 別表Ⅳの、抵当負債・社債・その他の負債+銀行借入(長期)

全法人企業について株式と社債とその他項目の15年間の総計を出してみると株式370億ドル、社債621億ドル、その他201億ドルになり、3者の構成比は、株式31%、社債52%、その他17%となる。株式+社債を100としたばあいの両者の構成比は株式37%、社債63%である。つまり戦後15年間のアメリカの企業の外部長期資金総額約1,200億ドルの80%以上が証券発行によってまかなわれ、またそのうちの²/₃は社債によって調達されたことになるから、株式による資金調達は会社金融にとって従属的な意義しかもたないことが分る。大企業については社債とその他項目との正確な分離ができないためおなじよ

うな比較はできないが、外部長期資金総額は11年間で304億ドル（全法人企業の同期間の39%）で、うち社債その他によるものが181億ドル、60%を占めているから、やはり株式金融の比重は小さい。²⁾

ところでこのような企業の外部長期資金の新規調達の中での社債の比重の大きさということは、さきにもふれたとおり、じつは、戦後になって新しく出てきた現象ではなく古くからアメリカの会社金融に特徴的な現象であり、1930年代以降とくにいちぢるしく目立つようになったものである。

その理由は各時期によってさまざまであり、根本的にはアメリカにおける巨大株式会社の成立期の事情にまでさかのぼらなければならないので、ここで詳論するわけにはいかないが、30年代以降についてその要点のみを指摘すると次のようになろう。

第1は資本市場の構造変化の問題である。1929年の証券市場の大崩落と30年代の証券発行の衰退を契機として、それまでアメリカ資本市場の最大の組織者であった投資銀行が背景に退いていったことはしばしば指摘されるところであるが、それに代って資本市場の中核的地位を占めるようになったのは生命保険会社であった。この変化の有する意義は大きい。というのは、投資銀行が時期によってその役割はちがうとはいえ基本的には証券発行者と証券の最終的購入者をつなぐ媒介機構であったのに対して、生命保険会社は大口の引受者であると同時に最終的な証券保有者でもあるという二重の機能を一身に果すものだからである。生命保険会社は引受けた証券の大部分を投資資産として保有する。したがって発行する側としては公開的な資本市場を通じて発行する必要はない。引受者たる生命保険会社との私的な折衝によるだけでよい。³⁾ いわゆる私募 (private placement) または直接引受 (direct placement) がこれである。この方法によれば、証券の売却される対象が少数であるということから1933年の証券法 (Security Act of 1933) にもとづく登録が免除され、⁴⁾ 登録費用が節約されるほか、それにともなう繁雑な手続きをふむ必要がなく、投資銀行を通じて発行するよりも発行費用が安くつく。直接引受けの利点はこれだけではない。これによって資金の必要が生じてか

らじっさいに入手できるまでの期間が短縮されるだけではなく、調達予定額全部をただちに必要としないときは不要部分の発行を延期することができるし、すでに発行した後でも引受手との関係の如何によっては条件を変更できるばあいがある。このようなことは企業をして長期的かつ柔軟な資金計画の立案を可能にさせるのである。

ところで生命保険会社の会社証券への投資の最大部分は戦前から一貫して社債であり、株式は社債の1割に満たない。これには法律的制限の影響もあるが、基本的には、確定金額の負債たる責任準備金を中心とする生保基金の性格からいって、当然、名目的安全性に重点をおかざるをえないからである。⁵⁾ 第15表は生命保険会社の資産総額と社債への投資額を示したものである。

第 15 表 生命保険会社の資産総額と社債保有額 (10億ドル)

	資産総額 A	社債保有額 B	Bの増加額 Aの増加額		資産総額 A	社債保有額 B	Bの増加額 Aの増加額
1930	18.9	6.4	(%)	1956	96.0	49.1	25.0
1940	30.8	17.1	90.0	1957	101.3	51.4	43.4
1945	44.8	32.6	111.0	1958	107.6	54.2	44.4
1950	64.0	39.4	35.4	1959	113.7	56.7	40.9
1955	90.4	47.7	34.0	1960	119.6	58.6	31.2

Statistical Abstract of the U. S. 1959~1963

る。資産総額の増加はきわめて急速であるにもかかわらず、戦後にかぎってみてもその増加額のほぼ30%~40%が年々社債に新しく投資されている。絶対額でいえば年20億ドル前後であり総発行額に対する比重は決定的に高いとはいえないが、社債市場の安定要因としての意義はきわめて大きい。企業の外部長期資金調達の中で、社債が株式をしのいでつねに第1位を占めているさしあたりの理由は、30年代以降の資本市場において生命保険会社が果してきたこのような役割にあると考えてよい。⁶⁾

