

〈論 説〉

低成長経済下の企業財務の動向

小 林 康 宏

目 次

- I はじめに
- II 低成長経済下の財務構造
 - (1) 収益構造の変化
 - (2) 安全性比率の改善
 - (3) 金融費用の削減
- III 資本調達構造の変化
 - (1) 資本調達構造の概観
 - (2) 資本調達の多様化, 国際化
- IV 資本運用の特徴
 - (1) 手元流動性比率の増加と分散投資
 - (2) 金融収支率の上昇と財務体質の強化
- V 結びにかえて

I はじめに

わが国経済が昭和48年の第1次オイル・ショック, さらには変動相場制への移行など国際的な経済, 金融上の変動を契機に低成長経済への転換を余儀なくされたことは周知のことである。企業経営はこの時期から確実に低成長経済への対応を強いられ, 従来からの成長主義的政策の修正, さらには経営体質の一層の減量化を迫られることになった。

特に企業の財務政策や財務構造は, 高度成長期と比べて著しく変貌をとげている。資本構成の是正はわが国企業財務の従来からの課題であったが, 昭和50年以降から企業の自己金融力, 及び自己資本比率の増大によって財務体質の改

善をはかり低成長経済に対応しようという方向がとられた。そしてこれは、現実資本の動きの面では減量化の徹底により資本の回転率をたかめて収益構造の改善をはかり、他方では擬制資本の運動を利用するが、特に内外資本市場を通じて低コストで資本調達を行ない財務体質の充実をはかるという方向であった。

そこで本稿の課題は、昭和50年代の低成長経済下での企業の財務政策と財務構造の変化を明らかにすることである。まずはじめには現実資本の運動すなわち実際の企業活動における収益構造が高度成長期と比較してどのように変化したかを明らかにする。その場合に減量経営の下で一貫して増加傾向にある自己資本比率に焦点をあてて検討する。第2には低成長経済への移行とともに著しく変貌をとげた資本調達方法の問題についてである。特に近年の金融の自由化、国際化が進む中で企業の資本調達政策は一段と多様化、国際化の様相を強めているが、それらは企業の自己資本の充実と無関係ではない点は強調されねばならない事柄である。さらに第3には低成長経済下での企業の手元流動性の増大、余剰資金の増加は、低金利の下で有利な投資機会を求めてより一層、資本運用上の多様化をもたらしていることである。金利選好性を強めた短期的な金融資産投資が、資本市場の国際化の進展する中で一段と活発化しつつある。低成長経済下における企業の財務体質の改善が金融の自由化や擬制資本運動の国際的展開の中で促進されていることは特に認識されねばならないことである。

II 低成長経済下の財務構造

(1) 収益構造の変化

現実の企業活動は、経済社会においては、たえず激しい企業間競争の中で営まれる。従って企業はその競争関係の中で少なくとも社会的な平均利潤率以上の成果をあげることが基本原則となる。それには常に生産技術上の優位性を確保し大規模生産体制の確立をはかり、また市場シェアの拡大をはからなければならない。さらには信用制度の利用によって一層の資本の集中を達成しなければならない。これらの企業行動は不況の時期にはより強くなるが、それらは企業の総合的な目標である総資本利益率の増大と結びつかなければ意味がない。

この総資本利益率とは既に知られているように売上高利益率と資本の回転率から構成（両者の積）されているが、一方の売上高利益率は企業の収益力を直接的に表示するものであり、他方の資本回転率は資本（総資産）の運用効率を示す比率である。ソロモン（Solomon）によれば、この資本利益率は将来の期待収益の評価を判定する基準としては十分なものではないが、既存の投資の収益性または現在の業績評価の基準としては有効性をもつものである。

そこでまずはじめに低成長経済下で減量経営が実施された時期に、企業の収益構造がどのように変化したかをそれらの比率の動きを中心にみておこう。高度成長期と比較することによってその変化は鮮明となる。

第1図は、わが国企業（製造業）の昭和30年以降の収益率の動きを示したものである（利益はすべて経常利益を用いている）。

昭和40年代後半から総資本利益率は極度に減少し48年の石油ショックを境にして戦後の高度成長が終り、50年以降から低成長経済へ転化したことがはっきりと示されている。その間の各比率には著しい変化がみられる。

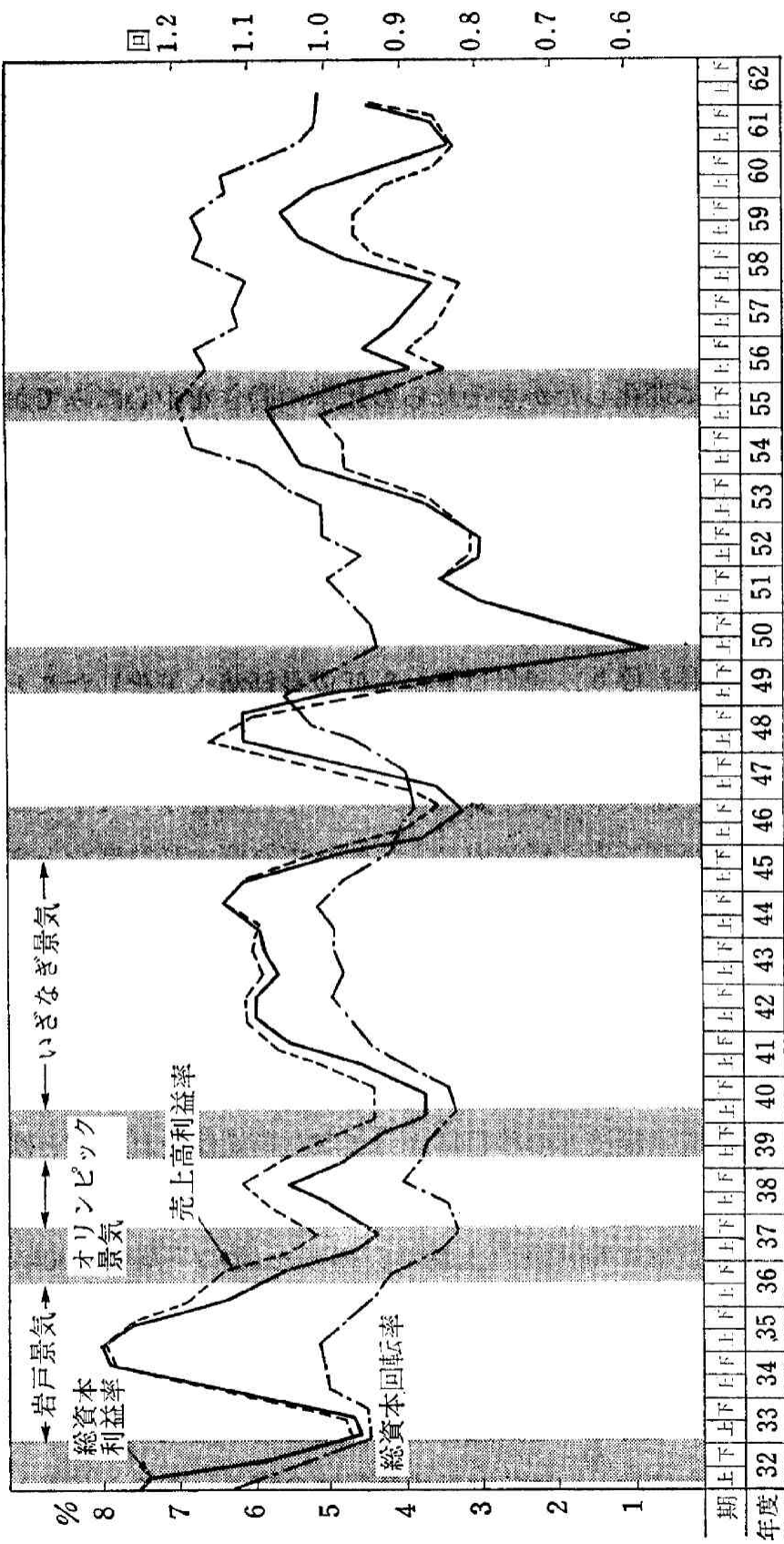
高度成長期では、総資本利益率はその間の各不況期を除いて平均して高率であった。また売上高利益率は経済成長を反映して総資本利益率を上まわった高さで推移していることは注目されねばならない。しかしながら他方では総資本回転率はそれとは逆に低く1.0回を下まわった低率であった。従って高度成長期の総資本利益率の高さは、旺盛な設備投資に支えられた売上高利益率の貢献によるものであった。

しかしながら低成長経済への移行によって収益構造はそれまでとは全く様変わりし、各比率とも対称的な変化を示している。

例えば総資本利益率は昭和48年上期の6.13%を境に下落し、50年下期では0.53%にまで落込みオイル・ショックの影響がはっきりと表われている。その後は55年上期の5.86%の回復までは低迷を続けた。そして第2次オイル・ショックによって58年の3.59%にまで再度低下し59年と60年上期には5%を越えたものの62年まで停滞を続けた。⁽²⁾ 確実に低成長経済の定着したことが明らかである。

高度成長期と比べた大きな違いは、売上高利益率が常に総資本利益率を下ま

第1図 収益率の動き(製造業)——半期ベース——



(注) (I) 利益率は経常利益。

(2) シヤード部分は、企業業績面にあらわれた不況期を示す。

(出所) 三菱総合研究所編『企業経営の分析』昭和62年度上半期版、3ページ。

わっていることである。そしてこれとは逆に総資本回転率が低成長経済への移行と同時に上昇しはじめ、各年度とも1.0回を越えるようになったことである。つまり企業は、50年代の減量経営の下で売上高利益率の低下を資本回転率を速めることによってカバーし、そのことによって総資本利益率を支えたといっ
てよいであろう。

