

最近の企業金融行動の変化をさぐる

経済調査部研究員 小野 正人

〈要 旨〉

- (1) プラザ合意後の金融緩和局面のうち、'87年以降企業では設備投資等の投資活動が積極化する中で資金不足幅が拡大した。ことに企業では同時期に実物資産投資の資金所要を大きく上回る外部からの資金調達を行ったため、金融資産と金融負債が両建てで急増する現象がみられた。
- (2) こうした企業の外部資金調達の拡大のなかでも、資本市場からのエクイティファイナンスが大企業で急増し、'89年度には総調達額の4分の1に達している。
- (3) 先の金融緩和期をみると、金融資産への投資収益率が調達コストより高く、金融資産の積み上がりは企業が金融情勢に合理的に対応した行動とみることができる。またエクイティ調達の隆盛も株価上昇と低金利下で資本市場からの調達コストが借入コストを上回ったことが大きな要因である。
- (4) また企業規模別、業種別に多様化が進んだことも特徴の一つである。大企業では、不動産・私鉄・海運等の従来より借入中心の調達形態であったデット型業種は先の金融緩和期に資本市場調達のウェイトが低く財務体質の改善幅は小さいのに対し、素材業種が積極的なエクイティファイナンスにより借入金を大きく削減している。また中小企業は借入増により積極的に実物投資や金融資産投資を行ったため、借入金依存度はむしろ高まった。
- (5) 金融引締め期以降の動きをみると、実物投資が拡大しており企業の資金不足額は依然大きい。中でも緩和期に資本市場から資金不足額以上の資金を調達していた大企業がエクイティ調達の不振により借入増に向かっている。
- (6) 今回の引締め局面を業種別にみると、緩和期の金融行動の影響が色濃く残っている。金融緩和期に借入により積極的な投資を行ってきたデット型の大企業や中小企業は依然借入依存度が高く収益悪化が懸念されるが、その他の大企業は金融緩和期に財務体質を強化しており、過去の引締め期に比べて収益への影響は小さい。また資金供給の面では土地関連監視業種の資金制約が懸念されるが、企業全体として資金繰りの逼迫度はさほどの深刻さはみられない。
- (7) 最近の企業は資金調達運用の両面で機敏な適応力がみられるが、反面エクイティ調達や不動産投資のように積極的な行動が金融市場構造に不安定化させる側面もあり、企業金融行動の全体的なバランスが重要となってきている。

【はじめに】

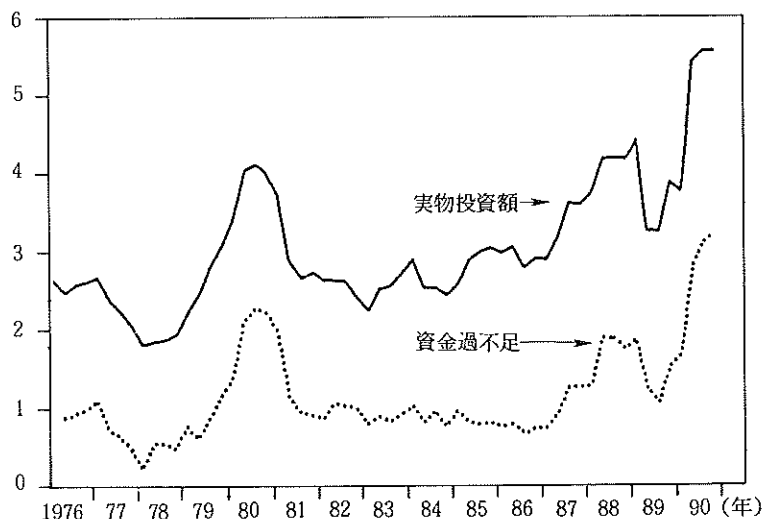
1989年末以降の長短金利の上昇、株価下落によって、企業の金融環境は大きく変化した。金利上昇やアベイラビリティの低下は金融引締め期に共通の現象であるが、今回の引締め期はこれらに加えて長期間にわたって続いたプラザ合意以降の金融緩和期と金融自由化国際化によりもたらされた特徴が際立っている。ここでは、先の金融緩和期より現在までの企業金融の動向と特徴点を業種別規模別のアプローチを含め整理してみたい。

1. 金融緩和期の企業行動

(1) 企業の資金不足が拡大

まず、企業金融動向の全体像を資金需要面からみてみよう。図-1は1976年以降の金融保険業を除く資本金1千万円以上の法人企業の資金過不足の対名目GNP比率をみたものであるが、企業の資金不足幅はオイルショック以降'86年までは1%前後の範囲にあったが、'87年以降は高度成長期に匹敵するような法人企業の資金不足が生じている。先の金融緩和期にはマネーサプライが2桁の伸びを長期にわたって続き企業への資金供給が潤沢であったため、こうした現象は看過されている面があるが、'87年以降の資金不足幅の拡大は企業の内部資金の伸びに比較してかなり高めの実物投資を継続的に行ったためである。

図-1 法人企業の資金過不足の推移（対名目GNP比率）



(注) 大蔵省「法人統計季報」による。資本金1千万円以上の金融保険業を除く法人企業。
四半期ベース、3期移動平均。単位：%。実物投資額=設備投資+在庫投資+土地投資。
資金過不足=実物投資額-(減価償却費+内部留保)。

'84年から'86年の実物投資の動きをみると、設備投資の伸びは年率約10%と内部資金の伸びを下回っており、また在庫投資は3年間の投資額が'81~83年の約6割と低水準に留まっていた(表-1)。しかし、'87年以降は設備・在庫・土地の実物投資で高成長が持続し、'87~89年の3年間は年率17%の伸びを示した。この間内部資金(減価償却費+内部留保)は同9%程度の伸びに留まったため企業の資金不足幅が大きく拡大した。

(注1) ここでいう資金過不足とは企業の実物投資額(設備・在庫・土地への投資額)から内部留保・減価償却費を差し引いた金額を指している。

(2) 企業は不足幅を大きく上回る資金調達を実施

しかし、企業は同じ'87年以降'89年までに資金不足幅を大きく上回る金額の資金調達を行っている。金融保険業を除く全法人企業の資金調達、資金運用の状況をみると(表-1)、'87~89年の3年間に借入金・社債・増資による外部資金調達が急増しており、外部調達額は中小企業で資金過不足額の2倍前後、大企業では3~4倍にのぼっている。また調達した資金は金融資産に3年間で資金運用額の3割が投入されたため(全規模・全産業ベース)、企業のバランスシートは金融資産と負債が両建てで増加している。過去においても、金融緩和期には企業のアベイラビリティの向上

表-1 法人企業の資金調達運用(増減額ベース)

(大企業・全産業)

(単位:千億円)

