

わが国の「金融構造の特徴」の再検討

—日米両国企業のバランス・シートの比較をめぐって—

黒田 巖・折谷 吉治

1. 要 約

本稿は、わが国企業金融の構造および企業行動を分析するための前提として、これまでわが国の企業金融のきわだった特色とされてきた観念、すなわち①低い自己資本比率（他人資本の優位）、および②高い金融機関依存度（間接金融の優位^{（注1）}）について、日米両国企業のバランス・シートの比較を通じて再検討したものである。その結論は次の3点である。

- ① 従来の事実関係の検証方法は、表面的かつ一方的であって修正を要する。すなわち日米両国の間には、企業の有する資産の含み益、リース・金融子会社等を利用した資金調達方法の普及度合、或は社債の発行・消化態様等に関して重要な差異があり、バランス・シートから財務構成上の特色を比較検討する場合には、こうした差異を調整しなければならない。
- ② 必要と思われる修正を行うための情報はきわめて不十分であり、したがって日米間の異同について断定的な結論を下すことは危険である。
- ③ もっとも、そうした制約のもとではあるが、前記の差異の程度を推計して仮に修正を行ってみた結果では、企業金融の

日米間の相違は少なくとも大幅に縮小する。

そうだとすると、従来の一般的議論にややもするとみられたように、日本企業の特殊性を表面的に強調してこと足れりとするのでは不十分であろう。むしろ①彼我の違いにこだわらず、一般的な企業金融理論に基づいて、わが国企業の行動を理論的に説明すること、②何故環境を異にする日米両国の企業の金融構造に多少とも類似の点が生じるのかを分析し、理解する方向で対処すること、が必要ではないと思われる。

本稿自体は決して新たな理論を提出しようとするものではなく、むしろ理論が前提ないし説明すべき現象について検討しているに過ぎない。positive な分析は全て今後の課題である。また、本稿は冒頭に示したバランス・シート上の特徴に関する固定観念を問題としているのであって、それ以外のこと、たとえばわが国における銀行の影響力の強さといったことを否定しようとするものではもちろんない。

なお、本稿作成過程における会計上の問題については、米国証券アナリスト協会会員、三国陽夫氏およびMorgan Stanley International Inc. 社許斐勝夫氏から有益な助言を頂いた。本稿は1978年度六甲コンファレンス（53年7月）に提出した報

（注1） 日本の企業金融の「特徴」を語る場合、従来「銀行貸出金利が規制によって低位硬直的」であることが第一に挙げられることが多かった。この点についても、本号第2論文において疑問を提起するとともに、alternative viewの提出を試みた。

告論文を加筆、修正したものである。

2. 「低い自己資本比率」の再検討

(注2)
自己資本比率の低さをわが国企業金融の特徴のひとつに数えることが常識化しており、
(注3)
表面的な統計でみる限りその通りである(第1表参照)。

しかし、①わが国企業資産の簿価と市場価値との乖離、および②米国企業の off-balance-sheet finance 依存の両面から再検討してみると、こうした通念の妥当性はきわめて疑わしいもので、少なくとも誇張されていることがわかる。

(1) わが国企業資産の簿価と市場価値との乖離

わが国企業の自己資本比率が米国企業のそれに比べて異常に低いという通説に対して直ちに生じる疑問は、わが国企業資産の簿価と時価(市場価値)との乖離が大きいという問題である。

すなわち、わが国企業会計では土地や機械設備等の資産は取得原価で計上されるが、こうした資産の時価は戦後一貫して急速な上昇をみたため、両者は大きく乖離している。戦後一応資産再評価が行われたものの、その後の含み益は資本勘定に反映されていない。金融機関が企業の担保力をみる場合に固定資産の時価評価額を別途調査し

(注2) 本稿ではわが国の慣習に従い、自己資本比率を資本勘定の総資産に対する比率(広義自己資本比率)としたが、米国では総資産から current な部分を除いたものを分母とすることが多い。

(注3) 例えば、「自己資本比率(広義の自己資本/総資産)について日米両国の製造業の推移をみたのが下表である。これによると、1969年末における日本の自己資本比率は21.9%と米国(54.6%)の半分にも達しない低水準である」(日銀調査月報45年11月「1960年代の日米両国の企業金融の変化について」)とされている。

法人企業(製造業)の自己資本比率の要因分析

(単位 %)

		自己資本 比 率	資本金 比 率	剰余金等 比 率	剰余金等 対有形固 定資産比 率	有形固定 資産比率
		(広義の 自己資本 総資産)	(広 込 資本金 総資産)	(剰余金・ 純損益 総資産)	(剰余金・ 純損益 有形固定 資産)	(有形固定 資産 総資産)
日 本	年末					
	1965	24.1	14.2	9.9	37.9	26.2
	1966	23.7	13.0	10.7	43.8	24.4
	1967	22.9	11.7	11.2	47.6	23.5
	1968	22.2	10.6	11.6	48.0	24.1
	1969	21.9	9.6	12.3	51.2	23.9
米 国	年末					
	1965	60.8	22.0	38.8	99.2	39.0
	1966	58.9	20.6	38.3	97.0	39.4
	1967	58.2	20.2	38.0	94.6	40.1
	1968	56.2	19.2	37.0	93.4	39.6
	1969	54.6	18.7	35.9	90.7	39.6

(注) 自己資本比率=資本金比率+剰余金等比率。
剰余金等比率=剰余金等対有形固定資産比率
×有形固定資産比率。

(資料) 日本は大蔵省「法人企業統計季報」、米国は
FTC「Quarterly Financial Report」によ
る。

(第1表) 日米両国企業(製造業)の表面上の自己資本比率

<日 本>

(単位 10億円)

年度	資 産 または 資本・ 負 債 計	資 本 ・ 負 債 構 成													
		資 本		払 込 資 本		負 債		固 定 負 債		流 動 負 債		短 期 借 入 金		買 掛 債 務	
		構成比	%	構成比	%	構成比	%	構成比	%	構成比	%	構成比	%	構成比	%
1963	11,221	3,225	28.7	1,905	17.0	7,996	71.3	2,634	23.5	5,362	47.8	2,144	19.1	1,740	15.5
1964	14,652	4,053	27.7	2,452	16.7	10,599	72.3	3,471	23.7	7,129	48.7	2,812	19.2	2,701	18.4
1965	15,582	4,130	26.5	2,519	16.2	11,452	73.5	3,925	25.2	7,526	48.3	3,159	20.3	2,622	16.8
1966	16,678	4,342	26.0	2,532	15.2	12,336	74.0	4,117	24.7	8,218	49.3	3,261	20.0	2,932	17.6
1967	19,455	4,733	24.3	2,611	13.4	14,722	75.7	4,925	25.3	9,797	50.4	3,613	18.6	3,707	19.1
1968	22,575	5,261	23.3	2,734	12.1	17,314	76.7	6,139	27.2	11,174	49.5	4,045	17.9	4,221	18.7
1969	27,299	6,092	22.3	2,986	10.9	21,207	77.7	7,536	27.6	13,671	50.1	4,587	16.8	4,474	20.1
1970	31,065	6,668	21.5	3,160	10.2	24,397	78.5	9,024	29.0	15,373	49.5	5,113	16.5	6,271	20.2
1971	35,765	7,218	20.2	3,402	9.5	28,547	79.8	11,246	31.4	17,301	48.4	6,092	17.0	6,092	17.0
1972	38,665	7,959	20.6	3,444	8.9	30,706	79.4	11,660	30.2	19,046	49.3	6,464	16.7	6,637	17.2
1973	46,724	9,011	19.3	3,533	7.6	37,713	80.7	12,791	27.4	24,922	53.3	7,401	15.8	10,127	21.7
1974	51,244	9,383	18.3	3,584	7.0	41,861	81.7	14,097	27.5	27,764	54.2	9,384	18.3	10,375	20.2
1975	76,106	14,266	18.7	5,638	7.4	61,840	81.3	21,758	28.6	40,082	52.7	14,334	18.9	14,837	19.5