第2には株式と社債の資金コストの差の問題がある。これについての統計を表示することは省略するが、⁷⁾ 最上級社債(A a a 級)の利廻りは1920年代以前から一貫して工業普通株より低く、下級社債(B a a 級)でも1939年

以降は工業普通株より利廻りは低くなっている。アメリカでは増資新株は、特別のばあいを除けば、そのときどきの市場価格またはそれより若干低い価格で発行されるのが普通である。したがって社債の利廻りの方が株式のそれより低いということは、社債による方が株式によるよりも、同一額の資金コスト（このばあいは利子または配当）によって集中しうる資金の量が大きいということを意味する。将来にわたって支払われなければならない利子または配当のほかに発行じたいに必要な諸経費もまた社債の方が安いことを考慮に入れると、資金コストの差が、社債を選ぶか株式を選ぶかに際しての無視しえない要因になることは明らかであろう。

第3の問題としては、社債利子と株式に対する配当とでは課税上の取扱いにちがいがあるといことである。社債に対する利子支払いは借入資本のコストとして課税対象から除外されるが、株式への配当は企業にとってはおなじく資金コストとして意識されるものではあっても税法上はコストと認められない。法人税は配当に予定されている部分をも含めた利潤総額に対して課される。法人税率が低いばあいはたいして問題にならないが、第2次大戦以降のように平均して高率の法人税が課されているばあいはこの影響を考えなければならないであろう。外部長期資金調達の二つの基本的選択手段にみられるこの租税費用の相違は、とくに企業が優先株か社債かどちらかを発行しようとしているばあいに重要な考慮要因になる。⁸⁾

新株の発行が社債に比して、長期的に停滞している理由の主なものはほぼ以上のとおりであるが、⁹⁾ その発行額の年々の短期的変動の要因は株価変動の問題とも絡んできてきわめて複雑であり、ここで全面的に述べるわけにはいかない。ただ、別表Ⅱからもうかがわれるように、株式発行額の変動は社債発行額の変動ほど景気循環に対して敏感ではないようである。前述の安定配当政策の問題とともに別に考察を要するところである。⁹⁾

1) ここでの数字は資金繰り表からとられたもので、株式、社債とも誤差が含まれている。

2) 戦後アメリカの企業における自己資本比率の安定傾向が、もっぱら剰余金の

増大によって支えられたものであったことはすでにふれたが、それは株式金融のこのような停滞傾向と表裏をなすものである。

- 3) Private Placement のばあいでも投資銀行の介入は一般的であるが、その役割は技術的な助言の範囲にとどまり、underwriter としての実質的な機能を果すものでない。
- 4) 「公募をまったく包含しないところの発行者による取引」“transactions by an issuer not involving any public offering”については証券取引委員会への登録届出書や事業目論見書は不要である（証券法第4条第1項）。なお直接引受と公開発行との費用の差の問題については次の論文を参照されたい。

G.T. Conklin : Direct Placement, “The Journal of Finance” June, 1951.

- 5) 生命保険会社の株式所有は法律的に制限されている。全米生命保険会社の総資産の85%が集中しているニューヨーク州の州法では、1906年のアームストロング法によって株式投資が全面的に禁止されて以来、1928年に優良優先株への投資が認められただけで、普通株投資の禁止は1951年までつづいた。51年の改正では公認資産の3%または剰余金の $\frac{1}{4}$ までを法定限度として普通株への投資も認められ、さらに57年の改正によってその限度は公認資産の5%または剰余金の $\frac{1}{2}$ へと拡大された。しかし社債投資がつねに資産の半ば前後を占めているのに比較すると問題にならない。なおこの問題については次の諸論文を参照されたい。

W. B. Neenan : Review of Institutional Activity in the Equity Market 1951~1954, “The Journal of Finance” December. 1957. E. Shapiro : The Postwar Market for Corporate Securities 1946~1955, “The Journal of Finance” May, 1959.

