

金融バブルの膨張・収縮メカニズムの再検討

——1980年代後半わが国の資金需給構造とエクイティファイナンスの意義——

高橋 衛

目次

はじめに

I. 金融バブルの膨張メカニズムと実体経済の動向

I-I. 金融バブルの膨張と平成景気の拡大

I-II. 実体経済の拡大のもとでの金融と実体経済のギャップの拡大

I-II-I. 若干の指標（1）

I-II-II. 金融と実体経済のギャップの質的内容

I-III. 生産の伸び悩みのもとでの生産と消費のギャップの拡大

I-III-I. 若干の指標（2）

I-III-II. 生産と消費のギャップの質的内容

II. 金融バブルの収縮メカニズム企業の財務戦略

II-I. エクイティファイナンスの二つの効果

II-II. 1980年代後半の資金需給構造

——金融緩和から金融逼迫へ——

はじめに

よく知られているように、1990年初から90年末までは、一方で実体経済面で、戦後最長の「いざなぎ景気」を追い越さんばかりの好景気、高い実質経済成長率を維持し、企業の資金需要は堅調に推移し、他方で金融経済面で、史上最大の株価暴落を記録し、株価の下落→有価証券含み益の減少→自己資本比率の低下→貸出の抑制のため、銀行の資金供給は減少した。こうして宮崎義一氏も指摘しているように、「従来あまり例をみないクロス現象」のなかでクレジット・クラッチによる景気後退を迎えることとなる。

しかし、このようなモノの経済—実需取引—とカネの経済—金融取引—とが乖離しているという事実からただちに、宮崎氏のように、株価暴落が実体経済の動向と全く無関係に生じる、あるいは、世界経済のリーディングファクターがモノの経済からカネの経済へと完全に移行した、と主張することができるだろうか。宮崎氏は景気後退をもつばら金融と実体経済とのギャッ

ブの拡大、その帰結としての金融から実体経済への一方的な影響から説明しており、そのかぎりでは氏の「複合不況」論では景気後退を、ひいては金融バブルの形成と崩壊のメカニズムを、生産と消費のギャップの拡大から説明することが課題として残されていたと考えられるのである。

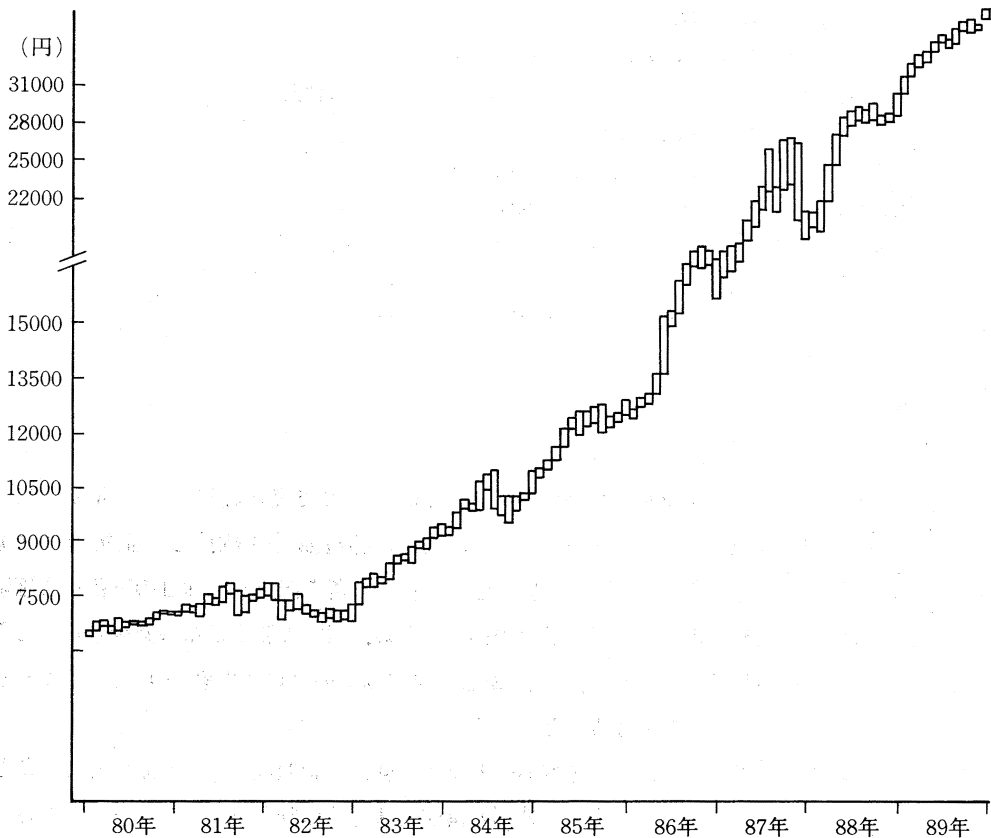
そこで以下、あらためて1980年代後半わが国でみられた金融バブルの形成と崩壊に立ち帰り、当時主役を演じていたエクイティファイナンスを掘り下げていくこととしたい。

I. 金融バブルの膨張メカニズムと実体経済の動向

I-I. 金融バブルの膨張と平成景気の拡大

1980年代後半わが国では、金融バブルの膨張と平成景気の拡大とは、時期的にみるかぎりでは、ほぼ重なり合ってすすんでいたといつてよいであろう。

図I 1980年代わが国における株価の推移



(注) 株価は日経平均株価 (225種)

(出所) 岡崎守男, 濱田博男編『日本の証券市場』(有斐閣, 1990年10月, 101ページ)より転載。

まず金融バブルの膨脹からみれば、株価は、図 I に示されているように、1982年10月から1989年12月末まで87カ月に及んで上昇し、この期間の株価上昇率は468%にも達した¹⁾。次に平成景気の拡大に眼を移すと1986年11月から1991年7月まで56カ月間景気の拡大の局面を持続した²⁾。確かに、金融バブルの膨脹と平成景気の拡大とは、それぞれの期間をみるかぎりでは若干のずれが認められる。とはいえ、実質国民総支出の前暦年比成長率は、金融バブルの絶頂期の1988暦年に6.2%を記録し、そのピークを迎えている³⁾。

一方の金融バブルの膨脹の過程が同時に金融と実体経済のギャップの拡大過程であったということは、今ではよく知られた事実である。

例えば、地価と株価の高騰——いわゆる資産インフレ——は①設備投資、②住宅投資、③個人消費を通じて平成景気を支えていた、ということがしばしば指摘される。すなわち、①地価の高騰は企業の資産価値を高め、その結果、資産を担保とするデットファイナンス——銀行借入および普通社債発行——の調達能力が大幅に高まった。また、株価高騰はエクイティファイナンスを著しく容易にした。こうして低コストで資金調達できるようになったことが企業の設備投資の増大を促進した。②地価の高騰は、地方都市やリゾート地に至るまでの分譲マンションの投機ブームや、節税目的のワンルーム・マンションの盛行をもたらした。こうした地価上昇の思惑に基づく投機は平成景気を支えた住宅投資ブームの一因となった。③地価と株価の高騰は資産家の高額商品の消費を促進した——いわゆる資産効果——。こうした現象を少し立ち入って考えると、次のような疑問に突き当たる。すなわち、エクイティファイナンスを通じて調達された資金は実物投資に向けられ、そのかぎりではそれは実体経済に対して必要な金融取引であったのか、という疑問である。例えば齊藤正氏は、金融バブルは実体経済の伸び悩みを反映していたというよりも実体経済の拡大に寄与していたのではないかと、むしろ金融バブルは実体経済の拡大にとって必要な資金源泉だったのではないかと主張している⁴⁾。金融と実体経済とのギャップそれ自体の否定である。

しかし $M_2 + CD$ / 名目 GNP は1975年末 84.6% から1989年末 120.1% へと推移し、金融資産 / 名目 GNP は1975年末 191.0% から1989年末 385.6% へと推移している。1975年末から1989年末までの期間をみるかぎり、 $M_2 + CD$ / 名目 GNP、金融資産 / 名目 GNP いずれもほぼ直線的な上昇を示している⁵⁾。事柄をこのように量的にみるかぎりでも、いわゆる金融バブルの膨脹の過程でみられた貸出の増加や株価の上昇が同時に実体経済とのあいだのギャップが拡大していく過程であったことは、すでに明らかであるように思われる。またエクイティファ

1) 岡崎守男、濱田博男編『日本の証券市場』有斐閣、1990年10月、100-102ページ。

2) 経済企画庁『月例経済報告』など。

3) 経済企画庁編『国民経済計算年報（平成6年版）』、120-121ページ。

4) 齊藤正「低成長下の管理通貨制度—金融肥大化メカニズムと資本蓄積—」谷田庄三編『現代資本主義と金融経済』大月書店、1989年5月、第2章。

5) 日本銀行調査統計局『調査月報』1990年6月、「平成元年の資金循環」、33ページ。

イナンスは株価や地価の実体経済を反映しない上昇に関連しており、そのかぎりでは実体経済に対して過剰な金融取引であったということも、今では誰も否定しえないであろう。

他方の平成景気の拡大の過程が同時に生産と消費のギャップの拡大過程であったということも、今ではよく知られた事実である。

例えば宮崎義一氏は平成不況をクレジット・クランチによる景気後退として説明している⁶⁾。確かに、宮崎氏は今回の景気の拡大過程が同時に金融と実体経済とのギャップの拡大過程であったことを指摘しており、そのかぎりでは齊藤氏の立場とは明らかに異なる。しかし、宮崎氏は景気後退をもつばら金融と実体経済とのギャップの拡大、その帰結としての金融から実体経済への一方的な影響から説明しており、そのかぎりでは氏の「複合不況」論では景気後退を生産と消費のギャップの拡大から説明することが課題として残されていたのである。

実際、国民総支出(実質)の対前年増加率をみると、国内家計最終消費支出は1988暦年には4.5%であったのが1989暦年には4.2%へと低下している一方で、企業設備は、1988暦年14.8%から1989暦年16.6%へと、国内家計最終消費支出を大幅に上回る増加率がさらに上昇している⁷⁾。個人消費支出と民間設備投資とが不均等に増加していたことは明らかだったのである。