さて投下された資本は資産形態で運用されるから、この総資本回転率は固定資産回転率と流動資産回転率に分けられる。後者はさらに棚卸資産回転率と売上債権を中心とした当座資産回転率に分けられる。

松本和男氏は、減量経営の下での資本回転率の上昇について次のように述べている。

固定資産回転率の上昇は「第1次オイル・ショック以降の需要低迷で企業が工場集約化、生産能力の縮小など減量に努める一方、設備投資も合理化、省力化や新製品開発が中心になり、総じて能力増強投資は抑えられてきた⁽³⁾」ことによる。また棚卸資産回転率は減量化への努力によって固定費比率を低下させ、それを背景として減産への対応によって在庫の圧縮がはかられ、より厳しい在庫管理がコンピュータやOA機器の導入により可能となって上昇した。さらに当座資産の中でも主要な売上債権回転率の上昇も見落しえない。企業は、「減速経済下における貸倒れの多発を回避するために、売上債権の回収を早め、減量経営、効率経営の追求の下で売上代金の早期回収」を行ない、また他方では「原材料や商品の支払いを手形から現金に切り換えることで仕入れコストの切下げを⁽⁴⁾」はかることによって資本の回転を早めたといえる。

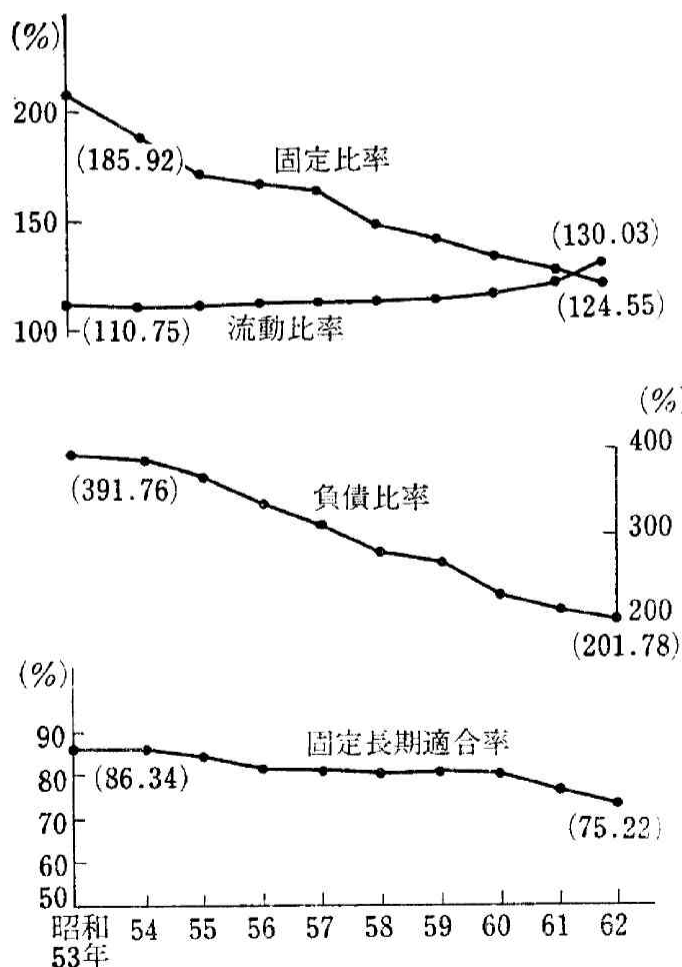
わが国企業は、このようにして利益獲得の機会が狭隘化した経済状況において人件費はもちろんのこと製造原価の切下げ、更には金融費用の削減をはかるなど企業全体の固定費を極力切り下げることによって高度成長期に肥大化した企業体質の構造的な改善をはかった。それは具体的には各種資産の運用効率をたかめ、その回転率を加速化し投下資本の早期回収に努めることによって現実資本の循環運動を早めることであったが、このことは減量経営下での企業財務の目標が財務流動性の維持に置かれていたことを意味している。

(2) 安全性比率の改善

低成長経済下での企業の減量経営すなわち効率的経営への努力が財務構造の安全性比率にどのように表われているかを検討することがここでの課題である。第2図は、わが国製造業（資本金10億円以上の上場企業及び非上場の有力企業を含む380社）の安全性比率を示している（自己資本比率は後に触れる）。

固定比率 $\left(= \frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}} \times 100 \right)$ は、固定資産がどれだけの自己資本で賄われているかを表わす基準であり、自己資本に対する固定資産の割合を示した比率である。通常この比率は100%以下が安全基準とされているが、しかしそれは業種や企業規模によって異なる。固定資産は周知の如くその回転期間が1年を越え長期に亘るものであるから設備投資などの固定的投資はそれだけ資本の回転

第2図 安全性比率（製造業）



(資料) 日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』昭和62年版より作成。

を遅延せしめる。従って固定資産投資はできるだけ返済義務のない自己資本で充足されるべきであるが、短期の流動負債で賄われる場合には財務流動性が阻害されるという事態も生じる。固定比率の推移をみると54年の185.92%から62年には124.55%にまで改善されている。40年代後半には220%を越えていたことを考えれば50年代の改善ぶりがいかに著しかったかが明らかとなる。この比率の低下(改善)は自己資本の増加を意味するから、減量経営の下でそれだけ資本(自己資本)の質的な充実がはかられたといえるであろう。

また流動比率 $\left(= \frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}} \times 100 \right)$ は50年代を通して緩やかではある

が上昇傾向を辿った。この比率は企業の資金繰りや支払能力を判定する短期の安全性基準である。それは200%以上（流動資産2：流動負債1）が望ましいといわれているが、しかしそれはあくまでも理想の基準であって200%を越える企業はわが国ではほとんどみられない。1年以内に支払期限が到来する短期負債を賄うための流動資産がどれだけ保有されているかを示す基準であるから多い方が安全性は高くなる。昭和40年代後半から50年代中頃までは110%前後で推移しているが58年以降から上昇傾向を示し62年には130.03%にまで高まった。この上昇は、特に50年代後半からの企業の手元流動性の増大と関係が深い。

安全性比率の中でも負債比率 $\left(= \frac{\text{負債}}{\text{自己資本}} \times 100 \right)$ は最も著しい変化を示している。これは企業資本において負債が自己資本のどのくらいの割合を占めているかを表わしたものであり資本構成の状況を示した比率である。これは理想の基準100%以下とされているが低下傾向にあることは、それだけ利子負担が軽減され自己資本の増加とともに企業の資本蓄積力が増大したことを意味している。昭和40年代後半には借入金偏重の財務構造であった為に400%を越えていた。特に50年には501.97%にも達していたがその後急速に低下し、62年には201.78%にまで改善されたことが示されている。減量経営下でそれだけ他人資本依存の財務体質が自己資本の増加とともに改善されたことが、比率の急激な低下の要因として指摘することができる。

固定長期適合率 $\left(= \frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本} + \text{固定負債}} \times 100 \right)$ は、固定資産と長期固定的資本（自己資本+長期負債）との関係を示した比率であって100%以下が望ましい。固定資産は既にみたように長期性資産であり長期間に亙り現金を拘束する性質があるために、それへの投下資金は自己資本、社債や長期借入金を充当することが原則である。この比率が100%を越えた場合には短期負債が投下されたことになり、企業の財務流動性は著しく悪化し財務的な危険性が増大する。従ってこれは資本の運用と調達の適合関係が適切に維持されているか否かの基準でもある。昭和40年代では88%前後であったが、54年には86.34% 其後は緩やかに低下し62年には75.22%にまで改善されている⁽⁵⁾。

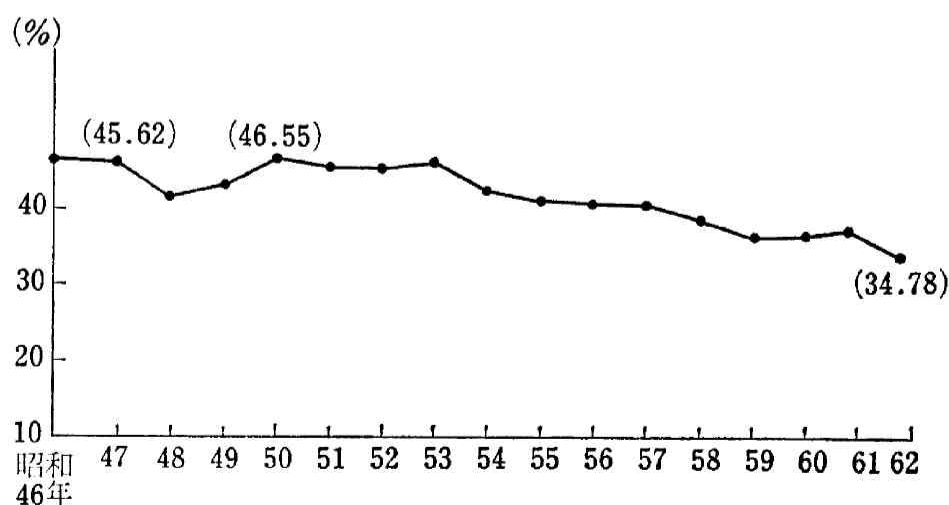
以上のことから各安全性比率は、低成長経済が本格化していく50年代におい

て緩やかではあるが改善の方向へと変化した。とくに53年以降から企業の減量経営の徹底と効率的経営の浸透の効果が各比率に表われているが、とくに負債比率は高度成長期と比較すれば最も改善の著しい比率であった。それは各比率にも共通して言えることであるが、経営の減量化をすすめる中で負債部分とくに金融費用の負担が極力軽減されたこと、同時に量産投資のための設備投資が手控えられたことが自己資本の増加に繋がったと考えることができる。

