

内部資金比率の上昇傾向について

—二木教授の疑問に答える—

宮 崎 義 一

二木教授の疑問は、大別すると、次の2点に集約される。①現代資本主義の第2命題、すなわち、「現代株式会社における経済活動の動機は、(一定の配当率を制約条件にしながら)内部資金を極大化することである」、に関する疑問、および②内部資金比率の上昇傾向に関する疑問である。

二木教授は、この2つの疑問を関連づけて、「内部資金比率の上昇傾向という事実の存在が、'内部資金極大化'という企業の行動原理を論証することになる」と推論されているが、拙稿「経営者支配再考」[2]においては、必ずしも直接的に「内部資金比率の上昇傾向」と「内部資金極大化」を関連づけてはいない。拙稿において、「内部資金極大化」の実証のために採用している統計的指標は、「内部蓄積率」のうごきである。「内部蓄積率」というのは、税引き粗利潤の中に占める内部資金の割合を示す値である。そして「内部蓄積率」極大化を確認した上で、さらに拙稿[2]においては、「内部蓄積率」の極大化の1つの結果として、内部資金比率の上昇傾向が確認されると主張したのである。したがってこの小文においては、二木教授の疑問を2つにわけて、それぞれに対して①「内部資金極大化」仮説の論理構造を、この機会により一層明確に示すとともに、それが「内部蓄積率」の動きによって実証されることを示し、ついでさらに②「内部資金比率」の上昇傾向が「事実誤認」でないことを実証したいと考える。

1

二木教授は、内部資金の極大化仮説の含意を「伝統的理論」としての利潤極大化仮説との対比で推論されている。二木教授の「伝統的理論」というのは、「各企業は生産技術、生産要素および生産物の価格を与えられたものとして、利潤が極大になるように雇用量したがって生産量を決定する」([7])という生産量決定理論である。そして、このような与件を固定した極大化仮説は、与件の変動を許す現実の統計値の時系列によって実証される「保証はない」([7])と二木教授は批判されている。しか

し拙論で現代資本主義の第2命題と名付けている内部資金極大化仮説は、まず生産量決定に関する仮説ではない。なぜならば、生産量決定理論は、1商品に関する生産量をその商品の売上粗利潤を極大にするように決定すると想定しているのに対し、拙論の第2命題は、1商品に関する仮説ではなく1企業に関する仮説だからである。理論モデルとしては1企業は1商品のみを生産すると単純化することも可能であろうが、現実の株式会社とくに巨大株式会社は多くの品種を同時に生産するコングロマリットの企業であるのが一般である。その上、拙論の「内部資金極大化仮説」は、生産量決定に関するものではなく、一期間の各種の企業活動の成果である税引き粗利潤を、株式会社がどのように減価償却と内部留保と株主配当金(役員賞与を含む)に配分しているかという財務上の決定に関する仮説である。

拙論([2]および[3])において注目しているのは、株式会社における所有と支配の形態を、「個人株主支配」「経営者支配」および「会社支配」に分類し、さらに「経営者支配」を第1段階と第2段階に区分した上で、「個人株主支配」形態の株式会社については、従来通り財務上の選択としても税引き粗利潤極大化仮説が妥当するが、「会社支配」形態および「経営者支配」形態第2段階に到達した「現代株式会社においては、株主に支払われる配当金ですら、一種のコストであり、それを差引いて企業内部に残される内部留保プラス減価償却」([2] 236ページ)の極大化、すなわち「内部資金極大化」(maximization of cash-flow)こそが企業の財務上の目標であると考えたのである([3] 参照)。要するに拙論の「内部資金極大化」仮説は、あくまでも企業全体の財務上の選択ないし経営政策に関するものであって、生産量決定に関する仮説ではないことを強調しておきたい。したがって

1) C. レビンソンも、「内部資金は会社の自己金融能力の正確な尺度となる。このシステムによると、いわゆる会社所有者(株主)に支払われる配当金ですら1つのコストであり、内部留保プラス減価償却の所得に対する比率であらわされる会社の“収益力”(profita-