ところで、金融と実体経済のギャップと生産と消費のギャップとのあいだに次のようなタイム・ラグが存在したと考えるかぎりでは、問題はそれほど複雑にはならないかもしれない。すなわち、まず、生産と消費のギャップ→過剰設備のもとで余剰資金が存在し、それが土地、株式へと向かった。次に、それら資産価格の上昇→金融と実体経済のギャップのもとでのエクイティファイナンスを通じて再び設備投資が活発化し、生産と消費のギャップが拡大していった、と。ところが、逆に二つのギャップが同時に存在したと考える場合には、なぜそのようなことが起こりえたのか、そのようなことが起こったことの意味は何か、そうした点があらためて問題とならざるをえない。

一方の、金融と実体経済のギャップは、本来、実体経済の伸び悩みのもとで拡大していく。

一面での金融資産の蓄積は他面での債務の増大でもある。しかし同じ債務の増大でも、高度成長期には、企業収益の増大によって担われていたが、1970年代後半以降の低成長期——とくに1980年代前半までの停滞期——には、実体経済の停滞のもとで債務の元利支払の源泉が拡大せず、元利支払がさらなる債務の増大によっておこなわれ、その結果債務だけが一方的に拡大していった。いわば国家債務を軸とした、最終利回り重視型の金融活況である。(こうした金融活況は、1980年代後半には株式、土地を軸とする、短期のキャピタルゲイン追求型の金融活況へと転化していき、そのもとで金融と実体経済のギャップは一層飛躍的に拡大していくこととなるが、それはともかくとして)高度成長期には、貸し出された資金が生産に投じられ、これによって新たに生み出される価値の一部が利子として返済されていたが、低成長期には、そ

6) 宮崎義一『複合不況』中央公論社、1992年6月。

7) 経済企画庁編『国民経済計算年報(平成6年版)』, 125ページ。

うではない。いわば実体経済の拡大と関わりをもたない——すなわち価値増殖の契機を経ない——単なる所得移転にすぎない⁸⁾。

また他方の、生産と消費のギャップは、本来、生産の増大のもとで拡大していく。

一方で資本家は利潤の追求のために、競争のなかで労働生産性を高めつつ生産の規模を可能なかぎり拡大していく。特に利潤率の傾向的低下に対して資本家は利潤量の増大によって補おうとし、そのことによってますます生産の拡大の傾向は助長される。他方で資本家は利潤の追求のために、自分の利潤の大部分を生産規模の拡大に振り向けることによって、労働者の賃金を可能なかぎり低い水準に抑え込み、社会全体の個人消費力を相対的に狭い枠のなかに制限する。一方で、資本主義的生産は、どんな制限をも突破して生産力を絶対的に発展させようとする衝動・傾向をもっているが、他方で、この傾向は、価値増殖を目的とするという資本の本性によって・資本主義的生産諸関係によって・決定されている分配諸関係と、したがって労働者階級の狭く限られた消費能力と、衝突し矛盾する。このように生産の無制限と消費の制限とのギャップの拡大によって恐慌は起こる。もっとも消費手段に対する労働者の需要が相対的に狭い枠のなかに制限されているとはいえ、ある程度それから独立して生産手段に対する資本家の需要が増大しているかぎりでは、ただちに恐慌が起こるわけではない。しかし、生産手段の消費は最終的には消費手段の消費と結び付いているのであって、そのかぎりでは、消費手段に対する労働者の需要とは無関係に、生産手段に対する資本家の需要が持続しうるわけではない。生産は、消費とはある程度独立して拡大するけれども、最終的には消費の狭い枠と両立不可能とならざるをえないのである⁹⁾。

では、1980年代後半わが国で金融バブルの膨脹と平成景気の拡大とは同時にすすんだとするならば、はたして実体経済（生産）は拡大していたのかそれとも伸び悩んでいたのか。平成景気の拡大メカニズムと金融バブルの膨脹メカニズムとを統一的にとらえるためにはこのような困難がある。一方で、金融と実体経済とのギャップをいうためには、実体経済（生産）は拡大していなかったといわなくてはならないし、他方で、生産と消費のギャップをいうためには、実体経済（生産）は拡大していたといわなくてはならない。このようなパラドックスがあるように思う。

要約しよう。

①1980年代後半わが国では金融バブルの膨脹と平成景気の拡大とは同時にすすんだ。②一方の金融バブルの膨脹の過程は同時に金融と実体経済のギャップの拡大過程であった。他方の平成景気の拡大の過程は同時に生産と消費のギャップの拡大過程であった。③ところで、一方の、金融と実体経済のギャップは、本来、実体経済の伸び悩みのもとで拡大していく。また他方の、

8) 久留間健, 山口義行, 小西一雄編『現代経済と金融の空洞化』有斐閣, 1987年6月。好況末期の過剰信用といわゆるカネ余り状態とは一応は区別されるべきである。

9) 久留間鯨造編『マルクス経済学レキシコン 恐慌Ⅱ』大月書店, 1973年9月。

表Ⅰ-1 業種別上場会社エクイティ

	1985		1986		1987	
	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額
水産・農林業	2	15,162	0	0	0	0
鉱業	4	13,282	2	17,440	3	9,207
建設業	22	182,942	54	528,972	80	812,861
食品業	19	120,767	41	298,068	54	550,478
繊維業	20	154,487	16	101,812	32	350,156
パルプ・紙	11	60,156	12	95,791	18	180,636
科学工業	62	354,244	83	704,234	126	1,285,603
石油・石灰製品	2	27,563	4	79,361	5	146,090
ゴム製品	5	29,569	7	24,000	9	83,196
ガラス・土石製品	15	124,932	9	77,262	13	170,042
鉄鋼	13	66,211	12	84,377	12	127,470
非鉄金属	16	182,441	16	107,250	19	194,914
金属製品	12	31,697	18	87,931	23	129,928
機械	43	22,7647	42	279,705	43	194,253
電気機器	78	1,058,320	54	634,012	74	1,437,242
輸送用機器	29	275,861	26	534,840	29	430,678
精密機器	12	166,994	8	38,634	12	164,213
その他製造業	14	94,558	16	134,276	21	225,604
商業	80	427,616	95	842,274	142	1,434,725
金融・保険業	62	631,037	78	721,975	148	2,929,712
不動産業	12	154,893	14	162,876	28	522,533
陸運業	30	179,282	30	319,167	54	472,654
海運業	7	46,247	4	11,955	5	57,792
空運業	3	17,256	2	13,811	6	128,896
倉庫・運輸関連業	2	2,478	4	16,497	8	46,302
通信業	3	53,151	1	50,000	2	67,400
電気・ガス業	3	31,669	3	170,000	9	203,293
サービス業	12	51,817	10	74,446	19	150,277
	593	4,782,279	661	6,210,966	944	12,506,155

(資料) 東京証券取引所『証券統計年報』各年版より作成。

生産と消費のギャップは、本来、生産の増大のもとで拡大していく。④1980年代後半が国で金融バブルの膨張と平成景気の拡大とは同時にすすんでいく過程であったということは、金融と実体経済のギャップと生産と消費のギャップとが同時に拡大していく過程であった。ところが二つのギャップの拡大を関連づけようとする、実体経済の伸び悩みのもとでの生産の増大というパラドックスが生じる。はたして実体経済(生産)は拡大していたのかそれとも伸び悩んでいたのか。

さしあたり以下では二つの問題を設定してそれぞれについて考察してゆくこととしよう。一つめは、実体経済(生産)の拡大を認めたとえでも金融と実体経済のギャップをいうことは可

ファイナンス (1)

(単位: 百万円)

1988		1989		1990	
件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額
1	13,505	3	31,135	0	0
6	28,712	6	23,306	3	13,677
76	612,551	97	1,380,994	71	747,783
55	665,580	42	675,187	32	249,557
30	238,233	33	550,949	20	124,568
29	295,064	34	430,233	14	109,247
129	1,229,935	150	1,987,940	91	859,441
4	39,827	7	275,997	5	105,390
16	163,039	13	97,098	10	49,795
27	257,266	35	471,076	14	130,983
36	631,887	67	2,343,440	40	848,330
30	312,358	35	690,609	23	269,020
24	120,217	31	287,083	25	207,578
66	532,346	99	811,004	70	546,718
88	1,454,072	116	2,922,027	93	1,745,667
45	852,322	64	1,584,304	40	424,851
10	83,281	21	360,589	17	153,654
31	260,929	36	317,796	32	118,514
168	1,727,084	216	3,697,134	164	1,563,178
221	5,252,928	186	5,407,048	8	1,952,240
21	262,310	25	681,675	15	83,005
42	446,424	37	567,998	34	284,813
6	45,175	5	57,576	5	97,221
3	108,897	7	431,519	1	2,109
10	67,343	10	113,424	10	27,340
2	30,000	4	53,370	1	694
6	119,714	7	495,464	2	280,000
24	152,798	31	274,129	24	180,878
1,206	16,003,797	1,417	27,020,106	926	11,140,251

能かという問題である (I-II)。二つめは、実体経済 (生産) の伸び悩みを認めたくえでも生産と消費のギャップをいうことは可能かという問題である (I-III)。

I-II. 実体経済の拡大のもとでの金融と実体経済のギャップの拡大

生産の増加を認めたくえでも金融と実体経済のギャップをいうことは可能か。

I-II-I. 若干の指標 (1)

さしあたり、外部から調達された資金ははたして現実に設備投資に運用されたか、というかたちに問題を設定して考察していくこととしよう。そのために、転換社債を多く発行した業種

と設備投資を多く行った業種とは同じ業種か異なる業種か、を調べていこう。

一方で、エクイティファイナンスはどのような業種で多くなされたか。

表 I - 1 および表 I - 2 で、1985年から1990年までの6年間で構成比が高いものからみていくと、金融・保険業15.50%、商業12.48%、電気機器11.91%、化学工業8.27%、建設業5.49%、鉄鋼5.28%、輸送用機器5.28%という順序になっている⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾。