(3) 金融費用の削減

経営の減量化のいま 1 つの特徴は金融費用の削減であった。利益率が低下傾向を辿る中では金融費用すなわち支払金利は加重な負担であることはいうまでもない。特に利益率が利子率を下まわる状況においては、金融費用は固定費の増加をもたらすからそれだけで資金繰りを圧迫する。資本の所有と機能の矛盾、対立が表面化してくるが、投資資金を負債の返済にまわし金利負担の軽減をはかることによって借入金偏重の財務体質からの脱却という財務面での減量化がとられた。第 3 図は金融負債と総資本との関係を示した比率であるが、これは企業の借入金依存度をあらわしている。昭和40年代及び50年代前半までは、48年のオイル・ショックの時期を除き45%を越えるほどであったが、その後54年か

第 3 図 金融負債対総資本比率（借入金依存度）%（製造業）



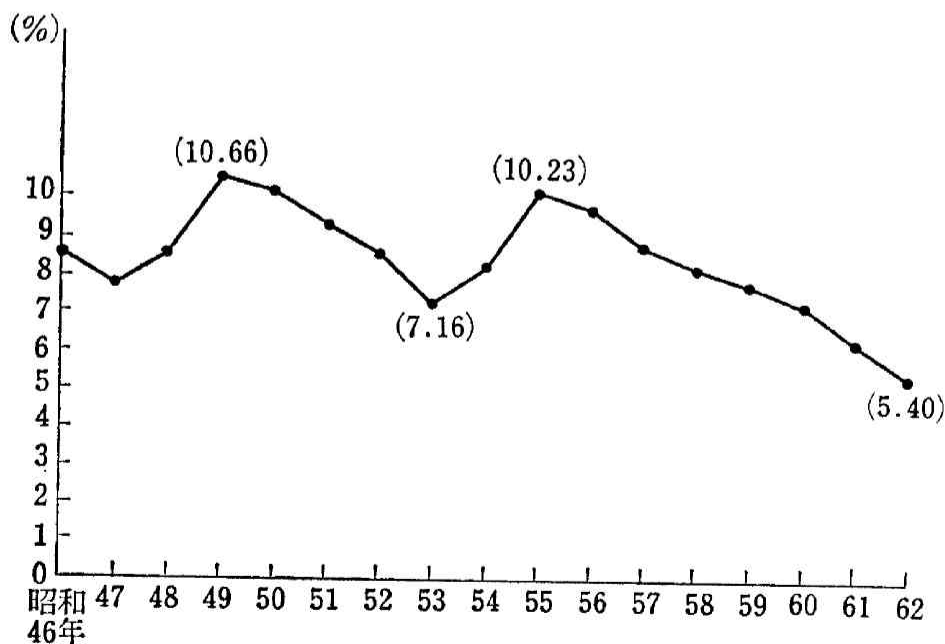
(資料) 日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』昭和55年版、62年版より作成。

ら減量化の効果があらわれ昭和62年には34.78%までに改善がすすんだことが示されている。この借入金依存度の低下は金融負債あるいは有利子負債の圧縮を意味しているが、とくに短期・長期の借入金の削減によるところが大きい。そのことは大企業の製造業においては、資本調達に占める借入金比率が低下し融資関係においては企業の銀行離れがそれだけすすんでいることを意味している。

また次の第4図は企業の借入金利子率（金融費用対金融負債比率）を示したものであるが、第1次オイル・ショック直後の49年に10.66%とピークに達した後、減量経営下において低下し第2次オイル・ショック後の55年には再び10.23%まで増加したが、62年の5.40%まで低下しつづけている。特に55年以降からの比率低下は著しく、第3図と合わせて考えれば金融負債の圧縮と金利負担の軽減が一段とすすんだことが明らかである。

以上のことから低成長経済への移行とともに収益力の低下に直面したわが国企業にとっては、高度成長期に肥大化した借入金依存の財務構造からいかに脱却し、その財務体質の改善をはかるかが緊急の課題であった。とりわけ製造業を中心とした大企業においては量的拡大の固定資産投資を抑え、合理化、省エ

第4図 金融費用対金融負債比率（製造業）



（資料） 第3図と同じ資料より作成。

ネ投資、新製品開発投資へふり替えることによって、また投資の抑制から在庫品等の圧縮と FA 化、OA 化によるそれらの合理的な管理を実施することによって、各種資産の回転率をはやめ投下資金の早期回収をはかるなどその財務流動性の維持に努めた。とくに金融負債と金利負担の軽減による金融費用の減少は自己資本比率の増加に大きく寄与し、それが企業の財務体質の改善すなわち自己資本比率と資本蓄積力の増加に繋がったといえるであろう。企業の利益率が減速経済への移行と同時に低迷している中で、自己資本比率が上昇しはじめるのも以上のような理由からである。しかしながらこのように利益獲得の機会が狭隘化し、利益率の増加が期待できない収益構造の下での自己資本比率の増大が、果して真に財務体質の改善といえるかどうかは問題である。本業での利益が薄く、利益が伸びずに自己資本だけが上昇傾向にあるという財務構造は、借入金偏重の財務体質からの脱却として手放しで評価できるものではない。自己資本比率の増加をどのように利益率の向上に結びつけていくかが今後の財務上の課題である。

さてこのような低成長経済下での自己資本の増加は、資本調達構造と関連性が深いとその状況を次に明らかにしておこう。

Ⅲ 資本調達構造の変化

(1) 資本調達構造の概観

わが国大企業の企業財務は、低成長経済の定着とともに大きく変貌した。既に知られているように、資本調達においては、従来からの借入依存の間接金融から証券発行による直接金融と自己金融体制への移行である。とくに企業は近年の金融の自由化、国際化の進展する中で内外証券市場において低コストでの資本調達を可能とし、また高株価状況下で時価発行増資を行なうなど、資本市場へのウェイトを一段と強めている。

他方、資本運用においては利益率の鈍化と企業リスクの増大に対応して「収益の安定化や金利支払能力を適正水準に維持するように、金利などの固定費削減に努力するかたわら、金利選好を強めて金融資産運用の効率化⁽⁶⁾」を図るなど

金融収益の取得に、すなわち短期的な金融資産での運用にその比重をたかめている。そして低金利状況は金融資産投資の一層の多様化を生じさせている。

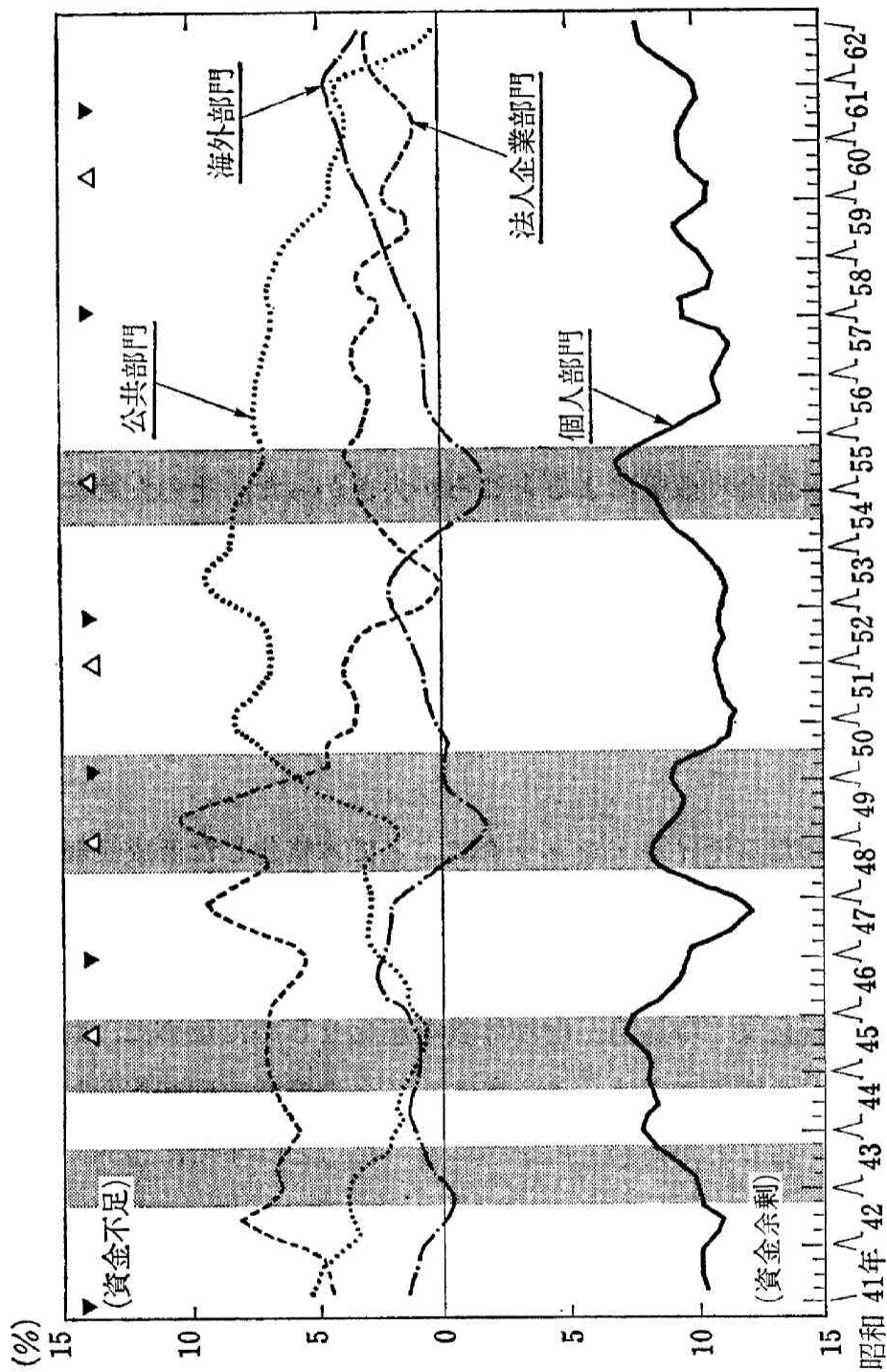
そこでまずはじめにわが国の資金循環構造から各経済部門とくに法人企業部門の投資状況を捉えておこう。第5図をみると法人企業部門は、40年代には最大の資金不足（投資超過）にあったが、第1次オイル・ショック以後、縮小傾向を辿った。また海外部門が50年代の後半からの企業の海外進出すなわち海外直接投資の急増により資金不足に陥り、とくに60年代に入ってから最大の資金不足部門となっていることは近年の特徴であろう。