(資料) 日銀「国際比較統計」(原資料は日銀「主要企業経営分析」)。

<米 国>

(単位 億ドル)

年度	資 産 または 資本・ 負債 計	資 本 ・ 負 債 構 成													
		資 本		払 込 資 本		負 債		固 定 負 債		流 動 負 債		短 期 借 入 金		買 掛 債 務	
		構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	
1963	3,026	1,924	63.6	741	24.5	1,102	36.4	440	14.5	662	21.9	79	2.6	285	9.4
1964	3,233	2,036	63.0	758	23.4	1,197	37.0	477	14.8	720	22.3	88	2.7	316	9.8
1965	3,591	2,181	60.8	790	22.0	1,409	39.2	569	15.8	840	23.4	114	3.2	335	9.3
1966	4,023	2,368	58.9	830	20.6	1,655	41.1	675	16.8	980	24.4	156	3.9	392	9.7
1967	4,372	2,543	58.2	883	20.2	1,829	41.8	809	18.5	1,020	23.3	165	3.8	423	9.7
1968	4,859	2,732	56.2	934	19.2	2,127	43.8	964	19.8	1,163	23.9	187	3.8	476	9.8
1969	5,437	2,971	54.6	1,019	18.7	2,466	45.4	1,111	20.5	1,355	24.9	246	4.5	549	10.1
1970	5,782	3,108	53.8	1,063	18.4	2,674	46.2	1,250	21.6	1,424	24.6	270	4.7	555	9.6
1971	6,113	3,271	53.5	1,114	18.2	2,842	46.5	1,370	24.1	1,472	22.1	248	4.1	537	8.8
1972	6,634	3,531	53.2	1,181	17.8	3,103	46.8	1,473	22.2	1,631	24.6	239	3.6	640	9.6
1973	7,423	3,864	52.1	1,204	16.2	3,559	47.9	1,599	21.5	1,960	26.4	312	4.2	758	10.2
1974	7,690	4,084	53.2	1,299	16.9	3,606	46.9	1,679	21.8	1,927	25.1	363	4.7	681	8.9
1975	8,115	4,357	53.7	1,354	16.7	3,758	46.3	1,873	23.1	1,885	23.2	268	3.3	695	8.6

(資料) 日銀「国際比較統計」(原資料はFTC「Quarterly Financial Report」)。

ているのも、こうした事情を反映したものといえよう。したがって、わが国企業の自己資本比率を米国と比べるためには、まずこうした資産評価方法の影響を除くとうどうなるかについて、大まかな見当をつけておく必要がある。

見当をつける方法のひとつは株式の時価総額を手掛りとするものであろう。すなわち、Modigliani & Miller の理論〔1〕、〔2〕によると、企業の価値は株式および負

債の市場価値に一致する。この理論には種類の批判もあるが、いま仮にこれにそのまま依存することとし、負債勘定については B/S 上の金額をそのまま使用し（厳密には社債等については市場価値を使用すべきであるが、以下ではこの点は無視する）、資本勘定については株式の時価総額（52/3月末時点）をとり、修正 B/S を作ってみると、東証一部上場製造業（559社）の自己資本比率は修正前の 18.5% から 32.6% にまで上昇する（注4）（第2表）。

（第2表）株式の時価により修正した場合のわが国企業の自己資本比率
（東証一部上場製造業 559 社）

（昭和 51 年度末）

（1）修 正 前

	10億円	%
流 動 負 債	35,129	(51.7)
支払手形・買掛金	13,178	(19.4)
短 期 借 入 金	11,448	(16.8)
負 債 性 引 当 金	1,534	(2.3)
固 定 負 債	19,201	(28.2)
社 債	2,797	(4.1)
長 期 借 入 金	13,135	(19.3)
負 債 性 引 当 金	2,444	(3.6)
特 定 引 当 金	1,112	(1.6)
自 己 資 本	12,569	(18.5)
計	68,010	(100.0)

（2）修 正 後

	10億円	%
負 債	54,330	(67.4)
自 己 資 本	26,255	(32.6)
計	80,585	(100.0)

（注）負債＝流動負債＋固定負債。

自己資本＝52/3月末時点の当該企業の時価総額。

（資料）東証「証券」および同「統計月報」。

いまひとつの方法は、ある時点の資産の時価を直接推計してB/Sを修正してみる（いわゆる「資産再評価」）ことである。山一証券経済研究所〔3〕の試算（第3表）によると、東証一部上場年2回決算企業（49／3月末時点、594社）の自己資本比率は修正前の15.8％から、償却資産だ

けを再評価した場合には24.1％に、さらに土地も含めて再評価した場合には47.4％まで上昇する。^{（注5）}

資産再評価不十分という問題はもちろん米国企業についてもあろうが、その程度はわが国に比較して小さいものとみられる。米国製造業584社の自己資本比率は株式時

（第3表）資産を再評価した場合のわが国企業の自己資本比率

（東証1部 上場594社、48年度末）

（再評価前）		（単位 億円）	
流動資産	518,746	流動負債	474,980
固定資産	332,361	固定負債	201,704
{ 償却対象資産	169,683	引当金	40,203
土地	23,016	資本	134,713
繰延資産	493	{ 資本金	59,263
		法定準備金	21,723
		剰余金	53,727
自己資本比率	15.8%	1株当り純資産	113.7円
資産合計	851,600	負債・資本合計	851,600
（注）減価償却累計額 160,091. （再評価後—ケース1—償却資産のみ）			
流動資産	518,746	流動負債	474,980
固定資産	424,693	固定負債	201,704
{ 償却対象資産	262,014	引当金	40,203
土地	23,016	資本	227,045
繰延資産	493	{ 資本金	59,263
		法定準備金	21,723
		再評価積立金	92,332
		剰余金	53,727
自己資本比率	24.1%	1株当り純資産	191.6円
資産合計	943,932	負債・資本合計	943,932
（再評価後—ケース2—償却資産プラス土地）			
流動資産	518,746	流動負債	474,980
固定資産	844,607	固定負債	201,704
{ 償却対象資産	262,014	引当金	40,203
土地	442,930	資本	646,959
繰延資産	493	{ 資本金	59,263
		法定準備金	21,723
		再評価積立金	512,246
		剰余金	53,727
自己資本比率	47.4%	1株当り純資産	545.8円
資産合計	1,363,846	負債・資本合計	1,363,846