転換社債は一定の条件のもとで株式に転換できる権利——転換権——が与えられている社債である。社債を購入した投資家は、発行後1ないし2カ月後から満期償還日の1ないし2日前までの期間に（転換期間に）、社債発行時の株式の時価を基準として（転換価額で）——募集開始日直前の時期より若干上に定められる——、株式に転換できる。もし普通株の株価が転換期間内に転換価額を超えて上昇すれば、転換社債の所有者は転換権を行使することによって利益を得ることができる。

新株引受権付社債は一定の条件のもとで発行会社の新株を引き受ける権利——新株引受権——が与えられている社債である。社債を購入した投資家は、あらかじめ定められた期間に（行使期間に）、社債発行時の株式の時価を基準として（行使価額で）、あらかじめ定められた量（付与率）だけ、発行会社の新株を引き受けることができる。もし普通株の株価が行使期間内に行使価額を超えて上昇すれば、新株引受権付社債の所有者は新株引受権を行使することによって利益を得ることができる。

エクイティファイナンスはこのように、資金供給者にとっては高収益の資金運用となりうるし、資金需要者にとっては低コストの資金調達手段となりうる⁽¹²⁾。

他方で、設備投資はどのような業種で多くなされたか。

全産業の使用資本なかでそれぞれの業種の使用資本が占める割合を、大橋英五氏の分析によ

10) 松村勝弘「1980年代のエクイティファイナンス盛行と経営者の責任」『立命館経営学』第31巻第2号、1992年9月、120ページも併せて参照のこと。

11) エクイティファイナンスの盛行の背景には金融の自由化・国際化があり、これによって遊休貨幣資本の投資先が拡大し、転換社債の他にCDやCPも発展していった。資金調達・資金運用の多様化である。1979年5月に導入された譲渡性預金(CD)は、1988年4月には、最低発行単位が5000万円にまで引き下げられ、発行期間も2週間から2年までに拡大された。また、コマーシャル・ペーパー(CP)が1987年11月に導入された。そして、このように金利の規制緩和すなわち垣根の撤廃のなかで金融機関や企業にとって資金運用先が開けていった過程は同時に、競争が激化していった過程でもあった。

12) 「『資金循環の図式論』に立つて資金循環の国際化・自由化をめぐる構造変化と金融政策との関係についての解釈を試みた」(はしがき)石田定夫『日本経済の資金循環』(東洋経済新報社、1993年10月)は、1980年代後半のわが国でみられた「金融超緩和下における「マネーゲーム」的な資金の金融的流通の拡大過程」を次のように説明している(127-129ページ)。すなわち、かりに——1980年代後半のわが国のように——金融緩和のもとで通貨の余剰感が強まってくると、銀行による短期信用の供与(通貨の供給)の相当部分は、産業的流通に投入されず長短金融市場——とくに株式市場——に流入する。このことは、産業的流通に対比しての金融的流通の不均衡的な拡大をひきおこす。こうして長短金利は低下し、株式市場は拡大し、株価は上昇した、と。

表 I-2 業種別上場会社エクイティファイナンス (2)

(単位: 百万円, %)

	1985—1990年の合計	構成比		1985—1990年の合計	構成比
水産・農業	59,802	0.08	輸送用機器	4,102,856	5.28
鉱業	105,624	0.14	精密機器	967,365	1.25
建設業	4,266,103	5.49	その他製造業	1,151,677	1.48
食品業	2,559,637	3.29	商業	9,692,011	12.48
繊維業	1,520,205	1.96	金融・保険業	12,034,940	15.5
パルプ・紙	1,171,127	1.50	不動産業	1,867,292	2.40
化学工業	6,421,397	8.27	陸運業	2,270,338	2.92
石油・石炭製品	674,228	0.87	海運業	315,966	0.41
ゴム製品	446,697	0.58	空運業	971,348	1.25
ガラス・土石製品	1,231,561	1.59	倉庫・運輸関連業	273,384	0.35
鉄鋼	4,101,715	5.28	通信業	254,615	0.33
非鉄金属	1,756,592	2.26	電気・ガス業	1,300,140	1.67
金属製品	864,434	1.11	サービス業	884,345	1.14
機械	2,561,673	3.34			
電気機器	9,251,340	11.91	合 計	77,663,554	100.0

(資料) 表 I-1 をもとに作成。

りながら¹³⁾ 時系列でみていこう。

全産業の使用資本のなかで製造業全体の使用資本が占める割合は、高度成長期が終わる1975年の時点で40.7%であったのが、1990年の時点では30.9%へと大幅に低下した。特に化学は1975年5.1%から1990年3.5%へと低下し、鉄鋼は1975年4.4%から1990年1.9%へ、船舶は1975年2.4%から1990年0.7%へと急速に低下している。もっとも同じ製造業のなかでも、近年のハイテク化のなかで、電気機器は1975年3.7%から1990年5.1%へ、輸送用機器は1975年2.6%から1990年2.9%へとというように、いずれも上昇している。しかし製造業全体としてはやはり明らかに比重を低下させている。

他方で、同時期に全産業の使用資本のなかでその使用資本が占める割合が上昇している業種も存在する。不動産業は1975年6.4%から1990年10.6%へと上昇し、運輸・通信業は1975年5.1%から1990年5.9%へ、サービス業は1975年4.5%から1990年11.6%へと上昇している。

また、全産業の使用資本は1980年499兆円から1990年1142兆円へとというように2.3倍拡大しているのに対して、金融保険業の使用資本は1980年318兆円から1990年1126兆円へとというように3.5倍拡大している。

「1970年以降、わが国経済の高度成長を支えた製造業、なかでも鉄鋼、造船、化学が縮小し、1975年以降、不動産、通信業、サービス業が拡大し、しばらくして1980年以降金融保険業が著しく拡大している」¹⁴⁾。

「1980年代後半の経済のバブル化は、こうした産業構造の転換のなかで起こっている」¹⁵⁾。

13) 大橋英五『現代企業と経営分析』大月書店、1994年3月、第2章。

14) 大橋英五、前掲書、20ページ。

15) 大橋英五「現代企業の蓄積構造」『立教経済学研究』第46巻第3号、1993年1月、106ページ。

こうした1970年代半ば以降の長期的な傾向は1980年代後半に一層明白なかたちであてはまる。全産業の使用資本のなかで製造業全体の使用資本が占める割合は、1985年の時点で35.1%であったのが、1990年の時点では30.9%へと低下した。化学は1985年3.9%から1990年3.5%へと低下し、鉄鋼は1985年2.7%から1990年1.9%へ、船舶は1985年1.1%から1990年0.7%へと低下している。こうしたなかでも電気機器は1985年5.1%から1990年5.1%へ、輸送用機器は1985年3.0%から1990年2.9%へというように、いずれもほぼ一定である。

他方で、不動産業は1985年7.8%から1990年10.6%へと上昇し、運輸・通信業は1985年5.8%から1990年5.9%へ、サービス業は1985年7.1%から1990年11.6%へと上昇している。

また、全産業の使用資本は1985年704兆円から1990年1142兆円へというように1.6倍拡大しているのに対して、金融保険業の使用資本は1985年571兆円から1990年1126兆円へというように2.0倍拡大している。

また、全産業の設備投資に占める金融・保険業の比率は、1980年代後半に急速に上昇している¹⁶⁾。

設備投資は、一方で、内需関連産業（建設、不動産、陸運、住宅など）、消費関連産業（百貨店、スーパー、レジャーなど）およびハイテク産業では生産能力増強的なかたちですすめられている。他方で、かつての高度成長を支えた既存の主軸産業（鉄鋼、石油化学、機械、自動車など）では全体として抑制気味であって、実際にすすめられているものも内需拡大のブームに乗って国際競争力を回復あるいはいっそう強化するための合理化投資の性格が強く、必ずしも雇用の増大を伴うものではない。しかも既存の主軸産業のなかの特定の産業、すなわち高い輸出依存度を持ち、相対的に容易に生産拠点の海外移転が可能な産業では、円高のもとで積極的に海外進出をすすめている。

さて、このようにみえてくると、以上登場した業種には三つの種類があることがわかる。

一つは、エクイティファイナンスを多くおこなったが、設備投資はそれほどおこなわなかった業種である。二つは、エクイティファイナンスはそれほどおこなわなかったが、設備投資は多くおこなった業種である。三つは、エクイティファイナンスを多くおこない、しかも設備投資も多くおこなった業種である。具体的に挙げれば、第一グループには建設業、化学、鉄鋼、商業などが含まれる。第二グループには不動産、運輸・通信業、サービス業などが含まれる。第三グループには電気機器、輸送用機器、金融・保険業が含まれる。

I-II-II. 金融と実体経済のギャップの質的内容

では第三グループの業種は、外部から調達した資金を設備投資に運用していたのだろうか。

ところで当たり前のことであるが、設備投資に運用するための銀行券ないし預金に、外部から調達したものとそうでないものとの区別がつくようになんらかの印が付してあるわけではな

16) 山口義行、小西一雄『ポスト不況の日本経済』講談社、1994年7月、43ページ。

い。したがって、この問題は結局、設備投資のための資金は外部資金に依存しなくてはならないほど内部資金は枯渇していたのか、という問題に帰着するに思う。

実際にどうであったかといえば、外部から資金を調達した企業は内部資金が大きく、設備投資のかかなりの割合を賄うる状況にあった。1980年代後半には、企業収益の増大を背景に増大傾向にある内部資金は、全産業でみて設備投資の9割以上を賄うるかたちとなっている。にもかかわらず、当時の企業は外部資金を大幅に増加させている。外部資金は全産業でみて1987年以降借入金も増加しているもののエクイティファイナンスがこれを大きく上回り、外部資金全体の7、8割を占めるに至っている。

なぜ、内部資金が設備投資のかかなりの割合を賄うるにもかかわらず、あえて外部からも資金を調達していたのだろうか。

第一に金融資産運用にあてていた。外部資金と金融資産運用の大きさを比較してみると、全産業でみて、外部資金の9割前後が金融資産に振り向けられているかたちとなっている。1986年以降金融資産運用が実物資産運用に比して急速に拡大し、なかでも現預金—特に定期性預金—が著しく増大している¹⁷⁾。