	1980年	81年	82年	83年	84年	85年	86年	87年	88年	89年	90年
設備投資額	115.0	131.0	134.3	132.0	146.6	176.9	182.0	186.8	218.8	269.7	314.9
在庫投資額	57.9	24.8	17.9	-11.8	12.6	16.4	-22.6	15.0	48.0	61.3	89.3
土地	6.5	7.7	6.6	8.3	10.4	16.7	14.6	20.5	36.2	28.3	34.5
実物資産への投資額	179.4	163.5	158.8	128.5	169.7	210.0	173.9	222.3	303.0	359.3	438.7
現預金	16.5	22.3	11.3	11.3	13.5	30.5	38.6	84.1	113.1	112.2	-12.4
有価証券	-0.8	3.1	4.4	10.9	15.7	4.0	28.5	23.2	10.9	25.2	29.2
投資その他の資産	18.6	22.0	24.3	18.9	23.0	36.4	31.6	37.8	86.1	89.3	102.3
資金運用合計	244.4	244.7	201.5	192.6	271.0	396.3	199.1	402.3	665.7	836.0	678.2
内部留保	36.5	22.0	20.0	31.0	35.9	65.3	30.7	46.9	87.0	82.3	71.9
減価償却費	56.6	67.3	72.3	78.2	86.3	108.2	118.1	124.0	137.7	154.5	169.8
短期借入金	27.8	39.0	31.2	33.1	39.4	42.6	32.6	39.7	111.8	70.1	56.7
長期借入金	28.7	35.1	23.4	1.8	0.7	22.3	2.9	40.5	57.4	105.3	122.3
社債	7.0	7.7	13.2	12.3	15.7	69.6	32.8	43.4	71.9	80.6	44.7
増資	19.9	28.5	21.5	20.2	30.7	67.6	27.0	51.3	80.2	124.1	73.4
資金調達合計	244.4	244.7	201.5	192.6	271.0	396.3	199.1	402.3	665.7	836.0	678.2
資金過不足	86.2	74.2	66.5	19.3	47.4	36.5	25.2	51.4	78.4	122.5	197.1
外部調達額/資金過不足、%	96.8	148.7	134.3	349.2	182.5	553.7	378.2	340.3	409.9	310.2	150.7
(社債+増資)/調達計、%	11.0	14.8	17.2	16.9	17.1	34.6	30.1	23.5	22.8	24.5	17.4

(大企業・製造業)

	1980年	81年	82年	83年	84年	85年	86年	87年	88年	89年	90年
設備投資額	55.4	62.5	66.4	64.0	73.5	86.3	80.1	73.4	89.2	114.3	136.2
在庫投資額	41.3	13.1	8.6	- 8.2	10.6	10.2	- 31.0	- 10.5	13.7	25.6	26.1
土地	3.3	3.6	3.3	2.9	4.4	6.1	6.4	6.8	6.1	10.4	9.4
実物資産への投資額	100.0	79.2	78.4	58.7	88.5	102.5	55.4	69.7	109.1	150.3	171.6
現預金	8.3	13.4	7.1	6.6	11.3	17.5	19.8	45.0	35.5	34.2	- 23.7
有価証券	- 1.7	3.6	4.6	7.6	9.3	- 0.7	10.7	12.9	2.8	6.6	11.8
投資その他の資産	10.2	9.6	12.9	9.2	14.4	12.8	11.3	12.5	32.0	38.0	54.5
資金運用合計	129.2	126.3	101.1	86.9	149.0	135.5	57.9	155.7	208.0	312.0	241.1
内部留保	23.0	14.8	16.5	19.1	27.8	31.1	14.1	27.4	42.0	48.9	43.7
減価償却費	34.3	39.0	42.2	46.0	49.6	55.0	57.3	58.6	61.2	66.5	72.7
短期借入金	15.8	22.0	9.5	2.6	11.2	16.7	- 3.2	4.7	- 6.4	- 11.0	15.6
長期借入金	5.9	9.2	1.6	- 8.2	- 13.6	- 7.2	- 8.1	- 7.9	- 7.2	- 4.5	8.2
社債	- 0.8	0.7	6.6	9.4	9.4	18.7	21.4	20.2	28.1	58.9	24.3
増資	14.4	17.9	13.7	11.5	21.0	23.5	12.8	32.3	40.1	71.0	38.9
資金調達合計	129.2	126.3	101.1	86.9	149.0	135.5	57.9	155.7	208.0	312.0	241.1
資金過不足	42.7	25.4	19.7	- 6.4	11.1	16.4	- 15.9	- 16.4	5.9	34.9	55.3
外部調達額／資金過不足、%	82.7	196.1	159.4	-	252.3	315.2	-	-	925.4	327.8	157.5
(社債+増資)／調達計、%	10.6	14.7	20.0	24.1	20.4	31.1	59.0	33.7	32.8	41.6	26.2

(中小企業・全産業)

	1980年	81年	82年	83年	84年	85年	86年	87年	88年	89年	90年
設備投資額	92.4	96.6	98.8	105.8	119.1	129.2	133.7	146.3	179.8	225.5	257.9
在庫投資額	83.6	9.6	- 0.2	43.8	- 10.4	22.8	34.8	87.3	62.3	16.8	144.3
土地	30.3	15.0	7.9	32.1	18.4	30.5	52.5	51.4	79.0	24.7	118.2
実物資産への投資額	206.2	121.1	106.4	181.7	127.1	182.5	221.0	285.0	321.2	267.0	520.4
現預金	37.2	40.2	20.1	46.1	1.9	51.0	86.8	62.5	39.6	111.7	- 63.0
有価証券	4.4	7.1	- 0.4	8.7	10.0	10.0	17.0	26.0	34.3	32.8	27.5
投資その他の資産	19.1	5.4	14.1	12.2	12.5	25.2	40.4	20.1	52.3	48.6	49.7
資金運用合計	378.8	232.7	113.8	372.3	143.2	288.4	536.7	545.4	476.0	677.6	581.6
内部留保	28.7	40.3	1.9	29.2	13.1	42.8	65.0	71.2	45.5	34.6	55.6
減価償却費	49.3	57.3	59.8	63.8	66.2	72.2	79.4	85.5	90.8	104.8	105.1
短期借入金	79.2	24.5	27.6	132.4	30.8	66.9	165.9	85.9	51.6	151.4	43.9
長期借入金	64.8	52.8	35.3	39.4	5.7	80.6	72.1	117.8	206.0	140.1	244.6
社債	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.6	0.5	1.6	1.4	1.0	1.6
増資	9.8	9.0	4.4	7.8	1.4	6.5	17.0	7.4	8.9	3.8	11.9
資金調達合計	378.8	232.7	113.8	372.3	143.2	288.4	536.7	545.4	476.0	677.6	581.6
資金過不足	128.2	23.5	44.7	88.7	47.8	67.4	76.6	128.3	184.8	124.6	359.7
外部調達額／資金過不足、%	120.0	367.7	150.8	79.9	202.7	229.4	333.6	165.8	145.0	232.2	84.0
(社債+増資)／調達計、%	2.6	3.9	4.0	2.1	1.2	2.5	3.3	1.7	1.9	0.7	2.3

(注) 大蔵省「法人企業統計季報」による。大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上10億円未満の企業。

資金過不足=実物資産への投資額-内部留保-減価償却費。外部調達額=借入金+社債+増資。

や投資行動の積極化から資金不足幅を上回る資金の調達を行う傾向がみられるが、'87年度以降の資金調達は過去と比べても特異な盛り上がりとなっている。

(3) 資金調達構造：エクイティ調達が急増

また、こうした量的な面だけでなく、形態的にも資金調達運用の双方で大きく変容している。調達面では増資や社債による資本市場からの調達が大企業で急増し、'86～89年の3年間で借入金による調達額を上回り大企業全産業で総調達額の24%、大企業製造業では37%にのぼっている。