さて40年代の法人企業部門の資金不足（投資超過）は、景気拡大の中で旺盛な民間設備投資と低金利政策によるところが大きかった。そのために企業の資本蓄積は設備投資の増加に追いつかず銀行借入金で賄ったことはわれわれの知るところである。期待利益率が高くまた低金利政策の下での利子率の低下は、負債のレバレッジ効果（負債の利用による自己資本利益率の上昇）をもたらすから借入金依存の調達構造は企業にとって有利に作用していたこともよく知られている。

しかし2度にわたるオイル・ショックによって本格化した低成長経済とインフレ抑制のためにとられた高金利政策は、企業の利益率の鈍化と借入金利子率の上昇をもたらし金融費用の負担を増大せしめた。そのことによって企業の支払能力の不足と資金繰りの逼迫が財務体質を悪化せしめたために、財務流動性の維持や運転資本の管理に努めることによって各種資産の回転率を加速化しその運用効率をはかることが財務上の課題になったことはすでに述べたところでもある。

第6図は低成長経済の下での収益率と調達金利の推移を示しているが、48年以降から借入金利子率が平均して利益率を越えた状況が明らかである。このように期待収益率が金利水準を下まわる状況では、借入れ等の外部負債の増加をテコにして利益を高めていく負債のレバレッジ効果は逆に作用するために、企業にとっては負債削減へのインセンティブが一層強く働き、企業経営の安定化をはかるために負債比率の低下＝自己資本の充実という財務体質の改善の方向

第5図 部門別資金過不足の推移 (対名目 GNP 比率)



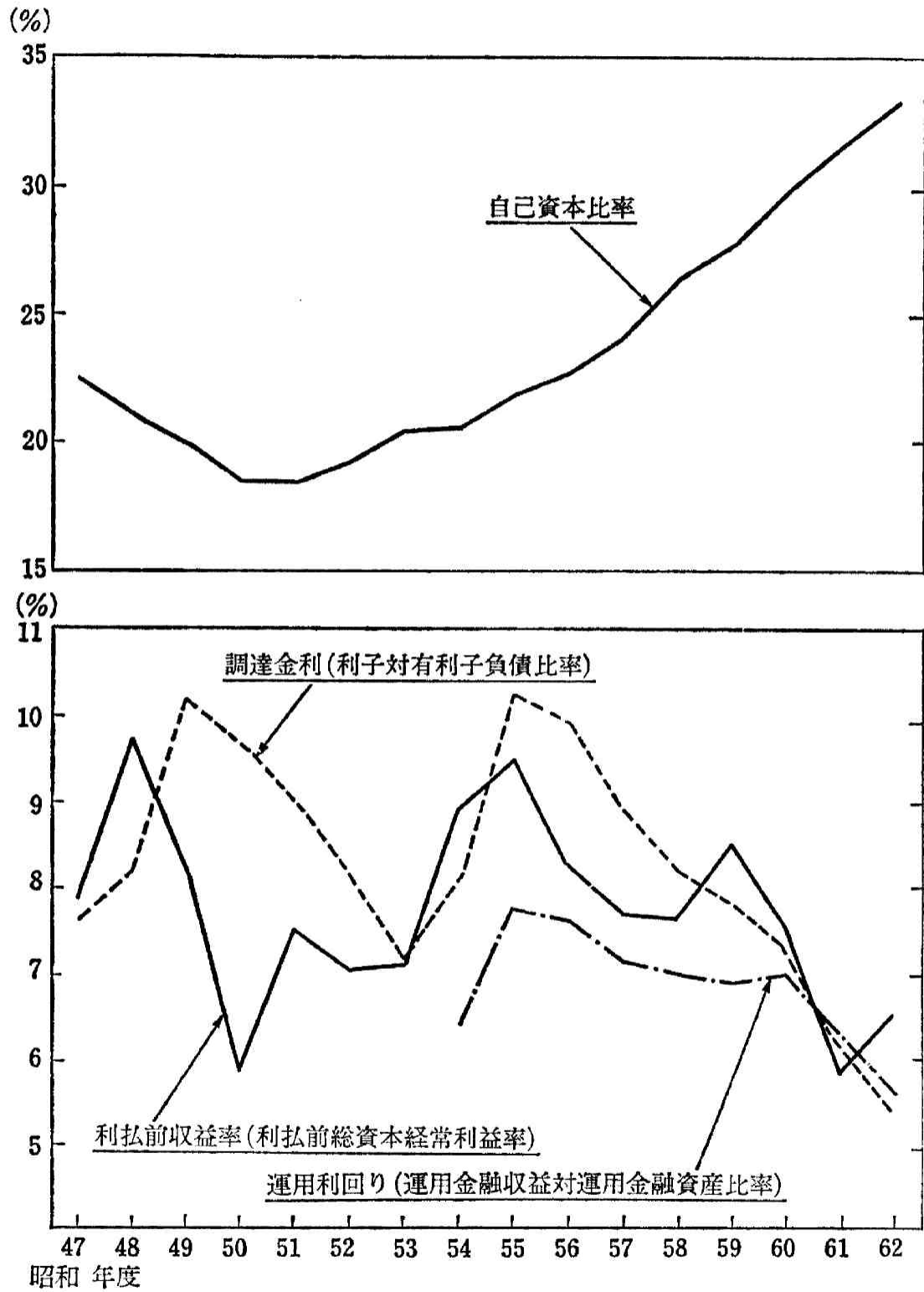
(注) 1. 季節調整済み, 3期加重移動平均値 (ウェイト1:2:1)。

2. シャドー部分は金融引締め期間 (以下の図同じ)。

3. ▲印は景気の山, ▼印は景気の谷 (経済企画庁調べ)。

(出所) 日本銀行調査統計局「昭和62年の資金循環」『調査月報』昭和63年6月号, 3ページ。

第6図 自己資本比率、収益率、金利の動向（製造業）



(出所) 日本銀行調査統計局『調査月報』昭和63年11月号60ページ。

が強まった⁽⁷⁾。この間、自己資本比率は製造業においては51年には19.34%まで低下したが、その後上昇しはじめ62年度には33.79%にまで高まった⁽⁸⁾。自己資本比率の増加テンポは55年以降からの調達金利の傾向的な低下と対応して高まっているが、これはそれだけ負債比率の低下すなわち負債部分の減量化がすすんだことの表われと理解することができる。また第6図から明らかなように利払前収益率が昭和62年には借入金利子率をわずかに上まわって上昇に転じたとはいえ、昭和55年以来の低下傾向にある中で自己資本比率の上昇が著しいのは、負債の軽減にもよるが企業の資本市場からの資本調達によるところが大きい。これは、とくに企業が事業再編成や新規事業分野への積極的な展開、さらには海外進出を図るために経営基盤の安定化の観点から、自己資本充実の方向に傾斜していることを示唆するものであろう⁽⁹⁾。

(2) 資本調達の多様化、国際化

わが国大企業の資本調達構造は、低成長経済への転化とともに自己資本充実のインセンティブが働く中で資本市場重視の直接金融、そして自己金融へと移行した。とくに昭和50年代中頃からの金融の自由化、国際化が展開される中で国内・外資本市場からの資本調達が活発となり、企業の外部資金調達ルートは一層の多様化を示している。具体的には企業はできるだけ低コストでの調達をはかるために、銀行借入金を一貫して減少させつつ、時価発行増資や転換社債、ワラント債の発行によって自己資本充実に結びつくエクイティ物の比重をたかめるとともに、さらに外債発行など海外市場での起債によって外貨調達を増大させたことである⁽¹⁰⁾。

第1表は、昭和60年代初期の法人企業部門の資本調達を示しているが、借入金については40年代後半には外部資金の中で83.9%を占めていたが59年には43.4%にまで低下した。ただし62年には円高不況の影響から65.0%と一時的に増加しているが高度成長期と比べれば隔世の感がある。なお「対外借入等」が62年度には前年比14.8倍の3兆円に急増しているが、これは邦銀海外支店からの借入れ(ユーロ円インパクトローン)が多く含まれているためである。また62年

第1表 法人企業部門の資金調達

(単位・千億円, %)

