

# わが国における企業資金調達と株式発行

宇野 博 二

## 1 資本構成の悪化とその原因

高度成長期におけるわが国の企業が、成長のための資金調達を、主として借入資本に依存し、自己資本構成比がいちじるしく低下していることは周知のところである。

第1表はわが国の主要企業（製造業）の資本構成を戦前および欧米諸国と比較したものである。わが国の企業の使用総資本に占める自己資本の比率は、戦前の60%台から終戦時には20%台におちこみ、昭和30年には一時40%近くまで回復したが、その後再び低下し、現在では僅か22%強にすぎない。これを欧米諸国と比べると、戦前のわが国の状態に近いアメリカ、イギリスとの差はいちじるしく大きく、比較的差の小さいドイツとくらべてもかなりの開きがある。わが国の自己資本構成比が異常に低いことは明瞭である。そして使用総資本の77%強という圧倒的割合を占める他人資本では、不安定な流動負債の割合がいちじるしく高く、支払手形買掛金等のいわゆる企業間信用が18%達し、短期借入金とはほぼ同一水準であり、固定負債では社債がすくなく、長期借入金の割合が高い。これを資本運用の態様と対比させてみると、資本運用面では受取手形買掛金が支払手形買掛金の企業間信用と対照的に増加している。そのため流動資産の比率は戦前と比べてかなり高く、流動資産の増加により固定資産の割合は減少し

ているが、減少の割合は自己資本構成比の低下より小さい。その結果戦後のわが国の企業は、自己資本構成比したがって負債比率が欧米諸国と比べいちじるしく劣るだけでなく、流動比率や固定比率も格段に悪くなっている。そしてこれら経営指標は、欧米諸国では特に悪化の傾向がみられないのに、わが国では悪化の傾向が顕著であり、両者の格差は拡大の傾向さえ示している。

このようなわが国の資本構成の悪化には、戦争や戦後のインフレーションの影響とそれの処理における企業の資産再評価の不徹底ということも無関係ではない<sup>(1)</sup>。わが国同様に戦争の打撃をうけ戦後高度成長をとげた西ドイツでは、配当の抑制と徹底した再評価により自己資本を充実したため、企業資金の相当部分が減価償却からなる内部調達によって行なわれ、資本構成がわが国と比べ相当良いことは事実である。しかし再評価が不徹底であったとはいえ、わが国でも昭和25年、26年、28年と3回にわたって行なわれ、再評価積立金による無償交付や高率配当による増資促進のため、昭和30年までは自己資本構成比は上昇している。したがって再評価の不徹底は昭和30年以後の高度成長過程における自己資本構成比の低下の説明にはならないであろう。

第2表は最近におけるフローとしての企業資金の調達、運用の態様を比較したものである。戦後のわが国では企業内部での資金の調達が、欧米諸国や戦前の日本と比べていちじ

わが国における企業資金調達と株式発行（宇野）

表 1 日・米・英・西独の資産および資本構成（製造業）（％）

	日 本			アメリカ	イギリス	西ドイツ
	昭9-11	昭43上	昭44上	1968	1968	1968
流 動 資 産	195	434	435	78	448	726
うち 現 金・預 金	39.39	57.25	57.65	42.6	58.38	49.56
受取手形・売掛金	8.49	11.15	11.03	3.7	5.94	8.51
棚 卸 資 産	7.84	25.41	26.08	13.9	25.48	21.14
固 定 資 産	17.32	15.63	15.33	18.7	26.13	19.91
うち 有形固定資産	60.21	42.36	41.99		41.62	50.15
無形固定資産	49.96	31.29	31.18	47.3	35.93	37.28
投 資	10.25	0.40	0.37		2.84	12.87
繰 延 勘 定	10.25	10.67	10.44	10.1	2.85	
資 産（資本）合 計	0.01	0.39	0.36		...	0.29
他 人 資 本	100.00	100.00	100.00	100.0	100.00	100.00
流 動 負 債	33.53	76.82	77.73	42.6	47.36	59.37
うち 支払手形・買掛金	...	50.85	50.84	21.9	34.49	34.07
短 期 借 入 金	10.52	17.51	18.04	7.5	17.07	...
短 期 借 入 金	...*	17.92	16.99	2.2	6.59	...
固 定 負 債	...	25.97	26.89	20.8	...	25.30
うち 社 債	8.37	4.30	4.21		12.87	3.84
長 期 借 入 金	5.15	17.65	18.38	15.9	...	8.15
そ 他 固 定 資 産	4.02	4.29	4.9	4.9	...	13.31
自 己 資 本	66.47	23.18	22.27	57.4	52.64	40.63
うち 払込資本金	46.34	13.03	11.95	...	22.08	20.71

\*は長期借入金に含まれている

三菱経済研究所「企業経営の分析」45年上期版

第2表 日・米・英・西独の資金の使途および源泉（製造業）（％）

使 途		日 本			アメリカ	イギリス	西ドイツ
		昭9-11年	昭26-35年	昭44上	1950-56年	1949-53年	1955-60年
使 途	固 定 資 産	80.5	59.2	49.2	72.4	47.7	96.3
	棚 卸 資 産	17.9	12.2	10.9	14.0	24.6	...
	そ の 他 流 動 資 産	...	28.6	39.9	13.6	27.7	16.9
源 泉	内 部 資 金	59.1	30.5	27.1	71.6	65.2	50.5
	社 内 留 保	24.4	8.8	8.6	...	36.0	8.1
	減 価 償 却	34.7	21.7	18.5	...	29.2	42.4
	外 部 資 金	40.9	69.5	72.9	28.4	34.8	49.5
	銀 行 借 入 金	...	30.4	24.7	1.3	2.1	...
	新 規 発 行	30.1	15.7	8.4	12.0	16.1	11.8
	株 式	31.8	12.6	6.0	3.1	9.3	11.8
	社 債	△ 1.7	3.1	2.4	8.9	6.8	...
支 払 勘 定	...	10.4	19.6	5.3	11.1	...	

三菱経済研究所「企業経営の分析」および「企業の成長と収益性」より

るしく低く、外部資金への依存度が圧倒的に高く、ほぼ70%に達している。外部資金のうちでは株式による調達も30年代半ばまでは比較的高い水準を保っており、社債はきわめてすくないが、銀行借入金の割合が国際的にみて格段に高く、支払手形・買掛金の支払勘定も高率である。最近におけるわが国の企業の資本構成の悪化は、フローとしての資金調達において、外部資金への依存率がいちじるしく高く、外部資金のうちでは銀行借入金その他の借入資本の割合が非常に大きかったためである。

そして最近におけるわが国の企業の資本構成を悪化させた原因の主なものとして次の二つがあげられる。その第1は、いわゆるアベイラビリティ説といわれるもので、戦後のわが国の経済成長がいちじるしく急速で、それに必要な投資資金需要を内部資金でまかないきれず、多額の外部資金に依存しなければならなかったことを強調するものである<sup>(2)</sup>。内部資金は減価償却はいうまでもなく、社内留保にも限界があるが、企業の資金需要は内部資金によって必ずしも制約されるものではない。高度成長の中軸となった設備投資は老大であり、シェア拡大のための企業間の設備投資競争ははげしく、企業の投資資金需要は

いちじるしく旺盛で、内部資金の枠をはるかにこえていた。そのため外部資金への依存を高め、これが資本構成を悪化させる原因であったというのである。

しかし、資本構成の悪化は必ずしも資金需要が旺盛であった成長企業の方がより大きいとはいえない<sup>(3)</sup>。収益率が高い成長企業の方が借入依存度が小さく、収益率の低い停滞企業ほど大きいとさえいわれている。内部資金の構成要素である減価償却は、投下固定資産の価値減耗部分であり、過去の固定資産の蓄積すなわちストックとしての固定資産を対象とし、耐用年数に応じて漸次的に行なわれるため、償却資産に対する減価償却率を一定とすれば、ストックとしての固定資産額は年々の設備投資により増加するが、その率は低く、したがって年々の減価償却額は比較的安定しており、漸次的にしか増加しないであろう。しかし社内留保は企業の利潤（税引後）から配当その他の社外流出を差引いたもので、配当率はいわゆる配当安定化政策により比較的安定しているため、社内留保率は利潤率の変動とともに上下し、その変動幅は利潤率のそれより大きい。そのため内部資金の大きさは、主として社内留保の増減によって左右され、企業の利潤率によって上下し、成長率の

第3表 資金調達パターンとその規定要因 (％)

規定要因		資金調達パターン (30/上~38/上)								財務比率 (38/上)	
		内部留保	増資	社債	(借入計)	長期借入	短期借入	(割手)	買掛	自己資本	借入金
売上成長率	8倍以上 (21社)	20.1	19.7	3.4	35.8	15.2	10.6	10.0	20.5	38.7	35.4
	5倍以上 (34社)	6.2	18.3	2.9	38.4	14.6	18.6	5.2	18.8	26.7	37.4
	3倍以上 (55社)	6.1	17.9	4.8	44.0	23.9	12.6	7.5	17.7	28.0	41.9
	2倍以上 (53社)	4.6	22.5	7.2	50.2	30.0	13.3	6.9	15.5	31.6	46.1
	2倍未満 (40社)	0.1	18.3	6.3	50.5	23.6	19.4	7.5	19.2	29.4	42.3
総資本収益率	6%以上 (29社)	21.4	22.5	3.2	33.1	11.3	9.6	12.2	20.0	42.1	30.4
	4%以上 (39社)	8.9	20.9	4.9	39.2	18.0	14.9	6.3	16.2	32.7	38.4
	3%以上 (41社)	7.8	18.1	5.5	44.1	21.7	17.1	5.3	16.4	29.9	41.2
	2%以上 (58社)	3.9	17.2	5.2	44.0	23.9	13.6	6.5	18.2	25.0	42.5
	2倍未満 (36社)	△ 3.5	16.2	5.0	69.4	38.2	20.4	10.8	21.8	20.9	60.3