（注）再評価税は考慮していない。

（資料）〔3〕。

（注4） 株価の変動を考慮すれば、より正確には多くの時点についてこうした修正を行い、比較してみることが望ましい。

（注5） 吉岡氏〔4〕は、資産評価の観点から、わが国企業の自己資本比率が戦後趨勢的に低下してきたという通説に疑問を呈している。

価総額で修正すると確かに上昇はするが（第4表）、その幅は10%ポイント程度にとどまりわが国の場合ほど大きくない〔ちなみに、米国の代表的企業（9社）について同様の修正を施してみると（第5表）、J.P.Stevens社、Bell & Howell社等修正後の自己資本比率が逆に低下するものもある〕。これは、米国においてはわが国のように戦後の極端なインフレや高度成長がなく、またこれに伴う地価の急騰がなかったためとみられる。

(2) 米国企業の off-balance-sheet finance

わが国企業の自己資本比率が米国企業に

比較して異常に低いという通説に対して次に生ずる疑問は、米国企業における off-balance-sheet finance の盛行である。

米国の企業は、B/S上の自己資本比率を高くみせるため、B/Sに計上されない形の資金調達（off-balance-sheet finance）を盛んに行う。off-balance-sheet finance は明らかに他人資本の導入であり、自己資本比率比較のためにはこれを修正してみる必要がある。

off-balance-sheet finance の形態には様々なものがあるが、ここでは①販売金融子会社を通ずる finance、②リースによる finance、③production payment finance（注6）

（第4表）株式の時価により修正した場合の米国企業の自己資本比率

(1) 修正前

	75 年 末 億ドル	%	76 年 末 億ドル	%
負 債	3,221	(50.1)	3,586	(50.3)
自 己 資 本	3,214	(49.9)	3,540	(49.7)
計	6,435	(100.0)	7,126	100.0)

(2) 修正後

	75 年 末 億ドル	%	76 年 末 億ドル	%
負 債	3,221	(42.2)	3,586	(40.3)
自 己 資 本	4,417	(57.8)	5,312	(59.7)
計	7,638	(100.0)	8,898	(100.0)

（注）修正後の自己資本は、当該企業の各年末時点の株式時価。

（資料）米国 Standard & Poor's社の米国主要企業財務データに基づく。

（注6）このほか、米国企業の自己資本比率が高い理由として、①退職金基金の積立制度の違いからわが国企業のように退職給与引当金勘定が設けられていないこと、②および銀行借入における credit line の慣行、などが指摘できる。

① 退職年金の問題

わが国企業では将来支給される退職金を在職期間中の費用とみなし、退職給与引当金として

(第5表) 株式時価により修正した場合の米国の代表的企業の自己資本比率

(76年末)

	修正前 (A)	修正後 (B)	(B) - (A)
	%	%	%
Bell & Howell	42.8	27.8	(Δ15.0)
Bethlehem	54.5	43.7	(Δ10.8)
Crown Zellbach	51.2	59.8	(+ 8.6)
Dow Chemical	41.8	68.3	(+26.5)
Ford Motor	45.1	36.5	(Δ 8.6)
G E	43.6	64.1	(+20.5)
J. P. Stevens	53.6	38.4	(Δ15.2)
R C A	33.3	45.5	(+12.2)
U. S. Steel	55.9	49.7	(Δ 6.2)

(資料) 各社 Annual Report.

固定負債に計上するのに対し、米国企業では退職給与は一時金ではなく年金として支払われ、その費用は年金基金として積立てられるが、積立額は信託財産であっても購入した保険証券であっても、B / S に計上されない。したがって、米国企業の年金費用の積立額をわが国の退職給与引当金と同様に負債とみなせば、その分だけ自己資本比率は低下する (Annual Report で年金費用の積立額を明らかにしている代表的企業について試算すると、第8表(注2)のとおり)。

② 銀行借入における credit line の償行

米国企業は期末に短期借入金残高をなくそうとする傾向がわが国企業より強く、これが表面上の自己資本比率を相対的に高める要因となっている公算が大きい。そこで、これを修正するための一つの目安として米国企業の銀行借入に対する credit line (必要に応じていつでも借りられる約束となっている額) を disclose している企業について、これを負債とみなした (限度一杯借入れたものとみなした) 自己資本比率を計算してみると、第8表(E)欄のようになった。ただし、こうした credit line のうちには企業が自社発行コマーシャル・ペーパーの back-up (何らかの理由でコマーシャル・ペーパーを買戻す必要が生じた場合に使用する資金の予備) のために設定しているものもあり、この部分は常に未使用の状態になっているから、credit line 全額によって修正するのは過大であり、第8表の結果はあくまでも一つの参考に過ぎない (credit line のうち、どの程度がコマーシャル・ペーパーの back-up のために

等について修正してみるとこととする。^(注7)

イ. 金融子会社を通じた finance

米国では企業の多くが販売金融会社 (finance company) を子会社として経営しているが、販売金融小会社はSECの定める連結決算対象に入っていない。^(注8) このため、金融子会社を通ずる finance は off-balance-sheet finance のひとつの手段となっている。^(注9) 販売金融会社は資金の大部分を外部資金に依存しているため、その自己資本比率が通常極めて低い。従って通常使われる製造業のデータから算出される自己資本比率は実態以上に嵩上げされている可能性が強い。

そこで以下では、金融子会社の外部資金導入も親会社の負債とみることによって、

米国企業の自己資本比率を修正してみるとこととする。もっとも、米国では日本のような全産業にわたる統合バランスシートがなく、また金融子会社の債務に関する集計データも入手不可能なため、個別企業のベースでみるしかない(第6表)。

修正方法としては、①親会社の出資と金融子会社の資本勘定を相殺するとともに、②売掛、買掛のある場合には、親会社の売掛債権と金融子会社の買掛債務をそれぞれ相殺したうえ、B/Sを連結して自己資本比率を計算する方法をとった。

まず、GMとその金融子会社 "GM Acceptance Co." (自己資本比率は僅かに7.4%)とを連結すると、自己資本比率は連結前の58.9%から23.2%ポイントも低下して35.7%となる。GEの場合も金融子

設定されているかについてはデータ入手が困難である)。

(注7) ここに挙げた企業の中には、自社株保有 (treasury stock) 高をB/Sの両側から差し引いているためその分だけ自己資本が低目に出ているものもあり、その場合にはわが国との比較では自社株保有高を資本に加えてみる必要があることになる。しかし、次のように自社株保有高の負債総額に対する比率は総じて低く、自社株保有高を自己資本に加えても米国企業の自己資本比率は大きく変化しないことがわかる。

企業名 (自社株保有高/負債総額)

Bethlehem	(1.4)%
Todd Ship yard	(0.2)
J. P. Stevens	(1.7)
Melville	(0.002)
GE	(1.6)
Dow Chemical	(3.8)
Westinghouse	(0.5)

