

金融環境の変化と企業資金調達

金融研究部 主任研究員 川北 英隆

《要 旨》

1. 1990年の株価の大幅な下落は企業のエクィティーファイナンスを困難にし、金融機関からの借入依存を高めている。このような企業金融の変化は一時的なものなのだろうか。
2. 日本の株式市場の最大の特色は、利益の伸び以上に株価が上昇し、株式投資の収益率が非常に高く、かつ安定的だったことである。この要因は、金融機関を中心とする安定的な株式保有構造と配当性向の傾向的な低下に求められるところが多い。エクィティーファイナンスのコストが安く見えたのも、この安定的な保有構造と関連している。
3. 株式の安定的な保有構造は揺らいでいる。たとえば銀行は、株価の下落による含み益の減少にともない、BISの自己資本比率規制の達成が厳しい状況になっている。また将来の企業の資金需要を十分に満たせるかどうか微妙である。この結果、収益率の低い株式の保有を限定する動きが表面化する可能性がある。
損保の株式保有占率は規制上の上限に達しており、新規投資が困難である。
生保もまた規制上の上限に接近している。さらに生命保険契約に対する安定的な付利水準を勘案すると、理論的にも現在の株式保有は過大であると考えられる。
4. 株式の安定的な保有構造が崩れると、利益の伸びよりも株価の上昇が低くなるという、従来と逆の株価形成が一つの帰結となる。もちろん、安定的な保有構造が急速に崩れるとは考え難い。しかし、もしもエクィティーファイナンスが従来の規模で行われるとすれば、構造変化の速度は早まるだろう。企業としては、エクィティーファイナンス以外の多様な資金調達手段を積極的に求めて行く必要性に迫られている。それは資金調達コストの認識を新たにする必要性でもある。同時に、投資家や発行仲介者も資金コストに対する認識を新たにする必要があろう。

金融環境の変化と企業資金調達

1990年の株価の大幅な下落とその後の低迷により、企業を取り巻く金融環境は大きく変化している。

ここでは、どのような金融環境の変化が生じており、またそれが企業の資金調達にどのような影響を与えようとしているのか、まとめておく。さらに、金融環境の変化の中で、従来の資金調達手段が弾力化されたり、新しい資金調達手段が導入されたりしているが、そのような資金調達手段の評価について、参考となる事例を示す^(注1)。

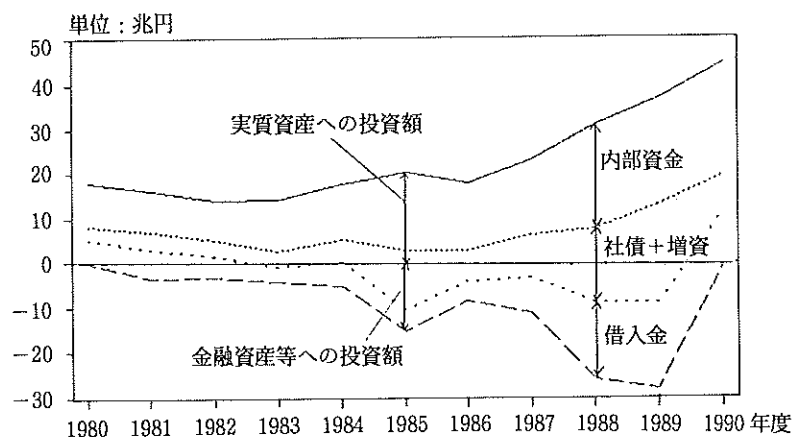
1. 株価の下落と企業金融の変化

上場企業を中心に、金融環境は大きく変化している。エクィティーファイナンス（新規の株式発行を前提とした資金調達）によって証券市場から豊富な資金を調達できる状況が消滅し、金融機関からの借入依存を高めなければならない状況へと変化していることである^(注2)。

もう少し具体的に述べれば、次のようになろう。

- ①現在、エクィティーファイナンスは制約されている。株価の上昇期に、金融資産の保有資金（たとえば財テク資金）までもも供給したエクィティーファイナンスは、株価の低迷によって急速に縮小している（図－1参照）。