香西ほか「資金配分メカニズムの検討」経済企画庁調査局『経済月報』昭和39年7月号, 68頁

大きい利潤率の高い企業ほど内部資金は大きいであろう。そしてこのような企業は増資能力も大きいため、負債の増加にもかかわらず、資本構成の悪化がある程度抑えられていたのである。資本構成の変化は資金需要の大ききだけでなく、資金供給によっても左右され、したがって資金需要を大きくしている企業の成長率の速さによってだけ説明することはできない。資金需要が内部資金を上回っていると、資本構成悪化のためには、外部資金のうち企業がなぜ増資より借入金などの借入資本に依存したかが明らかにされねばならない。

そして外部資金への依存において、増資より借入金その他の借入資本に依存したことを説明するものとして資本コスト説がある。これは株式資本より借入資本の方がコストが安いから借入資本の比率が高くなり、資本構成が悪化したというものである。借入金の利子率は両建歩積みがあるため、実質金利は上り、他人資本コストにはこのことも考慮され

ねばならないであろうが、それでも株式資本の配当率の方が高く、配当率は漸減しているとはいえ、企業の経営状況の悪化した昭和40年、41年を除き10～14%である。しかも支払利子は費用として課税されないが、株式配当は利益の分配であり課税されるため、株式のコストには法人税が加わる。したがって配当をコスト視する現代の経営者の見方からすれば、借入と増資はともに同じ外部調達と考えられ、両者の間には配当率と利子率に差があるだけでなく、増資には租税負担が加わるので、企業にとっては借入金の方がはるかにコストが安くなる。

そして借入金以外のものも含めた他人資本コストが、総資本利益率（利払前）を下回っておれば、できるだけ多くの他人資本を利用した方がレバレッジ的作用により、自己資本の利益率が高くなる。日銀の主要企業経営分析により最近の利払前収益率である企業収益率（製造業）をみれば、景気状況により変動はあるが7.74%～11.69%（昭和30年上期～

第4表 資本調達コスト比較

(%)

	コ ス ト			ウ エ イ ト			平均 コスト
	増資コスト	社内留保 コスト	借入コスト	株 式	社内留保	借 入	
日 本 1934	11.89	0	7.41	55.4	54.8	△10.2	5.84
35	12.87	0	7.04	33.9	50.2	15.9	5.48
36	13.90	0	6.72	34.5	46.0	19.6	6.12
1954	39.28	0	9.85	11.9	44.7	43.4	8.94
55	33.86	0	8.96	6.1	40.4	53.5	6.86
56	32.63	0	9.65	9.9	30.1	60.0	9.02
57	30.58	0	9.27	10.1	33.5	56.4	8.32
58	27.12	0	9.52	8.2	30.7	61.1	8.04
59	26.53	0	8.32	8.7	33.7	57.6	7.10
60	26.13	0	9.05	9.1	33.3	57.6	7.59
61	21.67	0	8.61	14.8	35.9	49.3	7.45
62	20.52	0	9.30	10.5	27.7	61.8	7.90
アメリカ 1962	7.1	0	4.5	3.6	60.5	35.9	1.88
イギリス 1961	9.8	0	6.0	7.9	66.8	25.3	2.29
西ドイツ 1961	14.0	0	8.0	13.5	56.3	30.2	4.31

大蔵省証券局公報 昭和40年版

(注) 増資コストは配当率(有配会社平均)÷(1-実効税率)

借入コストは支払利子・割引料÷利付他人資本平均残高

44年上期)で、これはたえず他人資本コストを上回っており、総資本利益率が比較的低いにもかかわらず、自己資本利益率をかなりの水準で維持させていたのはこのためである。現在の企業収益率と他人資本コストを前提とするかぎり、コストの安い他人資本を出来るだけ利用して、自己資本の利益率を増加させるということは企業としての合理的なビヘイビアであり、このことが企業資本の構成を悪化させたというのである。

しかしこの説にも問題がある<sup>(4)</sup>。通常の利益率(利払前)と利子率のもとでは、利払い前の利益率は利子率を上回っているのが普通であり、このような条件の下では他人資本比率を増すほど自己資本利益率が上昇するという論理は、戦前・戦後をとわず、世界各国に共通する論理である。それにもかかわらず、戦後のわが国についてだけこの論理が当てはまり、戦前のわが国や欧米諸国では自己資本資本構成比が60~70%という健全比率であったのは何故かというのがそれである。

この問題を解く鍵である資本コストと資本構成について考察するまえに、戦後のわが国における株式による資本調達はどうであったかについて述べよう。

- (1) 資産再評価、ことにその西ドイツとの比較については、三菱経済研究所編『企業の成長と収益性』補論(2)「戦後わが国企業の資本構成悪化の歴史的背景」参照。
- (2) 経済成長の速さが資本構成を悪化させたということを分析した論文としては館竜一郎・諸井勝之助「戦前戦後の企業金融」(館竜一郎・渡部経彦編『経済成長と財政金融』所収)が有名である。
- (3) 香西ほか「資金配分メカニズムの検討」経済企画庁調査局『経済月報』昭和39年7月号および昭和39年度『経済白書』等参照。
- (4) 岡本勝美「企業資本構成の是正について」大阪証券経済研究所『証券経済』第88号参照。

## 2 高度成長期における株式発行

借入資本に偏重したオーバーボロウイングが中軸となっていた高度成長期の企業の資金調達において、株式発行はどのような役割を果たしていたであろうか。

株式発行による一般大衆からの企業の資金調達は、戦前においても多かったとはいえない。戦前のわが国経済において大きな役割を果たしていた三井、三菱等の財閥は、企業集団として自己金融的資金調達を行ない、子会社の配当金を財閥本社に集積し、その枠内で新投資を実施しており、借入金や株式資本の形態で外部の社会的資金を集中することはなかった。そのため株式の分散は進まず、資本市場は狭隘であった。増資は株主への額面割当という形で行なわれ、増資払込みは配当額の範囲でまかなわれていた。しかし重化学工業が発達し、資金需要が増大したため、昭和10年頃には封鎖的所有関係により自己金融的性格が強かった既存財閥も株式を公開し、資本蓄積のすくなくった新興財閥などの株式公募は増加する等、証券市場はそれまでと比べかなり様相を異にしてきた。とはいえ大衆の貯蓄はなおすくなく、株主の持分比率の維持、引受機関の未発達、資本市場の狭隘さ等のため、第二次大戦前にあっては株式の発行による広汎な社会的資金の集中は進展せず、株式公募が一般的な形態として定着するにはいたらなかった<sup>(4)</sup>。

しかしこのような資本市場の様相は戦後大きく変化した。占領軍の民主化政策の実施により、財閥は解体され、83社の財閥本社や巨大企業が持株会社としての指定をうけ、さらに10財閥家族の指定も行なわれ、それらが保有していた有価証券は強制的に一般に放出されることになった。狭義の財閥解体によるもの以外に、閉鎖機関の保有株式や財産税物納の株式などを含め、証券処理調整協議会を通

じて処分された株式は、合計して時価約 252 億円（払込金額約 182 億円）の巨額にのぼり、それが昭和22年から26年までの間に売却された。またこのような大量の株式を、価格をある程度維持しながら一般に処分するため、いわゆる「証券民主化」運動が進められ、これは株式ブームを促進し、処分された株式 2 億 3313 万株のうち約 3 分の 1 に相当する 7642 万株が 23 年 1 年間に処分された。そしてこのような措置はわが国の株式金融、とくに大企業の株式金融の閉鎖性をやぶっただけでなく、株式所有の分散、大衆化をいちじるしく進め、その後の株式市場の発展にとって重要な前提条件を形成することになった。また 23 年に制定された証券取引法も、証券の募集売出を届出制とすることにより、投資家を保護し、広汎な投資家を証券市場に近づきやすい制度に変え、証券の引受業務を金融機関から分離して証券業者の独占とし、引受機構を確立し、長・短金融を分離する等いくつかの点で戦前のものと異なっており、これも証券市場を大きく変革することになった。さらに 26 年には投資信託制度が再発足したが、これは小額に分割して払込みが可能であるうえに銘柄分散によってリスクを回避できる長所があるため、本来は預貯金になる零細資金の投資先として魅力ある投資対象であり、ドッジラインの実施に伴う株式恐慌により離散した大衆資金を呼びもどすのに役立てられた等々。これらは流通市場確立のための対策と相俟って戦後における株式発行市場の拡大に貢献するところがすくなくなかった<sup>(2)</sup>。そしてこのような資本市場における変化を背景に、30 年以降の神武景気、岩戸景気には株式価格が上昇し、株式発行はいちじるしく増加した。この時期における増資額は戦前と異なり配当額を上回り、借入金の増加により自己資本構成比は低下していたにもかかわらず、資本金構成比は逆に上昇を続けた。これはこの時期における株式発行が旺盛であったことを示すも

第 5 表 有償増資と配当（単位億円）

	増資額 (A)	配当額 (B)	A/B
昭和 9～11	14.6	28.2	0.52
昭和 24	305.2	18.7	16.33
25	225.2	115.3	1.95
26	329.4	282.6	1.17
27	716.7	413.1	1.73
28	975.0	524.1	1.86
29	864.4	605.0	1.43
30	620.8	698.3	0.89
31	1,151.1	851.1	1.35
32	1,938.0	1,130.1	1.71
33	1,596.3	1,229.7	1.30
34	1,488.7	1,381.0	1.08
35	3,245.2	1,743.1	1.86
36	6,090.2	2,307.8	2.64
37	5,193.9	3,072.5	1.69
38	3,505.2	3,489.0	1.00
39	4,639.0	3,915.0	1.18
40	1,043.6	4,090.4	0.26
41	1,794.0	4,078.9	0.04
42	1,564.7	4,568.9	0.34
43	3,036.5	5,445.5	0.56

東証第一部上場会社分  
東証統計公報

のといえよう。

高度成長期以後における株式による資金調達は、経済の成長とともに増加し、「産業資金供給状況」（日銀調）によれば、昭和30年に955億円であった株式による資金供給額は、最も多かった36年には9285億円に達し、これは30年の約10倍であり、このような株式の増加により産業資金供給に占める株式の割合は14.1%から22.3%に上昇している。株式の資金調達に占める役割は製造業の主要企業においてはさらに大きく、三菱経済研究所の「企業経営の分析」の「資金の使途および源泉」についてみれば30年の285億円から36年には3,545億円に増加し、資金源泉に占める株式の割合も8.6%から15.4%に上昇している。そして増資の盛行により資本金構成比は37年上期まで軽微であるが上昇を続けており、こ