こうして、生産の増加のもとで金融と実体経済のギャップが拡大していったのである。

そのほかのケースを2、3挙げておこう。

第二に新規事業投資および海外直接投資にあてたケースもある。①内部留保と増資とによる自己資本充実、②低金利への負債構造への変化は金融費用の減少をもたらし、「財テク」目的の金融資産運用は金融収益の増大をもたらしていった。こうした手元余裕資金の存在は、経常利益の増大をもたらすだけでなく、新規事業投資および海外直接投資を可能にしていた。

第三に借入金の返済にあてたケースもある。これについてはのちにI-III-IIで述べることにしよう。

このように、エクイティファイナンスを多くおこない、しかも設備投資も多くおこなった第三グループの業種は、外部から調達した資金を直接に設備投資にあてるというかたちをとるのではなく、一方で、設備投資は内部資金で賄い、他方で、低い金融費用の外部資金を高い金融収益の金融投資にあて、そうして手元流動性を徐々に高めておいて、それを最終的には設備投資に振り向ける、という間接的なかたちをとっていた。

最後に、銀行貸出の増大や株価の上昇それ自体が金融と実体経済のギャップを意味するかどうかについて述べておこう。銀行は無準備の自己に対する債務を負って貸出を行っている。また、株価は配当を市場利子率で資本還元したものとして成立する。だが、これらのことはそれだけでは金融と実体経済のギャップを説明したことにはならない。

貸出が増加したのは銀行の現金準備がその分増加したためであろうか。確かに、1986年以降

17) 日本銀行調査統計局『調査月報』1990年11月、「大型景気の下における企業経営動向について」15-18ページ。

ドル相場維持のための各国通貨当局による協調介入が実施され、その結果巨額のハイパワード・マネーが国内に供給されることとなった。日本銀行は1989年5月まで、為替市場で円売り・ドル買いを続け、その結果市中銀行の手に入った円資金（日銀預け金）が、マネー・サプライの増大を支えていた。しかし問題は、貸出が増加したのは企業の実物投資のための資金需要がその分増加したためであろうか、という点である。貸出の増加が実質的には实体经济の拡大ではなく株式、土地取引の活発化につながっていたということは、今ではよく知られている事実である。

株価が上昇したのは市場利子率その分低下したためであろうか。確かに金融バブルの膨張は公定歩合の低下とともに始まり公定歩合の上昇とともに終わりを迎えた。公定歩合は1986年から1987年はじめまでの短期間に5回引き下げが実施され、2.5%という史上最低の水準は1989年5月まで維持された。そしてある程度までは、低い公定歩合はインフレなき实体经济の拡大を反映し、高い公定歩合は实体经济のインフレ懸念を反映している、ということもできる。しかし、だからといって、株価が公定歩合の水準に規定されているかぎりでは、株価はいわゆるファンダメンタルズを反映している、ということができようか。長期にわたる公定歩合の引き下げは、実質的には、「世界経済の安定のかなめの地位にあるアメリカの景気の金融面からの下支えに対する補強およびドル相場維持のための日米金利格差の保持を意味しており、多分にアメリカの要請を反映したものであった」¹⁸⁾。

なお地価は一般的には地代を市場利子率で資本還元したもの（理論地代）として成立する。しかし現実には地価もこの理論地代をこえることは起こりうる。なぜなら、利益が増大しているかぎりでは、地価と理論地代との差額部分は「企業全体にとっての吸収可能なコスト」「事業取引の確保、強化のためのコスト」とみなされるからである¹⁹⁾。

株価が上昇したのは配当がその分増加したためであろうか。確かに景気の拡大にともなって企業の業績は向上し、そのかぎりでは配当も増加するかもしれない。しかしGNPの成長率と東証ダウ平均の上昇率との相関関係、一株あたり利益と株価との相関関係、配当と株価との相関関係（利回り）、いずれをみても必ずしも株価の動きは配当の大きさを反映しているとはいえない²⁰⁾。

I-III. 生産の伸び悩みのもとでの生産と消費のギャップの拡大

生産の伸び悩みを認めたくえでも生産と消費のギャップをいうことは可能か²¹⁾。

I-III-I. 若干の指標（2）

18) 岡崎守男, 濱田博男編, 前掲書, 108ページ。

19) 同上, 118ページ。

20) 奥村宏『[改定版]株とは何か』朝日新聞社, 1992年2月, 210-212ページ。

21) ここでは、生産と消費のギャップの拡大という問題を国内に限定して考察している。それでは、国

さしあたり、生産それ自体はそれほど増やしていないにもかかわらず、消費に対して生産が過剰であるような業種は存在するか、というかたちで問題を設定して考察していくことにしよう。そのために、生産の伸び悩みが認められる業種と、生産と消費のギャップが認められる業種とは一致しているか、を調べていこう。

まず、生産の伸び悩みが認められる業種にはどのような業種があるか、について調べてみることにする。

経済企画庁編『国民経済計算年報』の「国内総生産デフレーター」をみてみると²²⁾、大分類の「産業」全体の推移は、1987年をボトムとして1990年まで一貫して増加している。中分類の「農林水産業」「鉱業」「建設業」「不動産業」「サービス業」をみてみてもほぼ同様に、1987年から1990年のあいだにはっきりと増加傾向を示している。これらに対して、中分類のうちで1987年から1990年のあいだに低下ないし横ばいの推移を示しているのは、「製造業」「電気・ガス・水道業」「卸売・小売業」「金融・保険業」などである。さらに「製造業」のうちで1987年から1990年のあいだに低下ないし横ばいの推移を示しているのは、小分類「パルプ・紙」「化学」「一般機械」「電気機械」「輸送機械」「精密機械」などである。

次に、生産と消費のギャップが認められる業種にはどのような業種があるか、について調べてみよう。

外要因例えば輸出が伸びさえすれば生産と消費のギャップは解消する、といえるだろうか。よく知られているように、1985年のプラザ合意によって急激な円高ドル安がすすめられた。一方で、ドル安はドル危機の深化へと転化した。他方で、円高基調の定着によって、一方の輸入産業はコストを低下させることができたが、他方の輸出産業（鉄鋼・造船などのいわゆる「重厚長大」型産業）は深刻な打撃を受け、産業合理化によって克服することを試み、その結果依然として輸出は増大し続けた。また、円高基調の定着によって、生産拠点の海外移転、経営多角化がすすめられた。こうした結果、1986年から87年にかけて円高不況の局面を迎え、わが国は国際競争力を高めるために従来の輸出主導型から内需主導型へと転換していったが、従来の輸出主導型の行き詰まり、その打開策としての内需主導型の行き詰まりにこそ生産と消費のギャップの問題が一層顕在化しているといえないだろうか。なお、労働の搾取度の高い後進国などに直接に投下された資本の取得する高率の利潤は本国に送られ、本国において一般的利潤率の形成に参加しそれを上昇せしめるかぎり「資本の過剰」のもとでの利潤率の傾向的低下に対する有力な阻害要因の一つになりうる。こうした視点から、私はすでに論文「『資本の過剰』と多国籍企業の財務行動——佐藤・宮崎論争の再考——」（『立教経済学研究』第47巻第3号、1994年1月）において佐藤定幸氏の所説の検討というかたちで次の問題を考察している。子会社は主として、本国親会社からではなく現地金融市場や国際金融市場から資金を調達している。これは、多国籍企業が為替リスクにさらされながらも海外で外部資金を調達しなくてはならないほど資金が不足している証拠であるか。海外直接投資がすすんだ時期には負債総額にたいする流動資産の比率——流動性比率——は急激に低下している。すなわち、「資本の過剰」の状態とはなっていない。このことは、親会社が資金が過剰か不足かにかかわらず資本間競争が原因となって海外直接投資がなされていることの証拠か。参照していただければ幸いである。

22) 経済企画庁編『国民経済計算年報』の「経済活動別の国内総生産および要素所得」の「デフレーター：国内総生産デフレーター」。

生産と消費のギャップの拡大を統計的に把握するためには、一般に、総需要に占める消費需要と蓄積需要それぞれの伸び率の推移を追っていく。こうした推移は企業の総資本利益率に反映されているはずである。総資産＝総資本に対する経常利益すなわち当期純利益の割合を総資本利益率と呼ぶ。当期純利益とは営業利益に受取利息などの営業外収益を加え、そこから支払利息などの営業外費用を差し引いたものである。考慮しておきたいことは、一つには、営業資産（営業）利益率すなわち営業資産に対する営業利益の割合と、金融資産（金融）利益率すなわち金融資産に対する金融利益の割合との区別である。二つには、同じ資本利益率の低下といっても、生産手段生産部門と消費手段生産部門とは異なるということである。総需要に占める消費需要の比率が高いのはむしろ後者である。これらの点を考慮したうえで、生産と消費のギャップの拡大を経営資本営業利益率の低下であらわせるとすれば、さきの問は、国内総生産デフレーターがあまり増加していない業種と、経営資本営業利益率の低下がみられる業種とは、一致しているか、という問題に帰着する。

総資本利益率の低下がみられる業種にはどのようなものがあるか。

日本銀行の『主要企業経営分析』でみると²³⁾、経営資本営業利益率は、全産業でみて1988年6.08をピークに低下している。製造業と非製造業で分けてみれば、製造業でみて1989年6.96をピークに低下しているのに対し、非製造業でみると1986年6.04をピークに1990年まで低下している。

製造業のなかで特殊な推移を示しているのは食料品、石油精製、ゴムなどである。食料品は1983年をピークに1989年まで低下しており、平成景気はおよそ食料品には関係のなかったことのように見える。ゴムは1986年から1990年まで上昇している。こうした少数の特殊な業種を除けば、製造業全体の推移はほぼ同一のパターンをもっている。繊維、パルプ・紙、化学、窯業、精密機械、素材業種いずれもパターンが同じで、1988年をピークとして、89、90、91年と連続して低下している。鉄鋼、非鉄金属、金属製品、一般機械、電気機械、加工業種がやや出遅れて1989年をピークとして90、91年と連続して低下している。

非製造業のなかでも小売は1988年をピークに1991年まで低下しており、製造業のなかのあるグループ（繊維、パルプ・紙、化学、窯業、精密機械、素材業種、加工業種）と同じパターンを示している。また、非製造業は、一方で、不動産のように1989年から90年にかけて一時的に上昇したものの、1984年をピークとしてほぼ一貫して低下している業種もあれば、他方で、建設やサービスのように1986年をボトムとして上昇している（サービスは1990年まで）業種もあり、一律ではない。非製造業全体の平均的なパターンと同一のパターンを示しているのは、電気、ガスであって、いずれも1986年をピークに1990年まで低下している。