- 6) 生命保険会社が大量の社債を私的に引受けかつ安定的に保有して、企業金融との接触を深めてくることになる、これはもはやたんに、資本市場内部での投資銀行から生命保険会社への主導権の移動というだけにとどまらない新たな問題を提起する。そのすべてに、ここでふれるわけにはいかないが、ただ次の点だけ指摘しておく。というのは private placement といえども、その発行条件は現実の証券市場で形成される証券相場を基準にして決定されるのであるから、そのかぎりでは、たしかに証券流通市場一般を前提にしているといつてよい。しかし生命保険会社が特定企業との私的な接触によって、その発行社債を流通をまったく予定することなく一括購入するということは、その部分だけをとってみれば、実質的には銀行の安定的な長期貸付とことならないことになるのである。したがってこれは、すでに形成され利用されてきた資本市場の機構の上にさらに上積みされて、その変動の振幅を減少せしめる新たな一機構とし

での性格をもつものである。すでにみたように、外部長期資金は内部資金に対して補完的な位置を占めているにすぎないとはいえ、景気の変動にともなって内部資金の量が変動するかぎり、なおその役割は重要であり、生命保険会社が外部長期資金調達市場において、このような安定的一機構をなしていることは注目されなければならない。

- 7) これについては Survey of Current Business, Federal Reserve Bulletinなどに随時発表されている。たとえば前者の February, 1957. 後者の November, 1957などをみよ。
- 8) 法人税と株式発行動機との関係についてはスミスが詳細に論じている。
D.T. Smith: Effect of Taxation on Corporate Financial Policy, 1952
- 9) 本文では言及しなかったが、ここにはなお、注意しなければならない重要な問題が残されている。というのは、おなじく外部から調達される資金にしても株式と社債とではその資金としての性格に本質的なちがいがあるのに、現実の財務的思考においてそれを区別する意識がきわめて稀薄であるのはなぜかということである。株式によって集中された資金は負債ではなく自己資本として永久に使用できるのに対して、他方社債によって調達された資金はあくまでも他人資本の借入れであり、期限の到来とともに返済されなければならない性質のものである。しかしじっさいの財務政策においては、株式は社債とともに外部長期資金として一括され両者の区別はほとんど重要な意味をもたないかの如くである。その理由はかんたんではない。従来よくいわれてきたような株式の社債化（つまり両者がそれぞれ多種に分化してきて形式的には相重なる部分が多くなってきたこと）ということだけから説ききれない問題である。これはおそらく、1920年以降において、企業資金需要の大半が減価償却費を含めた内部資金によってまかなわれるようになってくるとともに、証券金融の資金源としての役割が減退していったことの反映であり、株式の社債化ということも、このことと関連した現象として説かれなければならないと思われるが、詳論は別稿にまきたい。
- 10) このほか外部長期資金としては銀行からの長期借入れと抵当貸付けその他があるが、全法人企業について正確な分離ができないのでくわしい分析は省略した。ただ銀行からの長期借入れは大企業におけるよりも（大企業は11年間で差引き7億ドル足らずであるからほとんど問題にならない）その他の中小企業における方が、より重要な意義をもっていることを指摘しておきたい。これは近年、商業銀行のターム・ローンの増大としてしばしば問題にされているところである。

第Ⅳ節 景気変動と資金需給の変動

前の3つの節でも、企業資金の需給と景気変動との関連については必要に応じて個別的にふれてきたが、ここではとくに焦点を戦後3回の景気後退期（1949年、54年、58年）に絞って、景気変動が企業財務にどのような形で反映されるかをかんたんにまとめておきたい。いままでほとんどふれなかった短期資金の需給についてもこれとの関連において言及する。

1 資金の需要

まず資金需要の総額のピークと最低点を各循環ごとに追ってみると次のようになる（別表Ⅱによる。単位10億ドル）

	1947	1949	1950	1954	1955	1958	1959
ピーク	32.7		45.3		50.6		52.1
最低点		16.5		23.8		35.3	

1947年から50年までをとると下落は162億ドル回復は288億ドルであり、50年から55年では下落が215億ドル回復が268億ドル、最後の55年から59年では下落が153億ドル回復が168億ドルである。

これによってみると、資金需要総額は景気の変動とともに大巾に上下しているが、いずれの循環においても、第1に回復後のピークおよび後退期の最低点は前回より高い水準にあること、第2に回復は後退が最低点に達した翌年に一挙に巨額となるが、それは1年間だけで、後退の方は逆にその後3、4年の間なしくずしにつづくこと、第3に回復の巾も後退の巾も（1950年～54年は除く）循環ごとに縮少していること、などが分るであろう。