第1表 株式会社の内部蓄積率と内部資金比率

		内部留保	減価償却	内部資金 A	税引 粗利 B	内部蓄 率 A/B	設備投資 C	内部資 金比 率 A/C
日 本 (製造業) (10億円)	昭和 31~35 年度平均	77.5	181.3	258.8	338.8	0.76	442.2	0.59
	昭和 36~40 年度平均	92.6	502.9	595.5	806.0	0.74	940.2	0.63
	昭和 41~45 年度平均	353.8	934.4	1,288.2	1,595.4	0.81	1,950.7	0.66
	昭和 46~50 年度平均	463.8	1,696.9	2,160.7	2,557.1	0.84	2,864.0	0.75
	昭和 51~54 年度平均	669.9	2,271.1	2,940.9	3,438.6	0.86	2,699.2	1.09
アメリカ (製造業) (10億ドル)	1947~55 年 平 均	6.2	4.4	10.6	15.9	0.66	9.9	1.07
	1956~60 年 平 均	7.4	9.8	17.2	24.9	0.69	13.8	1.25
	1961~65 年 平 均	10.5	13.6	24.1	34.3	0.70	17.0	1.42
	1966~70 年 平 均	16.6	22.0	38.6	52.7	0.73	31.2	1.24
	1971~75 年 平 均	26.7	30.3	57.0	74.7	0.76	34.5	1.65
	1976~79 年 平 均	50.9	41.7	92.6	120.4	0.77	57.5	1.61

資料：日本銀行『主要企業経営分析』、FTC, *Quarterly Financial Report*.

与件を固定した極大化仮説と与件変動を含む現実の統計値によって実証しようとしているのではないかという二木教授の批判は、拙論に対しては有効ではない²⁾。

このことは、二木教授が「内部資金極大化」の仮説を記号で展開されている部分についてより一層明らかに示されている。二木教授は、「内部資金極大化」を生産量(雇用量)決定理論にかかわるものと考えて、定義式の中で、減価償却費の生産額に対する割合(k)および、内部留保率(t)を一定と置いて極大化の条件を求めておられるが、拙論における「内部資金極大化」というのは、「内部蓄積率」の1への接近をもって実証されているように、 k と t の変化を基本前提として、粗利潤中に占める内部資金の割合の傾向の上昇に経済的意味を見出しているのである。

二木教授は、すでにのべたように、内部資金極大化仮説を直接、内部資金比率と関連づけておられるために、見落されているようだが、拙稿[2]においては、内部資金極大化仮説を内部蓄積率のうごきによって実証しており、その上昇傾向は、「現代株式会社においては、単なる利潤極大化動機というより、粗利潤の中に占める内部

bility)の減少である。かくて内部資金は会社の状態および経営政策の成功を評価する重要な要因である」([8] pp. 152-3)と述べている。このレビンソンの「収益力」は、小論の「内部蓄積率」とほぼ同内容の比率である。

2) なお拙論においてインプリシットに想定している各商品毎の生産量決定理論は、いわばフルコスト原則である。この場合のマーク・アップ率は、1企業全体の判断によって共通費用(減価償却を含む)を算定し、その上で販売政策上の考慮を加味して各商品毎に割振った比率で、企業が最適と考えて決定した各商品毎のマーク・アップ率である。

資金の割合、「内部蓄積率」を極大化しようとする意図が強力に作用していることを示すものにほかならない。なかでも、この間減価償却の比重の増大が顕著であるが、税法上の恩典の中で、企業が内部蓄積率を少しでも高めようとして、如何に加速償却を企図したかを示す指標として注目に値しよう」([2] 237 ページ)と考えている。

次に、拙稿([2] 237 ページ)に示した「第6表 株式会社の内部蓄積率と内部資金比率」に、さらに最近のデータを加えて、その趨勢的なうごきを示しておこう。上掲の第1表がそれである。

この第1表は、日本銀行発表の『主要企業経営分析』とアメリカ連邦取引委員会発表の *Quarterly Financial Report* を資料として、内部資金と税引き粗利潤および設備投資を、日本については昭和31年度以降、昭和54年度までの24年間、アメリカについては、1947年から1979年までの33年間を、5年毎(ただし昭和51年(1976年)から昭和54年(1979年)までは4年間、そしてアメリカの1947年から55年までは9年間に区切って年平均値を計算し、それにもとずいて、内部蓄積率と内部資金比率を求めたものである。

さて、第1表に示された日本の製造業における内部蓄積率のうごきを見ると、昭和31年度から、昭和54年度までの24年間に76%から86%に明らかに増加傾向を示している。またアメリカ製造業における内部蓄積率も、1947年から79年までの33年間を見ても、同様に、66%から77%に上昇傾向を示している。