1980年代後半金融バブル膨張期には設備投資、研究開発投資、関係会社投資、海外直接投資

23) 日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』（平成3年度）「項目別時系列表」。

がなされたが、こうした投資は多くの場合投資に見合った利益をあげなくなるのである。

このように、生産活動をあまり行わなかった業種と、資本利益率の低下がみられる業種とは、ある程度一致している。したがって、生産それ自体はそれほど増やしていないにもかかわらず、資本利益率の低下がみられる業種は存在する。製造業ではパルプ・紙、化学、一般機械、電気機械、精密機械などの業種の、また、非製造業では小売、電気、ガスなどの業種の、国内総生産デフレーターは、1987年から1990年までの間に減少しているのにもかかわらず、それら業種の経営資本営業利益率は1988年あるいは1989年をピークとして、それ以降低下しているのである。また、金融・保険業の国内総生産デフレーターは、同様に1987年から1990年までの間に減少しているが、全国銀行協会連合会「全国銀行財務諸表分析」の数値によると全国銀行の預貸金利鞘の推移は1974年をピークに趨勢的に低下している²⁴⁾。

このような業種では、生産の伸び悩みにもかかわらず生産と消費のギャップがすすんでいたといえよう。生産の伸び悩みを認めたくえでも生産と消費のギャップをいうことは可能なのである。

I-III-II. 生産と消費のギャップの質的内容

以上で、はじめにI-Iの冒頭で設定した二つの問題について考察した。生産の増加を認めたくえでも金融と実体経済のギャップをいうことは可能かという問題については、答は肯定的であった。また、生産の伸び悩みを認めたくえでも生産と消費のギャップをいうことは可能かという問題についても、やはり答は肯定的であった。

この場合には新たに問題が生まれる。一方で設備投資が増加しつつも他方でそれほど生産が増加しない、そうした事態をどのように説明するか、という問題である。もっともこの問題はさしあたりは、設備投資をおこなっても生産がそれほど伸びない部門の存在を想定することによって解決できる。

それでは、設備投資は増加したが生産量は増加していない業種というものは、現実に存在するのだろうか。

第一に、「設備投資は増加したが生産量は増加していない」という業種は、金融業やサービス業のことだと考えればよいのであろうか。確かに、金融業やサービス業の場合には、設備投資が増加したからといって、モノの生産が増加するわけではない。しかし、モノの生産が増加するわけではないとしたら、生産と消費のギャップは起こりようがない。もっとも、金融活動の活発化によっては、いわゆる資産格差などの所得格差は起こりうる。しかし、そこから今次不況を説明するにとどまるのであれば、実体経済から今次不況を説明するという所期の目的は達成できない、ということになる。そうした金融業やサービス業は今次不況の原因と無関係ではないにせよ、そして実際生産と消費のギャップを推し進めていったには違いないにせよ、さ

24) 小野正人『ゼミナール これからの企業金融・財務戦略』東洋経済新報社、1992年11月、81ページ。

しあたりそれらが生産と消費のギャップを形成していったかと問題を設定するかぎりでは、否と答えるほかないだろう。

第二に、「設備投資は増加したが生産量は増加していない」という状態が意味しているのは、設備投資が増加したからといってただちに稼働率の上昇となるとはかぎらないという状態であろうか。そのような状態はある特定の業種について起こりうるのではなく、可能性としてはどの業種でも起こりうることであろうか。

第三に、モノを生産する部門であったとしても、いわゆる「多品種少量生産」を採用している部門の場合には、やはりモノの生産はそれほど増加しないかもしれない。

生産手段の労働生産性の上昇が顕著な場合、必ずしも資本の有機的構成を高めず、生産と消費のギャップは拡大していかないかもしれない。

情報はエネルギーやサービスと同様にあらゆる産業に共通して必要なインプットである。そしてそれはそれを利用した産業の労働生産性を著しく高める。労働生産性を高めるような生産技術は、一般に、「生きた労働」に対する生産手段の物量を相対的に増加させるが、生産手段一単位を生産するために必要な投下労働量が減少している場合には、「生きた労働」に対する「死んだ労働」の価値量を必ずしも相対的に増加させない。さらに、労働生産性を高めるような生産技術は、「軽・薄・短・小」化がすすんでいるもとでは、「生きた労働」に対する生産手段の物量それ自体をも必ずしも相対的に増加させない。労働生産性を高めるような生産技術がどんなものであれ必ず「生きた労働」の「死んだ労働」に対する比重を低めるといえるわけではない。

他方でこうした情報の利用の増大はそれを生産する産業を発展させ、全産業のなかで情報産業の占める位置が高まるはずである。しかし年間生産物全体のなかで情報というアウトプットが価値額のうえで占める割合はそれほど大きくはならないかもしれない。かりに、これまで1万円支払ってやっと1個手に入っていた商品が技術進歩のために5千円支払えば手に入るようになったとする。また、重量からみても、コンパクトになったとする。このように1個あたりのコスト、重量いずれも減少する場合には、この商品を生産している部門の成長率は伸び悩むことになるだろう。事実、1981年米国で成長産業であるLSIの生産額(=量×価格)は、LSI需要量も増大し生産量も増大したにもかかわらず、前年に比べ減少した。技術革新による価格低下が著しかったためである。

しかし実際には、製造業の設備投資の増加はそれに見合うだけの売上高の増加につながらなかった。その理由の一つは、市場の成熟化と新製品の急速な陳腐化のもとで販売価格の上昇(価格効果)が十分に実現しなかったことである。理由の二つは、設備投資の増加がそれに見合うだけの生産能力の拡大につながらず、限られた範囲でしか販売数量の増加(量産効果)が実現しなかったことである。

ME化による多品種少量生産は、実は全体としては大量生産、大量消費と結びつくことによ

ではじめてコスト削減を実現する。生産数量を増加させればそれだけ生産コストが低下する。生産コストが低下すれば市場で優位に立つことができ市場シェアが拡大する。市場シェアが拡大すればさらに生産数量を増加させることができる。このような生産数量の増加→生産コストの低下→市場シェアの拡大→生産数量の増加→生産コストの低下→市場シェアの拡大→・・・という、いわゆる「量産効果追求サイクル」のあくなき追求が行われた。日本企業の多くはこうして巨額の量産効果追求コストを投入したにもかかわらず、収益計算をしてみると、結果において、期待通りの量産効果もたらされていない、というジレンマに陥った。量産効果追求コストが量産効果を上回る、というジレンマに陥ったのである。さらにその後、高付加価値化投資コストが付加価値を上回る、というジレンマにも陥った。このジレンマは、有形固定資産を使って製品をつくり、どれだけの利益を獲得できるかを示す指標である資産効率（利益／有形固定資産）の低下となってあらわれている²⁵⁾。

ここで注意したいのは、設備投資の増加はそれに見合うだけの生産能力の拡大につながっていなかったという点である。生産能力自体が拡大していなかったのであれば、生産力と消費力のギャップの拡大は生じようがないのではないかと、という疑問が生じるかもしれないからである。しかし、稼働率の低下すなわち生産の低迷それ自体が生産力と消費力のギャップを反映しているのである。そのかぎりでは、生産の低迷と生産と消費のギャップとが併存していてもなんら不思議ではない。

こうして生産の伸び悩みのもとで、というよりも生産の伸び悩みという形態をとりながら、生産と消費のギャップは拡大していったのである。平成不況は金融バブルの膨脹と平成景気の拡大それぞれの行き詰まりが顕在化した不況である。

一方で、1980年代の日本経済は、大企業の設備投資、世界最大の経常黒字、銀行の巨額な融資に支持された不動産投機、「民活」型地域開発による環境破壊によって牽引されてきた。特に大企業は、「世界に冠たるトヨタ生産方式」・日本型労務管理をもってすればいくらかでも世界市場に割り込んでいけるものと信じ込み、国内はもちろんのこと国外でも設備投資をすすめ国際競争力を強化していった。事実、減価償却費は1987年から1991年までの4年間で66%増加している。他方で、こうした大企業の国際競争力強化、減価償却費増加の過程は同時に、大企業のリストラによる労働条件の押し下げ、政府による様々な面での国民生活水準の引き下げの過程であった。大企業による労働条件の押し下げ、中曽根「行革」に始まった福祉引き下げ、高負担化、税制改悪によって国民生活はますます「豊かさ」の実感から遠ざけられたものとなった。消費不況といわれるゆえんである。

こうして1980年代を通じて生産力と消費力とのギャップはますます大きくなり、その矛盾の爆発の結果として今次不況を招いたわけである。自動車の生産能力は、250万台分（内需の約

25) 内橋克人『破綻か再生か——日本経済への緊急提言——』文藝春秋、1994年2月、第2章。山口義行、小西一雄、前掲書、26-28ページ。

二分の一)が過剰,家電の生産能力は内需,輸出合計を倍上回っているとの指摘もある。

なお,生産と消費のギャップの拡大は,企業にとっては,内部資金取り崩し,外部資金のとりわけ借入金の一調達につながる危険をはらむものである。そして実際,金融バブルの膨張のさなかにそうした兆候はあらわれていた。すなわち,1987年度から1989年度までのあいだにエクイティファイナンスによって調達された資金の主な用途は,設備投資などの通常の事業活動だけでもなければ財テクだけでもなかった。借入金の返済も含まれていた。鉄鋼,化学,紙パルプ,非鉄,造船などは借入金依存度の低下幅が大きい。これらの業種はエクイティファイナンスを積極的に行い,その資金で借入金を返済している。素材業種はオイルショック以降のコスト上昇と需要低迷によって他業種に比して収益力が低下し,そのため借入金依存度の改善が課題となっていた。エクイティファイナンスが容易となったこの時期に大量に実行し,金利負担を軽減していったのである²⁶⁾。