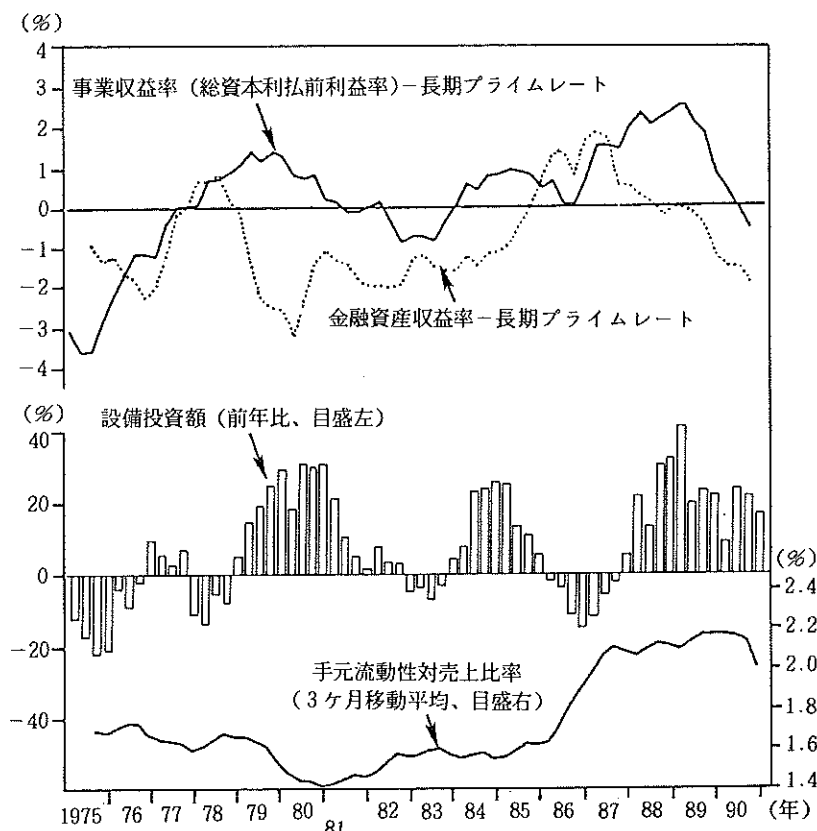
(4) 金融資産の急速な積み上がり

また、運用面でも企業の資産構成に大きな変化が生じた。現預金・有価証券等の金融資産が急速に積み上がったためである。この結果、企業の手元流動性比率（現預金+短期保有有価証券/売上高）は、円高のデフレ効果で売上が伸び悩んだことも相まって'87年以降大企業、中小企業ともに急上昇し、'89年には過去最高の水準に達している。

(5) 調達行動変化の要因：2つのレバレッジ効果

ここで、このような企業の資金不足幅の拡大およびその不足幅を大きく上回る企業の外部資金調達のメカニズムを考えてみよう。

図-2 事業収益率・金融収益率・金融コストの関係（製造業）



(注) 大蔵省「法人企業統計季報」による。四半期ベース。資本金1千万円以上の製造業。
 金融資産収益率=営業外収益/(手元流動性+企業間信用)とした。

第一には、金利低下により企業の資金調達コストが低下し、外部資金の取り入れにより投資行動を行う有利性が高まったことによる。企業にとっては減価償却費や内部留保による調達とは異なり、外部調達により利子や配当等による負担が生じる。図-2で企業の外部資金コスト（有利子負債利率）と実物投資の収益率（総資産利払前経常利益率）の関係をみると、'87年度から89年度の時期には継続的に後者が前者を上回っており、企業が外部資金を取り入れる行動が収益を拡大させる効果（いわゆるレバレッジ効果）が事後的に認められる。

第二には、こうした実物資産投資だけでなく金融資産への投資に関しても同様のレバレッジ効果がみられたことである。事業会社の場合、金融資産への投資は本業ではなく、現預金や有価証券の運用については資金手当や取引先との関係強化等の本業を補完する取引として行われるのが先の金融緩和期までの大勢であった。しかし、今回の金融緩和期においては、金利の大幅な低下により企業にとっては全体としてみれば外部資金を調達して金融資産により運用したほうが収益を生み出せる状況にあったことから、企業はこうした環境を利用して金融資産を積み増し収益拡大を図ろうとしたものと考えられる。

(6) エクイティファイナンス隆盛の要因

また、外部資金調達のエクイティ比率が高まった要因は、株式市場を通じた資金調達が企業にとって魅力が高まったことと、資金供給者である投資家側でも有利性が増したことであるのは論を待たないが、ここで今一度そのメカニズムを計数的に確認してみよう。

①資本市場調達コストの低下

ここで、'87年度以降の大企業の資金調達コストをみると、転換社債・ワラント債の利率（ここではクーポン）が低下した結果、国内転換社債で2%台、ユーロ市場のワラント債では円ベースにスワップした場合金利がゼロに等しいような極めて低水準の金利が続いた（図-3）。また、株式市場からの調達コストを配当負担のみとみなして計算すると（ここでは配当金／（資本金＋資本準備金））、これも'87年度以降は大きく低下している。借入金調達とエクイティ調達の双方の形態が利用可能な状況ならばエクイティ調達を選択するのが（配当のみを企業コストとした前提では）合理的であった。

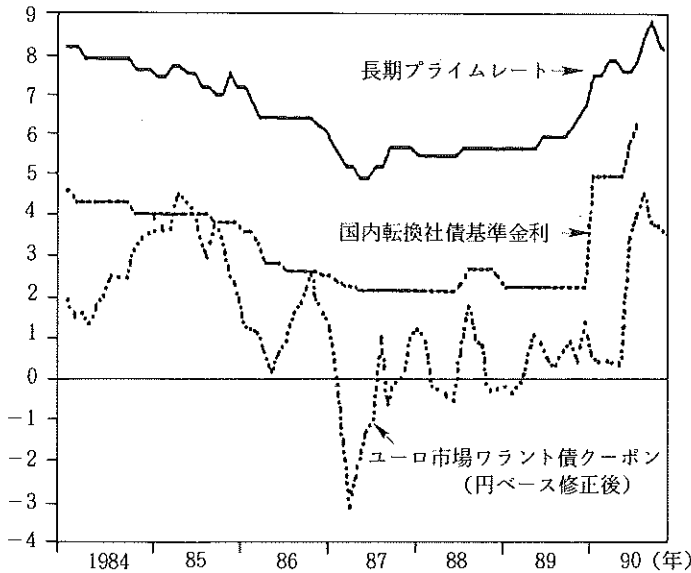
②自己資本の充実：

資本市場調達の自己資本への組み入れや借入金返済により、大企業は負債比率を低下させ金融費用を縮減できた。

③株式収益率の上昇：

一方投資家にとっては、持続的な株高の結果配当利回りは低下したものの、株価上昇によるキャピタルゲインを加味した利回りは上昇したため株式投資の有利性が増した（図-4）。このため投資家サイドの株式保有意欲が一層高まったことが大量のエクイティファイナンスの受入れ土壌となっていた。

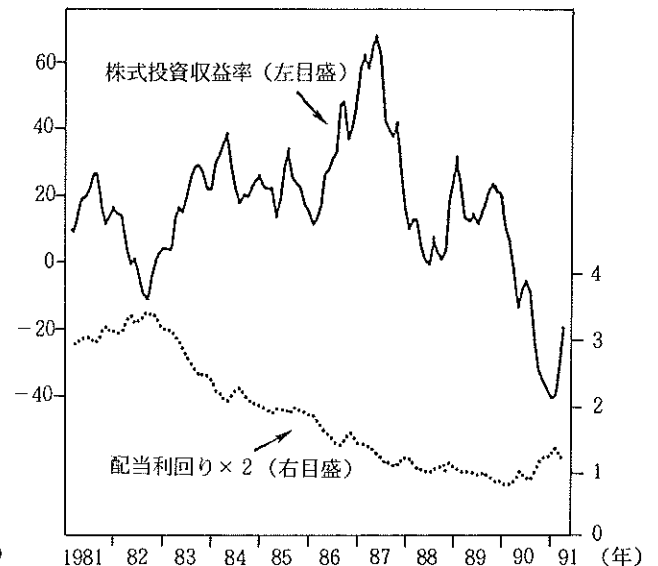
図-3 調達形態別の金利水準



（注、図-3）大蔵省「証券局年報」等による。単位：％。ユーロ市場ワラント債クーポン（円ベース修正後）は、クーポンレート（ドルベース）-円ドル長期金利差の式にて単純化して算出した。

（注、図-4）東京証券取引所「証券統計年報」等による。単位：％。株式投資収益率は株式を1年間保有後に売却した場合の配当と売買差益を収益とみなして算出した（税および取引費用は除く）。