図－1 大企業の資金調達と運用



(注) 大企業（資本金10億円以上）・全産業。
大蔵省『法人企業統計季報』に基づきニッセイ基礎研究所作成。

(注1) 本稿で使用した図表などのデータ処理に関し、総合研究部・佐々木孝雄、経済調査部・小野正人、金融研究部・津田博史、同・河村浩一をはじめとするニッセイ基礎研究所員の協力を得た。

(注2) この点は小野正人「最近の企業金融行動の変化をさぐる」『調査月報』（ニッセイ基礎研究所）1991年7月号所収、に詳しい。

- ②1990年度の大企業の資金調達と運用を見れば、実物資産への投資資金を、内部資金（内部留保と減価償却）およびエクィティーファイナンス（図-1の社債と増資）でまかないきれず、借入金へ依存する形になっている。さらに、現預金（手元流動性）も大幅に取り崩されている。
- ③株価が大幅に下落して以降、普通社債の発行額が増加している。海外市場だけでなく、国内でも電力会社を中心に発行が活発化している。
- ④過去のエクィティーファイナンスの償還問題^(注3)、財テクの損失など、近い将来に企業金融を攪乱する要素が残されている。
- ⑤さらに中期的な環境変化として、1991年5月に証券取引審議会基本問題研究会で報告されたように、多様な資金調達を認める方向で証券取引法などが改正されようとしている。いわゆる証券化の流れである。企業にとって、法的に整備される新しい資金調達か従来のエクィティーファイナンスかの選択が可能になる。

このような、主にエクィティーファイナンスをめぐる企業金融の問題は1990年に始まった株価下落に端を発しているだけに、株価に安定感が生じれば、再び1985～89年度に近い資金調達が可能になるという見方もある。このような見方は、端的に言えば、株式市場の基本的な構造は変化しておらず、現在の様々な現象は短期的なアヤだというものである。この点について以下で、少し詳細に分析する。

2. 株価の傾向的な上昇について

日本の株式市場の最大の特色は、株価の傾向的な上昇であり、その結果として株価収益率（PER、株価／1株当たり税引利益）がアメリカなどに比べて非常に高くなってきたということである。この結果、株式の投資収益率は高くかつ安定的だった。

まず、PERの推移をおおざっぱにイメージすれば、次のような段階を踏んできたと見ることができる。

- ①戦後の混乱が収まってから第一次石油危機の少し前までは10倍台。
- ②第一次石油危機から金融自由化が始まる1980年頃までは20倍台。
- ③その後1989年末の70倍台まで上昇。
- ④現在は40倍台程度。

このように④の段階を除いて、PERの水準は傾向的に高まってきた。言い換えれば、業績の伸び以上に株価が上昇したのである。

(注3) エクィティーファイナンスの償還問題については樋口修平「転換社債・ワラント債の大量発行の残した問題」『調査月報』（ニッセイ基礎研究所）1991年4月号所収、川北英隆「株価急落と企業の資金調達・配当政策」『企業会計』（中央経済社）1991年2月号所収などを参照。

また日本証券経済研究所『株式投資収益率』によれば、株式の投資収益率は、1960～90年が年率16.4%、70～90年が同18.0%、80～90年が19.7%になっている。また10年間の株式投資を行ったとすると、1983年からの10年間（投資収益率9.8%）を除き、すべての年が10%以上の投資収益になっている。PERの傾向的上昇にとともに、株式の投資収益率は極めて高く、かつ安定的だったと言える。

ちなみに1989～90年の投資収益率は-15.9%であり、それまでの状況とは大きく異なっている。このことは、①16年ぶりのマイナスである、②新規投資の1年間の収益率がマイナスになっているのは統計が始まった1952年から89年までの38年のうち5回しかない、③マイナス幅が過去最大である（これに次いで大きいのは1973年から74年の-11.4）、ということから推察できよう。また1991年についても、現在までのところ、前年の株式投資の収益率がマイナスになる可能性が高い。もし2年連続マイナスの投資収益率になれば、これも初めてのことである。