この「内部蓄積率」の趨勢の上昇の内に、現代株式会社における内部資金極大化の意志を見出そうとしているのである³⁾。

3) 第1表に示した内部蓄積率は、ほぼ5年間の年

ところで現代株式会社における内部資金極大化仮説をうらづけるもう1つの事実を示しておこう。法人所得ランキングにリストされた10,000社のうち、1,000社の株式会社を抽出し、昭和53年1~12月決算における「法人所得」と「税引き前利益」を各株式会社毎に比較してみると、この1,000社のうち、「法人所得」が「税引き前利益」を上回るのが86%、反対に「税引き前利益」が「法人所得」よりも大きいのが14%であることが明らかにされている[4]。ところで「法人所得」というのは、国税庁が各株式会社に法人税をかける前の税法上の被課税所得額であるのに対し、「税引き前利益」というのは、有価証券報告書に計上され、公認会計士によって承認された、法人税等充当金を差引く前の証券取引法上の当期利益である。一見、両者は同一額を示すものと考えられがちであるが、事実上両者の間にはかなり、顕著な乖離があり、「法人所得」の方が「税引き前利益」より大であるのが一般である。どのような理由で両者の乖離が生じ、その乖離のうごきにどのような経済的意味があるかについては、別の機会に詳しく論ずることにして、ここでは、内部資金極大化仮説にかかわる点に関してのみ触れておこう。

「法人所得」というのは、いわば国税庁が査定した当期利益であるのに対し、「税引き前利益」は、株主総会に提出する決算書上の当期利益にほかならない。ところで日本の株式会社の場合、「法人所得」が「税引き前利益」より大であるのが一般的な傾向であるということは、各株式会社に国税庁に申告しながら、株主には隠蔽している秘密積立金がかんりの金額に達していることを意味することになる。換言すれば、国税庁に申告する当期利益の方が株主に呈示する当期利益よりも大きいということは、現代株式会社においては、株主の利益(直接的には株主配当金)よりも、株式会社それ自体に保留される内部資金の方を一層重視する意志が支配的であるとみなして差支えない1つの論拠となることだろう。したがって税法上の措置を基準に考える限り、第1表に示された内部蓄積率ですら、むしろ過小評価であるといつてもよいかもしれない。

2

つぎに第2の疑問について答えたい。それは、内部資金比率の上昇傾向が、「事実誤認に立脚」するものかど

平均値であるが、各決算期毎ないし各年毎の値を求めても、後述の内部資金比率に見られるような、不安定な動きを示しておらず、比較的に着実な上昇傾向を示している。

うかに関するものである。その疑問は、さらに2つに分けられ、①資料とした日本銀行『主要企業経営分析』の時系列としての継続性に対する疑問と②内部資金比率の傾向的増大そのものが論証不可能ではないかという疑問である。

『主要企業経営分析』の資料としての継続性については、日銀当局も指摘するように問題が残されている。まず第1に、昭和38年度下期までは、「原則として資本金1億円以上の上場会社(第1部)とし、これに1億円未満または非上場会社であってもとくに有力な企業を抽出付加し」、(昭和38年度下期においては)「504社(内製造業335社)を選定し集計」([5]1ページ)しているが、昭和39年度上期からは、「原則として資本金10億円以上の上場会社(第1部)とし、これに資本金10億円未満または第2部上場会社もしくは非上場会社であっても一部業種については有力な企業を抽出付加し」、昭和39年度上期においては、「525社(内製造業394社)を選定」([6]1ページ)している。すなわち対象会社数には大差がないが、資本金の規模において大きく変更されている。これはむしろ高度成長過程で同一対象会社が資本金を増大していった結果の調整という要素がかんり色濃いと推定してもよいだろう。さらに、昭和39年上期から41年下期の間は、「内部留保」の中に「価格変動準備金残高増減額」を含めていたが、42年上期以降は、「従来『内部留保』に含めていた『価格変動準備金』は……引当金に含め、「内部留保」からは分離されている。このような変更の結果、『主要企業経営分析』の資料としての継続性にはたしかに問題がある。しかし昭和38年下期までの対象会社335社と昭和39年上期以降対象会社394社の間には上に述べた理由にもとずいてかなりの重複があると思われるため、比率として示される場合には、絶対額における連続性の欠如ほど決定的なギャップはないとみてよいだろう。つぎに昭和39年上期から41年下期の間の「価格変動準備金残高増減額」の処理であるが、この金額については、この期間、『主要企業経営分析』の備考欄に明示されているので、「内部留保」からこれを控除することはきわめて容易である。拙稿[2]の第6表は、この期間の内部留保からは、この「価格変動準備金残高増減額」を差引いた値を「内部留保」として用いている。もちろん本論文の第1表および第1図にもこの修正値を用いている。しかしたとえこのように修正したとしても、製造業の対象会社数は、最高昭和39年上期の394社から、最低昭和38年下期の335社までの幅で変動しており、厳密に言えば資料の連続性にかんする欠陥は否定す