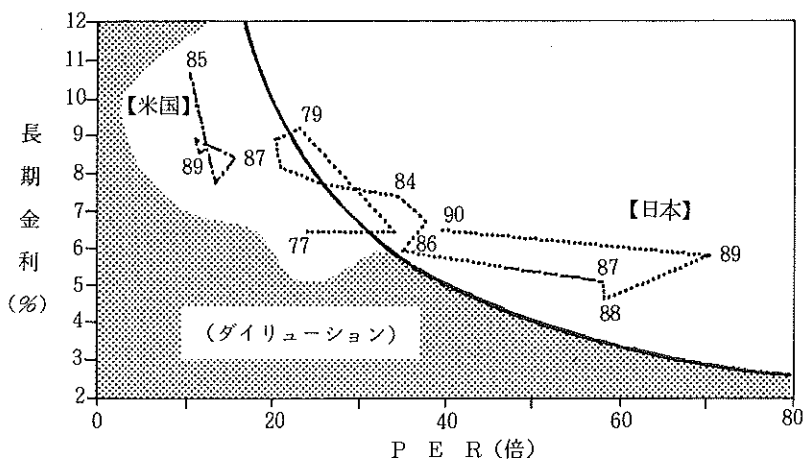
図-4 期待収益率の向上



④株主利益への影響：

企業の新株発行により、一株当利益（EPS）がどう変化するかは既存株主の利益に影響を与える。単純化して考えれば、企業が増資により調達した資金を借入金返済（あるいは新規借入の削減）に投入することにより得られた利益と、配当増による負担の差引で一株当利益は決定できる。一般に、増資による新株発行は一株当利益を減少させる方向に働き既存株主に不利益が生じる場合が多い（ダイリューション、利益の希薄化、注2を参照）。ダイリューションが発生するか否かは株価収益率（PER）と利子率の関係で規定されるが、日本の場合は'86～89年度に株価が大幅に上昇し、企業が借入により資金調達を行うよりも新株発行により調達する方が一株利益を増加させる状況にあったため、全体としてみれば企業の新規のエクイティファイナンスが既存株主の利益を損うことは少なかった（図-5）。

図-5 ダイリューションの解消



(注) 東京証券取引所「証券統計年報」等による。日本の長期金利は長期プライムレート、米国は10年物国債利子率。日本は年末値、米国は年平均。

(注2) ダイリューション：企業の新株発行による利益増加額が従前の株主当たり利益額を下回れば株主の利益が希薄化（Dilution）し、上回れば株主の利益が向上する（Enhancement）。これを上記の時価発行による資金調達に当てはめた場合、株価をS円、1株当利益をE円、利子率をR%とすると、株式1株当たりの調達資金S円をR%で運用する（あるいはR%の借入金を返済することにより得られた税引後利益の増加額 $S \times R / 2$ に発行前の利益水準Eを下回れば、増資後の1株当たり利益が低下してダイリューションが発生するものと考えられるからP E RをX倍とすれば、 $X = S / E$ より、

上記の $S \times R / 2 - E < 0$ の関係から、

$$X \times E \times R / 2 - E < 0$$

∴ $X \times R < 2$ (→本式が図-5の曲線の下方領域に相当)

(7) 金融自由化・国際化の影響

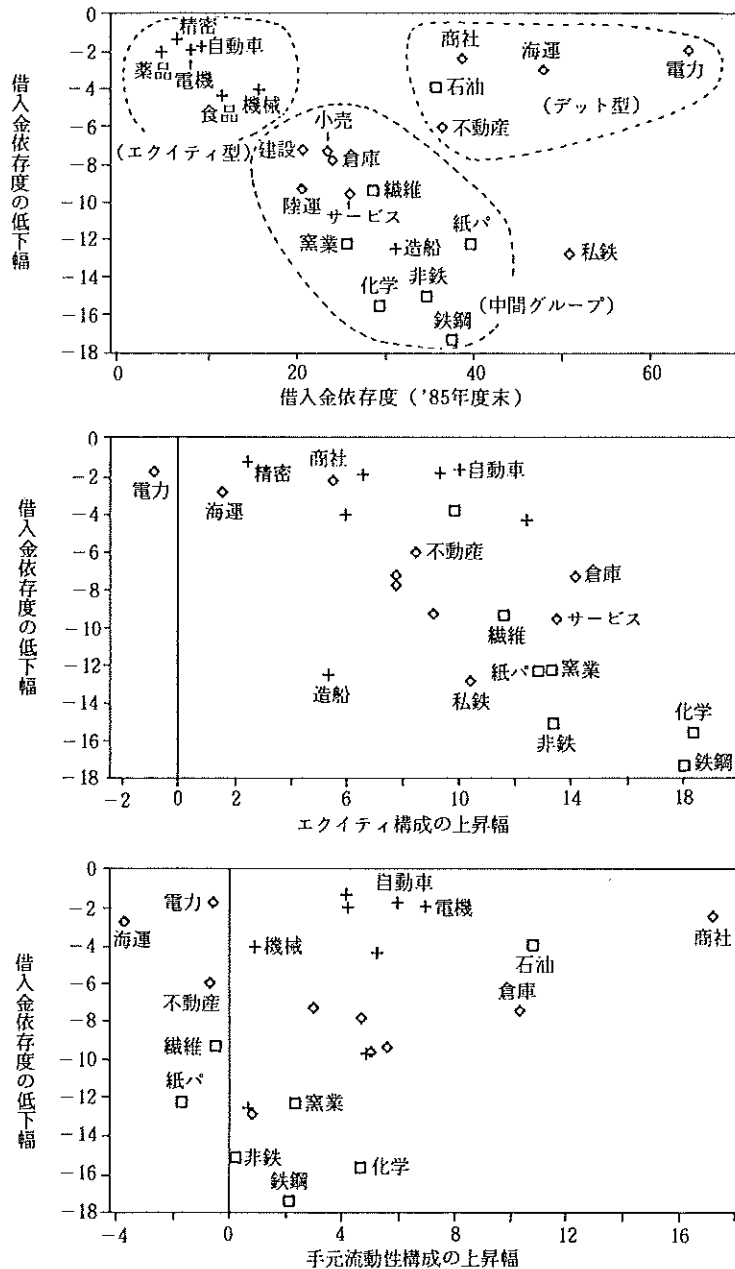
また、金融自由化・国際化も企業金融に多面的に影響を及ぼしたと思われる。運用面では従来企業が保有している当座資産が市場金利の影響を強く受けるようになり、また企業の資金調達手段の拡充をもたらすなどの影響が代表的なものであるが、企業側でもこうした自由化国際化に対してそのメリットの側面を積極的に取り込む行動がみられた。第一にコマーシャルペーパー（CP）調達の拡大があげられる。国内CPは'87年11月に解禁されたが、それ以来本来の目的である企業の短期資金所要の調達とは別に、その調達額の大半は大口定期預金で運用して利鞘を得る運用に向けられた。しかし、'89年以降に両者の乖離が縮小したため、発行企業のメリットが薄れCP発行額は減少している。

外資本市場調達を拡大させ、とりわけ海外でのワラント債発行が急増し'89年度には上場企業の資本市場調達の29%を占めた（後掲の表-4）。これは、日本の株価上昇や円高を背景にユーロ市場において日本企業のワラント債の購入意欲が高まり発行レートが急激に低下したため、企業は内外金利差を活用すれば極めて低コストで資金調達できる状況にあり、こうした条件を積極的に活用したことによる。

(8) 規模別・業種別に大きく異なった金融行動パターン

さらに、こうした緩和期の企業の動きを規模別・業種別に分けてみると、特に資金調達面で大きな差異が見られる。まず資本市場調達のウェイトを急速に高めた大企業と従来どおり借入中心の調達が続いた中小企業の間で負債構成に大きな変化が起こった。さらに大企業を財務構成により分類すると、業種間で金融行動に次のような差異が生じた（図-6）。