これは自己資本構成比の低下と対照をなしている。この時期にあっては自己資本充実策として、内部資金よりも増資が重視されていたといえるかもしれない。

しかしこのような増資の増加は、一株当たり

第6表 資本金収益率および配当率の推移  
(製造業) (%)

		配当率	資本金 収益率	使用 総資本 収益率	資本 構成比	自己 資本 構成比
昭和30	上	14.56	23.99	3.01	12.55	39.87
	下	14.83	28.82	3.61	12.51	38.93
31	上	14.90	32.78	4.13	12.61	37.83
	下	14.50	33.81	4.54	13.44	35.95
32	上	14.85	32.33	4.17	12.88	33.05
	下	13.48	23.27	3.21	13.80	33.29
33	上	12.31	16.84	2.50	14.86	33.90
	下	12.44	17.36	2.64	15.23	33.88
34	上	12.48	26.21	3.82	14.57	32.33
	下	11.52	32.75	5.13	15.68	32.17
35	上	12.58	32.98	5.10	15.47	31.06
	下	12.06	29.40	4.65	15.83	30.35
36	上	12.51	25.80	4.09	15.87	29.61
	下	11.98	22.08	3.72	16.87	29.76
37	上	11.07	15.75	2.89	18.36	30.38
	下	11.10	13.79	2.53	18.36	29.95
38	上	12.43	18.31	3.23	17.46	29.01
	下	11.55	20.99	3.61	17.02	28.12
39	上	10.87	18.54	3.12	16.63	27.50
	下	10.71	16.36	2.75	16.97	27.18
40	上	9.77	13.14	2.21	16.60	26.47
	下	9.43	13.89	2.29	16.39	26.12
41	上	9.59	17.70	2.87	16.00	25.86
	下	9.99	23.41	3.67	15.41	25.46
42	上	10.38	27.21	4.09	14.64	24.84
	下	10.96	29.32	4.13	13.62	23.68
43	上	11.42	28.55	3.78	12.91	23.18
	下	11.39	31.49	3.96	12.28	22.63
44	上	11.89	34.47	4.11	11.62	22.27

(注) 資本金収益率, 使用総資本収益率, 資本金構成としての間には次のような関係がある。  

$$\frac{\text{収益(資本金)}}{\text{資本金(収益率)}} = \frac{\text{収益(使用総資本)}}{\text{使用総資本(収益率)}} \div \frac{\text{資本金(資本金)}}{\text{使用総資本(構成比)}}$$
 三菱経済研究所「本邦事業成績分析」および「企業の経営分析」より

利益を低下させ、資本金収益率を下降させた。資本金収益率は景気変動による循環的な変動を示しつつ低下の傾向をたどり、これに伴い配当率も漸落傾向を示している。そして使用総資本収益率は景気変動とともに循環的に変動しているが、大体同一水準を保っているのに対し、資本金構成比はほぼ一貫して上昇傾向をたどっているところから、このような資本金収益率の傾向的低下は、主として資本金構成比の上昇によっていたといえよう。このことはこの時期における資本金の増加がいちじるしく、使用総資本や利益金の増加を上回っていたことを示すものである。

もっとも資本金構成比の上昇は、そのすべてが証券市場からの調達によるものではない。増資のなかには無償交付も含まれており、再評価積立金の資本繰入れの促進を規定した資本充実法(昭和29年)により、大部分が再評価積立金であった資本剰余金のかかなりの部分が強制的に資本金に組み入れられた。無償交付は再評価積立金であれその他の剰余金であれ、内部留保の資本金への振替であり、内部留保を減少し、資本市場からの新たな調達が行なわれず利益は増加しないにもかかわらず、配当の必要な資本金が増加することになる。そのため株主の持株は増加し、将来の配当の増加やプレミアム取得の機会を株主に与えるので、配当利回りや資本金収益率の低下にもかかわらず株価を上昇させる要因となる一方、資本市場からの調達に比べ一層資本金収益率を低下させる作用をもっていた。

株式発行は以上のように高度成長過程で増加しているのであるが、株式発行と景気循環局面の間には次のような関係があった。神武景気、岩戸景気の景気上昇局面では、資金需要の大幅な増加に伴い株式発行も増大しているが、それ以上に銀行借入金や支払手形・買掛金その他の外部資金の増加が大きく、資金源泉に占める株式の割合は低下しているのに

わが国における企業資金調達と株式発行（宇野）

対し、景気が行きすぎ、金融引締めが行なわれ、資金需給が逼迫してきた33年上期、37年上期にも株式発行は最盛期に近い水準を保ち、この時期には銀行借入金や支払手形・買掛金が減少しているため、資金源泉に占める株式の割合はむしろ上昇している。このように株式発行の重要性は、企業間信用や借入金依存が困難となる好況末期から景気後退のはじめにかけて増大しており、このことは株式

発行が限界的、補完的な資金源泉の役割しか果たしていないことを示すものといえよう。そして好況期には景気上昇に伴う株価騰貴を背景として時価による一般募集が増加し、特に35・36年の岩戸景気には企業のプレミアム取得額も増大した。しかし増資形態は戦後もなお基本的には株主額面割当という戦前以来の特徴が続いている。全法人についてみれば株主割当は30年代には株式発行の90%前後を占

第7表 資金の使途および源泉の内訳（製造業）（%）

	源 泉								使途源泉 合計額 (億円)	使 途		
	内 部 資 金			外 部 資 金						固定 資産	流 動 資 産	
	社内 留保	減価 償却	計	銀 行 借入金	株 式	社 債	その他	計	棚卸 資産		そ の 他 流 動 資 産	
昭和30年上	10.1	36.7	46.8	△16.4	12.7	2.8	54.1	53.2	1,322	68.0	△ 4.6	36.6
下	9.4	26.8	36.2	11.3	6.2	3.5	47.3	63.8	2,010	52.2	25.1	22.7
31 上	10.5	21.8	32.3	2.2	6.4	0.5	58.6	67.7	2,737	50.8	30.3	18.9
下	7.7	13.2	20.9	24.1	11.0	1.7	42.3	79.1	4,898	43.4	32.1	24.5
32 上	5.9	11.7	17.6	36.4	5.6	1.0	39.7	82.4	6,373	42.4	36.2	21.4
下	7.3	23.9	31.2	70.6	19.2	0.7	△21.7	68.8	3,139	77.8	6.7	15.5
33 上	7.1	34.8	41.9	51.9	23.4	2.2	△19.4	58.1	2,305	93.5	△26.8	33.3
下	6.7	38.1	44.8	40.6	13.0	7.2	△ 5.6	55.2	2,331	86.6	△27.8	39.2
34 上	6.5	22.4	28.9	18.3	3.3	5.0	44.5	71.1	4,468	56.2	6.4	37.4
下	7.8	17.3	25.1	19.7	16.9	5.6	38.3	74.9	6,749	50.0	12.2	37.8
35 上	7.3	17.3	24.7	29.7	9.2	6.0	30.4	75.3	7,329	58.9	17.3	23.8
下	6.6	14.5	21.1	24.3	14.4	10.6	29.6	78.9	9,944	53.8	8.0	38.2
36 上	6.6	16.3	22.9	25.2	12.4	6.3	33.2	77.1	10,938	56.5	15.6	27.9
下	6.1	15.6	21.7	28.7	18.9	1.1	29.6	78.3	12,106	52.8	16.2	31.0
37 上	3.7	20.1	23.8	28.0	24.9	1.2	22.0	76.2	10,149	60.5	6.6	32.9
下	3.6	27.1	30.7	46.7	12.3	1.9	8.4	69.3	7,783	64.1	△ 8.7	44.6
38 上	5.6	25.9	31.5	35.0	6.8	2.3	24.4	68.5	8,766	54.5	2.9	42.6
下	5.2	19.8	25.0	30.5	9.1	3.5	31.9	75.0	13,090	48.5	9.1	42.4
39 上	4.0	21.8	25.8	31.2	11.6	2.6	28.8	74.2	14,198	47.7	13.0	39.3
下	4.2	27.2	31.4	34.0	11.4	1.5	21.7	68.6	11,803	58.7	13.4	27.9
40 上	2.5	39.4	41.9	44.3	1.4	1.7	10.7	58.1	8,381	69.5	4.6	25.9
下	3.3	44.4	47.7	37.3	4.5	6.3	4.2	52.3	7,504	64.5	△ 2.4	37.9
41 上	7.6	42.5	50.1	4.2	1.1	4.2	40.4	49.9	8,099	56.4	2.0	41.6
下	9.0	34.3	43.3	13.9	0.8	△1.1	43.1	56.7	10,438	56.9	12.3	30.8
42 上	8.3	24.6	32.9	16.5	3.0	3.5	44.1	67.1	15,523	54.3	15.0	30.7
下	7.0	19.7	26.7	28.4	1.3	5.0	38.6	73.3	20,482	49.3	16.6	34.1
43 上	8.8	22.9	31.7	33.9	3.4	4.1	26.9	68.3	18,889	59.7	10.7	29.6
下	9.5	21.5	31.0	31.0	2.7	4.1	31.2	69.0	21,698	55.5	11.0	33.5
44 上	8.6	18.5	27.1	24.7	6.0	2.4	39.8	72.9	27,647	49.2	10.9	39.9