第2表 松下電器産業にみる内部蓄積率と内部資金比率等の動き

(単位 100 万円)

	内部留保	減価償却	内部資金 A	税引粗 利 潤 B	内部蓄 積 率 A/B	設備投資 C	内部資 金比率 A/C	銀行借入 金増減額	投資有価証券・長期貸 付金増分 D	対外投 資比率 D/C	営業収益÷ 経常利益	受取利息・ 割引料 ÷経常利益
昭和31~35年度平均	1,682	768	2,450	3,969	0.62	3,049	0.80	863	664	0.22	1.10	0.17
昭和36~40年度平均	6,126	3,343	9,469	14,393	0.66	7,880	1.20	1,711	4,031	0.51	0.85	0.22
昭和41~45年度平均	20,918	9,052	29,970	40,244	0.74	14,729	2.03	-74	10,749	0.73	0.88	0.17
昭和46~50年度平均	28,669	15,698	44,368	56,576	0.78	21,049	2.11	-2,154	51,640	2.45	0.84	0.31
昭和51~54年度平均	40,518	17,090	57,608	70,163	0.82	12,468	4.62	-1,037	74,216	5.95	0.57	0.38

べくもないだろう。

このような日銀資料の継続性上の欠陥に着目すれば、それを免れる道は、資料の継続上問題のない単一の代表的企業について同様の分析を行うほかないであろう。そこでこの作業を松下電器産業について試みたのが第2表である。

これによって明らかのように、昭和31年から昭和54年までの24年間に、内部蓄積率は、0.62から、0.66, 0.74, 0.78を経て、0.82まで上昇傾向を示しているし、内部資金率も、この間0.80から、1.20, 2.03, 2.11を経て、4.62に上昇傾向を示している。同様の計算は、各巨大株式会社についてそれぞれ計算することは可能であろう。たとえばトヨタ自動車工業の場合、昭和31年から昭和54年の24年間について5年毎の平均値によって内部資金比率を計算すれば、0.71, 0.86, 0.81, 1.30および1.60となり、同様に内部資金比率の趨勢的上昇を見出すことができる。そしてこのように対象会社を数社に確定して厳密に連続的な統計資料を作成することは、必ずしも困難でないが、多少のギャップを容認しながら前述の如く可能な限りの修正を施した上で日銀『主要企業経営分析』のデータを使用することも必ずしも不当とはいえないだろう。

3

以上はもっぱら資料批判の疑問に答えたものであるが、残されているのは、内部資金比率の傾向的増大は果して「事実誤認に立脚」するものかどうかという最も重要な疑問である。これに答えねばならない。

この内部資金比率の傾向的増大を実証する仕方、二木教授の指摘も考慮に入れて、拙著[1]と拙論[2]の間において1つの改良が加えられている。それは、拙著においては、内部資金比率を年2回の決算期毎にそれぞれ計算してそのうごきの中から、内部資金比率の趨勢をいわば目測法に従って発見しようとしていたが、拙論においては、各半期毎ではなく、5年間(前後期10回の決算