	60年	61年	前年比	62年	構成比	前年比
資 金 調 達	297.7	334.2	12.2	426.8	100.0	27.7
借 入 金	239.9	268.4	11.9	277.3	65.0	3.3
民間金融	229.8	262.9	14.4	257.7	60.4	-2.0
全国銀行	189.1	206.5	9.2	162.1	38.0	-21.5
その他	40.6	56.3	38.6	95.6	22.4	69.8
公的金融	10.1	5.5	-45.2	19.6	4.6	3.5倍
〔設備資金〕	〔58.1〕	〔42.8〕	〔-26.5〕	〔81.0〕	〔19.0〕	〔89.5〕
〔その他〕	〔181.7〕	〔225.6〕	〔24.2〕	〔196.2〕	〔46.0〕	〔-13.0〕
有 価 証 券	50.5	63.7	26.3	102.5	24.0	60.8
事業債	6.8	15.8	2.3倍	23.6	5.5	49.7
株式	20.2	22.1	9.3	41.2	9.7	87.0
外 債	23.5	25.9	10.3	37.6	8.8	45.3
C P	—	—	—	17.0	4.0	—
対外借入等	7.4	2.0	-72.5	30.0	7.0	14.8倍

(注) (1) 株式による資金調達の増加には、増資のほか転換社債の転換分を含む。

(出所) 日本銀行調査統計局『調査月報』昭和63年6月号の11ページ第3表の1部抜粋。

11月にはCP市場が創設され、その年度末発行残高は1兆7,000億円に達し外部資金調達の4%を占めた。

外部資金調達において増加率が著しいのは有価証券の発行である。例えば事業債は62年度では2兆3,600億円(60年度では6,800億円)に達し61年度と比べて49.7%の増加であった。また外債は起債額3兆7,600億円、前年比45.3%の増加であり外部資金調達の8.8%を占めたことが示されている。

さらに株式は、高株価状況下での時価発行増資によって4兆1,200億円、前年比87.0%と最も高い増加を示している。このように近年においては、金融の緩和が一段と進み証券市場の好環境の中で資本調達ルートが多様化されており、証券市場主導の調達構造が創出されているといえる。

そこで次に内外証券市場における発行状況についてみておこう。

第2表は証券発行による資本調達(外部資金調達)について国内市場と海外市場の状況を示している。まず国内市場についてみると普通社債、転換社債・ワ

第 2 表 上場企業の内外証券市場を通ずる資金調達

(単位・億円, %)

	59年	構成比	60年	構成比	61年	構成比	62年	構成比	前年比
国内市場	28,201	54.7	29,362	47.5	39,205	51.2	69,451	60.3	77.1
普通社債	7,650	14.8	5,895	9.5	6,150	8.0	8,200	7.1	33.3
転換社債	11,615	22.5	17,985	29.1	26,475	34.6	46,040	40.0	73.9
ワラント債 増資	8,936	17.3	5,482	8.9	6,580	8.6	15,211	13.2	2.3倍
海外市場	23,365	45.3	32,426	52.5	37,385	48.8	45,783	39.7	22.5
普通社債	6,053	11.7	14,380	23.3	15,550	20.3	11,271	9.8	-27.5
転換社債	12,851	24.9	11,325	18.3	2,776	3.6	3,943	3.4	42.0
ワラント債	4,461	8.7	6,721	10.9	19,059	24.9	30,569	26.5	60.4
内外市場合計	51,566	100.0	61,788	100.0	76,590	100.0	115,234	100.0	50.5

- (注) 1. 金融、保険業による社債発行、増資は含まない。
 2. 片道の発行額で集計しており、資金循環勘定の計数とは一致しない。
 3. 増資にはワラント権の行使による株式発行を含む。

(資料) 東京証券取引所「証券統計年報」。

(出所) 第1表と同じ。

ラント債、増資ともに増加しているが、その中で転換社債・ワラント債は59年では起債額1兆1,615億円であったが、62年では4兆6,040億円に急増し61年度と比べて73.9%の伸び率であった。内外市場合計で最も多くそのシェアは40%に達している。また株式についてみると、59年では8,936億円で内外市場合計の17.3%であったが、60年、61年と発行額は減少した。しかし62年には1兆5,211億円に増加し前年比の2.3倍に達しており、内外市場合計の13.2%を占めている。このようにみてくると勿論、普通社債も発行量は漸次増加傾向にあるが、今日の高株価状況を反映して転換社債・ワラント債、増資といった直接に自己資本充実に結びつくエクイティ物の証券発行が著しいことが明らかである。投資家にとって安全性に投機性を加味した社債の株式化（証券の多様化）が企業の高株価経営のもとで促進されているといえるであろう。

次に海外市場についてみてみよう。

海外での発行額は企業の海外進出並びに金融の自由化、国際化の中でその増加のテンポは著しく、59年では2兆3,365億円に達し資金調達全体の45.3%を占めていた。60年度はさらに増加し52.5%に達し国内市場を上まわった。ただ

61年度、62年度は構成比では若干低下したものの発行額は増加し62年度は4兆5,783億円に達している。このようにわが国企業の外債発行が増えた理由は、昭和55年の改正外為法の施行により、その発行が許可制から事前届出制に変更されたことからである。

普通社債（SB）についてみると60年以降からは国内市場を上まわった増加を示している。また転換社債（CB）は59年度ではその発行額は1兆2,851億円に達し、内外市場合計で24.9%を占め最も高い比率であった。その後61年と62年にはかなりの減少を示すがこれは、国内の適債基準が緩和され、無担保で発行しやすくなったこと、また国内金利の低下によって内外転換社債の表面利率が接近したこと、さらには国内の流通市場が整備され質・量ともに投資家に対して流動性（換金の機会）を提供できるようになったことから、国内市場へ振り替えられたためと考えられる。

ワラント債（WB）は61年から急増しはじめ62年には3兆569億円と海外市場では最も多く、内外市場合計では26.5%の割合を占めている。また前年比では60.4%の伸び率であった。ワラント債は、海外市場での発行が常に多く国内市場を上まわっている。国内市場が低調な理由は、「現在の発行基準ではCBより発行コストが割高なこと、国内投資家のWBに対するなじみも薄いこと、既に海外で成熟したWB市場が存在する」ことなどを指摘することができる。

このようにわが国企業は、国内、海外市場において時価発行増資や転換社債、ワラント債といったエクイティ物を主体にその調達ルートを多様化させながら、低コストでの資本調達を行ない自己資本の充実をはかってきた。とくに海外市場ではすでにみたように転換社債やワラント債の発行が目立っている。これは海外市場では企業内容の開示などで手続きが簡便であることや低金利のために発行コストが割安なこと、さらにはわが国の高株価状況と円高のためにエクイティ物への投資需要が強いために増加したと考えることができる。

特にワラント債の増加は、「①償還金額が確定しているため為替スワップなど為替リスクの回避が可能、②CBと同様の低クーポンで権利行使（株式購入）時に再び資金が調達できる、③分離型ワラント債の国内持込み解禁により換金

手段が多様化し、投資需要が拡大¹³したことなどの理由からである。とくに海外でのワラント債はユーロドル市場、転換社債はスイスフラン市場での発行比率が多い。その他ルクセンブルグ市場などヨーロッパを中心に国際的な規模で拡大しているとともに、通貨もドイツマルク、イギリスポンド、オランダギルダー、ユーロ円、ECU（欧州通貨単位）などの発行が多くみられる。このことから企業の資本調達政策においてますます国際資本市場の比重が高まっていることが明らかである。

しかしながら国内、海外市場ともにこのような株式と関連する債券の大量発行、すなわち資本調達構造におけるエクイティ物への偏重は、株式市場の盛衰に左右されるだけに株価低迷に転化した時にはそれだけ負債を抱え込むことになる。償還期には一度にそれだけ元利返済が重むために資本構成は逆に影響を強く受けるであろう。また投機性の強い証券の増加は、M&Aを誘発することはいうまでもないが証券市場全体が投機化する危険もたえず生じることになる。前節で触れたわが国企業の自己資本比率の増加＝財務体質の改善は、以上のように偏在化した資本調達構造から形成されており、それは既に指摘したような危険と常に隣合わせであるということは認識されねばならないであろう。資本の運用と調達の適正な維持をはかるような資本調達構造のバランスが必要である。

Ⅳ 資本運用の特徴

(1) 手元流動性比率の増加と分散投資

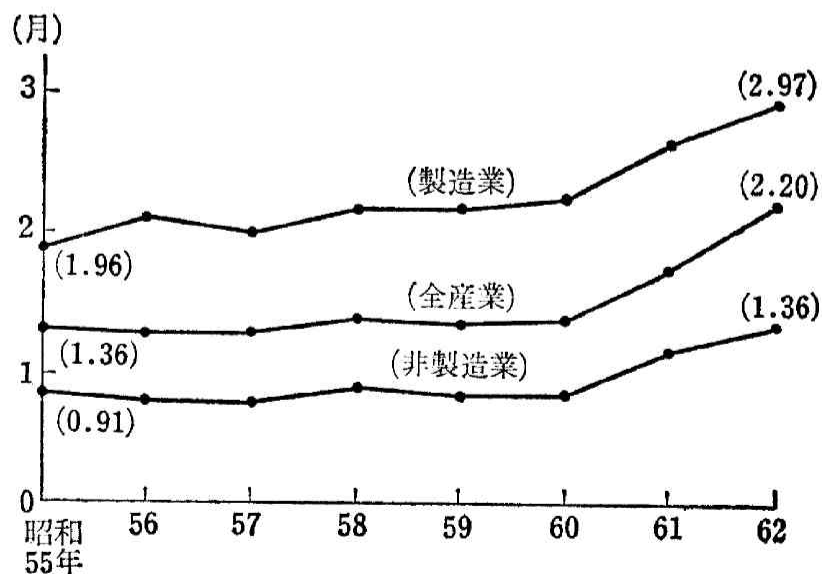
高度成長期には設備投資をはじめ実物資産投資が旺盛であり、しかも重化学工業中心の産業構造であったために投資額も巨額であり余裕資金の生じる余地などはなかった。しかし50年以降の低成長経済下において企業の有利な投資機会の喪失、営業利益の低下によって実物投資が抑制される中で企業の金余り現象が鮮明になった。また昭和61年1月から62年2月までにわが国の公定歩合は5回にわたる引下げによって2.5%と歴史的にみて最も低い水準になったが、このような近年の金融緩和基調が企業の金余り現象に拍車をかけたことも事実