図-6 上場企業の財務構成の変化



(注) 日本銀行主要企業経営分析による。上場企業ベース。各項目の上昇(低下)幅は'85年度末から'89年度末までの4年間の上昇(低下)幅。単位はすべて%。
 エクイティ構成 = (社債残高 + 資本金・資本準備金) / 総資本
 手元流動性構成 = (現金預金 + 短期保有有価証券) / 総資本
 □は素材業種、+は加工業種、◇は非製造業を示す。

①デット型：借入依存度の高い業種

'85年度末の借入金依存度により上場企業を3グループに分けてみよう。借入金依存度の高いデット型は電力、私鉄、海運、商社、不動産、石油精製と非製造業がほとんどであるが、これらの業種では'86年度以降の金融緩和期にエクイティ調達により借入金依存度を低める好機であったが、その低下度合は他産業に比べ小さかった。これは、企業にもよるが借入金返済より金融資産運用を積極化させたこと（商社、石油）や、エクイティ調達額が低水準であったこと（電力、海運）、実物資産への資金所要が大きかったこと（不動産）によるものと思われる。

②エクイティ型：借入依存度の低い業種

このグループは医薬品、精密機械、電機、自動車、一般機械などの加工業種で、金融緩和以前より比較的財務体質が良好である。これらの業種はもともと負債比率が低く、デット型と同様金融緩和期の借入金依存度の低下幅は小さい。エクイティ調達や金融資産運用の度合は業種によりばらつきがみられる。

③中間グループ

このグループは素材業種と一部の非製造業が中心であるが、3つのグループの中では借入金依存度の低下幅が最も大きい。ことに素材業種が極立っており、エクイティ調達を積極的に行い、その資金で借入金を返済した形態になっている。またその他の業種は素材業種より借入金の圧縮度合は小さいが、金融資産運用に積極的である。

先の金融緩和局面では、素材産業が円高不況下の構造改善に加え資金調達の面でもリストラクチャリングを行っている。素材産業が調達面で急激に変化した要因を考えると、オイルショック以降素材産業が加工産業に比べて収益力が低下し、従来から劣っていた財務体質の改善が急務となっていたこと、および円高の過程で成長率や利益率が低下し総資産圧縮を行う必要性が高まったことによるとと思われる。金融緩和の過程で資本市場調達の有利性が高まり、低コスト資金であった資本市場調達により借入金を返済して金利負担を軽減し、総資産を拡大させないまま自己資本を充実させたのである。

このように大企業をみると産業間でかなり異なった金融行動のパターンがみられているが、今回の金融緩和期では企業にとっては金融費用の低下に加えて金融行動の裁量幅が広がった。その結果、実物資産への投資や借入金削減、財テク運用などの資産選択の自由度が増し、借入金削減を重視した企業から設備や土地などの実物投資に注力した企業まで個々の産業企業の行動様式が多様化したものと考えられる。

(8) 資金供給フローの変化

企業の金融行動、とりわけ資金調達行動は国内の資金循環に大きな影響を与えた。ことに主たる資金供給者である金融機関の総資産が金融緩和の中で増大する一方、大企業製造業が借入金を削減し残高が純減となったことは金融機関の貸出構造を一変させた。全国銀行の貸出量の推移をみると、かつて'70年代に総残高の3割強を占めていた製造業向け貸出は'80年代前半からウェイトが低下し始め、'87年から89年にかけては貸出量が純減となり残高は'88年末時点で全体の15%にまで低下している（表-2）。

表-2 全国銀行の業種別貸出（増減額ベース）

（単位：百億円）

	1982年	83年	84年	85年	86年	87年	88年	89年	90年
製造業	36.0	24.5	29.1	29.7	▲9.0	▲27.0	▲9.5	0.5	0.5
建設業	10.4	14.6	14.0	14.6	8.6	7.1	10.3	10.6	8.0
卸小売業	36.1	33.1	35.5	26.9	10.4	20.3	12.1	26.3	25.0
不動産	16.3	21.2	24.3	36.6	65.2	46.1	45.7	51.7	14.4
サービス業	26.0	35.6	36.9	42.4	51.6	70.8	52.6	64.0	65.7
個人	11.1	11.8	12.5	21.2	38.8	75.9	70.2	99.1	70.3
その他	42.0	50.4	60.1	54.3	55.7	78.4	41.7	58.8	25.0
合計	178.0	191.1	212.8	225.5	221.3	271.6	223.2	311.1	208.9

（注）日本銀行「経済統計月報」による。

こうした製造業の借入金圧縮により、非製造業や中小企業では金融機関からの貸出資金が流入したため、今回の緩和局面は金利低下だけでなく量的にも資金調達の容易な環境となった。また、金融機関にとっては預金量が増え続ける中で製造業や電力ガスなどの大企業の貸出が純減したことは貸出行動に大きなインパクトを与えた。流入する資金の貸出先は高度成長期のような製造業大企業が中心ではなく、むしろ製造業大企業の新規貸付は皆無となり、中小企業、個人および不動産・ノンバンク・サービス業等の非製造業大企業が新規貸付の主力となった。

2. 金融引締め期の企業金融

公定歩合引上げ（'89年5月）以降これまでの金融引締め期の動向をみてみよう。その際、前章でみた金融緩和期の一連の企業行動によって構築された財務構造が現在の動向を考えるうえで重要なポイントとなる。ここでは金融緩和期の企業行動と現在を関連づけて整理してみよう。

(1) 拡大続く企業の資金不足幅

まず企業の資金需給は、設備投資・在庫投資とも現在までは拡大を続ける一方で企業収益の伸びが鈍化しており企業の資金不足幅がむしろ拡大している（図－1、前掲）。なお、セクター別の資金循環からみれば、家計部門が資金余剰を保つ一方、公共部門が財政再建努力と税収増加から資金余剰に転じ、また海外部門の赤字幅も縮小したため、現在は法人企業部門が最大の資金不足部門となっている。

(2) エクイティ調達不振

今回の引締め期で特徴的なのは、こうした資金不足にもかかわらず、金融緩和期に盛り上がったエクイティ調達が急速に萎んだために依然外部資金需要の強い大企業が資本市場調達から一転して金融機関からの借入を急増させたことである。すなわち、'90年初の株価下落以降新規のエクイティ調達が'90年4月から6月まで完全にストップするなど（表－3）、'90年度の資本市場調達額は前年度の3割強の水準にまで激減した（表－4）。

表－3 金融市場関連の動き

1990年3月（20日）公定歩合引上げ（4.25%→5.25%）
（20日）引受証券会社、企業に対して当面新規のエクイティ・ファイナンスの延期を要請
（22日）日経平均3万円割れ
6月（22日）大蔵省、銀行の劣後ローン取扱を解禁
7月（6日）大京、ユーロドル建ワラント債発行決定 （エクイティ・ファイナンス再開第1号）
8月（2日）イラクがクウェートへ侵入
（16日）引受証券会社、国内転換社債・ワラント債の条件決定方式の見直しを決定、基準金利制度の廃止を決定
（30日）公定歩合引上げ（5.25%→6.00%）
9月（14日）引受証券会社、エクイティ・ファイナンスでの起債日程弾力化を決定
10月（1日）日経平均一時2万円割れ
（1日）大蔵省、株価対策を発表（信用取引の担保掛目引上げ等）
11月（1日）大蔵省、国内社債の発行適債基準・財務制限条項の見直しを決定
1991年1月（25日）政府、「総合土地政策推進要項」を閣議決定
4月（1日）大蔵省、国内CPの発行適格基準の見直しを実施
（1日）東証等、上場諸基準の改正を実施

表-4 上場企業の資本市場からの調達額

(単位: 億円)