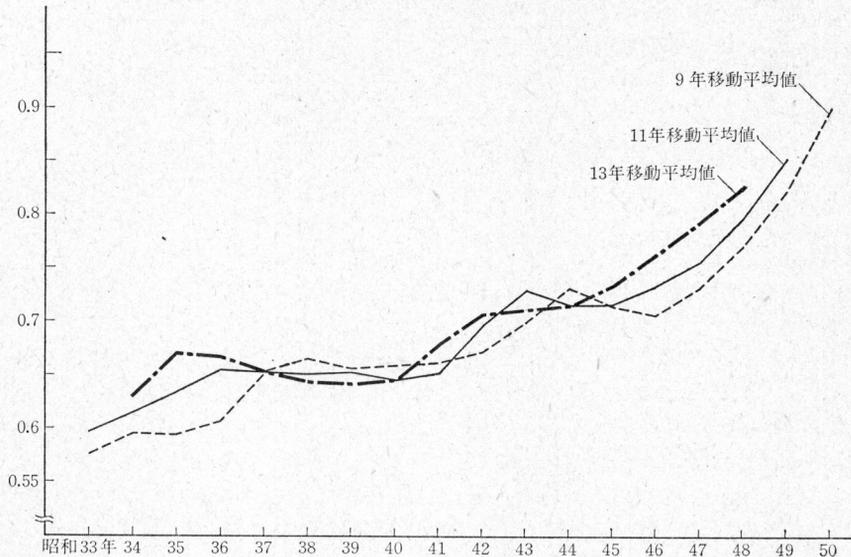
期)の数値を合計して、それを5で除した5年毎の年平均値を求め、そのようにして求めた内部資金と設備投資とから内部資金比率を計算している点である。その理由は、各決算期毎の内部資金がただちにその期の設備投資資金となるとは限らないと考えたからである。設備投資については困難な投資関数問題がある⁴⁾。また、内部資金と設備投資の間にどのようなtime-lagを想定するかも重要な問題点となろう。それらは、いずれも各決算期毎に内部資金比率を求めようとするに附随する難問である。しかし拙論においては、内部資金比率の趨勢的变化を実証すればよいのである。したがって、各決算期毎に計算される内部資金比率の不安定性を回避するために、5年毎の年平均値によって内部資金比率を計算したのである。本論文の第1表および第2表において、この手法を用いているのも同様の理由によっている。

ところで、二木教授は、新しい批判「宮崎義一『経営者支配再考』に寄せて」[7]において、この拙論における方法を次の如くコメントしている。「この方法が[1](拙著『戦後日本の企業集団』)において用いられたそれよりも優れたものであることは論をまたないが、最善のものではかならずしもないということは否定できない。なぜなら、比率の循環がすべて5年周期のものでない以上、各単位期間は循環の異なった局面を含む異質のものとなり、そこから比率の傾向的な動きを判断するのは適切ではなくなるからである」([7] 170ページ)として期間を1

4) カレツキも「投資決意は、資本の『内部』蓄積すなわち企業の粗貯蓄と密接な関係をもっている。これらの貯蓄はおそらく投資のために用いられることになるであろう」と述べて、その考えにもとづいて投資関数を決定している([9] p. 90, 邦訳112ページ)。カレツキの「企業の粗貯蓄」は拙論の「内部資金」と同一概念である。

またJ. S. デューゼンベリも、「1企業の投資率を利潤、内部留保、負債、減価償却に依存させて」おり([10] p. 182)、投資関数に内部資金をとり入れている。

第1図 内部資金比率の趨勢



年ずらした内部資金比率の動きを示されている。この指摘は、それによって内部資金比率の傾向的増大が「事実誤認に立脚」という結論に短絡させるのでない限り、正しい指摘といってよい。

しかし二木教授は、内部資金比率の上昇傾向の有無を判断するのに望ましいものとして2つの方法を吟味されている。1つは、半年間の決算期毎に計算した内部資金比率の動きをグラフに描いて、それが描く循環を単位期間としてその間における内部資金比率を求める方法であり、もう1つは、やはり半年間の決算期毎に計算した内部資金比率の動きをグラフに描いて、その内部資金比率の動きを回帰方程式で表わそうとする方法である。これらの2つの方法を吟味した上で「要するに内部資金比率の上昇傾向は、宮崎教授が[1]と[2]で主張しておられるほど明々白々たる事実ではないということである」と結論され、内部資金比率の傾向的増大は「事実誤認に立脚」という主張を堅持されようとしている。

しかし、二木教授の吟味された2つの方法に共通なのは、いずれも年2回の決算期毎にそれぞれ計算した内部資金比率の値の循環的変動に全面的に依拠されている点である。すでに、拙論[2]において、私は、このようにして計算された内部資金比率の不安定性に気づいており、それを回避する1つの方法として、第1表、第2表のように5年毎の年平均値によって内部資金比率を計算したのである。したがって、5年毎の年平均値による内部資金比率になお循環性が残っているのであれば、その中

に流れている趨勢をみるためには、一層長期の趨勢値を計算する道を選ぶほかはない。

ここで私は、二木教授の触れることのない方法で内部資金比率の上昇傾向を実証することを試みた。それは、移動平均の方法によってその課題に迫ることである。第1図に示した「内部資金比率の趨勢」は、9年移動平均値と11年移動平均値と13年移動平均値の推移を描いたものであるが、ここに描かれた移動平均値によるトレンドは、9年のそれ(細い点線)より、11年のそれ(実線)、さらに11年のそれより、13年の方(太い点線)が、滑らかな上昇曲線を示していることがわかってきた。二木教授は、この移動平均方法によって「本質的に新しい結論を得ることができないので、ここではそれについて触れることはしない」としているが、第1図で明らかのように、この移動平均法によるトレンドによって、内部資金比率の上昇傾向は実証されたものと考えたい。したがって私は、内部資金比率の上昇傾向は、二木教授の疑問にもかかわらず、決して「事実誤認」ではないことをくりかえし主張しておきたい^{5,6)}。