といえるであろう。またこのような低金利に加えて高株価状況は、企業が資本市場から実物資産投資を遙かに越えた資本をエクイティ・ファイナンスによって調達し、それを短期的な金融資産の運用にまわし本業（営業利益）を上まわるほどの金融収益を取得する、いわゆる財テク投資を活発に行なう素地をつくり出したことはよく知られている。またそれは折からの金融の自由化、国際化の進展によって一段と多様化しつつあることがその特質でもある。

第7図は50年代中頃からの企業の手元流動性比率の推移を示している。この手元流動性とは、企業が所有している現金、預金と短期有価証券それに関係会社の株式・社債を除いた投資有価証券の残高合計であり、これが企業の運用資金となる。この手元流動性が月商の何倍かを示した比率が手元流動性比率であり企業の資金繰りの余裕度を示す尺度として用いられる¹⁹。

第7図をみると製造業は高い水準で推移しており、特に62年には2.97カ月にまで高まっている。一方、非製造業については60年までは低い推移であったがその後上昇し62年には1.36カ月にまで達し資金的な余力が生じていることが明らかである。従って全産業とも手元流動性比率は60年から増加し62年には2.20カ月に達し、過去最も高かった昭和47年12月の1.78カ月を大きく上まわった水

第7図 手元流動性比率の推移



（資料）日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』
昭和62年版12ページより作成。

第 3 表 法人企業部門の資金運用

(単位・千億円, %)

	60年	61年	前年比	62年	構成比	前年比
資 金 運 用	268.5	333.9	24.4	347.5	100.0	4.1
通 貨	12.4	48.1	3.9倍	-14.2	-4.1	—
定期性預金	107.3	104.7	-2.5	177.9	51.2	70.0
譲渡性預金	7.6	7.0	-8.1	1.5	0.4	-78.9
[現預金 CD 計]	[127.3]	[159.7]	[25.5]	[165.1]	[47.5]	[3.4]
信託・投信	25.3	91.8	3.6倍	113.5	32.7	23.6
有価証券	19.3	-2.1	—	-12.9	-3.7	—
うち債券	16.9	-5.0	—	-53.3	-15.3	—
株式	2.3	2.9	24.2	40.4	11.6	13.8倍
C P	—	—	—	0.9	0.3	—
対外信用	96.6	84.4	-12.6	80.8	23.3	-4.3
うち証券投資	76.3	57.6	-24.5	50.8	14.6	-11.9

(注) (1) 定期性預金には外貨預金を含む。

(出所) 第 1 表と同じ。

準に達している。この手元流動性とは既にみたように実物投資には向かわない
 余裕資金残高であるから、それだけ金融資産投資が膨らんでいることを意味し
 ている。換言すればそれだけ金融資産形態での資金運用が活発化していること
 のあらわれである。

第 3 表から企業の資金運用の状況をみてみよう。

わが国の金融・資本市場は昭和60年からその自由化と弾力化の進展が著しい
 が、それによって定期性預金、特金・投信、株式での運用比率が高くなってい
 る。その中でも定期性預金の増加率が高いのは、60年以降から自由化と弾力化
 措置がとられた大口定期預金（金利自由）が含まれていることからである。大
 口定期預金は最底預入額が60年10月の10億円からしだいに小口化され、63年4
 月に5,000万円にまで引下げられたこと、また期間も3か月～2年から1か月
 ～2年に緩和されたことから増加したといえよう。そのことによって定期性預
 金は62年では前年比70%増の17兆7,900億円に達し運用全体で51.2%と最も多
 い。次いでハイリターン指向を反映して信託・投信が62年には前年比23.6%増
 の11兆3,500億円、運用全体で32.7%を占めている。また株式への投資は時価

第4表 61年の金融収支黒字額ランキング

(カッコ内は前年順位)
(単位、億円、▲は減)

順位	社名	黒字額	前年比	順位	社名	黒字額	前年比
1 (1)	トヨタ	1236	128	26 (20)	ビクター	59	▲2
2 (2)	松下	753	77	27 (27)	万有薬	56	6
3 (3)	日産	587	▲25	28 (34)	ファナック	56	15
4 (4)	日立	445	162	29 (33)	大日印	54	12
5 (5)	シャープ	253	48	30 (44)	レナウン	50	17
6 (11)	千代田	159	49	31 (35)	日清食	50	9
7 (9)	松下	156	24	32 (78)	キヤノン	50	31
8 (8)	日電	151	19	33 (29)	藤沢薬	49	0
9 (7)	ソニー	149	▲1	34 (22)	グリコ	48	▲7
10 (6)	三洋	148	▲26	35 (25)	奥村組	48	▲2
11 (13)	富士	144	59	36 (41)	山之内	46	11
12 (10)	日石	119	▲8	37 (37)	豊田織	45	7
13 (28)	東燃	110	60	38 (30)	前田建	42	▲3
14 (15)	味の素	91	22	39 (36)	ダイハツ	41	3
15 (19)	小松	91	29	40 (47)	アマダ	39	8
16 (16)	キリン	88	20	41 (38)	ブリヂストン	39	2
17 (14)	資生堂	82	8	42 (48)	TDK	38	7
18 (12)	京セラ	81	▲10	43 (39)	松下冷	37	2
19 (31)	村田製	75	31	44 (43)	日揮	36	3
20 (18)	武田	74	8	45 (52)	日産	35	9
21 (32)	富士重	72	29	46 (49)	マキタ	35	6
22 (23)	松下寿	66	13	47 (50)	カシオ	35	6
23 (24)	リコー	64	11	48 (46)	松下通	34	2
24 (17)	東洋エンジ	62	▲3	49 (69)	サンリオ	34	14
25 (21)	日立家電	61	4	50 (220)	松電工	33	29

(出所) 日本経済新聞、昭和62年4月14日付。

発行増資の引受やNTT株の購入等もあって、62年には前年比13.8倍の4兆400億円にも達した。これは運用全体の11.6%にあたる。また前年比では伸び率が低下はしたが運用額の大きいものに対外信用(8兆800億円)がある。その中で対外証券投資の割合は高く5兆800億円で運用全体の14.6%を占めていた。

とくに昭和59年(1984年)4月から外国為替取引において実需原則の撤廃措置がとられてから為替・資本取引の自由化が一段と加速化されたが、これによ

って企業の外貨建て債券への投資（外債投資）も多様化し、その投資運用においてもスワップ取引やリスク・ヘッジを行なうなど精緻な方法がとられている。その運用は外債発行に伴なう外貨建て債務のための為替リスク・ヘッジやキャピタル・ゲインを目的としたものが多く、とくにユーロ市場での投資は変動利付債やデュアル・カレンシー債への投資も多い。通貨別では外債投資の約80%が米ドル建て債券であったが、近年のドル安傾向から為替リスク回避のために ECU、カナダドル、スターリングなど多通貨分散投資がすすんだこともその特徴である。¹⁷⁾

以上の如くわが国大企業は、昭和60年以降の金融自由化の進展や資本市場の国際化が進む中で自由金利商品や対外証券への分散投資を行なうなどその資本運用の多様化を強めた。すでにみたようにそれは、大口定期預金や信託・投信への運用、また株高状況下での株式投資さらに対外証券投資といった金融資産投資への比重を高めることによって、企業の利益額に占める金融収益（営業外収益）の比重を増大させている。

第4表は、昭和61年度の金融収支黒字の企業ランキング（銀行・証券・保険を除く上場企業1,547社）を示したものであるが、金融収支が黒字の会社数は10年前と比べて2.6倍の473社となり全体の3割が黒字会社となった。黒字額の第1位は前年にひきつづいてトヨタ自動車であり前年よりも128億円増の1,236億円に達した。これは経常利益の4分の1の相当額である。これは、受取利息と配当金から支払利息を差引いた純金利負担の減少や転換社債発行等から調達コストが低下する一方で、余裕資金を金融資産へ分散投資する財テク活動の展開によるものといえる。

従って昭和62年には全産業での資本運用額は対売上高比率3.4%（61年度2.1%）と極めて高水準に達しており¹⁸⁾、その運用対象は既にみたように、62年10月の株価暴落の影響から伸び率では低下はしたが株式、短期所有の有価証券への投資と、他方では大口定期預金などの定期性預金、そして海外証券投資において急増した。そしてこれらの短期的な金融資産投資からの金融収益が、企業の本業の不振を支え経常利益の増大をもたらしたといえる。