さて、一昨年までの株式市場の特色についていくつかの分析が行われているが^(注4)、日本市場の「株式の持ち合い構造」がみかけのPERを高めているというほぼ共通の認識が形成されつつあると考えられる^(注5)。

持ち合いが株価に与える影響は、上場株式が他の上場会社に保有されるということと、自己株式を保有するのと同様の効果が生じている（この結果、配当も同様）というものである。つまり、みかけの株式市場の時価が水ぶくれしているということである。このような持ち合いによる影響を修正することにより、「真の株価」が求められる。

またこの修正を敷衍すれば、上場会社が保有している金融資産とそこから発生する収益を除外し、純粋な企業の営業活動（本来的な業務）からの収益に対する投資家の評価に基づいて、「真のPER」を求めようとする方法も考えられる。

さて、理論的な持ち合いの修正は次のように定式化される^(注6)。なお、持ち合いがなければ修正係数は1である。

真のPER＝市場PER×修正係数

修正係数＝(1－持合比率)／(1－配当性向×持合比率)

上式の数値例を示すと、たとえば市場PER（株式市場で取引されている株式のみ

(注4) たとえば、若杉敬明・紺谷典子他『日本の株価水準研究グループ報告書』（日本証券経済研究所、1988年）、植田和男「わが国の株価水準について」『日本経済研究』（日本経済研究センター）No.18（1989年）所収、舟岡史雄「日本の株価と投資尺度」『日本の株価・地価』（西村清彦・三輪芳朗編、東京大学出版会、1990年）所収などを参照。

(注5) 当然、それだけでは日本の株価水準を十分説明できない。

(注6) 小林孝雄「株式のファンダメンタル・バリュー」（西村・三輪編、前掲書）参照。

なお次に示す修正係数の元の形は、

(発行済株式時価総額－持合株式時価総額)／(上場会社利益総額－持合株式の配当総額)、というものである。

かけのPER)を40倍、持合比率を40%、配当性向を30%とすれば、投資家の「真の評価」は、PER水準で27.2倍になる。なお修正係数は0.68である^(注7)。

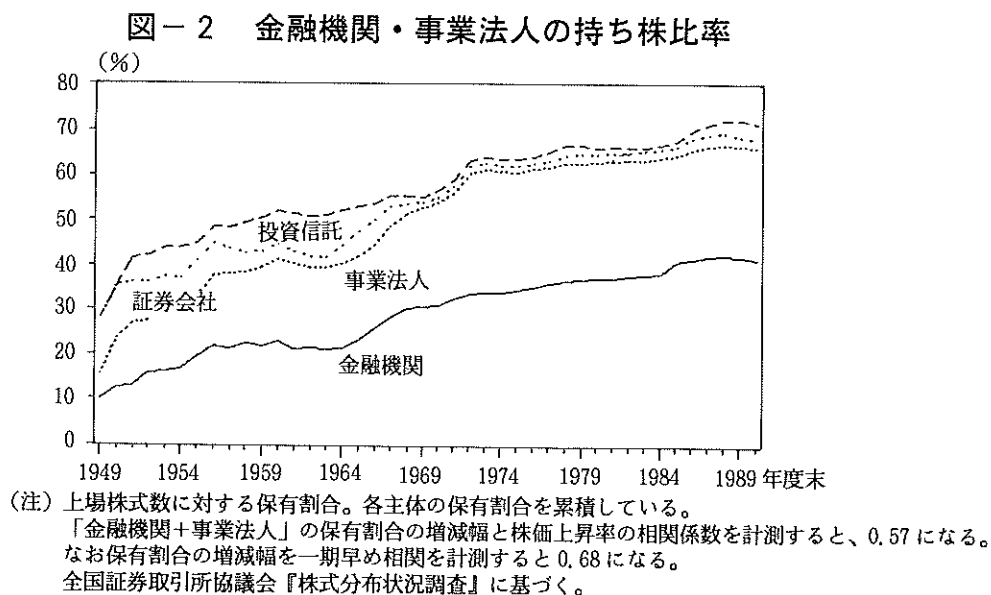
このことから言えるのは、一つに、PERの40倍だけをみて、それを高すぎると判断し、株式の売却行動を起こすのは短絡的だということである。