なお、このほか、自社株保有のないことを明記している企業(1社)、自社株保有高をB/Sに計上している企業(1社)、自社株についての記述のない企業(7社)があった。

(注8) 例えば、U.S.SteelのAnnual Reportでは、これを "Majority owned subsidiaries are consolidated, except for leasing and finance company ……" と明記している。

(注9) なお、金融子会社を連結決算の対象に含めない理由は、単にB/S上の自己資本比率を高く見せるためだけでなく、親会社と業務内容の異なる子会社を連結することによって、親会社のB/Sの内容が不明確になるのを避けるといった積極的な理由もある。

(第6表) 米国企業の金融子会社による資金調達の実例

〔GMのケース〕

(1) 金融子会社 (GMAC) のB/S

(1976年12月末、単位100万ドル)

	金額	構成比%
総資産	19,432.2	100.0
現金預金	279.4	1.4
市場性ある有価証券	293.6	1.5
金銭債権	18,696.4	96.2
その他	162.8	0.8
負債・資本の部	19,432.2	100.0
短期借入金	8,605.3	44.3
買掛債務他	2,880.9	14.8
長期借入金	5,201.6	26.8
劣後借入金	1,309.5	6.7
自己資本	1,434.8	7.4

(2) 親会社 (GM) との連結B/S

(1976年12月末、単位100万ドル)

	GM	構成比%	GM+GMAC	構成比%
総資産	24,442.4	100.0	40,266.0	100.0
流動資産	15,472.6	63.3	32,568.2	80.9
現金預金	427.8	1.8	707.2	1.8
有価証券	4,197.1	17.2	4,490.7	11.2
売掛債権	3,959.1	16.2	20,481.7	1)50.9
在庫	6,327.8	25.9	6,327.8	15.7
前払費用	560.8	2.3	560.8	1.4
投資その他	1,872.2	7.7	485.6	2) 1.2
自社株	99.6	0.4	99.6	0.2
有形固定資産	6,961.1	28.5	6,992.5	17.4
繰延資産	36.9	0.2	120.1	0.3
負債・資本の部	24,442.4	100.0	40,266.0	100.0
流動負債	7,916.0	32.4	17,228.4	42.8
買掛債務・短期借入	3,067.4	12.5	12,379.8	1)30.7
納税引当金	1,651.5	6.8	1,651.5	4.1
未払負債	3,197.1	13.1	3,197.1	7.9
長期借入金	1,069.8	4.4	7,580.9	18.8
その他の負債	562.0	2.4	592.0	1.5
繰延税金他	479.4	2.0	479.4	1.2
資本の部	14,385.2	58.9	14,385.2	2)35.7

(注1) GMの売掛債券およびGMACの買掛債務を
2,173.8百万ドルそれぞれ相殺した。

(注2) GMの投資およびGMACの資本を1,434.8
百万ドルそれぞれ相殺した。

(資料) 週刊「東洋経済」52.10.13日号

〔GEのケース〕

(1) 金融子会社 (GE Credit Co.) のB/S

(1976年末、単位 百万ドル)

負債・資本の部	5,056.6	(100.0) [%]
買掛債務	312.3	(6.2)
短期借入金	2,164.1	(42.8)
納税引当金	569.6	(11.3)
長期借入金	1,463.5	(28.9)
自己資本	547.1	(<u>10.8</u>)

(2) 親会社 (GE) との連結B/S

(1976年末、単位 百万ドル)

	親会社 (構成比)	連結B/S (構成比)
負債・資本の部	12,049.7 (100.0) [%]	16,246.9 (100.0) [%]
支払手形	611.1 (5.1)	611.1 (3.8)
買掛債務・ 短期借入金	879.7 (7.3)	3,043.8 (18.8)
未払負債	1,169.7 (9.7)	1,169.7 (7.2)
納税引当金	554.9 (4.6)	1,124.5 (6.9)
長期借入金	1,322.3 (11.0)	2,785.8 (17.1)
その他負債	2,259.1 (18.7)	2,259.1 (13.9)
自己資本	5,252.9 (<u>43.6</u>)	5,252.9 (<u>32.3</u>)

(資料) Annual Report

〔Bell & Howellのケース〕

(1) 金融子会社 (Bell & Howell A.C.) のB/S

(1976年末、単位 千ドル)

負債・資本の部	94,942	(100.0) [%]
買掛債務	455	(0.5)
短期借入金	18,870	(19.9)
長期借入金	56,875	(59.9)
自己資本	18,742	(<u>19.7</u>)

(2) 親会社 (Bell & Howell) との連結B/S

(1976年末、単位 千ドル)

	親会社 (構成比)	連結B/S (構成比)
負債・資本の部	343,154(100.0) [%]	418,899(100.0) [%]
支払手形	1,765(0.5)	20,635(4.9)
買掛債務	28,148(8.2)	28,148(6.7)
短期借入金	27,330(8.0)	51,689(12.3)
未払負債	51,689(15.1)	27,330(6.5)
納税引当金	55,723(16.2)	112,598(26.9)
長期借入金	3,675(1.1)	3,675(0.9)
その他負債	174,824(<u>50.9</u>)	174,824(<u>41.7</u>)
自己資本		

(注) 連結方法は、GMの場合と同様。

(資料) Annual Report

会社（自己資本比率 10.8%）を連結すると自己資本比率は連結前の 43.6% から 11.3% ポイント低下して 32.3% となる。Bell & Howell 社の金融子会社の自己資本比率は 19.7% と比較的高いが、それでも連結後の自己資本比率は 9.2% ポイント低下し、41.7% となる。

なお、ここでの連結は Annual Report において disclose された金融子会社のみにとどまるが、もしそれ以外の金融子会社も連結すれば自己資本比率はここでみた以上に低下すると思われる。すなわち、財務内容が disclose されている金融子会社は主要なものだけであり、例えば GE 社の場合 disclose された金融子会社に対する出資額は連結決算されていない子会社全体に対する投資の 62% にとどまっている点から推して、多くの企業では disclose されていない金融子会社がなおかなりあるとみられる（連結されない小会社の大部分は金融的な業務を行っているのみで差しつかえない。金融子会社以外の子会社は連結の対象になるケースが多いからである）。しかも、企業によっては全く金融子会社の財務内容を disclose していない場合もあり、例えば Ford 社は “Ford Motor Credit Company” をはじめ世界各国に 11 社の連結されていない金融子会社をもっており、それら 11 社の 76 年末資本勘定総額は Ford 本社のその 19.5% にも及ぶが、その負債金額が親会社の Annual Report に disclose されていないため、この 11 社を連結した

場合の Ford 社の自己資本比率がどの程度となるかは不詳^(注 10)である。おそらく表面上の自己資本比率に比べかなり低下することは間違いないと推察される。

なお、こうした問題はわが国企業についてもありうる訳であるが、下記のような理由からその度合は米国企業に比べて少ないものとみられる。第 1 に、わが国の場合企業金融面で総合商社の果す役割が大きいのではないかと考えられるが、これを含めた全産業の自己資本比率は製造業のみのそれをそう大きく下回るわけではない（77 年 3 月末全産業自己資本比率 14.2% に対し、製造業自己資本比率 17.6% <大蔵省法人企業統計>）。第 2 に、わが国企業の自己資本比率は、大手企業の場合（資本金 10 億円以上の主要企業全産業 15.2% <日銀主要企業経営分析、75 年 3 月末現在>）と中小企業までも含めた場合（資本金 1 千万円以上の全産業 14.9% <大蔵省法人企業統計、75 年 3 月末現在>）とで殆んど差がないところからみて、子会社を連結しても自己資本比率が大きく変ることはないとみられる。