三菱経済研究所「本邦事業成績分析」および「企業の経営分析」



わが国における企業資金調達と株式発行（宇野）

第8表 株式の引受・募集区分別発行高（全法人）

	株主割当		第三者割当		一般募集		合計	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
	億円	%	億円	%	億円	%	億円	%
昭和30年	881	85.1	51	4.9	104	10.6	1,035	100.0
31	2,833	90.4	119	3.8	182	5.8	3,134	100.0
32	2,216	87.6	153	6.1	158	6.3	2,528	100.0
33	2,116	88.3	73	3.0	209	8.7	2,397	100.0
34	3,450	88.9	117	3.0	314	8.1	3,882	100.0
35	4,823	88.6	176	3.2	445	8.2	5,445	100.0
36	8,907	91.1	238	2.4	632	6.5	9,777	100.0
37	5,647	89.2	195	3.1	490	7.7	6,332	100.0
38	6,259	85.4	383	5.2	683	9.3	7,325	100.0
39	8,494	92.9	340	3.7	309	3.4	9,143	100.0
40	2,509	83.3	294	9.8	209	6.9	3,012	100.0
41	3,598	79.5	626	13.8	301	6.7	4,525	100.0
42	3,424	81.1	569	13.5	299	5.4	4,222	100.0
43	4,812	81.0	866	14.6	262	4.4	5,940	100.0

・無償分は含まれているがプレミアムは含まない 大蔵省証券局年報

第9表 増資状況（第一部・第二部）

（単位100万円）

	有償払込数		公 募 社 数	一 般 公 募 状 況				無 償 交 付 額	
	社 数	金 額		公募付増 資払込額	公 募 払 込 額	内 額 面 金 額	内 プレミ アム		
昭和30年	143	67,174	2	228	68	63	5	122	19,240
31	361	179,117	45	26,415	5,101	3,504	1,596	322	47,702
32	359	205,137	48	35,101	5,399	3,524	1,874	241	33,356
33	196	172,725	32	38,435	5,087	3,201	1,886	133	22,135
34	234	176,331	62	52,114	14,770	4,688	10,101	224	43,687
35	414	347,260	131	135,971	33,551	10,238	23,313	274	54,094
36	635	673,675	292	361,906	90,146	25,275	64,871	281	57,366
37	596	598,382	180	79,349	19,572	4,542	15,029	277	59,061
38	527	403,038	140	71,268	12,347	3,207	9,139	255	43,976
39	495	530,253	79	71,730	1,897	1,072	824	229	39,775
40	111	118,755	18	2,130	158	55	102	80	17,178
41	202	193,942	33	38,906	1,403	636	766	91	24,523
42	214	204,933	56	64,714	4,735	2,541	2,194	90	14,454
43	231	312,141	82	95,178	10,479	3,948	6,530	98	30,785
44	349	455,078	139	143,140	43,117	7,420	35,696	115	18,028
45(1-7)	196	251,551	97	143,476	97,592	13,305	84,287	78	29,271

山一証券「証券月報」

め、一般募集は多い年で10%で、大体6～8%にすぎず、このような傾向は非上場会社についてだけでなく、上場会社についてもみら

れる。株主額面割当は、株価が額面を上回っており、しかも事実上の増配される場合には増資プレミアムを株主に取得させるため、増

資を容易にするという機能をもっており、この方法によれば株価が額面を若干上回っておれば、金融引締め下においてすら株主は増資プレミアムを失うのを恐れて増資払込みに応じたため、強行増資も可能であった。景気の見行きにより金融引締めが行なわれ、借入金その他の外部資金の調達が困難となった好況末期から景気後退の初期にかけて株式発行が高水準であったのはこのような方法によってであり、資金需要を充たすための株価の低落に対してはしばしば実質的な割引発行である無償交付との抱き合せ増資も行なわれていた。

しかし額面発行には、時価発行と比べ一株当りの調達資金量がすくなく、借入金に比べもともと高い株式の資本コストをさらに高めるといった難点がある。そのため額面発行の魅力となっている増資プレミアムの発生には、企業にその負担に耐えるだけの基礎がなければならず、負担能力のない額面増資は株価の低落をまぬがれないであろう。高度成長期には、企業の成長がはやく、収益の増加も大きく、しかも企業はその成長の大半を利潤率より低い利子率の借入金で賄っていたため、自己資本あるいは資本金に対する利益率を相対的に高め、利益に対する自己資本あるいは資本金のいわば過小化が進んでいた。そのため一定水準以上の配当も企業にとってはそれほど負担とならず、配当の増加は株価を上昇させ、増資プレミアムの取得を可能にしていたため、投資家は投資意欲を刺激された。株価は株主額面割当を、したがって増資プレミアムをおりこんだ形で形成され、証券市場は投機的ブームの様相を呈し、一層の株価上昇や増資プレミアムを期待して、株主はよるこんで額面割当に払込み、時価による一般募集に応募する者も増加した。株式発行はこのような条件の下に、銀行借入金の伸びに遅れながら急速な増加をとげたのである。高度成長期における増加は、したがって借入金の増加に

よる自己資本あるいは資本金の利益率の上昇を基礎としていたといえ、資本金の増加は借入金の能力を拡大するという意味をもっており、両者の間には緊密な関係があり、また増資プレミアムの取得を可能にした株主額面割当は株価騰貴を大幅にする重要な要因の一つとなっていたといえよう。

しかし、相次ぐ増資と企業収益の伸び悩みにより、36年頃には資本金利益率の低下にみられるように、資本金の増加と収益の伸びの対応関係はすでにくずれはじめていた。そしてこのような状態の下で、金融引締めによる借入金その他の外部資金の調達の困難から、企業は多額の株主額面割当増資を行ない、さらには株価上昇時に公募して取得したプレミアムのはきだしによる無償交付と抱き合せ実質的な割引発行による増資を行なったのである。これは収益の増加と資本金の増加の対応関係を大幅に悪化させる以外の何物でもなかった。株主額面割当により景気後退にもかかわらず企業は資金を調達したとはいえ、強行増資は収益に対する資本金を過剰にし、いわゆる「株式過剰」<sup>(3)</sup>を結果し、株価の低落は一層促進されることになった。37年以後における株価の暴落と30年代末から40年代初にかけての株式発行の激減は、このような事情を背景としており、株式額面割当と密接な関係があった。そして株式過剰と景気後退による株価暴落、証券市場の低迷は、山一証券の破綻に象徴されるように、証券業者を危機に落し入れた。そのため39年には過剰株式の棚上げ機関として日本共同証券が富士、三菱、興銀3行の主導の下に設立され、さらに40年には日本証券保有組合がつけられ、日銀の証券特別融資も行なわれる等証券市場の機能強化と体質改善のための大きな対策が発動されたことは周知のところである<sup>(4)</sup>。

そしてこのような株式発行の増加にもかかわらず、個人金融資産残高に占める株式の割合は、10%を多少上回る程度で、30年代には

わが国における企業資金調達と株式発行（宇野）

僅かであるが低下しており、投資信託を加えても半ば頃までは幾分増加したもののその後は減少している。これに対し貯蓄性預金は個人金融資産残高の4割以上を占め、増資が旺盛であった30年代半ば頃には僅かではあるが低下したものの傾向的には上昇しており、このことは企業資金の調達が主として金融機関

を媒介とする間接金融により行なわれたことを裏面から示すものといえよう。そして最近における国民総生産に対する払込資本金や自己資本の比率も戦前（昭和9～11年平均）のそれぞれ85.6%、105.4%と比べていちじるしく低く、昭和30年には12.1%、33.2%、40年には20.8%、35.1%となっている。したがっ

第10表 個人金融資産残高の構成

	昭和30年	35年	40年	43年	
個人金融資産残高合計(億円)	51,038	127,413	308,156	428,236	
内	通貨	27.55	24.14	18.72	16.92
	貯蓄性預金	41.97	40.52	42.30	45.19
	信託	2.82	3.34	4.66	5.55
	保険	7.28	10.03	11.73	12.76
	有価証券	14.69	18.11	18.03	15.67
	公社債	2.26	2.78	3.82	5.42
	株式	11.41	11.02	10.72	8.25
訳	投資信託	1.02	4.32	3.47	1.98
	その他	5.68	3.82	4.56	3.91

昭和43年は3月末その他は12月末日本銀行調より

第11表 株式所有者別構成

	報告 会社数	株式数 (100 万株)	所有別内訳 (%)							
			政府・ 地方公 共団体	金融機関		証券会社	その他の法人		外国人	個人 その他
					うち投 資信託			うち外 国法人		
昭和30年度	2,144	13,530	0.6	20.5	3.4	7.2	18.2	1.5	0.3	53.4
31	2,463	19,383	0.6	22.5	3.2	6.5	20.2	1.3	0.2	50.3
32	2,709	23,408	0.6	22.9	2.7	5.2	20.7	1.2	0.3	50.3
33	2,948	26,952	0.6	25.4	5.5	4.1	20.1	1.0	0.5	49.2
34	3,122	32,846	0.5	25.9	7.9	3.5	21.9	1.2	0.4	47.8
35	3,919	41,441	0.5	26.7	6.3	3.5	22.4	1.1	0.3	46.7
36	4,638	56,840	0.3	27.4	4.6	2.6	22.4	1.3	0.3	47.0
37	5,165	69,127	0.3	28.3	8.3	2.4	21.4	1.4	0.3	47.3
38	5,602	79,097	0.3	28.3	8.5	2.2	22.2	1.7	0.3	46.8
39	6,463	91,767	0.2	27.0	7.0	4.1	22.8	1.8	0.3	45.5
40	7,578	95,338	0.2	26.3	5.0	5.3	23.1	1.9	0.2	44.9
40	4,672	93,370	0.2	26.8	5.1	5.4	23.0	1.9	0.2	44.4
41	4,732	97,144	0.3	27.5	3.3	5.0	23.2	2.0	0.2	43.8
42	4,686	102,017	0.3	28.4	2.2	4.1	25.1	1.9	0.2	42.0

注 昭和40年度末では資本金5,000万円以上、41年度からは資本金1億円以上の株式会社（便宜上40年度については資本金1億円以上の計数を掲記）東京証券取引所調

て高度成長期における株式発行は旺盛であったとはいえ停滞的で狭隘であったといわねばならない。また系列化の進展に伴い株式所有における個人所有の割合が低下し、金融機関や会社の持合いの比重が増大していることも注目される。