もう一つは、株式の持ち合い構造が解消に向かえば、市場でのPERは「真のPER」に収斂するということである。先に示した式で言えば、修正係数が大きくなり、1に近づくということでもある。これはみかけのPERがしぼむことによる。

なおもう一つ、配当性向が傾向的に低下してきたことも、みかけのPERを高める方向に働いたことになる。たとえば、先の例で配当性向を30%から20%に低下させると修正係数は0.68から0.65に低下し、「真の株価」を一定としても、みかけの株価は上昇する。逆に配当性向を50%に高めると、修正係数は0.68から0.75に上昇し、みかけの株価と「真の株価」は接近する。

このような持ち合いが日本の株価に、戦後から現在までどのような影響を与えてきたか、明確に示すことはできない。「持ち合っている」という認識に基づいた統計がないからである。しかし、株式をだれが保有していたかを見れば、持ち合い状況の推移をおおよそ推測しうる。

全国証券取引所協議会『株式分布状況調査』によれば(図-2)、金融機関の持ち株比率は傾向的に上昇している^(注8)。これに事業法人を加えても、ほぼ同様である。とくに金融機関の持ち株は、持ち合いではないにしても、安定的な保有の場合が多い^(注9)。



(注7) 修正係数： $(1-0.4)/(1-0.3 \times 0.4) = 0.68$

真のPER： $40 \times 0.68 = 27.2$

(注8) 1968年の全国銀行協会『株式時価発行について』には、「最近とみに活発化している株式安定化」というくだりがある。

(注9) 特定金銭信託、ファンドトラストなどは信託銀行の名義になっており、その分を除外する必要はあるが、その影響が出てきたのは1985年頃からである。

また被保有会社にとっても、その金融機関の発行する金融商品を資産として保有しているのが通常であろう。これは先に述べたように、企業が本来的な営業活動のため以外の資産を保有しているという意味で、広義の持ち合いとして認識でき、株価を修正すべき要因になる。

とすれば、金融機関の持ち株比率の推移は、PERの修正係数と逆比例的な関係にあると考えて大きな間違いはない。これに事業会社を加えた数値も、金融機関の持ち株比率ほどでないにしても、ほぼ同様に考えられる。

つまり、金融機関など法人の持ち株比率が傾向的に上昇してきたことは、「真のPER」以上にみかけのPERが上昇したことを意味する。同じことだが、持ち合いなどの株式の安定的な保有構造が、みかけの株式の投資収益を高くした。

また先の企業資金調達に関していえば、エクィティーファイナンスはこのような安定的な株式保有構造と、傾向的な株価上昇に支えられていたと考えられる。額面による株主割り当て増資から時価を基準としたエクィティーファイナンスへの本格的な移行は1972年頃から始まったがこれと、PERが10倍台から20倍台へと高まったのがこの直後であるのとは、無関係ではあるまい。エクィティーファイナンスによって新たに供給された株式は、結果的に金融機関などの法人の安定保有となり、発行企業としても安心してファイナンスを行うことができた。これがエクィティーファイナンスのコストを安くみせかけた要因であることは、想像に難くない。みかけのコストの安さが、エクィティーファイナンスの全盛をもたらしたのである。

一方、株式を安定的に保有する側にしても、株式の投資収益率が傾向として極めて高かったことは含み益の形成になった。この結果、株式に対し、収益の安定化のためのバッファーや借入担保など利用価値の高い資産だという認識を持ちえたのである。

さらに、安定保有法人は同時に上場企業である場合が多く、発行企業としての顔も持っていたことを確認しておく必要がある。まさに持ち合いの構造である。

3. 株式に対する投資行動の変化

先の図-2をよく見ると、金融機関の持ち株比率が1988年度末をピークに、ここ2年間低下している。金融機関の持ち株比率がかつてのピーク水準よりも下回っていたのは、この2年を除くと、1957年度末、59年度末、61～64年度末だけである。