ロ. リースによる finance

所有権の移転を伴わないリース資産は通常 B/S に計上されない^(注 11)ので、リースによる設備投資は自己資本比率を表面的には低下させない off-balance-sheet finance の今ひとつの柱となっている。

また、米国における年間リース契約高

(注 10) もっとも、証券取引委員会 (SEC) に提出される有価証券報告書 (Form 10K) では disclose されているはずである。

(注 11) J. Hyers [5] は次のように指摘している。

「リースが主として資金調達の方策 (a financing device) として使用されてきた諸事例

(1975年現在)は150億ドルと民間設備投資額の13.3%にも達しており(商務省調べ)、かなり一般化していることがわかる。

これに対し、わが国のリース契約高は昭和52年度で7,013億円(リース事業協会調べ)と、同年度の民間企業設備投資のわずか3.0%にとどまっている。

したがって、日米両国企業の自己資本比率を比較する場合には、米国企業のリースによる資金調達を正當に修正してみることが不可欠である。もっともリース修正のための集計データの入手が不可能であるため、以下では個別企業について、Annual Reportの脚注をもとに仮にリース資産を購入されたものとみなした場合に自己資本比率がど

の程度影響を受けるかを試算した(第7表)。

なお、ここでも金融子会社の連結の場合と同様に、Annual Reportにdiscloseされたものについてのみ修正している。

リース依存の大きいMelville社(靴類製造販売業)についてみると、同社は第7表(2)に示したように76年中に有形固定資産の53.5%に上る100,685千ドルのリース料を支払うとともに、77年以降最低限

513,054千ドルのリース料支払を約束している(これは「最低賃借料(minimum rental commitment)」と呼ばれる^(注12))。

仮に、現在リースしている資産の全てをB/Sに計上したとすると^(注13)同社のB/Sは(3)のように変化し、自己資本比率は表面

には特別に関心がある。おそらくこうした方策の発達の一つの主要な理由は、……… 伝統的なリースの会計処理を利用することをリース使用者が賢明と感じたということである。貸借対照表にこの負債を示さないことによって、リース使用者は財務上の仮定的基準——貸借対照上の負債が少なければ、それだけ会社の地位は高い——を遵守してきた。セール・アンド・リースバック(the sale and leaseback)は資金調達の方策としてリースを使用することの顕著な一例である。」

なお、リースによるoff-balance-sheet financeが余りに盛行してきたため、最近ではリースをcapitalizationしてB/Sに表示させる方向で規制が強化されつつある。

(注12) 「賃借料は確定額であることもあるが、リース自体の法的性格、すなわち債権契約の任意性に基づき変動賃借料で契約してもよい。変動賃借料はパーセンテージ・リース(percentage leases)に代表され、それは販売や用役の量の変化にしたがって変化する。このようなリース契約の場合には、最低額が特定化されるのが一般的である。したがって将来の賃借料を問題とする場合に確定額が把握できないことがあり、そこでは最低額が問題とされる。」(リース会計〔5〕)

このような場合に、現在有しているリース資産の将来に亘る最低リース料支払額である「minimum rental commitment」がAnnual Reportの脚注に示される。

したがって、実際のリース料の支払額は、当額資産の稼働状況如何によってこれを上回る訳で、たとえばMelville社の場合、1977年のminimum rental commitmentが44,777千ドルに対し、76年中の実際のリース料金支払額は100,685千ドルとなっている。このため、ここで行ったようなminimum rental commitmentをもとにしたリース負債の推計は、この面ではかなり控え目の数字となっている(したがって、自己資本比率に対する影響は過小評価)。

(注13) B/Sにおけるリース負債のより正確な処理方法としては、J. Hyers〔5〕が次のように実際のリース料支払額を各リース資産の耐用年数別に割引現在値に引き直したものを使用すべ

(第7表) 米国企業のリースによる資金調達の実例

(Melville社のケース)

(1) 表面上のB/S

(76年末、単位 千ドル)		
負債・資本の部	472,313	(100.0%)
支払手形・買掛債務	109,224	(23.1)
未払負債	6,620	(1.4)
納税引当金	19,865	(4.2)
長期借入金	58,582	(12.4)
その他負債	27,565	(5.9)
自己資本	250,457	(53.0)

(2) リース支払額 (=リース負債)

(Minimum Rental Commitment)

1977 年	.....	44,777	千ドル
78 "	.....	42,381	
79 "	.....	40,916	
80 "	.....	38,792	
81 "	.....	36,266	※なお、1976年中
82~86 "	.....	153,721	のリース料金は、
87~91 "	.....	102,385	100,685千ドルと
92~96 "	.....	42,973	なっている。
以降	.....	10,843	
計	.....	513,054	

(3) リース負債を加えたB/S

(76年末、単位 千ドル)		
負債・資本の部	985,367	(100.0%)
支払手形・買掛債務	109,224	(11.1)
未払負債	6,620	(0.7)
納税引当金	19,865	(2.0)
長期借入金	58,582	(5.9)
その他負債	27,565	(2.8)
リース負債	513,054	(52.1)
自己資本	250,457	(25.4)

上の53.0%から27.6%ポイント低下して、25.4%とかなり低水準となる。

なお、同様の方法でリース修正後の主要各社の自己資本比率を第8表(C)欄に示した。

ハ. production payment finance

米国企業の off-balance-sheet finance の第3の方法として、production payment finance が指摘されている。production

payment financeとは、例えば、石油会社が油田の開発をする場合、ダミーの paper company (親会社の連結対象とはされない) を設立し、その子会社との間で生産原油の引取契約を結び、子会社がこの契約(親会社の債務保証としてB/Sに計上されることはない)を裏付けとして借入れを受けるという方式である。この方式によると、「親会社は貸借対照表の長期負債項目をふやさずに資金を調達しうるので、負債比率の

きであると提案している。具体的には、今、つぎのような賃貸借契約を締結したと仮定する。

1. 耐用年数5年の機械を5年間につき賃借した。
2. 賃借料は毎年度末100万円となる。
3. 維持・修繕費、固定資産税等は借主の負担とする。
4. 残存価値はないものとする。
5. 当該機械の購入時価は379万円であり、契約満了時に買い取ることもできる。

当該契約は、伝統的会計処理のもとでは毎年度末に100万円の賃借料支払が発生するのみであるが、経済的には資金借入行為とも判断できる。資金借入行為と判断すれば、賃借料毎年100万円の5年の年金現価は利子率10%で、379万円となる。したがって、これを財務的取引として処理すれば次のようになる。