以上述べてきたように高度成長期における株式発行はかなり盛んであったとはいえ、資本市場はなお狭隘で、コストの安い借入資本によってまず投資を行ない企業利益の増加を背景に事後的に増資をして返済するという形態をとって進められ、新株の発行は主として借入金の信用基礎の拡大という性格をもち、また限界的補完的な資金源泉の役割しか果たさず、しかも大部分が株式額面割当により行なわれたため資金コストは高く、借入金利子との開きは他国と比べてはるかに大きく、これらの事情もわが国の企業の自己資本比率をいちじるしく低下させる要因の一つとなっていた。

- (1) 志村嘉一『日本資本市場分析』第4章「株式発行と発行市場の構造」参照。
- (2) 戦後における株式市場の発達については『証券経済講座』第1巻『日本経済と証券・金融』第2・3章、第2巻『企業と証券市場』第4・5章、川合一郎編『日本証券市場の構造分析』第1章等参照。
- (3) 株式資本の不足より過剰への転化の様相については伊牟田敏克「企業の資金調達政策」（川合一郎編『日本証券市場の構造分析』第2章）に詳しく述べられている。
- (4) 川合一郎『信用制度とインフレーション』第11章「管理通貨下の株式恐慌と信用パニック」参照。

### 3 資本構成と財務危険

ところで資本構成と資金調達方法の間にはどのような関係があるであろうか。これに関連し最も注目されているのは資本コストと資本構成の関係である。そして資本コストと資本構成に関しては、二つの対立する考え方が

あることは周知のところである。その一つは伝統的な見解で、一定限度内の借入資本の増加は、自己資本コストに変化がないため、資本コストの低い借入資本の増加により平均資本コストは低下し、企業の総価値は上昇するが、借入資本が一定の水準をこえれば借入資本の増加に伴う危険のため、株価は低落し自己資本コストを上昇させ、平均資本コストも上昇する。そして平均資本コストが最低になり、したがって企業価値を最大にする自己資本と借入資本の組合せが最適資本構成であるというものである。他の一つはモジリアーニ＝ミラーの説で、所得税を無視すれば資本コストと資本構成は全く無関係であり、どのような借入資本の増加も平均資本コストを変化させないというもので、最適資本構成を否定するものである。モジリアーニ＝ミラーの主張は、伝統的財務論の重要な理論空白を埋めるのに寄与するところがすくなくなかったとはいえ、この理論の基本的前提である「完全市場」「さや取り売買」などに疑義があり、企業と個人の借入れを同じに取り扱っていることは事実と反し、租税の取扱いにも問題があり、甲論乙駁なお議論が戦わされているが、ここでこの問題に深入りすることはできない。ただ両者の根本的相違が借入資本の増加による財務危険に対する評価の違いにあることを指摘するだけにとどめよう。

財務危険は、事業自身の性格に由来し資金調達方法の如何にかかわらず発生する不確実性要素である事業危険と区別され、もっぱら資金調達方法にもとづく危険であり、借入資本を利用することによって生ずる危険である。したがって自己資本だけで企業の資本のすべてがまかなわれている場合には発生しない。それは借入資本利率が高ければ高いほど、また負債比率が大きければ大きいほど拡大される危険であり、それには借入資本の増加により株主に帰属する利益の変動が拡大されるというものと、債務の履行が欠損を発生



図2-1 他人資本構成比と株価の関係  
(昭和34~36年)

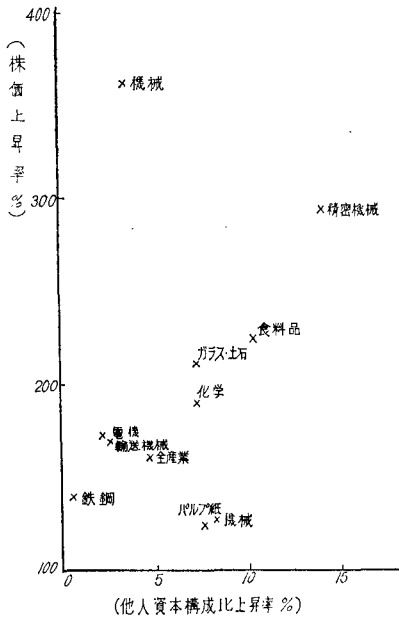


図2-3 他人資本構成比と株価の関係  
(昭和40~43年)

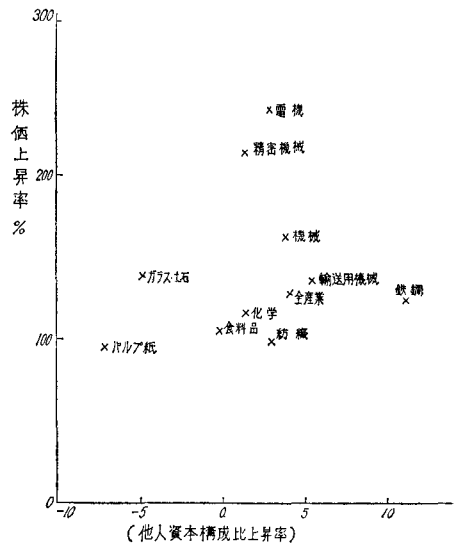


図2-2 他人資本構成比と株価の関係  
(昭和36~40年)

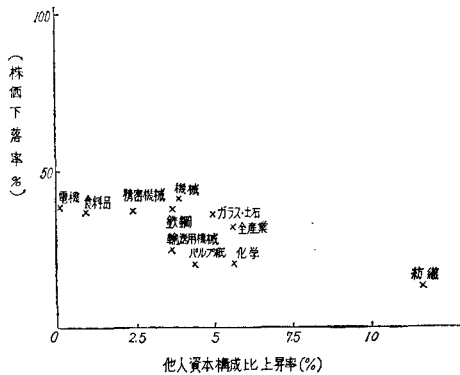
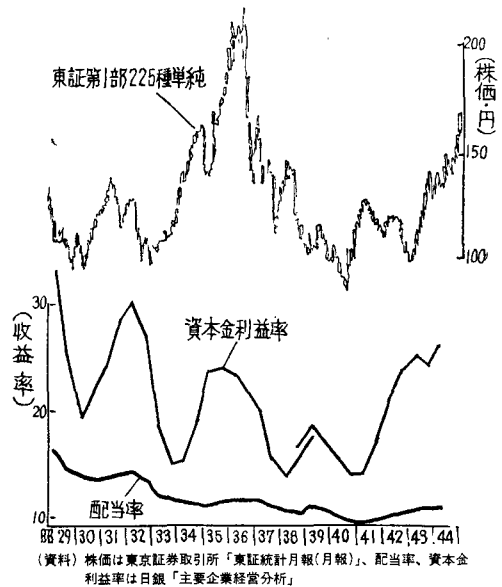


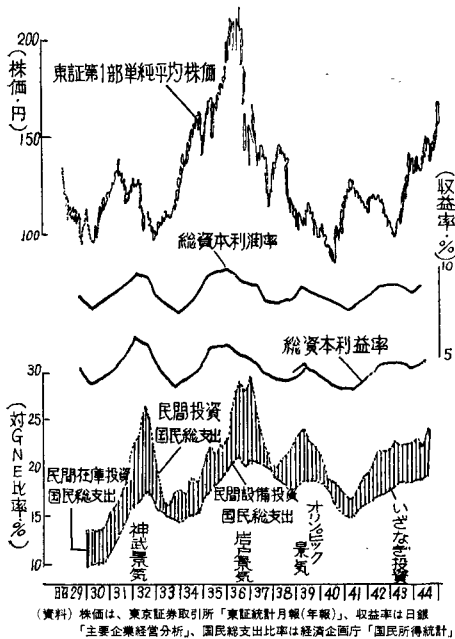
図3 配当率・資本利益率・平均株価



昇はほとんど影響を与えていない。株価は企業の経営状態だけでなく、一般の経済状況によって左右されるため、変動要因は複雑多岐であるが、基本的には配当の利回り採算を基準として上下するものと考えられてきた。しかし30年代には配当率は景気変動による上下を繰返しながらも一貫して低下傾向を辿り、その低下率も30%前後に達しているにもかかわらず、株価は趨勢として36年まで上昇を続

けた。またアメリカで一般化している株価収益率において重視されている配当だけでなく社内留保を含めた一株当たり利益をみても、資本金利益率の推移が示すように、配当率同様好不況により変動しながら傾向的に低下し、

図4 景気循環・企業収益率・平均株価



その低下率も配当率同様30%前後に及んでいる。したがってこれらは高度成長期における株価の指標として必ずしも有効であったとはいえないであろう。そして株価は配当率や資本金利益率よりもむしろ景気変動に伴って上下しており、企業の収益率では景気変動と近似的な動きをみせている総資本利益率との関連の方が深いといわれている。借入金の増加による自己資本構成比の低下による財務危険は、わが国では時系列的にみても産業別にみても株価にほとんど影響を与えているとはいえないようである。

戦後のわが国では借入資本の増加による自己資本比率は20%と戦前のわが国や欧米諸国と比べいちじるしく低いにもかかわらず、財務危険が現われなかったのはどのような理由によっていたであろうか。負債比率の上昇に伴う財務危険を相殺する主な要因として次のことがあげられている<sup>(2)</sup>。最大の理由はわが

国の企業の収益性が確実で、しかも成長性が高くしたがって事業危険が小さく、総資本利益率が一定水準以下に下降しないということである。すでに述べたように借入資本の増大により、株主に帰属する利益の変動が拡大されるという意味における確実性の低下という危険はともかく、支払不能を招くおそれがあるという財務危険は、安全性を見込んだ一定の限度までは危険はほとんど問題にならない。そのため一定水準以上に総資本利益率が下る危険がなければ、借入資本利用に伴う危険発生のおそれは考える必要がほとんどなく、異常な企業成長をとげたわが国の企業の他人資本依存度が非常に高いのはこのためであり、自己資本の立場にたつきがり、高度成長過程にあっては、他企業と競争してマーケットシェアを拡大するためには、借入資本依存を高めざるをえないというのである。また成長企業の場合には株価が上昇し将来の収益株価率が非常に高いため借入資本コストが上昇してもなお相対的に安い平均資本コストとなる可能性が大であるということや、産業企業と金融機関が癒着状態を示しているわが国の特殊事情のもとでは、負債比率の上昇が必ずしもそれに伴って財務危険を上昇させないということ<sup>(3)</sup>等もわが国の企業の借入資本への依存を高める要因となっていたといわれている。