以上は単に数字だけの話である。むしろ、金融機関の株式に対する認識はかつてのままなのか、それとも変化の兆しがあるのか、それを探る必要がある。結論を先に述べれば、安定的な保有構造が揺らぎつつあるということになる。以下にその背景を述べる。

(1) 銀行

銀行にとって、最大の問題は国際決済銀行（BIS）の自己資本比率規制であろう。この BIS の規制と、それに基づいて 1988 年 12 月に出された大蔵省銀行局長通達（および銀行課長事務連絡）によれば、銀行^(注10) は 1993 年 3 月末以降、8 %以上の自己資本比率を維持することが求められている。BIS の自己資本比率は基本的に、次のような計算によって求められる。

- ①分母：倒産リスクを勘案して定められたウェイト（0～100%）を掛けて、銀行の保有する貸出や有価証券など各資産を合計したもの。
- ②分子：基本的項目（Tier 1。資本金、資本準備金、利益準備金などの資本勘定）と補完的項目（Tier 2。有価証券の含み益の 45%相当額、貸倒引当金^(注11)、一定の条件を満たした劣後債務など。ただし分子の計算に用いることのできる Tier 2 の額は Tier 1 の額を限度とする）の合計。

ここで、株式などの含み益の 45%を自己資本比率規制の分母に算入することができるため、1989 年末までの一般的な認識は、8 %の水準を余裕含みで達成できるというものだった。しかし周知のように、その後の株価の下落は株式含み益の急減をもたらし、8 %という水準が厳しいものになっている。

1989 年までの状況は、株式含み益の 45%相当額が Tier 1 の額を超えていた。そのような状態では、Tier 1 が増えれば、その分だけ分子に組み入れられる Tier 2 も自動的に増えることになる。つまり、利益の内部留保などで Tier 1 を増やせば、BIS 基準での自己資本は Tier 2 の追加算入によってその倍だけ増えることになり、銀行にとって極めて都合が良かったといえる。しかし株価の下落により株式含み益が急減した結果、含み益の 45%相当額が Tier 1 の額を超えている銀行は少なくなり、上記のような「含み益の追加算入による自己資本の増加」という手段がなくなりつつある。

そこで、1991 年 3 月末の状態を基準として、株価の変動によって銀行（ここでは都銀）の BIS 基準での自己資本比率がどのように変化するかを計算したのが表－1 である。これによれば次のようなことが分かる。

- ①1991 年 3 月末では、ほとんどの銀行が 8 %（最終基準）を達成している。このときの株価（日経平均株価の水準。以下同じ）は 26,292 円である。
- ②株価だけを変動させて、BIS 基準の自己資本比率がどのように変わるのかを計算した場合、
 - (i)都銀の平均値で 8 %を維持するには 22,000 円が限界水準になる。

(注10) BIS の対象機関は海外に支店または現地法人を持つ銀行である。しかしそのような銀行でなくとも、経営判断で、国内基準での自己資本比率規制に代えて BIS 基準を選択することが可能である。

(注11) Tier 2 に算入できる貸倒引当金の額は、1993 年 3 月末以降、自己資本比率でみて 1.25%ポイントが限度である。

表－１ 株価変動による BIS 基準自己資本比率の変動

(都銀平均)

株 価	自 己 資 本 比 率
23000円	8.25%
22000	8.04
21000	7.83
20000	7.62
19000	7.41

(注) 1991/3 末を基準に株価(日経平均)だけを変動させたもの。
各銀行の積み上げ計算に基づく。

(ii) 株価が 21,000 円を割り 20,000 円に接近すると平均自己資本比率は 8 % を大きく下回り、都銀すべてが 8 % の自己資本比率を達成できなくなる。

また 1991 年 3 月末の状態から Tier 1 が増加した場合、8 % の自己資本比率の達成を前提として、リスクアセット全体をどの程度増加させることが可能か試算したのが表－2 である。これによれば次のことが分かる。

表－２ リスクアセットの増加率

(都銀平均)