	1984年度	85年度	86年度	87年度	88年度	89年度	90年度
普通社債	7,200	9,435	9,800	9,150	7,490	7,290	20,660
転換社債	16,115	15,855	34,680	50,550	69,945	76,395	9,110
ワラント債	30	550	1,040	0	0	9,150	3,950
有償増資	8,146	6,513	6,315	20,839	45,638	75,600	6,643
国内発行額計	31,491	32,353	51,835	80,539	123,073	168,435	40,363
普通社債	11,345	14,393	16,392	8,240	8,426	11,199	22,982
転換社債	12,272	9,480	4,853	10,766	10,665	17,389	5,138
ワラント債	4,336	8,662	19,932	34,390	49,821	82,698	26,245
有償増資	495	107	6	390	165	3,364	—
海外発行額計	28,448	32,642	41,183	53,786	69,077	114,650	54,365
海外調達率	47.5%	50.2%	44.3%	40.0%	35.9%	40.5%	57.4%

(注) 公社債引受協会「公社債月報」による。海外調達率は内外資本市場調達額における海外発行額の占率。

(3) 貸出規制の実施

また、間接金融の面でも以下の点で量的な制約が増している。

①銀行の貸出増加額規制

'89年7～9月期以降、全国銀行の貸出増加額規制が強化され増加額マイナスの指導が行われている。これまで8四半期連続で貸出増加額は前年同期比でマイナスという抑制が続いており、規制幅、期間とも第2次石油ショック直後の引締め期に匹敵する(図-7)。

②不動産業への貸出規制

もうひとつは'90年4月から地価沈静化を目的とした不動産業向け貸出総量規制である。具体的には個別の金融機関に対して不動産業向け貸出の増加率を総貸出の増加率以下に抑制するとともに、不動産・建設・ノンバンクの3業種向け貸出の増減について大蔵省に実績報告する措置がとられている。

総量規制導入以降の動きをみると、全国銀行からの不動産、その他金融業向け貸出の増加額が急減しており、金融機関の監視対象業種への慎重姿勢が目だっている(図-8)。

図-7 都銀の貸出増加額規制

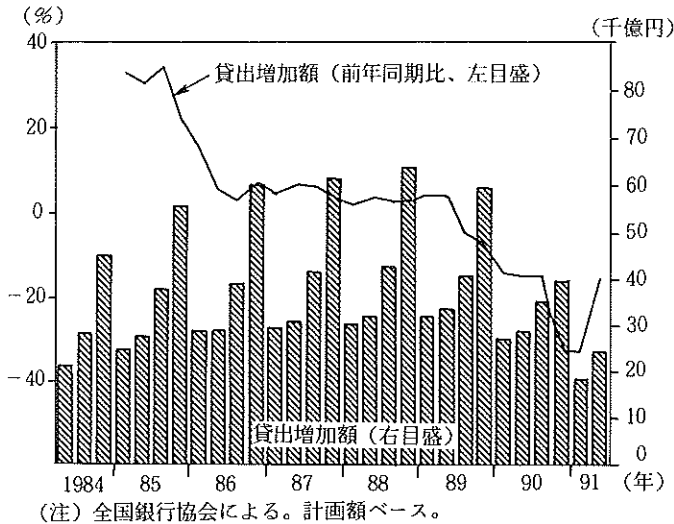
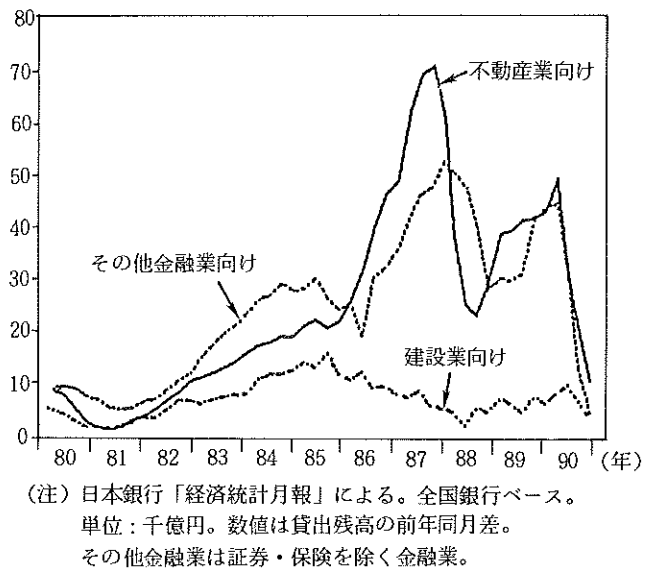


図-8 監視対象業種への貸出状況



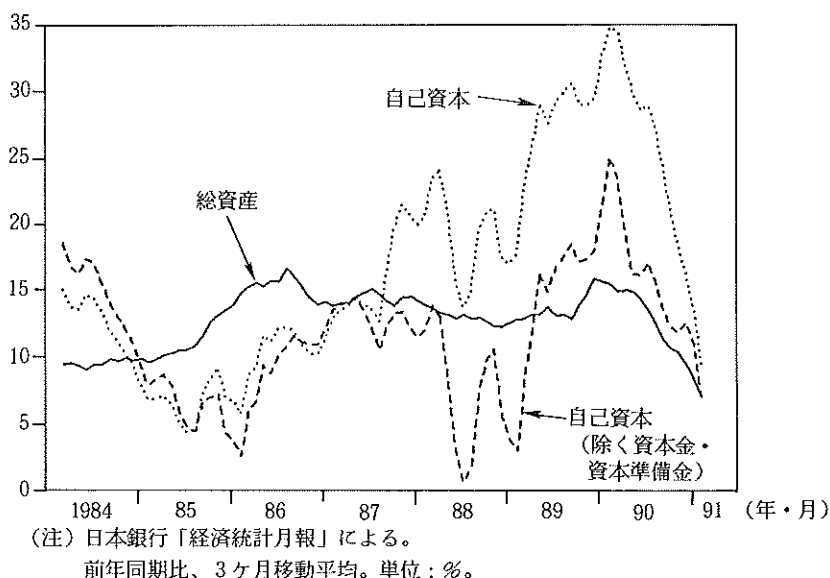
(4) BIS規制の影響

さらに、銀行貸出にはBIS基準自己資本比率規制による量的制約が加わっている。BIS基準によると、海外営業拠点を有する銀行については'93年3月末までに自己資本比率を8%以上とすることが目標として定められているが、'90年年初以来の株価下落により自己資本に算入されている有価証券含み益が急減しており、また自己資本充実のためのエクイティ調達も制約を受けている。

これまでの銀行資産の動きをみると、中央銀行総裁会議でBIS基準が承認された'88年7月以降、都銀・長信銀で基準クリアーを目的とした時価発行増資が活発に実施された(図-9)。このため、'88年後半から'90年初までの自己資本は前年比20%を超える伸びを示したが、資本増加を除いた自己資本は総資産の伸びより低い前年比10%程度で推移していた。ところがエクイティ調達が低迷している現状では自己資本を増加させる手段が限られており、総資産を自己資本の伸び以上に増加させれば自己資本比率の低下を招くことになる。

このため銀行は自己資本比率の分母となる総資産の圧縮に動いている。全行がBIS規制対象行にあたる都市銀行の場合は中小金融機関と比べて総資産の伸び率が大きく低下している。民間企業向け貸出残高はBIS基準で全額が総資産に換算されるため、分子である自己資本強化策が困難である現状ではBIS規制対象行は企業貸出の増加を絞らざるをえない。

図-9 都銀の資産増加率の推移



(5) 企業の資金繰り

しかしながら、これまでの引締政策は過去の引締め局面と比べると企業の資金繰りへの影響は全体的には緩やかなものに留まっている。過去の金融引締め局面の企業金融関連指標を追ってみると、今回はいずれの判断項目も過去の局面に比べて悪化の度が緩やかになっている(図-10)。このように金融引締めの企業への影響が過去に比べて比較的軽微であるのは、次のような要因があるものと考えられる。