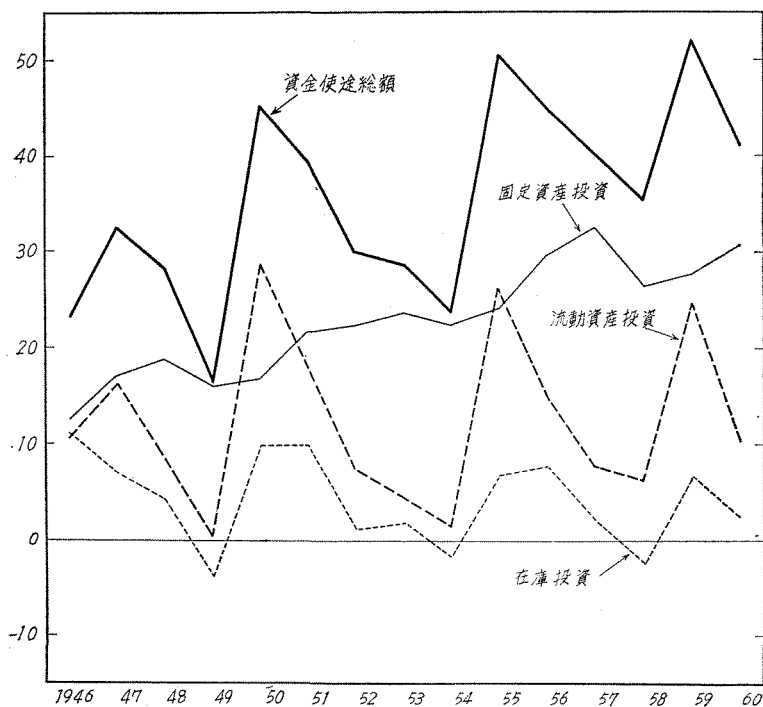
次に資金需要総額の中で最大の項目をなす工場、設備などの固定資本投資の推移をみると下のとおりである（別表Ⅱによる、単位10億ドル）。

	1948	1949	1953	1954	1957	1958
ピーク	18.8		23.9		32.7	
最低点		16.3		22.4		26.4

これを資金需要総額の推移と比較してみると、各循環ごとのピークと最低

点が前回より高水準にある点ではおなじであるが、回復および上昇過程が3、4年の間つづいて、後退は1年間だけにとどまること、回復の巾も後退の巾も各循環ごとにむしろ拡大気味であること、などの点においてことになっている。しかし第5図からも明らかなように、その変動の巾は資金需要総額のそれよりも絶対的にはむろんのこと相対的にもかなり小さい。

第5図 資金使途総額とその構成内容—全法人企業 (10億ドル)



別表Ⅱより作成。

(固定資産=工場・設備)

(流動資産=在庫+金融的資産)

このことから、資金需要総額の変動の巾は主として固定資本投資以外の需要、つまり運転資本需要の変動の巾によって規制されているという帰結がでてくる。運転資本需要の内容をなす流動的な資産(棚卸資産+金融的資産)

への投資の増減の推移を前とおなじく別表Ⅱによって整理すると次のとおり
(単位10億ドル)。

	1947	1949	1950	1954	1955	1957	1959
ピーク	15.7		28.4		26.4		24.5
最低点		0.2		1.4		7.6	

みられるとおり、増減の趨勢は前掲の資金需要総額の増減の趨勢ときわめて類似している。この関係は、第5図では資金使途総額を示す線と流動資産への投資の増減を示す破線とが、ほぼ平行して動いていることのうちに現わされている。

ところで、この流動資産の構成内容は在庫(棚卸資産)と受取勘定などの金融的資産である。したがってこの両者の増減が資金需要総額の変動を左右するものといってよいが、このばあいには主導的な役割を果すのは、むしろ在庫の方である。金融的資産はそれじしんとして動くものではなく、現実的な資産の動きを反映して動くにすぎない。つまりそれは、在庫投資の変動につれて変動するものといってよいのである。下に示すのは、**在庫投資の推移**である。

(別表Ⅱによる、単位10億ドル)。

	1949	1950	1954	1956	1958	1959	
ピーク		9.8		7.6		6.6	
最低点	- 3.6		- 1.6		- 2.4		

さきに掲げた流動資産全体(棚卸資産+金融的資産)への投資の増減が、これとはほぼ照応した動きをみせていたことはいうまでもない(第5図の破線と点線の推移をみよ)。

すなわち、戦後アメリカの景気変動の企業資金需要面への反映は、固定資本投資よりはむしろ在庫投資の変動にあらわれ、この在庫投資の変動を中心とする運転資本需要の変動の巾が企業資金需要総額の変動の巾を規制してい