株 価	リ ス ク ア セ ッ ト の 伸 率	
	Tier1の伸び3%	Tier1の伸び5%
40000円	6.38%	8.44%
30000	6.38	8.44
25000	4.27	5.36
23000	2.65	3.77
22000	1.83	2.96
20000	0.13	1.30
18000	－1.63	－0.41

(注) 1991/3 末を基準に株価(日経平均)と Tier 1 を変動させたもの。Tier 1 の伸び率は年率。
1993 年度末の数値を求め、年率に換算した。
8 % の自己資本比率の達成を前提とする。
リスクアセットとはリスクウェイトに基づいて加重した資産の総計。
企業貸出のリスクウェイトは 100 % のため、資産のすべてが企業貸出だとすれば、ここでのリスクアセットの伸率は企業貸出の伸率と等しい。
各銀行の積み上げ計算に基づく。

- ① Tier 1 が年率 3 % 増加した場合、1994 年 3 月末の株価が 30,000 円に回復するとすれば、リスクアセットを年率 6.4 % 増加させうる。23,000 円程度の株価であれば、リスクアセットの増加は 2.7 % にとどまる。
- ② 増資などを含め Tier 1 が年率 5 % 増加すれば、1994 年 3 月末の株価が 30,000 円の場合、リスクアセットの増加は年率 8.4 %、23,000 円なら 3.8 % である。

一方、民間企業の資金需要を、①名目 5.5%（実質 3.5%）程度の経済成長率、②手元流動性のある程度圧縮する、③株価の状況に応じて年間 10 兆円程度の新規のエクィティーファイナンスを行う（他方、償還も考慮する）、などの前提の下に試算し、上記の都銀の資金供給の伸びと対比させると、次のようなことが言える。

①株価が 30,000 円になれば、現状程度の普通社債の発行を前提として、資金需給はマクロ的にほぼ均衡するとみられる^(注12)。

②この場合でも、都銀の貸出の伸びは他の金融機関に比べて小さいと考えられる。

③株価が現状程度にとどまれば、事前的には資金需要過多になる可能性が大きい。つまり、何らかの需要側ないしは供給側の調整が必要になってくる。

このような金融環境の予測は、都銀などの銀行が次のような行動をとるという可能性を示唆している。

①株価の如何にかかわらず：

(i)配当利回りが低く、Tier 1 の増加に直接結び付きにくい株式資産の増加に慎重にならざるをえない。金融取引が相対的に希薄な企業の株式については、密接な企業の株式と入れ換えることが、中期的に合理的な行動になる。

(ii)敷延すれば、国内企業貸出、株式、海外資産などのリスクアセット間の選択が重要になる。当然、各リスクアセット内での選択も重要である。選択の基準は収益性、取引関係の密度である。不採算資産の売却・証券化なども考慮されうる。

②株価が上がった場合：

(i)エクィティーファイナンスの実施による Tier 1 の追加獲得が図られる。

(ii)株式の売却による Tier 1 の追加獲得が図られる。

③株式が低迷する場合：

①以外の適切な手段がない。

以上に関して、株式の売却・含み益の実現による Tier 1 の増加策が株価の変動に応じてどのような効果をもたらすのか、それを試算したのが表-3である。この表では次のようなことが示されている。

①売却後、株価が大幅に上昇すれば、リスクアセットの伸び率を高めうる。

②そうでなければ、逆効果になる。

③この理由は、Tier 1 と Tier 2 の大きさが接近しているため、含み益の実現が Tier 2 から Tier 1 への自己資本間の勘定の振り替えでしかないからである。さらに、税効果（半分は税金として流出すること）を考えると、不利な振り替えである。ただその後、株価が大きく上がれば Tier 2 が大きく増加するため、先に述べた「含み益の追加算入による自己資本の増加」という効果が生じ、リスクアセットを増加さ

(注12) 個別企業の段階で均衡するかどうかは別問題である。

せる余地が広がる。

表－３ 株式の益出・売切とリスクアセットの伸率

(都銀平均)