①金融資産の積み上がり

企業は金融機関からの借入に走っているものの、長期にわたった金融緩和の過程で金融資産を蓄積した結果、手元流動性の対月商比率は過去最高水準に達しており、企業の運転資金の手当てが深刻化する状況ではない。

②地価対策が主眼

今回の引締めはインフレ防止に加えて地価対策が政策目標となっており、高インフレの沈静化が目的であった過去の引締め局面の異なり土地関連のマネーを対象としたいわば傾斜制限方式をとっている。このため不動産、ノンバンク等の特定業種への金融機関からの資金供給が極端に鈍化し企業全体としては借入資金の伸びは鈍っているが、その他の産業については影響は比較的緩やかである。

図-10 企業の資金繰り判断

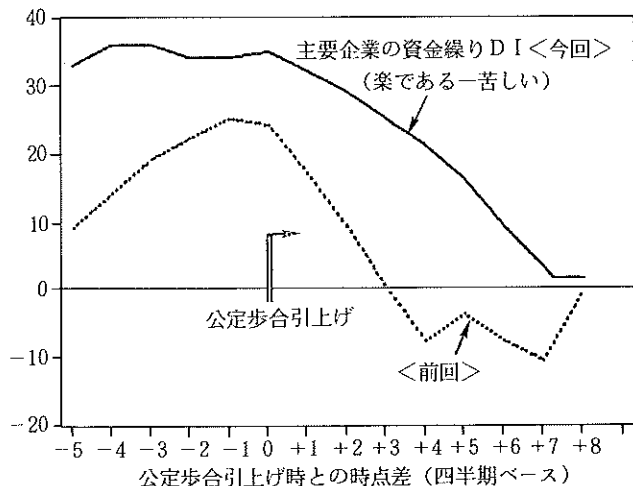
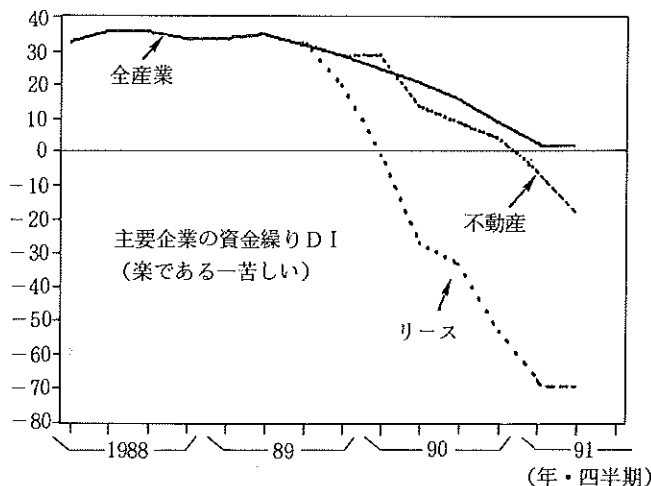


図-11 規制業種の資金繰り判断



(注) 図-10、11とも日本銀行「主要企業短期経済観測」による。今回の公定歩合引上げ開始は'89年5月、前回は'79年4月。

(6) 特定業種の資金制約が大きい

一方、企業の資金繰りをみると、業種間でばらつきが広がっている。大企業の資金繰り判断を業種別にみると、リース・不動産・石油・電力といった先の緩和期に財務体質の強化が進まなかったデット型業種が他業種に比べタイト感が強く、過去の引締め局面と様相を異にしているのがわかる(図-11)。先の金融緩和局面で他の大企業は総体的に全体的に借入を削減し自己資本を充実させてきた。一方、これらのデット型業種はむしろ借入中心の資金調達によって業容を拡大してきたが、今回の引締め局面では借入負担による収益へのダメージを大きくしており、緩和期の企業行動の違いが現在の金融動向に明確に現れている。

表-5 潜在株式数の推移

(単位:億株)

	1985年 1月末	88年 1月末	89年 1月末	90年 1月末	90年 10月末	91年 3月末
潜在株式数 ①	125	161	189	233	260	271
発行済株式数 ②	1,388	2,040	2,415	2,759	2,923	2,948
潜在株比率 ①/②	9.0%	7.9%	7.8%	8.4%	8.9%	9.2%

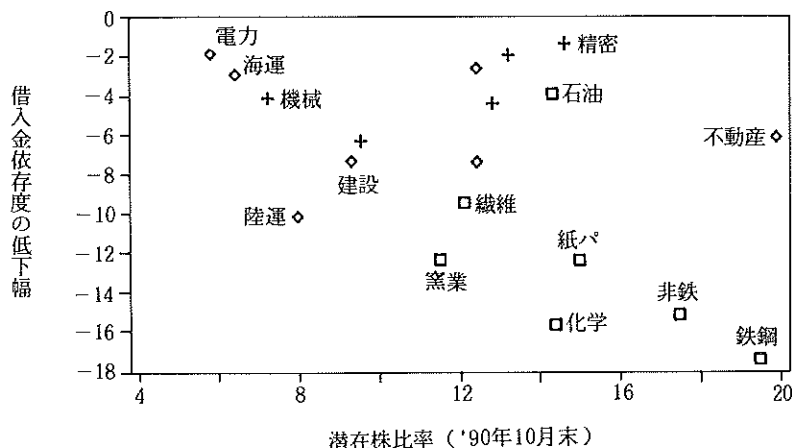
(注) ニッセイ基礎研究所作成。

ここでは潜在株比率=潜在株式数/CB・WB発行企業の発行済株式数。

また、その他の業種でも借入負担とは別個に以下のような問題が生じている。上場企業は主にエクイティファイナンスにより大量の資金調達を行ったが、今回の株式市場の低迷下で転換社債とワラント債のうち権利未行使・未転換のもの(いわゆる潜在株)が大量に残留している(表-5)。中でも積極的にエクイティファイナンスを行

い、積極的に借入金を返済した業種（前述の中間グループ）では他の業種に比べて潜在株の比率が高くなっている（図-12）。このため、今後株価低迷が続いた場合の償還資金や株価への影響、安定化コストなど市場構造サイドの問題が懸案となる可能性が高い。

図-12 産業別にみた潜在株比率

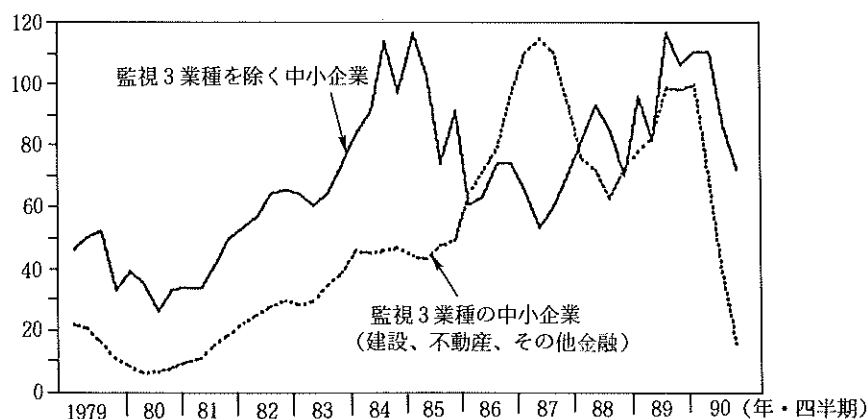


(注) 日本銀行「主要企業経営分析」などによる、借入金依存度の低下幅は'85年度末から'89年度末にかけての低下幅。単位：%
 ここでは潜在株比率＝潜在株式数／各業種の全国上場株式数。