事実、高度成長期にはわが国の企業の事業危険の状態を示す総資本収益率は、景気変動により変動しているが比較的安定しており、また借入金依存度の上昇にもかかわらず借入金利率はほとんど変化なく、利子対利子支払前利益比率は好・不況による利潤率の変動により上下はあるが大きな変化はみられない。そしてこれらの事情がわが国の負債比率を高めた要因の一つとなっていたことは否定できないであろう。しかしこのことはわが国の企業の事業危険がアメリカの企業とくらべ低いということの意味しない。例えば総資本

利益率をみればアメリカと比べわが国の水準は低く、より安定的であるとはいえない。また細かく見れば問題もすくなくない。景気の後退した昭和33年、37年、40年には総資本利益率は2.5%あるいはそれ以下に低下している。産業別にみれば、総資本利益率が比較的高くしかも安定しているのは食料品、ガラス土石製品、機械、電気機械、輸送機械、精密機械で、3回の景気後退期に一度も2.5%を割らなかつたのは輸送用機械だけである。そ

第13表 アメリカの製造業の利益率（%）

	総資本利益率	自己資本利益率
1955	8.28	12.49
1956	7.95	12.28
1957	7.09	10.94
1958	5.72	8.61
1959	6.86	10.40
1960	6.02	9.26
1961	5.80	8.87
1962	6.30	9.78
1963	6.57	10.27
1964	7.38	11.62
1965	8.01	13.00
1966	8.01	13.43
1967	6.88	11.72
1968	6.85	12.06
1969	6.34	11.47

Federal Trade Commission-Securities and Exchange Commission, Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations より

して総資本利益率が低下すれば、借入金依存度に変化がなくても借入金利率が固定的であるため、利子対利子支払前利益比率は上昇し、3回りの景気後退期には50%を上回っており、特に総資本収益率が低く借入金依存度が高い鉱業、パルプ・紙、石油精製等では60%をこえ、しばしば70%を上回っている。昭和44年上期の利子対利子支払前利益率が30%以下であるのは、食料品、機械、電気機械、精密機械にすぎない。また、総資本利益率が高く安定しており借入資本の増加による財務危

険がすくないはずの産業の方が自己資本構成比や資本金構成比が高く、逆に総資本利益率が低く財務危険が大きいはずの産業の方が借入資本への依存が高く、自己資本構成比や資本金構成比が低くなっていることも無視できない。昭和44年上期における製造業の自己資本構成比は22.27%で、総資本利益率は4.11%であるが、細分類で自己資本構成比が30%を上回っている業種は製菓、印刷、医薬品、ガラス等17業種でその総資本利益率の平均は6.50%であるのに対し、自己資本構成比が18%以下の精糖、パルプ・紙、石油精製、船舶、鉄道車両等7業種のそれは2.17%となっている。したがってわが国の企業の危険がすくないとは必ずしもいえず、ましてや戦前のわが国やアメリカと比べ低いとはいえない。そして自己資本構成比が低位にとどめられているのは、借入資本が多いこともさることながら、わが国の企業の利益率が低く、利益や増資により返済することができないためであるともいわれている。

したがって戦後のわが国における企業の自己資本比率のいちじるしい低下は、企業の資金調達方式それ自体にあるというよりは、むしろ体制的な企業資金の需要供給構造のなかにその原因があったといえよう。戦後のわが国の経済再建は、周知のように復興金融庫の融資を中心としたインフレ的資本蓄積方式によってはじまり、昭和24年いわゆるドッジ・ラインにより民間主導の蓄積方式に切りかえられた。そしてドッジ・ラインによる復金融資の停止後は、企業の資金需要が企業に優先して再建整備されていた銀行に殺到し、銀行は日銀信用に支えられながらその貸出に応じ、日銀信用—金融機関—企業という資金ルートが形成される一方、国家信用の流入はその性格を変えて、開発銀行に引き継がれ、さらに輸出入銀行、長期信用銀行など民間金融機関の融資能力の不足を補うものとして政府資金をバックとした長期信用機関が整



備され、高度成長期までに貸付資本市場は証券市場とくらべものにならないほどの拡充をみ、間接金融構造はいちじるしく強固なものとなっていた。このような間接金融構造の強化を背景として、高度成長期に銀行は、零細性のゆえに主として銀行預金に向けられた個人貯蓄を貸出源泉としただけでなく、不足分を日銀信用により賄うことができたため、日銀からの借入可能性をも支払準備として、旺盛な企業の資金需要に対し積極的な信用供与を行なったのである。激しいシェア競争において、成長を高め採算を良くするために預金の伸張を望んでいた銀行は、企業預金の伸びの大きい成長企業に対する貸出を増加し関係を強めていっただけでなく、銀行信用の安定的確保をはかるため癒着を強めようとする停滞企業に対しても、企業の返済能力や担保能力に格別の不安がなければ貸出に応じた。そしてこの過程において銀行は系列化を進めていったのであるが、このような状況のもとでは銀行は企業の資本構成や財務内容を余り問題にしていなかった。欧米の銀行では自己資本比率や流動比率などの財務比率が一定の水準以上あることを貸出の条件としているのはこの点で大きな差があった。鉄鋼大手6社などが世界銀行借款において財務比率の改善を要求されたことは周知のところである。

そして39、40年の景気後退期には、利潤率の低下のため、多額の借入金に依存していた体質の脆弱な企業のなかには危機に陥ち入るものがすくなくなかった。特に長期間拘束される固定資産を返済期間の短い短期借入資本で賄っていた企業の財務流動性の悪化はいちじるしく、金融機関との間に緊密な関係をもっていなかった企業では、金融機関の選別強化を契機として、山陽特殊鋼をはじめとし上場会社で倒産するものが41社にも及んだ。その中には急成長を遂げた非癒着企業がすくなく、これら企業にいわば癒着企業の財務危険までがしわよせされたものともいえる

う。そのため資金の調達を最重視し、専ら借入資本に依存して成長した企業の行動に対する反省がおり、自己資本充実の要請が高まるとともに、資金調達におけるコスト意識はいちじるしく強まった。そして自由化の進展による国際競争力強化の要請もこの傾向を促進する要因となっていた。したがって戦後のわが国の企業金融における借入資本依存による自己資本比率のいちじるしい低下は、体制的なものと深くからまっており、銀行の貸出態度やそれを可能にした金融政策や金融構造が大きな役割を果たしていたといわねばならず、企業の資金調達方式はそれを前提とするもので、企業としてはかなり合理的なものであったといわねばならない。

- (1) 河野豊弘他『投資決定論』86, 87ページ。  
 (2), (3) 市村昭三『資本構造計画論』121, 122ページ参照。

#### 4 企業金融の多様化と時価発行

証券恐慌を伴った昭和39、40年の景気後退は、公債発行による財政支出の増加と輸出の伸張を契機として41年から上昇に向い、停滞していた設備投資も再燃し、個人消費も安定した伸びを示し、増収増益は4年に及び、岩戸景気を上回る息の長い好況を現出した。この過程で、わが国の国際的地位はいちじるしく向上し、国民総生産がアメリカに次いで資本主義諸国で第2位になり、国際競争力の強化により、国際収支が恒常的な黒字基調となり、国際化に対応した体質変化が行なわれる一方、物価騰貴や公害等のひずみはいちじるしく拡大し、労働力の不足も激化したことは周知のところである。そしてこのような景気の上昇により、企業の利益は増大し、「株式過剰」により長期低迷を続けていた株式市場も再び活況を呈し、このような好況を背景に株式発行は再び増加に向った。増資の規模は

岩戸景気の時期には及ばず、資金源泉に占める株式の割合もそれ程高くはなかったが、企業の資金調達方法には従来にはみられなかった変化が現われた。43年以降公募時価発行や時価転換社債の発行が増加し、また国際化の進展に伴い、成長性の高いわが国企業に対する外国資本の対日投資や国内企業による外資導入が増加し、これらは国際的な企業金融方式をわが国に導入するきっかけとなり、さらに最近の企業収益のめざましい伸張により企業の社内留保率が高まり自己金融力が強まる等々。もっぱら借入資本に依存していた30年代と異なり、企業金融にいわゆる多様化の様相が現われている。

そしてこのような企業金融の多様化のなかにあつて、最も注目を惹いたのは公募時価発行の増加である。資本蓄積が多く、株主のレントナー化の進んでいるアメリカでは、公募時価発行は1920年代から行なわれており、ヨーロッパ諸国では最近プレミアム発行や時価発行が増加している。わが国でも公募時価発行は戦前から散見し、太平洋戦争前には軍需景気を背景とした重化学工業化の進展による資金需要の増加に伴い、新興財閥による株式売出しとプレミアム獲得が行なわれ、戦後も昭和35、36年の株式ブーム期にはしばしば公募時価発行がなされ会社の増資プレミアムは相当の額に達した。とはいえ、これまでの増資は株主額面割当が主軸で、公募比率が高くプレミアムが大きくても、株主額面割当の付属部分にとどまり、「公募付き」の額面発行であった。しかし43年1月に発表された日本楽器の増資は、これとは異なり、いわば「公募一本」の「完全時価発行」であった。そして日本楽器の成功に刺激され、44年半ば以後「完全時価発行」を行なう会社が増加し、45年7月末までには23社に達し、公募株数は1億5000万株に及び、なかでも大和ハウス、ソニー、松下電器産業、小松製作所等のそれは増資規模が大きく非常に注目をあつ

めた。その結果公募払込額は増加し、44年には431億円となり、45年(1月—7月)には976億円に達し、これはこれまでの最高であった36年を上回り、プレミアム額もそれぞれ357億円、843億円に増大した。