(借)リース資産 3,790,000 (貸)リース負債 3,790,000

しかし、本稿では、リース資産の実際の耐用年数および市場割引率が不明であるので「minimum rental commitment」そのものを割引かずに使用した。

これをやや詳しく説明すると、リース資産の価値は直接その購入時価を推定できないため、その資産から生み出される収益(リース料に相当)の資本還元価値としてとらえる。今、仮に毎年100万円のリース料を生む資産が永久に減価しないとすると、当該リース負債の市場金利(10%とする)での資本還元価値は1,000万円(100万円÷0.1)となる。しかし、実際にはリース資産は減価していくため、仮に5年間で残存価値が全くなくなる(もちろんリース料収益も生まれない)とすると、このリース資産の市場金利で割引く前の価値は500万円、市場金利による割引現在値は379万円(100万円÷1.1 + 100万円÷1.1² + …… 100万円÷1.1⁵ + 残存価値)となる。つまり、リース資産の価値は当該資産から生み出されるリース料収益(正確にはその割引現在値)に残存価値を加えたものとなるため、本稿では近似的に現時点で契約されているリース資産の各年のリース料(その最低額)の合計額をもってリース資産の価値とみなし、その金額をリース負債に計上して自己資本比率を計算した。

したがって、各年のリース料を市場金利で割引くことをしていないという面では、リース負債を過大に見積っているが、(注11)のようにリース料の最低支払額を使用したことに加え、リース終了時の残存価値がないものとしている、ことなどの面では過小に見積っている。

なお、リース期間の短い operating lease については、資産(負債)とみるには、若干無理もあるが、ここでは一般のリースと区別せず、一括して扱った。

(第8表) off-balance-sheet finance を修正した場合の米国企業の自己資本比率
(76年末)

(単位%, かつこ内は(A)からの低下幅)

企業名	B/S上の 比率(A)	金融子会社と 連結した場合(B)	リースを含 めた場合(C)	(B)(C)を共 含む場合(D)	credit line を含む場合(E)
Armco	49.6	-	44.6(Δ 5.0)	44.6(Δ 5.0)	47.1(Δ 2.5)
Bell & Howell	50.9	41.7(Δ 9.2)	47.1(Δ 3.8)	39.1(Δ 11.8)	40.2(Δ 10.7)
Bethlehem (注2)	54.5	-	52.1(Δ 2.4)	52.1(Δ 2.4)	-(-)
Crown Zellbach	51.2	-	47.1(Δ 4.1)	47.1(Δ 4.1) (注1)	48.1(Δ 3.1)
Dow Chemical (注2)	41.8	-	39.4(Δ 2.4)	39.4(Δ 2.4)	40.3(Δ 1.5)
Du Pont	57.5	-	55.6(Δ 1.9)	55.6(Δ 1.9)	49.1(Δ 8.4)
Ford	45.1	-	44.6(Δ 0.5)	44.6(Δ 0.5)	-(-)
G E (注2)	43.6	32.3(Δ 11.3)	-	32.3(Δ 11.3)	40.3(Δ 3.3)
G M	58.9	35.7(Δ 23.2)	-	35.7(Δ 23.2)	-(-)
Interco	71.0	-	54.9(Δ 16.1)	54.9(Δ 16.1)	-(-)
J. P. Stevens	53.6	-	47.4(Δ 6.2)	47.4(Δ 6.2)	-(-)
Melville	53.0	-	25.4(Δ 27.6)	25.4(Δ 27.6)	-(-)
R C A	33.3	32.7(Δ 0.6)	29.6(Δ 3.7)	29.1(Δ 4.2)	29.9(Δ 3.4)
Todd Ship Yard	9.1	-	6.6(Δ 2.5)	6.6(Δ 2.5)	-(-)
U. S. Steel	55.9	-	54.8(Δ 1.1)	54.8(Δ 1.1)	54.5(Δ 1.4)
Westinghouse	40.2	34.1(Δ 6.1)	38.2(Δ 2.0)	32.6(Δ 7.6)	36.5(Δ 3.7)

(注1) Dow Chemical社の場合、Production Payment Finance を含めると
36.3%に低下する。

(注2) 年金費用を負債とみなした場合の自己資本比率(かつこ内は(A)から
の低下幅)。

{ Crown Zellbach 45.5% (Δ 5.7%)
 Du Pont 43.3% (Δ 14.2%)
 G E 33.5% (Δ 10.1%)

(資料) 各社 Annual Report.

高くなった石油会社や化学会社等が、これを利用して石油資源や鉱物資源の取得に要する巨額の資金を商業銀行や生保会社などから調達している」(松井〔6〕)とされている。

production payment finance は、Annual Report に必ずしも disclose されないため、具体例をみつけることがかなり困難であるが、Dow Chemical 社は次のような production payment finance を 1976 年版 Annual Report に報告している。同社は、1976 年中に子会社 (Alberta Gas Ethylene 社、非連結) が建設するエチレンガス・プラントの建設費借入金 (373,750 千ドル) の債務保証^(注 14) および製品の全量引取りを約束する形の production payment finance を行っている。この借入金を親会社である Dow Chemical 社にカウントしただけでも自己資本比率は 41.8% から 2.1% ポイント低下して 39.7% となる。

こうした形の off-balance-sheet finance の残高などは明らかにされていないが、76 年以前にもかなり行われているとみられることから、production payment finance による自己資本比率の嵩上げはかなりの程度となるものと推察される。

なお、松井氏〔6〕は、次のような production payment finance の実例を挙げている。

「75 年末、大手石油会社である Atlantic Richfield (ARCO) は Alasca Inc. という特設会社を媒介にして、Citibank をメイン・バンクとする銀行融資団からの 2

億 2,000 万ドルと 2 大生保会社による長期債の直接引受 2 億ドル (同行の仲介による)、計 4 億 2,000 万ドルの資金を調達した。しかし、これは ARCO の貸借対照表の長期負債項目に計上されず、同社の負債比率は影響をうけなかったのである。」

3. 「高い間接金融比率」の再検討

わが国企業金融の特徴として今ひとつ常識化していることは、米国企業に比べて間接金融依存率が高いということである。

すなわち、わが国企業の間接金融比率は第 9 表のように 44.3% に達するのに対し、米国企業の表面上の間接金融比率は第 13 表 (A) 欄のように 16.8% と半分以下にとどまっている。

しかし、こうした通常の見方は、①「社債」の間接金融的性格、②米国企業の off-balance-sheet finance の両面から再検討してみると、1. で述べた自己資本比率同様きわめて疑わしいもので、少なくとも誇張されていることがわかる。

なお、ここでは間接金融比率を企業の他人資本の中での間接的な資金調達の占める比率として定義している。これは、前節で企業の使用総資本に占める自己資本の比率について議論したので、ここで使用総資本から自己資本を除いた他人資本の中での間接金融の比率を明らかにすれば、通常使われる使用総資本に占める間接金融の比率も結果的に明らかにされる関係にあるからである。直間金融の問題を議論する場合、株式発行による資金調達を含めることがある

(注 14) このケースでは、親会社が債務保証を行っている (B/S 上には計上しない) が、中には債務保証を行わず、親会社の製品引取契約 (take or pay contract) を担保として子会社が融資を受け、Annual Report には一切 disclose しないケースもある。