II. 金融バブルの収縮メカニズム企業の財務戦略

II-I. エクイティファイナンスの二つの効果

ところが,設備投資をおこなっても生産がそれほど伸びない部門の存在を想定するだけでは,当初のパラドックスは本当には解決しないのである。二つのギャップが併存するいわば可能性にすぎない。可能性から現実性へ転化する契機を指摘しなくてはならない。

次のようなパラドックスに新たに直面せざるをえないからである。

一方,金融と実体経済とのギャップは,本来,金融緩和状態をその一つの重要な条件としている。

さきにI-IIで触れたように,企業が低コストで資金調達が可能であったのはとどのつまり株価が上昇していたからである。長期にわたる金融緩和政策のもとで「貸出余力を持つ銀行と借入の必要を持たない企業という関係」²⁷⁾が生まれ,資金が株式や土地へと流れて,株価が上昇していったのであった。ところで企業はそうして調達した資金で株式を購入していた。すると株価はさらに上昇する。だから企業もさらに低コストで資金を調達できるようになる。こうした投機が投機を呼ぶ「カネ余り」の「好」循環こそがまさに金融と実体経済のギャップの拡大の条件であった。

26) 小野正人の前掲『ゼミナール これからの企業金融・財務戦略』は,主要産業をその成長度合により3グループに分類したうえで,1976年度から1983年度までの期間と1983年度から1990年度までの期間の資金調達および資金運用の特徴を5つの指標で示し,「中期的な企業金融構造には業種間の成長性や規模的な特性がかなりの影響力を及ぼしている」(50ページ)と結論づけている。また1980年代後半の企業の資金調達・資金運用を業種別にみてもかなり差異が生じていることがわかると指摘している(106ページ)。

27) 山口義行、小西一雄『ポスト不況の日本経済』講談社、1994年7月、61ページ。

ところが他方の、生産と消費のギャップは、本来、企業の財務状態を悪化させ、とどのつまりは金融市場の逼迫につながりかねない。

さきにⅠ-Ⅲで触れたように、生産と消費のギャップがすすむと総資本利益率は低下する。一般に総資本利益率の低下を反映して留保利益の減少がみられると、その結果内部資金の伸び率の鈍化がもたらされ、ついに設備投資の増加を下回るようになる。生産と消費のギャップは、旺盛な設備投資と内部資金の枯渇とのギャップに転化する。こうして生産と消費のギャップがすすむと金融逼迫が生じる。事実1980年代半ばまでは、設備投資の増加とともに企業の手元流動性は減少していた²⁸⁾。

整理しよう。

①1980年代後半わが国では金融バブルの膨脹と平成景気の拡大とは同時にすすんだ。②一方の金融バブルの膨脹の過程は同時に金融と実体経済のギャップの拡大過程であった。他方の平成景気の拡大の過程は同時に生産と消費のギャップの拡大過程であった。③一方の、金融と実体経済とのギャップは、本来、金融市場の緩慢に関連し、他方の、生産と消費のギャップは、本来、金融市場の逼迫に関連する。④さきにⅠ-Ⅰで述べたように、1980年代後半わが国で金融バブルの膨脹と平成景気の拡大とは同時にすすんでいく過程であったということは、金融と実体経済のギャップと生産と消費のギャップとが同時に拡大していく過程であった。ところが二つのギャップの拡大を関連づけようとする、今度は、金融市場の緩慢のもとの金融市場の逼迫というパラドックスが生じる。はたして金融市場は緩慢であったのか逼迫していたのか。このようなパラドックスに新たに直面せざるをえない²⁹⁾。

同じパラドックスを次のように言い換えてみよう。

28) 小野正人、前掲書、104ページ。

29) 1950年から1980年までのアメリカの非金融法人企業の「平均利潤率」-利潤総額を総資本ストック総額（経常価格）で除したものの推移をみると、1965年頃をピークにして1970年頃まで大きく低落している。すなわち、アメリカでエクイティファイナンスがブームとなった1966年頃から1970年頃までの間は「平均利潤率」の低落の時期でもあったわけである。Survey of Current Business, Jan. 1982. すでに松井和夫氏は日本証券経済研究所編集・発行の『アメリカの公社債市場』（1975年8月）のなかで、1960年代後半のアメリカのエクイティ・ファイナンスの盛行の背景を分析し、「転換社債の発行額やそれが社債全体に占める比率は一般的にいて、企業側の長期資金に対する需要の強い金融逼迫期に大きくなる。……金融が逼迫して金利が高い時期には一般に転換社債やワラント付社債が増大するのである」（489-492ページ）と指摘している。もっとも松井氏は、「しかし、以上にのべたことは金融逼迫期に転換社債やワラント付社債が増える理由を説明するだけで、とくに60年代後半期に、激増した理由を説明するものではない」としたうえで、さらに「60年代における企業の負債比率の増大傾向」を指摘している（492ページ）。松井氏は総括的には、1960年代後半のアメリカでエクイティ・ファイナンスの盛行がみられた背景として、「短期的な要因」として金融逼迫、活発な企業合併運動、「長期的な要因」として新しい金融方式-可能なかぎりレバレッジを利用して一株当りの収益を上げようとするもの-の普及を挙げているのである（501-504ページ）。ところでこの松井氏の指摘を受けて三浦后美氏は次のように問題を設定している。すなわち、転換社債財務は、1960年代のア

エクイティファイナンスは、一方で、生産と消費のギャップの拡大過程のなかで利潤率が低下し始めているにもかかわらず内部資金を上回る設備投資を依然として続けている場合には、企業にとっては長期安定資金の不足を解消する限界的な資金調達手段となりうる。すなわち、エクイティファイナンスは、実物投資や金融投資につながり、支払利息以上の（エクイティファイナンスのコスト以上の）収益を稼ぐ場合は自己資本利益率の分子—収益—の増大に寄与するのであって、そのかぎりでは、自己資本利益率を上昇させ、ますます株価を上昇させる。

エクイティファイナンスは、他方で、金融と実体経済のギャップの拡大過程のなかで株式に転換されるかぎりでは、自己資本の増大につながる。すなわち、エクイティファイナンスは、それ自体としては自己資本利益率の分母—自己資本—の増大を意味しているのであって、そのかぎりでは、自己資本利益率を低下させ、株価を低下させる。

エクイティファイナンスははたして自己資本利益率の上昇に対してプラスの効果をもっているのか、マイナスの効果をもっているのか³⁰⁾。

以下この問題を考察してゆこう。

II- II. 1980年代後半の資金需給構造

——金融緩和から金融逼迫へ——

1960年上期までは、設備投資を増大させても企業の収益はそれにともなって増大した。ところが1960年上期を境として、設備投資を増大させても——むろん利益の絶対額は多くはなるが——企業の総資本利益率は平行せず、むしろ低下しはじめた。1960年上期をピークとして全産業においても製造業においても総資本利益率は「つるべ落としのように」低下していった。他人資本

アメリカにおいては「経済の拡大期」, 「金融逼迫期」, 「高金利期」のもとで利用されたのに対して、1975年以降、80年代にかけての日本においては逆に「経済の安定期」, 「金融緩慢期」, 「低金利期」のもとで利用された。それはなぜか、というようにである。転換社債が高収益の資金運用、低コストの資金調達たりうるためには、普通株の株価が転換期間内に転換価額を超えて上昇することが前提である。そのかぎりでは、この問題は、1960年代後半のアメリカで株価の上昇がみられたのは金融逼迫のもとであったのに対し、1980年代後半の日本で株価の上昇がみられたのは金融緩慢のもとであったのはなぜか、という問題に帰着する。三浦氏の説明を要約すれば、1960年代のアメリカにおいては個別企業としての「株価上昇の維持」（一株当りの収益の確保）が求められたのに対し、1975年以降、80年代にかけての日本においては企業集団での株式の「相互持合」にみる「高株価経営」（株式の法人所有をもとに株価上昇を構造的に管理するやり方）が前提とされていた、というものである（『現代社債財務論』税務経理協会、1992年）。しかし、エクイティファイナンスはそれ自体としては株価の低下の圧力となるのであって、そのかぎりでは、株価の買い支えのための資金はどこから調達したのかという問題が残るのである。

30) 資本構成の議論としてMM理論がある。MM理論は1958年の論文で、企業の資本構成にかかわらず企業の価値は一定である、という命題を発表している。F. Modigliani & M.H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48, June 1958.

表Ⅱ 東証1部、売買高・売買回転率の推移

(単位：100万株、回)

	上場社数	上場株式数	同売買高	売買回転率
1980	960	199,750	100,219	0.51
1981	974	213,666	105,930	0.51
1982	982	222,121	76,379	0.35
1983	1,003	230,536	100,074	0.44
1984	1,032	240,084	99,235	0.42
1985	1,052	249,327	118,205	0.48
1986	1,075	258,175	193,601	0.76
1987	1,101	270,952	259,410	0.98
1988	1,130	285,305	278,607	1.00
1989	1,161	303,221	218,352	0.74
1990	1,191	316,536	119,033	0.38
1991	1,223	322,361	91,722	0.28
1992	1,229	324,462	65,438	0.20
1993	1,234	326,600	84,619	0.25

(注) 売買回転率は当該年および前年の上場株式数の平均値を分母として産出。

(資料) 『東証統計年報』各年号より作成。

に依存して借入金で設備投資を行っていても、1960年上期までのように設備投資と総資本利益率とが平行して上昇線を辿っていた間は、増資が可能となって増資によって調達した資金で借入金を返済することができた。また、高い収益によって内部留保が蓄え、これによって借入金を返済することができた。しかし1960年上期を境として設備投資と総資本利益率とが乖離するようになると、他人資本への依存は企業の収益を圧迫し企業の金融的不安定の要因となった。要するに、それまで高度成長を推進していた金融メカニズムが、ある段階になると、逆に高度成長を阻害するメカニズムに転化していったわけである³¹⁾。いわば他人資本（借入金）への依存がプラスの効果をもつものからマイナスの効果をもつものへと転化した。そしてその場合に要する総資本利益率の動向がある。総資本利益率が設備投資とパラレルである段階ではプラスの効果をもっているが、そうでなくなるとマイナスの効果をもつようになったわけである。