る、ということができようであろう。

2 資金の供給

景気変動が資金需要総額に及ぼす影響は上にみたごとくであるが、こんどは供給面についてこれをみよう。企業資金源泉総額のうち、固定資本投資に充当されるべき長期性の資金（留保利潤、減価償却および社債、株式などの外部長期資金）がいかにして調達され、またその構成部分のおおのが、景気変動および固定資本投資の変動にともなう、どのような動きを示すかについてはずでに述べたところである。ここでは短期性の資金の動態を要約しておく。次に掲げるのは、景気変動に対応する**短期負債の供給**の変動を示すものである（別表Ⅱによる、単位10億ドル）。

	1947	1949	1950	1954	1955	1958	1959
ピーク	9.5		19.2		15.1		16.5
最低点		- 3.7		- 4.0		2.6	

短期負債のこのような動きが、さきの運転資本の動きと相似していることは容易に読みとれるであろう。固定資本投資が長期性の資金によってまかなわれたことに対応して、運転資本はその大部分を短期負債による資金に依存しているのである。したがって、景気の下降局面において、運転資本需要が停滞すれば短期負債も停滞し、逆に上昇局面において前者が膨脹すれば後者も膨脹する。

しかしここで注意しなければならないのは、この両者の変動の割合はかならずしも同一ではないということである。流動比率の推移を示した第4表の吟味のさいにもふれたように、不況の年には流動資産の増加の停滞が起るが流動負債の収縮はそれ以上にいちぢるしく、その結果、流動比率がかなり上昇している。このような現象が生ずる理由は、具体的な金融市場の動向などとも関連しているのでかんたんには説けないが、一つの要因として、たとえば次のような事情をあげることができる。

それは、不況の年には資金需要の減退を反映して市場金利が低下するため

企業がこれまでに抱えていた短期負債の長期負債への振替えをおこなうということである。このようなことが、どの不況のばあいでも可能であるとはいえないが、戦後のアメリカにおいては、あるていど一般的にみられた現象であるとされている。

短期負債の構成内容の各項目についての検討は省略するが、ただ、銀行からの借入金は大企業よりもその他の中小企業にとってより大きな意味をもっていること、またここでの短期負債の中には本来の意味での負債とはいえない無利子の未納連邦税が含まれていることの2点だけを指摘しておきたい。

む す び

戦後15年間のアメリカの会社企業の資金需給について、これまでの分析によって明らかになった点のうち、とくに重要と思われるものを要約すれば次のようになる。

(A) 企業の内部資金は資金需要総額の約62%（全法人企業）から65%（大企業）、固定資本投資額の87%（大企業）から96%（全法人企業）を充たしている。内部資金のうち留保利潤は景気の変動にともなって上下するが、減価償却費は一貫して安定的に増大し、1952年以降はつねに内部資金総額の半ば以上を占めている。

(B) 外部長期資金調達額は固定資本投資と内部資金との差額の変動と平行して増減し、両者のギャップを埋める役割をはたしているほかに、年々の正味運転資本の純増分をも充たしている。

(C) 外部長期資金総額の80%以上は証券発行によって調達されているがそのうち社債は $\frac{2}{3}$ 、株式は $\frac{1}{3}$ を占めている。社債の比重の大きさは1930年代からの一貫した傾向であり、この現象は大不況以降の資本市場の構造変化とみっせつに関連している。

(D) 景気変動の資金需給への影響は、資金使途面では在庫投資を中心とする運転資本需要に現われ、資金源泉面では留保利潤の増減と短期資金の変

動に現われる。

なお本稿では、まったくふれなかったか、あるいは十分に究明しつくされなかった問題がいくつかある。

たとえば産業部門によって資金需給にどのようなちがいがあるか。これはいわゆる成長産業と停滞産業の財務構造のちがいの問題として興味ある分析対象たるのみならず、同時に産業構造の立体的把握のための一つの軸点をなす。

また戦後アメリカにおいては、企業の倒産が絶対数においても全企業に対する比率においても逐年増大しつつある。¹⁾ これがいかなる産業部門のどのでいどの資産規模の企業であり、またその倒産の理由は何であるかを明らかにすることによって、大企業と中小企業の対比はいっそう意味のあるものとなる。

さらに企業金融の中で株式発行の有する意義はどのように変ってきたか。自己資本と借入資本の区別の意識が稀薄化し、内部資金と外部資金の区別がこれに代ってきたのはこのことと関連している。これはまた第一次大戦以降における株式会社の意義と役割の変貌を究明するばあいの一重要論点でもある。

1) 戦後15年間の倒産の件数と比率は次のとおり。

年 平 均	件 数	10,000 企業に対する比率
1946～1950	5,652	21
1951～1955	9,317	35
1956～1960	14,177	53

Statistical Abstract of the U. S, 1963.