(第9表) わが国製造業の間接金融比率

(51年度末、単位 10億円)

	社債を間接金融 に含めない場合	金融機関保有社債を 間接金融にした場合
間 接 金 融	% 24,583 (44.3)	% 25,898 (46.7)
短 期 借 入 金	11,448 (20.6)	11,448 (20.6)
長 期 借 入 金	13,135 (23.7)	13,135 (23.7)
(金融機関保有社債)	- (-)	1,315 (2.4)
(個人等保有社債)	- (-)	1,482 (2.7)
(社 債)	2,797 (5.0)	- (-)
支 払 手 形 ・ 買 掛 金	13,178 (23.8)	13,178 (23.8)
負 債 性 引 当 金	3,978 (7.2)	3,978 (7.2)
特 定 引 当 金	1,112 (2.0)	1,112 (2.0)
負債勘定その他共計	55,441 (100.0)	55,441 (100.0)

(注)○ 対象企業；51年4月～52年3月に決算期の到来する東証一部上場企業(559社)。

○ 全て、資本勘定を除く、他人資本に占める比率。

○ 金融機関保有社債は過去10年間(42～51年)の金融機関の社債消化比率(47.0%)を社債発行残高に乗じて算出。

(資料) 東証「証券」52年11月号。

が、フローベースでの資金調達に占める株式の比率は第10表のように、最近では日米間に大きな格差がみられず、また以前においてはむしろわが国の方が株式比率の高い時期もあったことからみて、株式発行による資金調達を除いた他人資本の中での間接金融の比率を比較しても大勢に変わりはないとみられる。

(1) 「社債」の間接金融的性格

企業の直間金融依存度を論ずる場合、最も注意を要するのは社債の取り扱いである。

すなわち、米国の社債には、直接金融として分類することが適当ではなく、むしろ借入金として間接金融に含めるべき性質の私募債 (private placement) がかなりのウェートを占めている。米国の私募債は発行に際して必ずしも underwriter の介在を必要とせず、発行者と特定の投資家の直接交渉によって発行される場合もあるうえ、underwriter が介在する場合にも発行者と投資家を結びつける arrangement サービスを提供するにとどまっている。その投資家の殆んどは、生命保険、商業銀行等の金融機関が占めている。そして、私募債はSECへの登録が免除されるとともに転売が禁止されているため、流通性はない。

こうした点からみて、米国の私募債はたとえばわが国における生命保険会社の財務貸付とほとんど異なるところがなく、むしろ金融機関による長期貸出の変形とみた方がより実情に即している。

したがって、社債のうち私募債については修正が必要である。残高について公・私募区分がわかる統計が入手できないが、発行高は第11表のように区分が判明しているので、これをもとに第13表(A)欄の社債に65～75年の平均の私募債のシェア(27.6%)を乗じて米国企業の間接比率をみると、第13表(B)欄のようになる。

すなわち、米国の間接金融比率は16.8%から8.6%ポイント上昇して、25.4%となる。なお、わが国企業の社債について従来から銀行保有が多いことが指摘されてきたため、仮に金融機関保有社債を全て間接金融に含めてみると、わが国企業の間接金融比率は2.4%ポイント上昇して46.7%となる(第9表)。

しかし、実際には米国の社債残高のうち金融機関保有分の比率は78.4%(75年末、資金循環勘定残高ベース)とわが国よりもむしろ高く、仮にこれを間接金融に含めてみると、第13表(C)欄のように米国企業の間接金融比率は41.2%まで跳ね上がる。^(注15)

(2) 米国企業の off-balance-sheet finance の間接金融比率に対する影響

前述のように米国企業はB/Sの自己資本比率を高くみせるために、各種の off-balance-sheet finance を行っているが、こうした形の finance は米国企業の間接金融比率を実態以上に低くみせている可能性が強い。

メーカーに資金を供給している金融子会

(注15) もっとも、米国金融機関保有の社債の中には、発行時の直接引受けによるものだけでなく、portfolio selection の結果として市場を通じて購入された社債もあり、こうした社債については間接金融的色彩が薄いとみられるため、金融機関保有社債を全て間接金融とみなすには無理がある。

(第10表) わが国企業の資金調達

(単位: %)

年		昭和6年 10	11 15	27 30	31 35	36 40	41 45	46 50
合 計		100	100	100	100	100	100	100
(資 金 供 給)	内 部 資 金	62.20	26.67	24.17	24.40	25.76	27.07	24.52
	内 部 留 保	(24.25)	(14.50)	(6.40)	(5.30)	(4.16)	(6.44)	(4.30)
	減 価 償 却	(37.95)	(12.17)	(17.77)	(19.10)	(21.60)	(20.63)	(20.22)
	外 部 資 金	37.80	73.33	75.83	75.60	74.24	72.93	75.48
	株 式	(37.49)	(25.70)	(24.86)	(11.59)	(11.20)	(3.81)	(4.35)
	社 債	(0.31)	(5.14)	(3.41)	(7.29)	(3.55)	(3.73)	(8.65)
	借 入 金	(△1.60)	(8.46)	(25.47)	(28.98)	(30.89)	(27.55)	(33.28)
	(短期借入金)	—	—	((10.00))	((14.52))	((15.50))	((10.67))	((15.35))
	(長期借入金)	—	—	((15.47))	((14.46))	((15.39))	((16.88))	((17.93))
	そ の 他	(3.20)	(34.03)	(22.09)	(27.74)	(28.60)	(37.84)	(29.20)

アメリカ企業の資金調達状況(金融を除く、単位10億ドル、%) (右欄は構成比)

年	1955~1956		1957~1961		1962~1966		1967~1971		1972~1976	
内 部 資 金	58.1	57.2	165.1	66.0	254.0	64.7	311.3	56.6	465.8	59.6
留 保 利 益	22.7	22.3	50.8	20.3	87.7	22.3	63.9	11.6	55.3	7.1
減 価 償 却	35.4	34.8	114.2	45.6	166.2	42.3	247.7	45.1	410.4	52.5
外 部 資 金	43.5	42.8	85.2	34.0	138.5	35.3	238.5	43.4	315.2	40.4
株 式	4.2	4.1	10.8	4.3	3.0	0.8	22.7	4.1	45.7	5.9
社 債	6.4	6.3	23.1	9.2	28.1	7.2	78.3	14.2	101.2	13.0
モーゲージ	3.4	3.3	14.0	5.6	21.1	5.4	31.4	5.7	69.4	8.9
銀行借入	9.3	9.2	6.8	2.7	29.3	7.5	38.0	6.9	48.7	6.2
その他借入	0.1	0.1	2.5	1.0	3.0	0.8	15.9	2.9	34.9	4.5
利益税債務	2.1	2.1	-3.1	-1.2	5.4	1.4	-6.8	-1.2	6.2	0.8
企業間負債	12.6	12.4	17.1	6.8	36.2	9.2	56.8	10.3	—	—
そ の 他	2.4	5.3	13.9	5.6	12.6	3.2	2.3	0.4	9.3	1.2
資金源泉合計	101.6	100.0	250.3	100.0	392.5	100.0	549.8	100.0	781.0	100.0