また、時価での株式への転換が認められ、株式時価発行と共通面をもち、公募時価増資への橋渡しの役割を果たすといわれる時価転換社債の発行も、時価発行に刺激され増加した。41年の日本通運の時価転換社債の発行後一時中断していたが、44年8月の日立金属の発行を契機として増加し、約1ヵ年間に明らかにされた銘柄は20に及び、発行総額は690億円に達し、これは電力債を除いた44年度の事業債の純増額1,580億円の半分近くとなっている。そして株式時価発行が株価が高く比較的資本金の小さい会社に多く、プレミアムの獲得がねらわれているのに対し、時価転換社債では漸進的な資本の充実に重点がおかれ、株価は中位どころで資本金は時価発行銘柄より概して大きいものが多い。時価発行では資本金の最も大きい松下電産が371億円(発行前)であるが、時価転換社債を発行した日本通運、東レ、石川島播磨、日産自動車などはいずれもこれを上回っている。

ところで、時価発行は額面発行とどのように異なっているのであろうか。企業にとって最も重要な相違は、時価発行では株式の発行が市場価格によって行なわれるため、株価が額面価格を上回っている企業では配当の支払を要しないプレミアムが取得され、資金調達コストは額面発行と比べ低いということである。税金を除いて考えれば、額面発行では企業にとって配当率がそのままコストになるが、時価発行では配当と時価である発行価格が対比されるため、一定配当率の下では株式価格が高いほどコストは安くなる。もっとも時価発行においては資本剰余金に組み入れられたプレミアムが将来株式配当という形で株主に還元されるのが普通であり、このことが

考慮されねばならないであろうが、これを考慮に入れても株式配当には一定のタイムラグがあり、すくなくともその間は企業にとり低コストの資金の利用が可能である。そして株価が高いほどコストが安くなるため、額面発行にみられた配当率が高く株価の高い高収益・高成長企業ほど調達資金コストが高く、株価の安い低配当の低収益・低成長企業ほど資金コストが安くなるという不合理が是正される。

また、時価発行では株式発行が市場価格で行なわれ、企業の資金調達が株式市場価格の変動に直接結びつけられているため、流通市場と発行市場が結合されることになる。その結果、株式市場の社会的資金配分機能がはたらくようになり、株価を反映したプライスマカニズムを通して合理的な資金配分が行なわれ、好況期における資金調達あるいは高収益高成長企業の資金調達は促進されるのに対し、不況期ないし低収益低成長企業の資金調達が抑えられることになる。そのためこれまでの額面発行にみられた株式発行の企業金融にとっての限界市場としての性格は弱められ、また企業にとって株価の高いことが資金調達においてほとんどメリットとならぬという状態が改められ、企業経営者の株価に対する関心を強めさせるとともに、株価を通して増資の自動調節作用が働き、証券市場の正常化にも役立つであろうということである。

そして44年～45年初にかけての時価発行の増加は、次のようなそれを可能にする要因が企業内外に形成されてきたためであった<sup>(4)</sup>。増収増益が長期にわたって続き、しかも配当率を堅く抑え、配当性向を低位に維持することにより、資本金利益率の上昇にみられるように、増資負担に耐えうる企業が増加しただけでなく、40年の不況の経験や国際化時代への移行により、企業が資金調達におけるコスト意識を強め、増資主体である企業の態度がコストの安い長期安定資金を調達しようとする

ようになったためであるが、それと同時に増資に対する証券市場の側にも変化がみられる。すなわち、戦後最長といわれる好況と企業業績の順調な推移により、株価が上昇し時価発行を可能にする条件が形成され、他方、40年以降の増資減少により配当金が増資払込金より長期にわたって上回るという好条件が続き、株主の増資引受け能力が増加していた。のみならず、資本自由化を背景として外国資本の対日投資が増加し、国内投資資金の蓄積とならんで株式市場を拡大させる要因となっていた。また証券業界の合理化の過程で進行した銀行による証券会社の系列化や、株式市場の活況による証券会社の資本蓄積等により、証券会社の金融的基盤を強め、公募時価発行に欠くことのできないアンダーライター機能が強化されていた。そして時価発行は、株主額面割当においては失権株が端数調整のために公募株の引受けに限られていた証券会社の機能をいちじるしく拡大し、証券会社に多額の手数料収入を獲得する機会を与えることになり、このことは時価発行の増加の重要な要因の一つとなっていた。さらに外国投資の増加に伴い株式配当利回りに代って株価収益率が株式投資あるいは評価の基準として採用されるようになったことも時価発行を促す要因となった。時価発行が一般化しているアメリカでは、株価収益率が定着しており、それは株主に分配される配当だけでなく、社内留保をも含んだ一株当たり利益を株価形成の基準としている。いわば直ちには株主に分配されない社内留保をも資本還元するものといえ、従来の方式よりは一般に株価を押し上げる性格をもっている。そして株価収益率が配当と直接関係しないところから、企業利潤の社外流出を防ぐ作用をもち、配当性向の低下による内部留保の相対的増加のため、資本金利益率は高められ、株式を過小化するため将来における配当増加や株式配当が期待され、株価の上昇は促進され、特に収益力の

高い成長企業についてこの傾向は強い。そして株価の一層の騰貴の期待は一般投資家の時価での購入を容易にするであろう。

しかし過渡的段階にあるわが国の時価発行には問題がすくなくなく、時価発行に対する時期尚早論も多数みられた<sup>(2)</sup>。これまでわが国では額面発行、株主割当という増資慣行があり、株主は額面割当による増資プレミアムの取得を期待していた。公募時価発行はこの株主の期待を裏切り増資プレミアムを会社がただ取りするものであり、株主の新株引受権を侵害、剝奪するものである。また現在の株価は株主額面割当により増資プレミアムが取得できるという期待のもとに形成されており、時価による公募は株主のこの期待をふみにじるものであり、株価を暴落させるであろう等々。そしてわが国における事情は、公募時価発行が一般化しているアメリカと比べかなり異なっている。

増資の7-8割が公募時価発行であるアメリカでは、資金調達は約7割が留保利潤と減価償却からなる内部資金によって賄われ、外部資金では社債・借入金が多く、株式発行による資金調達は極く僅かで、株式発行の約7割が株式配当および株式分割によって占められていることは周知のところである。自己金融による継続的な利潤の再投資が行なわれることにより、機能資本は増加し、企業利潤は増加するが、株式数は増加しないため、株式資本過小化の傾向を含んでおり、たえず株価を上昇させる力をもっており、株価の上昇を背景に行なわれる株式配当、株式分割は多くの場合自己金融による株式資本の過小化を是正するためのものであり、無償株式の発行はそれが行なわれた時点だけをとれば払込みのない株式発行であるが、自己金融にもとづく機能資本の増加、収益力の増加による株式発行の遅れを遅ればせながら取戻すためのものといえよう。そして資本の必要による増資における時価発行はこのような資本蓄積方

法によるたえざる株価上向の傾向のもとに行なわれている。そのため時価発行によりプレミアムが会社側に取得され、増資前の株主の持分希薄化が行なわれただけでなく、時価発行に応じた者にも株式分割、株式配当や配当政策により、それ相応ないしそれ以上のものが将来むくいられることが期待されている。したがって増資の最低条件といわれる増資前の株主の持分価値を希薄化させないこと、増資後株主に払込額に対する配当を維持することの二つの条件が時価発行においてもみたまされている。そしてこのような事情のため所有と経営の分離がいちじるしいといわれながらアメリカでは、株主と経営者の間に信頼関係が保たれているといわれており、このことが公募時価発行は株主権の剝奪に通ずるにもかかわらず、アメリカにおける時価発行をスムーズにしている理由であるといわれている<sup>(3)</sup>。

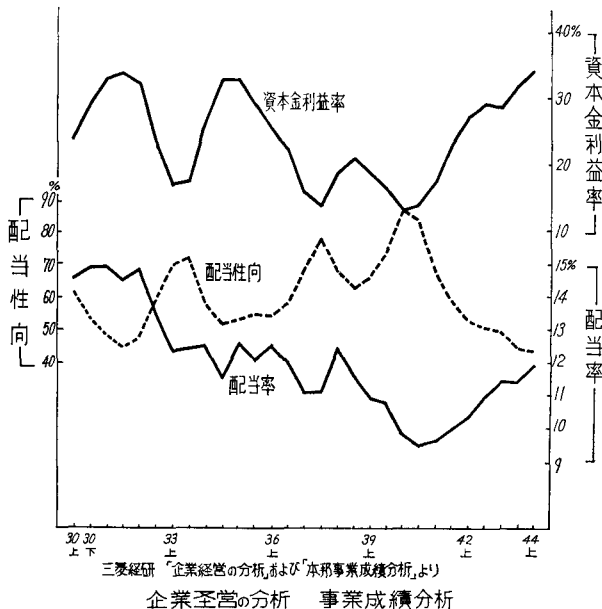
これに対しわが国では、これまでの増資をみれば、「かけこみ増資」「金繰り増資」等企業の収益力を無視した増資がすくなくなく、特に増資が集中した好況末期から景気後退初期にかけていちじるしく、資本金の増加に収益の増加が応じられず、株式資本の過剰化をもたらし、株価の下落により期待していた増資プレミアムの取得ができないものや、配当の負担を軽減するため増資後配当率の低下した企業がすくなくない。またかなりの期間にわたって株式払込金が配当を上回っており、必ずしも株主は十分むくいられていたとはいえない。そしてわが国における時価発行が国際化時代を控え、コストの安い長期安定資金を調達しようとする企業の必要に主としてよっていることにも問題がある。時価発行による調達資金のコストの低下は、額面に対する配当率を一定とすればプレミアム分に相当する無利子無配当の資金が調達でき、時価発行では原則として発行株数がすくなくすみ、配当負担が軽減されるからであり、配当