(7) 中小企業の資金繰り

中小企業は緩和期に積極的な借入を行ったため大企業に比べて金利負担の影響が強く、金利だけでなく量的な制約も加わっている。先の緩和期には大企業が資本市場調達に流れ借入需要が低迷した分、資金が中小企業に還流し借入金は高い伸びが続き資金繰りが良好であった。しかし、'89年度後半以降は貸出量の伸びが鈍化する中で大企業が一転して借入増に転じたため資金流入量が急速に鈍化している（図-13）。こうした資金制約は一部の業種とそれ以外の業種でかなり差があり、監視対象に置かれ

図-13 中小企業への貸出状況



(注) 日本銀行「経済統計月報」による。数値は貸出残高の前年同期差、単位：千億円。

ている不動産・建設・ノンバンクの3業種の中小企業では影響が相当大きいと思われるが、これら以外の中小企業では大企業の借入増の影響はあるものの貸出量の伸びは小幅の鈍化にとどまっている。

(8) 企業収益、設備投資への影響

これまでみたように、先の金融緩和期には企業は規模別業種別に資金調達形態にかなりの差異があるため、現下の引締め収益への影響度合も規模別業種別に異なっている。大企業の場合借入比率の高い中小企業より収益への打撃がかつての引締め局面に比べ格段に小さくなっているが、業種別にみると加工・素材業種の影響が比較的小さい反面電力・不動産・海運等の業種の影響が大きい(表-6)。

また、金融引締めの持続から今後の設備投資への影響が懸念されている。'91年度の設備投資計画は現段階での各機関の調査では前年度比1桁台の底固い増加が見込まれているが、今後企業金融の観点からは次の点に留意すべきである。

① 調達コストと設備投資の期待収益率

現在、大半の企業、ことに大企業にとっては資金調達が困難というより調達コストが高く、高金利が継続した場合は調達コストに見合った期待収益率の見込まれる投資が確保できずに企業が設備投資を見送るケースが多くなるとと思われる。

② 手元流動性の取崩し

大企業は金融緩和期に手元流動性を蓄積しているが、これらを投資資金として活用するには次のような問題があり、一方的な取崩しは困難と思われる。

○企業へのアンケート調査では、これまでの資産運用の含み損を抱える企業や現在未転換未行使の転換社債・ワラント債が今後償還時期を迎え償還資金が必要とする企業など、手元流動性の取崩しが困難とする企業が意外に多い(表-7)。

○先にみたように金融緩和期の金融行動が業種別にかなり異なり、手元流動性水準は加工業種や一部の非製造業に偏在している(図-6、前掲)。このため、潤沢な余資を保有する一部業種を除いた大企業の手元流動性水準は大企業平均のそれを下回っている。

表-6 長短借入金利が1%上昇した場合の企業収益の増減率

	実質有利子債務 残高、兆円		収 益 増減率 (%)
	86.3/E	90.3/E	
全 産 業	183.6	259.1	▲ 6.6
大 企 業	66.9	73.6	▲ 4.2
製造業	27.9	8.0	▲ 0.7
非製造業	39.0	65.6	▲10.0
中 小 企 業	104.6	172.2	▲ 8.2
製造業	28.2	34.9	▲ 4.6
非製造業	76.4	137.3	▲10.2

(注)

- ・実質有利子債務残高=長期・短期借入金残高
- 現預金残高
- ・産業別、規模別(左表)は合計金額、単位:兆円。
- ・大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上10億円未満の企業。
- ・上場企業は1社当たり、単位:億円。
- ・収益増加率は調達および運用金利が1%上昇した場合の'89年度経常利益の増減率。
収益増加率=実質有利子債務残高×0.01/経常利益
- ・上表の試算では、固定金利の多い長期借入金についても市中金利上昇に伴って変動すると仮定しているため、実際の収益増減率は試算値を下回るものと思われる。
- ・リース業は収益構造が他業種と異なるため、収益増減率は試算していない。
- ・大蔵省「法人統計季報」、日経財務指標による。

	実質有利子債務 残高、億円		収 益 増減率 (%)	
	86.3/E	90.3/E		
上 場 企 業 ・ 業 種 別	織 維	120.2	87.2	▲ 2.0
	紙パルプ	361.2	349.6	▲ 5.7
	化 学	195.6	10.1	▲ 0.1
	石 油	1,121.5	818.5	▲ 9.0
	窯 業	120.0	2.3	▲ 0.4
	鉄 鋼	878.5	360.5	▲ 2.4
	非 鉄	123.6	37.5	▲ 0.8
	一般機械	20.2	▲29.1	0.7
	電気機械	▲66.2	▲ 295.9	2.3
	造 船	1,711.0	761.5	▲ 3.8
	自 動 車	19.4	▲ 176.3	1.0
	精密機械	▲46.1	▲ 152.8	2.6
	建 設	108.7	▲ 1.9	0.0
	商社卸売	678.2	370.2	▲ 6.3
	小 売	180.9	23.3	▲ 0.3
	不 動 産	600.5	871.3	▲ 8.5
	陸 運	707.4	602.6	▲11.1
リ ー ス	2,269.0	4,954.9	—	
海 運	434.9	421.1	▲16.9	
電 力	12,926.0	14,619.0	▲18.9	

表-7 企業の手元流動性への対応

		大 企 業		中堅・中小企業	
		製造業	非製造	製造業	非製造
取崩しが困難	CB、WB償還のため	12.1%	8.8%	0.8%	0.5%
	含み損発生や負債見合い運用のため	6.5	5.5	4.9	6.3
	運転資金・決済資金に必要	52.1	61.6	76.6	77.2
なお潤沢で手元流動性の取崩し余地あり		27.2	20.1	14.4	11.6
手元流動性の積み増しが持続		2.1	4.0	3.3	4.5

(注) 日本興業銀行「設備投資アンケート調査('91年3月発表)」による。大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金10億円未満の企業。数字は回答社数の構成比、単位: %。

【おわりにかえて】

企業がどのような金融行動をとるかは、基本的には次の要因に基づいて行われるものと考えられる。

- ①資金過不足の状況（企業内のキャッシュフローと投資資金所要の差額）
- ②金融情勢（内外の金利・株価等の情勢、将来の見通し等）
- ③企業意識（金融資産への投資態度などの個別企業の態度）
- ④金融制度（内外の規制緩和、市場整備の進展等）

こうした要因は、①が外部資金所要を定め、②・③が実際の調達・運用にあたっての判断基準となり、④が金融行動全体を制約する枠組みになるという関係にある。実際の企業金融行動ではそれぞれの要因が密接に関連しかつ相互に影響しあっており峻別が難しいが、今一度金融緩和期以降の企業金融行動をみると、緩和期・引締め期のいずれも全体として上記の4つの要因でそのメカニズムを説明できる。

'87年以降の金融緩和期は、企業の資金不足幅の拡大、金利低下・株価上昇、金融自由化国際化、そして企業の財テクへの関心の高まりと、各々の要因が企業の金融資産選好を高める方向に作用していた。

また現在の局面は、大幅な資金不足が続く中で金融資産へ投資する誘因が剥落し、また金融自由化の過程で生じた企業側のメリット（大口定期やCPに対する金融機関の甘めの金利設定）が金融引締めやBIS規制という国際化に伴う新たな規制措置により消滅し、企業にとっては積極的な金融資産運用に踏み込みにくい状況にある。

金融自由化、国際化が進展する中で、企業の資金調達コストと金融資産の収益率は市場金利や株式との連動性を高め、また金融市場構造、海外金融情勢等との相互関係が深まり企業金融行動のメカニズムは一層複雑化している。最近の企業は調達運用の両面で機敏な対応力がみられるが、反面大量のエクイティ調達や不動産投資のように積極的な企業行動が金融市場構造を不安定化させる側面もあり、企業金融行動の全体的なバランスが重要になってきている。