(注1) 1971年までの留保利益は、外国支店利益、在庫評価調整分を含む。

1972年以降は、それに資本減耗調整分を加えたものである。

(注2) その他借入れは、金融機関借入れ、政府借入れ、コマーシャルペーパーを含む。

(注3) その他の金融資産は、消費者信用、その他雑資産、企業間信用(1971年まで)を含む。

(資料)「わが国企業の資金調達」〔7〕。

(第11表) 米国企業による債券発行額のうち私募債の割合

	公 募 (A)	私 募 (B)	合 計 (A + B)	私募の割合 (B / A + B)
1965年	億ドル 65	億ドル 83	億ドル 148	% 56.1
66	99	75	174	43.3
67	170	70	240	29.0
68	144	68	213	32.1
69	202	58	260	22.2
70	325	49	375	13.2
71	361	71	432	16.4
72	297	100	397	25.3
73	229	88	317	27.7
74	310	67	377	17.8
75	418	108	525	20.5
76	359	163	522	31.2
65~76年 の平均				27.6

(資料) Federal Reserve Board, 「Commercial Bank Private Placement Activities」、1977年6月。

(第12表) 米国企業の off-balance-sheet finance の負債総額に対する比率

(単位 %)

企 業 名	金融子会社の 負債	リース負債	credit line
Armco	-	11.4	5.3
Bell & Howell	22.2	18.7	22.4
Bethlehem	-	4.7	-
Crown Zellbach	-	8.7	6.5
Dow Chemical	-	6.1	3.8
Du Pont	-	3.4	17.1
Ford	-	1.1	-
G E	37.4	-	8.2
G M	73.6	-	-
Interco	-	29.2	-
J. P. Stevens	-	13.0	-
Melville	-	108.6	-
R C A	1.7	12.5	3.7
Todd Ship yard	-	37.9	-
U. S. Steel	-	2.1	2.7
Westinghouse	19.8	4.8	10.1
総 平 均	30.9	18.7	8.9

(資料) 各社の Annual Report。

(第13表) 米国企業の間接金融比率

(製造業11,121社)

(1976年末、単位 百万ドル)

	表面上の B/S (A)	私募債を間接 金融に含めた 場合 (B)	金融機関保有 社債を間接金 融に含めた場合 (C)	off-balance- sheet finance を勘案した場合 (D)	(B),(C),(D)の全 てを勘案した 場合 (E)
間 接 金 融	68,522(16.8) [%]	103,671(25.4) [%]	168,372(41.2) [%]	365,950(39.6) [%]	465,800(50.4) [%]
短 期 借 入 金	25,558(6.3)	25,558(6.3)	25,558(6.3)	25,558(2.8)	25,558(2.8)
政 府 借 入 金	6,945(1.7)	6,945(1.7)	6,945(1.7)	6,945(0.8)	6,945(0.8)
長 期 借 入 金	36,019(8.8)	36,019(8.8)	36,019(8.8)	36,019(3.9)	36,019(3.9)
(私 募 債)	-(-)	35,149(8.6)	-(-)	-(-)	-(-)
(金融機関保有社債)	-(-)	-(-)	99,850(24.5)	-(-)	99,850(10.8)
金融子会社借入金	-(-)	-(-)	-(-)	136,358(14.7)	136,358(14.7)
リース会社借入金	-(-)	-(-)	-(-)	82,521(8.9)	82,521(8.9)
credit line	-(-)	-(-)	-(-)	78,549(8.5)	78,549(8.5)
社 債	127,352(31.2)	92,203(22.6)	27,502(6.7)	127,352(13.8)	27,502(3.0)
納 税 引 当 金	23,290(5.7)	23,290(5.7)	23,290(5.7)	23,290(2.5)	23,290(2.5)
そ の 他	188,683(46.3)	188,683(46.3)	188,683(46.3)	188,683(20.4)	188,683(20.4)
金 融 子 会 社 直 接 金 融	-(-)	-(-)	-(-)	136,358(14.8)	136,358(14.8)
リ ー ス 会 社 直 接 金 融	-(-)	-(-)	-(-)	82,521(8.9)	82,521(8.9)
合 計	407,847(100.0)	407,847(100.0)	407,847(100.0)	924,154(100.0)	924,154(100.0)

(資料) FTC「Quarterly Financial Report」。

社およびリース会社の他人資本の中に占める金融機関借入れの比重は、メーカーより高いと思われるからである。^(注16)

なお、わが国企業の場合には、間接金融比率は商社、リース等非製造業を含めると43.8%（第9表と同一資料から計算）と製造業のみの場合（44.3%）より却って低下を示す。

そこで、米国企業についてこうした off-balance-sheet finance を考慮に入れて修正してみると、第13表(D)欄のように金融子会社の借入金、リース会社借入金、credit line によって間接金融比率がそれぞれ14.7%、8.9%、8.5%ポイント方引上げられ、39.6%まで上昇する。

こうした試算の根拠は次のとおり。

まず、第12表のように米国の代表的企業16社について金融子会社の負債、リース負債、および credit line のそれぞれの親会社の負債総額（負債勘定+資本勘定）に対する比率を算出し、その平均を計算する。次に、これを米国製造業（11,121社）の負

債総額に乗じて集計データベースの off-balance-sheet finance の規模をつかむ。

さらに金融子会社の負債およびリース負債については、金融子会社およびリース会社の間接金融比率を50%と仮定して、それぞれの負債を間接金融と直接金融に分割して、第13表(D)欄に計上した。なお、credit line については、集計データベースの金額をそのまま間接金融に分類した。

なお、参考までに前記の金融機関保有社債を間接金融に含めるとともに、off-balance-sheet finance による間接金融を合わせて修正してみると、第13表(E)欄のように、米国企業の間接金融比率は、50.4%とわが国企業のそれ（46.7%）を逆に上回るといった一見奇妙な結果をうることとなる。以上のことから、単にB/S上の表面的な計数だけからみて、間接金融の優位をわが国の金融構造の特色と考えることには問題があり、企業の財務行動にまで立入った分析が必要とされることがわかる。

以 上

（53年8月）

【参 照 文 献】

- 〔1〕 Modigliani, F & Miller, M. H. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", A. E. R., June 1958
- 〔2〕 小宮隆太郎・岩田規久男、「企業金融の理論」、昭和48年4月
- 〔3〕 竹中正明編著、「資産再評価」、昭和49年11月
- 〔4〕 吉岡恒明、「企業行動の実証的研究」、昭和51年3月
- 〔5〕 J. Hyers 著、松尾憲橋、古藤三郎共訳、「リース会計」昭和48年6月
- 〔6〕 松井和夫、「アメリカにみる銀行と産業の関係」、金融ジャーナル、昭和51年11月
- 〔7〕 山一証券経済研究所、「我が国企業の資金調達」昭和52年11月

（注16） 特にリース会社は銀行との結びつきが深く、銀行が直接リース業に従事する場合（Citibank が典型的）と、「代行リース」（underwriting lease）方式により間接的にリース業に従事する場合とがあるが、いずれにしても資金は銀行によって供給される間接金融となっているケースが多い。