それでは1980年代後半にいたって何がどのように変わったのか。

よく知られているように、1990年初から90年末までは、一方で、企業の資金需要は堅調に推移し、他方で、株価の下落→有価証券含み益の減少→自己資本比率の低下→貸出の抑制のため、銀行の資金供給は減少した。こうして宮崎義一氏も指摘しているように³²⁾、クレジット・クラッシュによる景気後退を迎えることとなる。

31) 中村孝俊『高度成長と金融・証券』岩波書店、1965年2月、107-124ページ。

32) 1990年の日本は、一方の実体経済面で戦後最長の「いざなぎ景気」を追い越さんばかりの好景気、高い実質経済成長率を維持しているにもかかわらず、他方の金融経済面では史上最大の株式暴落を記

しかしここで注目したいのは、1990年の株価の下落という事態を迎える以前にすでに金融は逼迫の度合を増しつつあったという事実である³³⁾。

東証1部の株式売買高は1988年を境として減少し、株式売買回転率も同年を境として低下していった(表Ⅱ参照)。1980年代後半のエクイティファイナンスのブームのなかで、企業は一方で株価上昇を利用して低コストで資金調達を行っていったが、他方で企業はそうして調達した資金を株式購入に振り向け株価をますます上昇させていた。1989年以降の株式売買高の減少や株式売買回転率の低下は、こうした投機が投機を呼ぶ「カネ余り」の「好」循環の連鎖が徐々に断ち切られていっていることを反映していたといえないだろうか。

さらに1989年の部門別資金過不足の推移をみると³⁴⁾、一方で、底堅い消費支出、高水準の住宅投資を上回る可処分所得の増加のため、個人部門の資金余剰が3年ぶりに拡大に転じたにもかかわらず、他方で、設備投資の一段の伸長、在庫投資の堅調を反映して、法人企業部門の資金不足が高度成長なみにまで拡大し、その拡大幅が個人部門の資金余剰の拡大幅を上回った。その結果、国内非金融部門全体(法人企業、個人、公共の3部門全体)では、資金余剰は縮小した。国内非金融部門全体での資金余剰の縮小は1990年に続いていく。

1990年の株価下落以前にどのような事態が醸成されていたのだろうか。この考察のために注意したい点を二点挙げておきたい。

一つには、自己資本比率の推移に着目しなければならないということである。

エクイティファイナンスは、I-IIですでに触れたように、社債発行と株式発行との性質を合わせ持っている。そのかぎりでは、社債発行への依存、自己資本(株式発行)への依存、い

録した。こうした「従来あまり例をみないクロス現象」(7ページ)はどのように説明されるべきか。この問題を扱っている宮崎義一『複合不況』(岩波新書、1992年)は、モノの経済—実需取引—とカネの経済—金融取引—とが乖離しているという事実からただちに、株価暴落が実体経済の動向と全く無関係に生じるということ、あるいは、世界経済のリーディングファクターがモノの経済からカネの経済へと完全に移行したということ、こうした命題を導いている。しかし本論で述べるように、株価暴落はむしろ実体経済の動向から説明しなくてはならない。

33) 「金融逼迫」「金融緩慢」という言葉を用いるにあたっては次の点が問題となろう。第一に、さしあたり「金融逼迫」「金融緩慢」という言葉をどのようなものとして用いるかという問題。例えば「金融逼迫」と一言で言っても、産業資金の需要の増大か決済資金の需要の増大かという区別(中村孝俊『高度成長と金融・証券』130ページ)は必要である。松井和夫氏が言っている意味は前者である。これに対してクレジットクランチという場合の意味は通常は後者であろう。岡崎守男・濱田博男編『現代日本の証券市場』(有斐閣、1984年)は、1970年代後半期から1980年代にかけて日本企業の起債が主に海外でおこなわれるようになったことをもって「一種のクラウディングアウトの現象」と呼んでいる(41ページ)。第二に、「金融逼迫」「金融緩慢」という状態をどのような指標で識別するかという問題。例えば宮崎義一氏の用いている「マーシャルのK」をみると、1980年代後半は1970年代前半と同様にトレンドから大きく乖離しており、そのかぎりでは「過剰流動性」の事実是否定しえない。しかし、そもそも「マーシャルのK」は十分に「カネ余り」の指標となりうるかという問題である。

34) 日本銀行調査統計局『調査月報』、1990年6月、「平成元年の資金循環」3-4ページ。

ずれがプラスの効果を持つものからマイナスの効果をもつものへと転化するのか、という疑問が生じる。確かに、社債は他人資本であり株式は自己資本であるという差異はあるにせよ、それにもかかわらずいずれも有価証券性をもっているという点では共通している。転々譲渡自由な証券は資金の貸し手へ売却され、そのことによって資金の借り手は設備投資資金を入手する。証券売買はいわば、資金の貸し手の側からみて短期であるところの資金が、資金の借り手の側からみて長期であるところの設備投資資金へと転化する、ということの意味する。有価証券発行は、社会的な遊休資金を集中するというかぎりではプラスの効果を持っているということになるが、それだけ金融的不安定を招くというかぎりではマイナスの効果を持っているということになる。しかし、今回エクイティファイナンスが問題になった理由は、このようにエクイティファイナンスが有価証券発行の一形態であるということからは十分に説明できない。1980年代後半にみられた金融活況は株式、土地を軸とする、短期のキャピタルゲイン追求型の金融活況であったからである。

二つには、総資本利益率の推移に着目しなければならないということである。この点についてはすでにI-IIIで述べた。

このように、自己資本比率、総資本利益率それぞれの推移に着目しなければならないとすると、次に問題になるのは、これらはどのような関係にあるのかということである。

一方で、売上に対する利益の割合をマージンという。また、総資本に対する売上の割合を総資本回転率という。マージンに総資本回転率を乗じたものは、総資本に対する利益の割合に等しい。この割合を総資本利益率（ROA）という。他方で、総資本に対する自己資本の割合を自己資本比率という。一方の総資本利益率を他方の自己資本比率で除したものは、自己資本に対する利益の割合に等しい。この割合を自己資本利益率（ROE）という。

したがって自己資本利益率は、総資本利益率が低ければ低いほど、また自己資本比率が高ければ高いほど、低くなる。逆は逆である。

それでは自己資本利益率の推移はどのような意味で企業の財務状況を反映しているのだろうか。二つの点に注意しなくてはならない。

第一に、自己資本利益率は、絶対に低下してはいけないというものか、という点である。すなわち、株式発行で資金を調達すれば、そのこと自体が自己資本利益率を低くするのであって、そのかぎりでは自己資本利益率の低下はただちに財務の悪化を意味しないのではないか、という点である。

ところで自己資本比率 $=\left(1-\frac{\text{負債}}{\text{総資本}}\right)$ である。したがってさきに述べた「自己資本利益率は、総資本利益率が低ければ低いほど、また自己資本比率が高ければ高いほど、低くなる」ということを、「自己資本利益率は、総資本利益率が低ければ低いほど、また総資本に対する負債の割合が低ければ低いほど、低くなる」と言い換えても同じ内容である。さきの中村孝俊氏の説明も、「もし総資本利益率が低くても総資本に対する負債の割合も同じ程度低ければ問

題ないし、また、もし総資本に対する負債の割合が高くても総資本利益率が同じ程度高ければ問題ない」というものであろう。いわゆる「レバレッジ効果」とは、企業は投資を決定する際に資本利益率と利子率との比較をおこなう、前者が後者を上回っている場合に投資をおこなう、というものである。高度成長期のように、総資本利益率が借入金利子率を上回っているあいだは、利益総額も増大する。そしてそのかぎりでは自己資本利益率も上昇し、株価の上昇の要因となる。ところが、個人消費が低迷しはじめ、かつインフレ抑制のために利子率が上昇すると、総資本利益率が借入金利子率を下回り、自己資本利益率は低下する³⁵⁾。

要するに自己資本利益率は、絶対に低下してはいけないというものではない。

第二に、自己資本利益率は、上昇しさえすればいいというものか、という点である。すなわち、借入や社債、転換社債など普通株以外の証券の発行を通じて資金を調達すれば、そのこと自体が自己資本利益率を高くするのであって、そのかぎりでは自己資本利益率の上昇はただちに財務の向上を意味しないのではないか、という点である。

はたして企業は、①株価を上げるために株価収益率や自己資本利益率を上げていたのか。②株価収益率や自己資本利益率を上げるために借入や社債、転換社債など普通株以外の証券の発行を行っていたのか。

①確かに、はたして企業は1980年代後半当時自己資本利益率を基準に投資を行っていたかというように問題を設定するかぎりでは、行っていないと答えるほかない。しかし、企業が（事前的に）何を基準に投資を行っていたかという問題と、（事後的に）何を指標に企業が過剰に投資を行っていたといえるかという問題とは、区別されるべきであらう。なるほど、「1株あたりの利益」というものを基準に株価の水準を説明するということと、配当で株価の水準を説明するということとは、いずれも実質的には株価の水準を実体経済の動向との関連で説明している点で共通している。しかし、そのように説明したからといってただちに、株価の上昇は実体経済の拡大を反映するものであって決して投機によるものではない、と主張しうるわけではない。「1株あたりの利益」というものを基準に株価の水準を説明するということは、この場合、「1株あたりの利益」というものからみて現実の株価の水準がいかに異常かを説明することなのである。

②また確かに、もし企業が自己資本利益率を基準に投資を行っていた場合には、企業は自己資本利益率を銀行借入の増加によって引き上げようとするかもしれない。そのかぎりでは、銀行借入金利負担という高度成長期のコスト上昇要因を克服することは不可能だということになる。しかし、株価収益率や自己資本利益率を上げるためには借入に依存しなくても社債、転換社債など普通株以外の証券の発行に依存すればよい。これらの証券の発行を通じて自己資本利益率を引き上げる場合には、必ずしも銀行借入金利負担という高度成長期のコスト上昇要因を

35) 岡崎守男、濱田博男編、前掲書、72-73ページ。

克服することが不可能であるわけではない。

要するに自己資本利益率は、上昇さえすればいいというものでもない。

このように、自己資本利益率は、絶対に低下してはいけないというものではないし、また逆に、上昇さえすればいいというものでもない。そのかぎりでは、自己資本利益率の推移は必ずしも企業の財務状況の変化と同方向ではない。