率の据置きということがその前提となっており、資金コストの引下げをねらう企業にとりこのような考えが底に流れていたといえよう<sup>(4)</sup>。時価発行は企業がプレミアムをただ取りし、株主の権利を侵害するという主張は、このような事情を背景としている。そしてこのような非難に対処するため、時価発行の発表と同時に株主に無償交付を予約することを要請されているが、これは将来における配当金の増加を伴い必ずしも資金コストは安くならず、時価発行をしようとする企業の要求に反するだけでなく、収益の増加が伴わねば企業の負担はむしろ増大することになるであろう<sup>(5)</sup>。したがって時価発行が定着できるか否かは、投資後における企業の恒常的な収益力の向上、換言すれば企業の自己金融による資本蓄積とどのように結びつくか、また株式配当その他の形で株主にどの程度還元するか、ということと密接な関係があるといえよう。

調達資金総額に占める内部資金の割合は年により変動があり、一般に設備投資が増大する好況時には低下し、設備投資が伸び悩み景

気後退時には上昇する傾向がある。そして41年以後の景気上昇とともに、再び外部資金への依存度は上昇し、自己金融化率は39、40年の景気後退期と比べ低下している。とはいえ最近における自己金融化率は、岩戸景気の時と比べれば高く、特に社内留保の比重の増大が注目される。景気回復により総資本利益率は上昇し企業は高収益を続けているが、最近の増資テンポはゆるやかで、資本金利益率は岩戸景気を上回る水準まで高まり、増復配企業が増加し、配当率も上昇した。しかし不況の経験から企業の経営態度は慎重になっており、配当性向はひき続き低下し、また特別償却引当金、退職給与引当金、各種蓄積性引当金などの積増しも増加している。これに対し設備投資の額およびその伸び率は昭和30年代の経済成長過程に比べ抑えられていた。その結果内部資金の割合は岩戸景気と比べ高まっており、これは企業の体質を強化することになり、銀行に対する過度の依存を徐々に解消するものといえるかもしれない。またこれは企業の将来における配当負担力の増大を意味

図5 資本金利益率、配当率および配当性向



第14表 株価・企業収益・社内留保の相関

株 価	社 数	総資本 利益率	資本金 利益率	自 己 資 本 比 率		留 保 率	固定比率
					社内留保		
500 円以上	31	13.3	206.0	38.6	27.7	77.4	79.9
300～399円	32	10.7	104.9	33.1	21.0	66.2	103.0
150～199円	50	8.1	79.9	28.2	17.2	61.2	133.0
50～79 円	118	7.2	31.6	21.1	9.0	42.7	217.9
以上平均	231	8.7	75.6	26.6	15.0	54.6	165.1

(注) 44年9月期決算会社（製造業）を対象、株価は44年9月30日現在のもので東京証券取引所第1部、第2部上場会社、なお500円額面は50円額面に換算  
志村嘉一「企業金融の多様化と金融市場」『経済評論』1970年6月号

する。そしてこのように総資本利益率が高く、社内留保率の高い企業の株価は高く、44年から45年はじめにかけて時価発行が行なわれたのはこれら企業である。株価収益率を基準として株価形成が行なわれるようになると、企業の収益力が高い成長産業企業や高収益企業では、配当を抑制し社内留保を多くすることにより株価は上昇するのに対し、企業収益の低い低成長産業企業では株価を上げるためには逆に社内留保を低くし配当を多くせねばならぬといわれる。したがって高収益企業では企業の収益力が高く一株当たり利益金が大きく、配当率を抑え社内留保を多くすることにより、将来の配当増加や株式配当などが期待されるため、株価は高く上昇傾向にあり、企業資金の調達は自己金融が中軸となり、増資が必要な場合には公募時価発行も容易である。これに対し低収益企業では企業の収益力が低く、一株当たり利益金は小さく、社内留保を抑えて配当率を高めても株価は低いため、公募時価発行は困難であり、必要な資金調達は内部資金の形成がすくないため外部資金に依存せねばならず、株式の発行は株主額面割当によらざるをえないが、時価発行の普及によりこれも困難となり、外部資金では借入資本に頼らざるをえないであろう。このように成長産業企業と低成長産業企業の間には企業金融に大きなひらきができるであろう。

企業資金の調達は、景気状況や産業種類、個別企業によってその内容は異なるであろう。そしてアメリカの影響や金融引締めにより株価の低落した45年6月頃以後株式発行はまた減退しておりなお曲折がありいろいろの過渡的措置が必要であろう。とはいえわが国においても株式による資金調達は、大勢として自己金融化のすすむ条件が整いつつある企業による株式発行は公募時価発行の方向を辿っている。しかし時価発行は額面発行と比べ資金調達コストが低いとはいえ、税金を負担せねばならぬため借入資本に比べればコストが高いことには変りない。時価発行が一般的であるアメリカにおいても、株式は最も資金コストの高い資金源泉であり、資金調達のために行なわれる株式発行はすくない。資金調達はまず内部資金によって賄われ、不足分が外部資金に依存されるが、外部資金では社債、借入金の借入資本、株式の順となっており、株式発行は資金調達のためよりも株式配当、株式分割の方が多く、主として社内留保による機能資本の蓄積により、その増加が遅れた資本金を、事後的に取戻すためのものとなっている。したがって時価発行が定着し、プライスマカニズムが作用するようになり、株式発行と借入資本のコスト差が縮小するとしても、株式発行による資金調達は企業にとり必ずしも有利とはいえない。株式発行が困難になる低成長企業はいうまでもなく、時価発行

が可能である成長企業においても公募時価発行による増資により、自己資本が急速に充実されることはないであろう<sup>(7)</sup>。資本蓄積が十分でなく自己金融化率のなお低いわが国では資金需要の増加とともに借入資本への依存は依然として高率であり、長期の借入資本である社債市場の発達が期待され、借入資本の利用によるプラスのレバレッジ効果は引続き期待されるであろう。特に収益力の低い企業にあっては借入資本は従来にも増して重要な資金源泉になるといえるかもしれない。

しかし企業の資金調達方法がどのように変化するかは、企業を取巻く金融市場とくに資本市場の状況や金融政策に影響されるところがすくなくない。金融の再編成は、日本経済の国際化に伴い体質変化が論議され、国債発行や資本自由化などの新しい条件が現われた昭和40年前後から問題となり、それは金融機構・制度の改革だけの問題でなく、金融機能、金融活動等広義の金融市場を再編成し、金融を効率化するという問題を含んでいることは周知のところである。そして国債発行や資本自由化は特殊な形で展開されてきたこれまでの金融政策の変容を要請し、固定的な低金利政策の改訂による金利機能の回復、金融政策の国際的準化は不可避であろう。それは資金の循環構造の変化と相俟って、オーバーローン体制の後退と資本市場機能の拡大の方向に進めるであろう。そして、これは企業金融における格差を拡大し、したがって成長企業と衰退企業の格差をさらに拡大することになるであろう。

- (1) 最近の時価発行の増加については志村嘉一「企業金融の多様化と金融市場」『経済評論』1970年6月号、伊奈健二「国際化時代にはいった証券市場」『証券経済』第110号等参照。
- (2) 野田全治『株式時価発行の研究』64—72ページ。
- (3) 江口行雄『時価発行と転換社債』100—102ページ。
- (4) 投資計画における投資の切り捨て率として

の資本コストは機会原価の概念にもとづき収益株価率基準で算定されるが、経営者のなかには配当を資金調達のためのコストと考え、支出原価の概念から株式資本コストを配当利回り基準で算定するものもすくなくなく、とくにわが国で時価発行に関連し資本コストが低下するという場合はこの考えによっているものが多い。そして時価発行ではコストのかからない増資プレミアムが取得できるため、一株当りの配当金を一定とすれば勿論、名目的に増配しても、一定限度にとどめれば、実質的な減配となり資本コストは下るとされる。しかし増資コストをこのように一株当りの配当金を中心としてみた場合、新規の調達資金のコストをみただけでは不十分である。増資後の配当は、新規調達資金に支払われるだけでなく、増資前の資本金にも当然支払われねばならず、新株と旧株を総合したコストをみる必要がある。また増資後増資プレミアムを株式配当として株主に還元するとすればそれも考慮に入れらねばならない。したがって増資後の増配、株式配当などの如何によってはコストは必ずしも低いとはいえず、低下は増資した一時だけになる場合もあるであろう。

- (5) 額面発行により増資プレミアムを発行時に取得することと、時価発行により増資プレミアムを企業に払込み、その後株式配当その他の実質的増配により増資プレミアム相当額が株主に還元されることの間には、株主にとってその相違は、事前と事後の時間的遅れだけのこととなるであろう。しかし両者がタイムラグを除き同じとなるためには事後的に株主への還元が行なわれるという保証がなくてはならず、経営者と株主の間に信頼関係があることが前提となる。このような信頼関係がないわが国では両者の差は大きく、株価維持のためには時価発行と同時に無償交付を公表するとか、一挙に時価発行に移行せず、時価発行と額面発行の中間形態であるプレミアム発行等の過渡的措置が必要であろう。
- (6) ウォルターは社内留保と株価の関係を次のように公式化している。すなわち

$$\text{普通株の市場価格} = \frac{1 \text{株当り配当} + \frac{\text{社内留保}}{\text{市場資本化率}}}{\text{市場資本化率}} = \frac{\text{の収益性}(1 \text{株当り利益} - 1 \text{株当り配当})}{\text{本化率}} \text{収益株価率}$$

この式によれば社内留保の収益性が収益株価率を上回っている収益性の高い企業は社内留保を多くした方が株価上昇し、逆に社内留保

## わが国における企業資金調達と株式発行（宇野）

の低い企業は、配当を多くする方が株価は上昇することになる。

- (7) わが国の企業が自己資本の充実を真剣に考の収益性が収益株価率を下回っている収益性えていいるかは問題である。負債に含まれる利益留保的な引当金および減価償却による自己金融、異常に高い企業間信用の累積額、土地など値上りのいちじるしい資産の再評価等を考慮にいれれば実質的な自己資本比率はそれ

程悪いとはいえない。資本構成の悪化は企業外部に存在する「もたれ合いの経済機構」に根本原因があり、総資本的にも個別資本的にも危機意識はほとんどない。そして企業の資本構成是正論は、資本構成悪化の虚構性を正当化することにより、減税その他政策の手段としているにすぎないという意見もある。伊奈健二「企業の資金調達と資本構成」（大阪証券経済研究所編『戦後証券経済論』）。