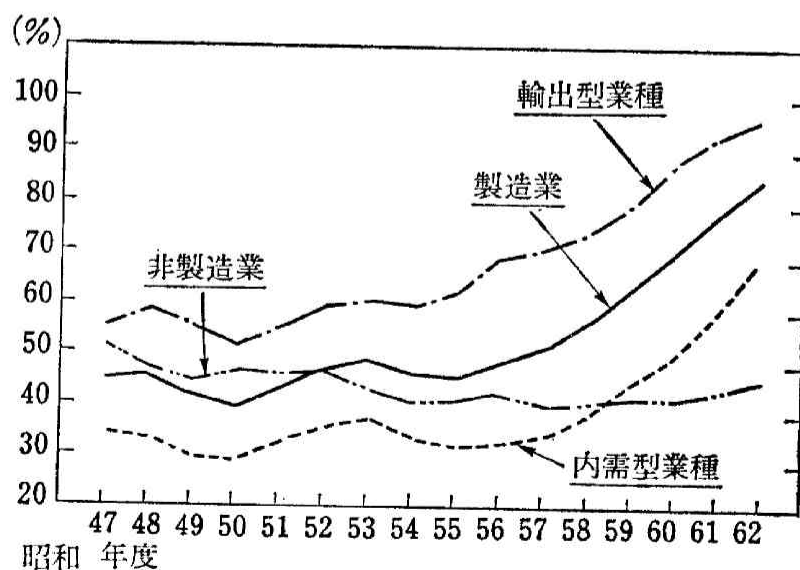
(2) 金融収支率の上昇と財務体質の強化

実物資産投資が手控えられる中で、一方では低金利下での資本調達と他方では金融資産への分散投資が企業収益を改善させたことは既にみてきたことである。とくに金融緩和が続く中での金利の低下が企業の金融費用を軽減させ財務体質を改善させたことはよく知られているが、そのこともあって営業外損益（営業外収益と営業外費用との差額）は、製造業全体（石油精製を除く）では昭和26年以来61年度に初めて輸出業種を中心に収益超となり今日まで続いている。またそれは現在のわが国企業の経常利益率増大の大きな要因にもなっている。

営業外損益の中心的位置を占める金融収支率（金融収益／金融費用）をみてみよう。金融収益とは受取利息・割引料・配当金の合計であり、金融費用とは支払利息・割引料（社債利息を含む）それに加えて社債発行差金償却および社債発行費償却の合計額である。従って、金融収支率＝ $\frac{\text{受取利息・割引料・配当金}}{\text{金融費用}}$ ×100で表わすことができる。

金融収支率の推移を全産業でみると昭和50年代では55年の43.51%を最底に、以来上昇し62年には60.71%にまで高まった。第8図をみると製造業では昭和55年度（45.71%）以後から上昇し62年度には84.02%に達した。他方、非製造

第8図 金融収支率（金融収益／金融費用）の推移



(出所) 日本銀行調査統計局『調査月報』
昭和63年11月号43ページ。

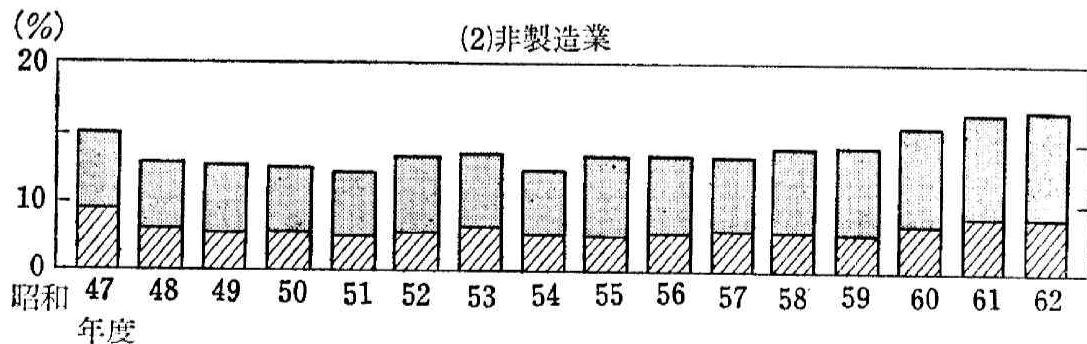
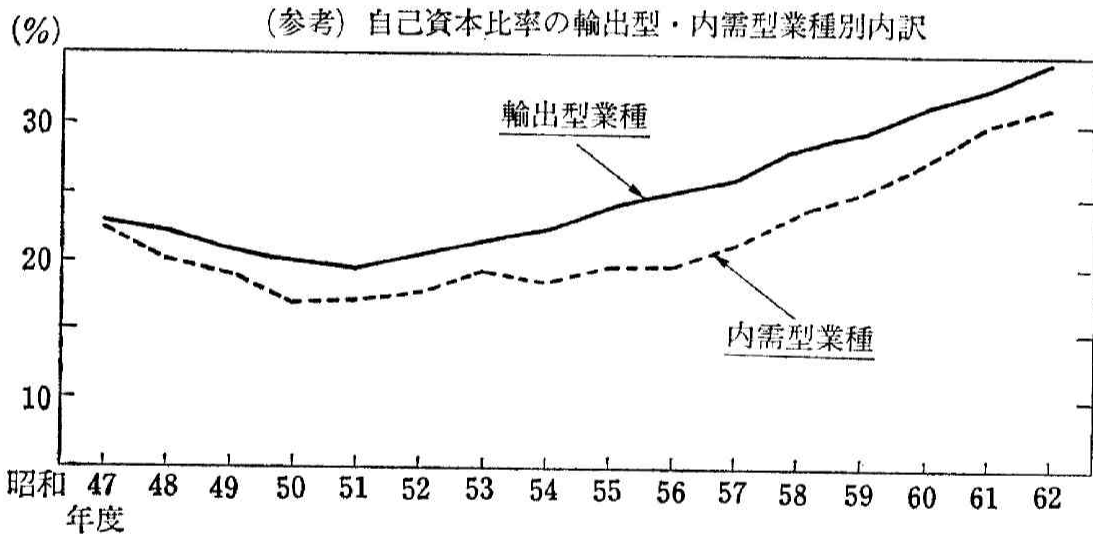
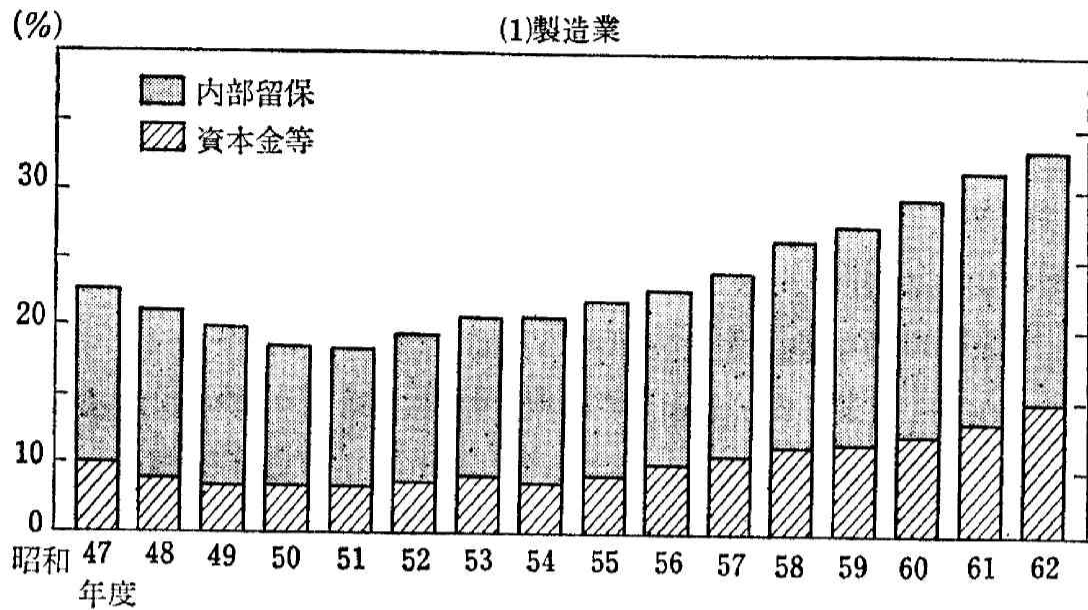
業の金融収支率が62年度の45.51%まで40%代前半で推移し低調ぎみであるが、実物資産への投資増を考慮しても改善がみられず、その格差が明瞭になっている。業種全体でみると内需拡大経済への転換もあり内需型業種の改善割合が大きく（61年度58.1%→62年度68.9%）、とくに食品分野は増収益による運用資金増から53年度50.89%から62年度131.48%へと大幅な改善がすすんだ。その中でもビール業種は53年度の68.59%から62年度には200.92%と増加率は最も著しかった。一方、これまでの円安局面において自己資本増や借入金返済などの効果から高水準であった輸出型業種においても昭和62年度には95.9%と一段と上昇した。

このようにみてくると製造業に比べて非製造業種での停滞ぶりが目立っている。そして製造業及び輸出型、内需型業種の金融収支率が55年度から大幅な改善傾向にあることが明らかであるが、この状況はそのまま企業の自己資本比率さらには財務体質に反映されている。金融収益超を中心とした営業外収益の増加が経常利益を押し上げ内部留保の積増しを加速させたが、それが自己資本比率の改善と財務体質の強化に対してもつ効果は大きい。