それでは、自己資本利益率の推移は全く企業の財務状況の変化を反映していないかといえば、そうではない。＜株式発行による資金調達→実物投資への資金運用→実物投資からのリターンの回収→資金調達コストの返済＞という循環が円滑に進行し維持されるためには、自己資本利益率の分子である総資本利益率と分母である自己資本比率とが均等に増大しなくてはならない。

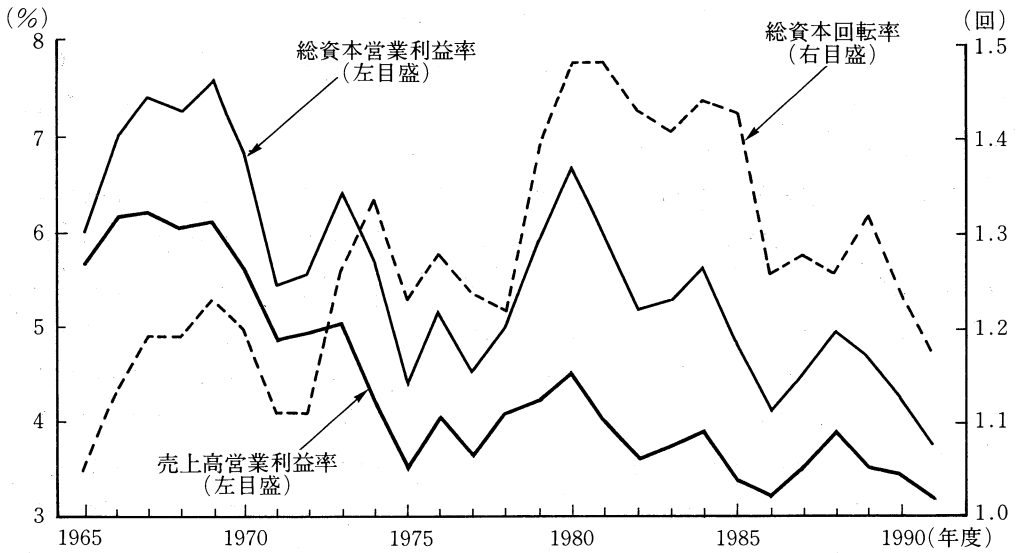
エクイティファイナンスに応じ資金を供給した社債保有者からみれば、自己資本利益率の上昇は、保有資産の投資収益率の上昇として認識される。もちろん、自己資本が増加しても他方でただちに利益が増加するわけではなく、そのかぎりでは短期的には自己資本利益率が低下することもありうる。そして、利益が増加し次第自己資本利益率はもとの水準に回復するだろう。しかし、中期的にみても、自己資本の増加に見合ったかたちで利益を確保できず、自己資本利益率の水準が1980年代前半の水準に回復しない場合には、両水準の格差の分だけエクイティファイナンスが余計になされていたことになる。事実1980年代後半には、図Ⅱに示されているように、エクイティファイナンスによって大幅に自己資本が増加したにもかかわらず利益の増加はそれに比べてかなり小幅にとどまった。わが国企業（金融・保険を除く全産業）の総資本営業利益率、売上高営業利益率、総資本回転率いずれも1980年をピークに徐々に低下傾向を示している。とりわけ、わが国でエクイティファイナンスが急激に増大した1987年から1989年までの間は、総資本営業利益率、売上高営業利益率はさらなる低下の一途を辿っている。その結果、上場企業の自己資本利益率は1984年度には18.7%であったのが1990年度には14.1%にまで落ち込んでいる。「いわば過剰資本の状態」³⁶⁾が生じているということである。

可能性としては、1980年代後半わが国は、金融緩和と金融逼迫とのパラドックスが生じていた。一方において、金融と実体経済のギャップは、金融緩和を条件として、拡大してゆき、自己資本比率を上昇させていった。他方において、（潜在的に進行していた）生産と消費のギャップは、総資本利益率を低下させ、金融逼迫をもたらしていった。要するに、自己資本利益率の低下とともに金融緩和から金融逼迫へと移行していったのである。

金融は実体経済から一方的に規定されているわけではない。もちろん、金融の膨脹・収縮が最終的に実体経済の動向に規定されているということと、資本主義的生産が結局のところ金属準備による制限に頭をぶつけるということとは、区別されるべきである。不換制、いわゆる「管理通貨制度」である現代では、金融の収縮が市中銀行券から中央銀行券への転態要求の殺

36) 小野正人，前掲書，198ページ。

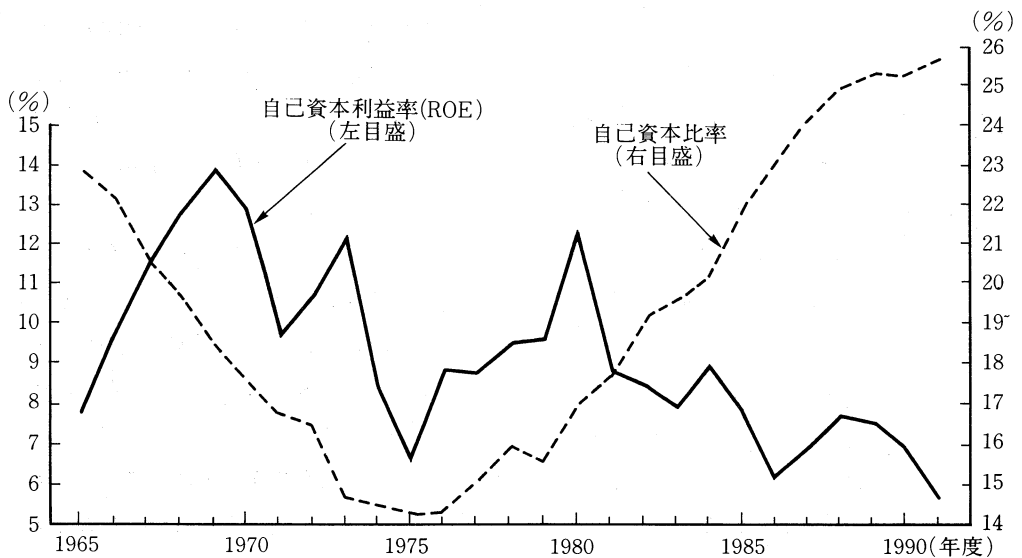
図II 自己資本利益率とその構成要素(全産業)



(注) 対象は、金融・保険および決算期変更等で連続性を欠く会社を除く、東証一部上場593社。

(出所) 日興財務データ。

佐藤昇, 高橋元, 相沢幸悦『入門 現代の証券市場』東洋経済新報社, 1993年9月, 134ページより転載。



(注) 対象は、金融・保険および決算期変更等で連続性を欠く会社を除く、東証一部上場593社。

(出所) 日興財務データ。

佐藤昇, 高橋元, 相沢幸悦, 前掲書, (133ページ)より転載。

到を招くということはありません³⁷⁾。しかしだからといって、金融は实体经济に対して無限に独立的な運動を続けられるわけでもない。金融の膨張・収縮は实体经济の動向からある程度独立しているが、最終的には实体经济の動向に規定されている。

37) すでにI-II-IIで触れたように、金融バブルの膨張の背後に日本銀行による巨額のハイパワード・マネーの供給や長期にわたる公定歩合の引き下げがあり、それぞれ実質的にはドル相場維持のための各国通貨当局による協調介入や日米金利格差の保持の結果であった。そこで、このような政策を可能とさせた一条件として不換制（いわゆる「管理通貨制度」）との理論的な関連が指摘されなくてはならない。私はすでに論文「レギュレーション派のインフレーション論に関する一考察（上）（下）」（『立教経済学論叢』第41号，1992年6月，第42号，1992年12月）において、不換制下の中央銀行の対市中銀行取引を通じての通貨増発は、それが市中銀行の対企業取引を通じて事後的に一定の商品流通の拡大をもたらしうる場合、はたして商品流通に対して過剰なそれとして規定しうるのか、というように問題をたて、レギュレーション派のアグリエッタのインフレーション論の検討を通じて、次のような議論を試みた。企業の市中銀行借入に対する要求が、商品流通に受動的に規定されている流通手段を供給するための貨幣需要にもとづく場合には、不換通貨といえども、それが代理しなければ流通したであろう兌換通貨の量を代理する。ところが、私的所有によるその量的限界を突破しようとする衝動にもとづく貨幣資本需要にもとづく場合には、不換通貨は、それが代理しなければ流通したであろう兌換通貨の量を必ずしも代理するわけではない。また引き続き私は論文「兌換制下の貨幣資本蓄積」（『立教経済学研究』第47巻第4号，1994年3月）において、社会的総資本の再生産において流通手段機能を果たす価値章標と「本来の信用貨幣」である支払約束証券との区別を明らかにしたうえで、兌換制下のクレジット・システムからモネタール・システムへの転回の特質が、具体的には、商業不渡りの連鎖反応→銀行破産の連鎖反応→兌換停止の国際的な連鎖反応、すなわち、商業貨幣から銀行貨幣への転態要求および市中銀行券から中央銀行券への転態要求という二段の転態を経る点にある、ということを指摘した。「中央銀行は信用制度の軸点である。そして金属準備はまたこの銀行の軸点である。……生産が流動的であるあいだは、……信用は、やはり富の社会的な形態として、貨幣を追い出してその地位を奪ってしまう。生産の社会的な性格にたいする信頼こそは、生産物の貨幣形態を、ただ一時的なもの、ただ観念的でしかないものとして、単なる心像として、現われさせるのである。ところが、信用がゆらげば——そしてそういう局面は近代産業の循環でつねに必然的に出現する——、たちまちいっさいの物的な富が現実にはわかには貨幣すなわち金銀に転化させられなければならなくなる。……信用制度の発展につれて、資本主義的生産は、このような、富とその運動との金属による制限を、物的であると同時に幻想的でもある制限を、絶えず廃棄しようとしながら、また絶えず繰り返しこの制限に頭をぶつける」（K.Marx, *Das Kapital*, Bd.3, Marx-Engels Werke, Bd. 25, Dietz Verlag, Berlin, 1962, S.587-589.）。本稿は、こうした私の不換制に関する理論的な研究を踏まえた実証研究という性格をもっている。参照していただければ幸いである。