5) 内部資金比率の傾向的上昇といっても必ずしも、無限に上昇していくことを意味しない。重要なポイントは、現代株式会社の場合、内部資金比率がはじめ1以下の値であっても、やがて上昇傾向の結果1を超えるに至るといふ点にあり、それにとどまっている。その点では第2表の松下電器産業の昭和51~54年期の平均値はむしろ異常の値である。

最後に、松下電器産業に関する第2表から内部資金比率の上昇が1企業の財務上いかなる結果をもたらすかについて検討を加えておこう。松下電器産業の場合、昭和31年から54年までの24年間に、内部資金比率を0.80から4.62までに上昇させているが、内部資金比率が1を超え、2に達するにつれて(昭和41年~45年以降)長期・短期の銀行借入金残額は減少をはじめ、54年度に到ると長期借入金は、貸借対照表負債側から全く姿を消し、短期借入金の残額もわずかに3500万円にすぎなくなっている。これは内部資金比率の上昇傾向の結果、企業による間接金融方式からの離脱傾向が顕著になることを明らかに示している。

反対に、内部資金比率の上昇傾向と共に、投資有価証券および長期貸付金等、子会社関係会社等への年々の投資額が急増し、昭和46~50年度においてはすでに設備投資の2.45倍、第2表の対外投資比率に明らかのように、昭和51~54年度には、実に設備投資の5.95倍にも達している。このような固定資産内容の変化は、当然損益計算書に影響を与えずにはおかない。松下電器産業がメーカーとして取得した「営業利益」が「経常利益」(「営業利益」のほかに「営業外純収益」を含む)の中に占める割合は急速に減少して、昭和51~54年度平均では57%まで低下している。このことは経常利益中43%までが営業外純収益であることを物語っている。内部資金比率の上昇の結果固定資産勘定において投資有価証券ないし長期貸付金等が急増し、そのため損益勘定において「受

取利息・受取割引科」等営業外利益が急増し、第2表に示したように46~50年度平均以降、それが「経常利益」中30%を超えるに至ったからにはほかならない。かくて松下電器産業のケースから類推できることは、株式会社の内部蓄積率および内部資金比率の上昇傾向は、単に間接金融方式からの離脱傾向を推進するだけでなく、さらに積極的に子会社ないし関連会社に対する直接投資、証券投資をも急増させ、いわゆる多国籍企業化、コングロマリット化への発展の(財務上の)可能性を示すということである。ここに現代株式会社に顕著な発展パターンを見出すことができよう。私がかねてから内部資金比率の上昇傾向に注目し、その実証に経済的意味を見出そうとしているのもそのためである。

(京都大学経済研究所)

引用文献

- [1] 宮崎義一『戦後日本の企業集団』日本経済新聞社、1976年。
- [2] 宮崎義一「経営者支配再考」『経済研究』第30巻第3号(1979年7月)、228~242ページ。
- [3] 宮崎義一「企業集団表分析について」伊東光晴・森恒夫編『現代資本主義』日本評論社、1980年。
- [4] 『日経ビジネス』1979年7月16日号。
- [5] 日本銀行『主要企業経営分析』昭和38年度下期。
- [6] 日本銀行『主要企業経営分析』昭和39年度上期。
- [7] 二木雄策「宮崎義一『経営者支配再考』に寄せて」『経済研究』32巻2号、1981年4月。
- [8] C. Levinson, *Capital, Inflation and the Multinationals*, 1971.
- [9] M. Kalecki, *Theory of Economic Dynamics*, 1954, 宮崎義一・伊東光晴共訳『経済変動の理論』昭和33年。
- [10] J. S. Duesenberry, *Business Cycles and Economic Growth*, 1958.

6) なお移動平均法の場合、趨勢線が曲線であって、上に曲っている場合には、移動平均値は実際の趨勢線よりも大となり、反対に趨勢線が下に曲っている場合には移動平均値は実際の趨勢線より小となるという性質がみられるが、小論の目的である趨勢値が上昇傾向を示すか否かについては、その値の誤差とは関係なく実証することができる。