第9図は各業種の自己資本比率の推移をあらわしている。輸出型、内需型業種ともに50年から上昇し62年度には両業種ともに30%を越えた高水準になっている。自己資本は利益の内部留保と資本金等から構成されているが、内部留保の増大は、経常利益の増加によるものであることはいうまでもないが、それに加えて企業の配当負担の軽減が大きい。周知の如く戦後のわが国証券市場においては著しいほどに配当の利子化現象が進行し、企業の配当金が利子程度にまで押え込まれているが、そのことが企業の内部留保の積増しに寄与していることは事実である。また他方では近年の高株価状況が企業の資本金等を増大させて自己資本比率改善の条件をつくり出している。

戦後のわが国証券市場は、個人持株比率の傾向的な減少に対応して法人持株比率の増大が進行し二重構造の様相を呈しているが、そのような株式所有の法人化・機関化現象が折からの世界的な低金利も加わって高株価状況をつくり出し、さらに外国為替市場での円高基調により外人投資も手伝って株価は高水準

第9図 自己資本比率の推移



(注) 内部留保=利益準備金+その他の剰余金-配当金・役員賞与金

資本金等=資本金+新株式払込金+資本準備金

(出所) 第8図と同じ、59ページ。

で維持されている。わが国企業に時価発行増資が定着したのもこのような状況を背景にしており、それを利用した企業の高株価経営すなわち時価ファイナンスが近年の自己資本の増大に大きく寄与しているといえるであろう。

自己資本比率の推移を日本銀行の調査（主要企業経営分析・昭和62年版）からみると全産業では、昭和53年度 17.29% であり、58年度に 20.32% へ上昇した後、62年度には 24.96% に達している。特に第9図に示されているように製造業ではとくに高く 33.14% に達している。その中でも食料品 (37.62%)、繊維 (30.29%)、化学 (32.55%)、ゴム (34.99%)、窯業 (36.09%)、金属製品 (31.43%)、一般機械 (40.71%)、電気機械 (40.93%)、輸送用機械 (36.36%)、精密機械 (49%) などが自己資本比率30%を越えた業種である。製造業の中でも加工業種が 39.08% と素材業種 (25.27%) に比べて高くなっているのが特徴である。

しかしながらそれに対して非製造業の自己資本比率は全体的に低く62年度まで20%を越えることはなかった。ガス (39.38%) とサービス (34.85%) のみが高いがこれはこの業種が大企業でしかも優良企業であることからである。このようにみえてくると近年のわが国企業が、自己資本比率が欧米並みに増加し財務体質が強化されたと言ってもそれは製造業についてのことであり、全体としてはむしろその傾向は二極化しその格差も大きく開きつつあるといえるであろう。従って低成長経済下での自己資本比率の増大が、すでにみたように企業収益を支える金融投資からの収益の高さと資本市場を利用した増資や株式と連動した債券発行などのエクイティ・ファイナンスによるところが大きいことはとくに強調されねばならないことである。

V 結びにかえて

低成長経済下であるにもかかわらずわが国企業の自己資本比率が改善され財務体質が強化された要因を探ることが本稿の課題であった。第1次オイル・ショック以降の不況期にコスト意識をたかめた企業は、一方では現実資本の循環運動においては実物資産投資を抑制しながら投下資本の回転を早め、資本の運

用効率をたかめるなどして支払能力の不足に陥らないように財務流動性の維持に努めた。また他方では有利子負債を軽減するために借入金中心の間接金融から直接金融へと資本調達政策の転換をはかった。とくに資本市場の国際化は低コストでの資本調達を可能とし、また金融資産投資に象徴されるようにその運用の一層の多様化をもたらした。それは資本市場を利用した時価ファイナンスによる資本集中方式であって、自己資本比率の増大＝財務体質の強化は、現実資本の循環運動が銀行信用から資本信用へと比重を移す中で促進され、擬制資本の運動を利用した資本蓄積構造の中で展開されたことを意味している。

しかしながら内部留保を増大し時価ファイナンスによって自己資本比率をたかめたわが国企業の財務体質が確かに強化されたことは評価できるが、幾つかの問題が顕在化しつつある事実は認識されねばならない。それは既にみたように、自己資本の増大、内部蓄積の増加は特に製造業についてのことであって非製造業についてはほとんど改善の傾向はみられていない。まして中小企業においては依然として、あるいはむしろ銀行依存の体質は低成長経済とともに強まったといえるであろう。従って全体としてはその財務体質は業種間において格差が一層広がり二重化された状況にあるということである。

また製造業を中心にみられる自己資本比率の増加傾向は、金融資産投資と資本信用の利用に著しく依存したものになっている。資本市場から調達した資本が現実資本に直接に転化されずに金融資産投資に向かうという擬制資本信用への偏重は、企業の資本調達と運用関係に不均衡を生じさせる。例えば近年において高株価に支えられた資本市場において株式と連動した債券発行が頻繁に行なわれているが、それは株価が低迷した時には償還期日には発行量が多いだけに有利子負債の加重的負担が生じるであろう。また企業の手元流動性が、増加しているが、インフレ抑制のために高金利政策へと転じた場合には、その運用先は実物資産への投機に向けられる危険性があることは注意されねばならないことであろう。

このようにわが国企業は、大企業を中心として景気停滞局面において実物資産投資を手控え金利選好を強めながら余裕資金を短期的な金融資産へとふり向

け活発に金融収益を取得するという投資行動をとった。そしてこの財務行動は国際金融・資本市場が発展し金融自由化・国際化の中でより促進されたが、しかしながらこのような本業から離れた財テク投資に象徴されるような金融収益への過度依存の傾向は、ますます企業のモノ離れと空洞化現象を加速化する危険性を含んでいる。国際的な企業間競争の強まる中で自己資本比率の増加＝財務体質の強化を企業本来の成長と活性化に結びつくような転換がわが国企業の課題でもある。

(注)

- (1) Solomon, *The Theory of Financial Management*, Columbia University Press, 1961, pp.120-122. 古川栄一監修, 別府祐弘訳『財務管理論』同文館, 1971年, 142—143ページ。
- (2) 三菱総合研究所『企業経営の分析』昭和62年度上半期版, 6ページ参照。
- (3) 松本和男『企業収益と企業金融』日本経済新聞社, 昭和61年, 140ページ。
- (4) 松本和男『前掲書』145ページ。
- (5) 昭和40年代の安全性比率については以下を参照。日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』昭和55年度版。
- (6) 岩田巖雄「低成長下の企業金融多様化と間接金融の動向」『商学論纂』第28巻第5・6号, 昭和62年3月, 180ページ。
- (7) 日本銀行調査統計局「最近回復下の企業経営の動向について」『調査月報』昭和63年11月, 58ページ。
- (8) 日本銀行調査統計局『前掲書』61ページ第9表参照。
- (9) 日本銀行調査統計局『前掲書』58—59ページ。
- (10) 日本銀行調査統計局「今次金融緩和期における企業金融の特徴について」『調査月報』昭和59年7月号, 6ページ。
- (11) 下村昌作「転換社債による潜在株式について」『証券』東京証券取引所, 1988年10月号, 26—27ページ参照。
- (12) 下村昌作「前掲」27ページ。
- (13) 下村昌作「前掲」27—28ページ。
- (14) 下村昌作「前掲」35ページ。
- (15) 手元流動性比率とは, 対売上高との関係を示しておりその内容は次のように表わされる(日本銀行調査統計局の公式)。

$$\text{手元流動性比率(月)} = \frac{\text{現金} + \text{預金} + \text{有価証券} + \text{投資有価証券}}{\text{売上高} + 12}$$

ただし投資有価証券には関係会社の株式・社債は含まれない。

- ⑩ 日本銀行調査統計局「昭和62年の資金循環」『調査月報』昭和63年6月号，11ページ。
- ⑪ 蠟山昌一編『証券・金融・ファイナンス』昭和62年7月，東洋経済新報社，198ページ。
- ⑫ 日本経済新聞，昭和62年4月14日付。
- ⑬ 日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』昭和62年版，11ページの図表6より。
- ⑭ 日本銀行調査統計局の算定式による。
- ⑮ 各業種の金融収支率改善の具体的な数値は，次の資料を参照。日本銀行調査統計局『調査月報』昭和63年11月号，42—43ページ，及び『主要企業経営分析』昭和62年度版，228ページ。

Summary Trends of Corporate Finance in a Slow Growth Economy

Yasuhiro Kobayashi

The purpose of this paper is to discuss the recent trends of corporate finance, particularly use and raise of corporate capital (or fund) in a slow growth economy.

When Japanese economy was dramatically transferred from rapid growth to the period of a slow growth, with the economic recession which arose from 1973/4 oil crisis, most of the corporations in Japan were forced to make efforts for the rationalization and stabilization in business constitution. Under the circumstances, corporate financial executives have faced such problems as the decline of return on investment, reduced operating profit and the increase of interest paid that made a burden too heavy for them.

In the area of business finance, one of the needs for improvement in business constitution is to organize a sound financial structure by saving investment in plant and equipment, keeping turnover ratio of liabilities & net worth at a high level.

Significantly, corporations have also diversified external financing, and shifted from bank borrowing that was a usual practice in rapid economic growth of the 1960s and early 1970s to the equities financing or direct fund raising by issuing various securities. It is possible for corporation to get fund raising at a low interest. Moreover, corporations have increasingly invested the surplus and internally generated fund to the area of financial assets rather than productive assets and earned higher interest received. Such a investment behavior is

called “Zaiteku” financial technology.

At the present, in a further move to internationalize and liberalize in financial/capital market, such a corporate financial behavior enlarged increasingly. It also is closely related with the improvement of stockholder's equity ratio and of ordinary income in corporation.