株 価	株式以外のリスクアセットの伸率	
	益 出	売 切
40000円	7.62%	7.98%
30000	5.47	5.70
25000	1.74	2.16
23000	0.17	0.68
22000	－0.63	－0.08
20000	－2.28	－1.64
18000	－3.98	－3.24

(注) 1991/3 末を基準に株価(日経平均)と Tier 1 を変動させたもの。
Tier 1 の伸びは年率 3 %。これに株式売却による税引利益が加わる。
株式の売却は残高の 5 %相当分、日経平均 23,000 円と仮定する。
8 %の自己資本比率の達成を前提とする。
株式については益出・売切以外の売買はないと仮定する。
各銀行の積み上げ計算に基づく。

(2) 生命保険会社と損害保険会社

生命保険会社(生保)と損害保険会社(損保)に共通して言えるのは、保険業法に基づいて定められる財産利用書法書(財利)での株式の保有上限(資産に占める株式の割合の上限)である 30%に、実際の株式保有割合が接近しているという事実である。なお財利では、信託財産も資産毎に分けて各資産の保有上限に通算される。

生保の場合、1991 年 3 月末現在、株式の保有占率は 22.1%である。また、特定金銭信託が 3.6%あり、その多くを株式が占めていると考えれば、実質的な株式保有占率は 25%強に達していることになる。

損保の場合、表面上の株式保有占率は 16.5% (1991 年 3 月末)である。しかし、積立型損害保険の勘定は一般勘定と区分された特別勘定を設けることになっており、また株式の保有上限の 30%はそのような積立型損害保険部分を除いた資産(一般勘定資産)に対するものである^(注13)。

この一般勘定資産での株式の占率は 27%程度に達していると推定される。さらに、1985 年度までに発売された積立型損害保険は、一般勘定と合同で運用されており、この合同運用部分を除外すると実際の保有割合は 30%をはるかに超過してしまう。今年度、積立型損害保険の満期が大量に発生するとされるが、それが実際に起こった場合、このような財利上の上限超過も現実のものになる可能性がある。

(注13) 積立型損害保険は、生命保険契約と異なり、株式の含み益が契約者に還元されない仕組みになっているということでもある。

もう一つ、このような既存の規制という観点を離れても、ポートフォリオとして株式の保有割合が合理的な状態になっているのかどうかという問題がある。次に、この点について少しばかり検証しておく。

図-3の上図は長期プライムレートと生命保険契約（養老保険）の予定利率を対比させたものである。長期プライムレートは、長期金融機関としての生保の金融環境を代表していると考えられる。また、予定利率^(注14)は生命保険という商品の金融的なベースである。

図-3-1 長期プライムレートと予定利率

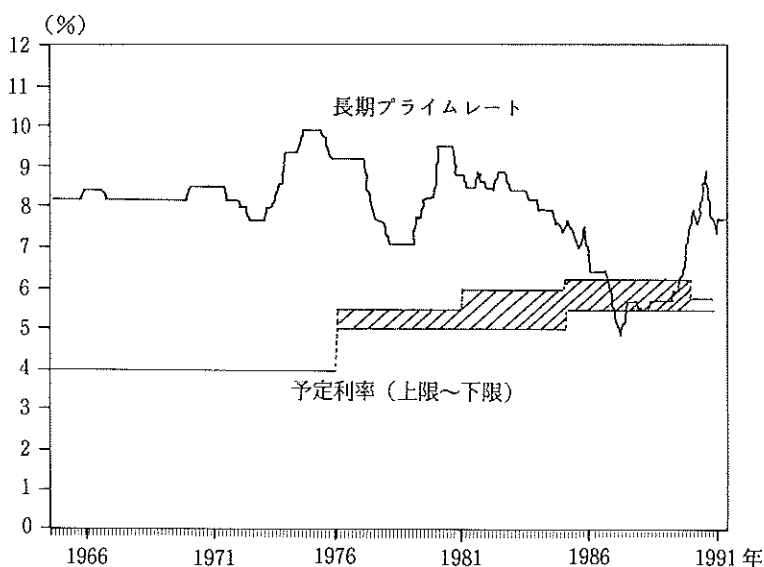
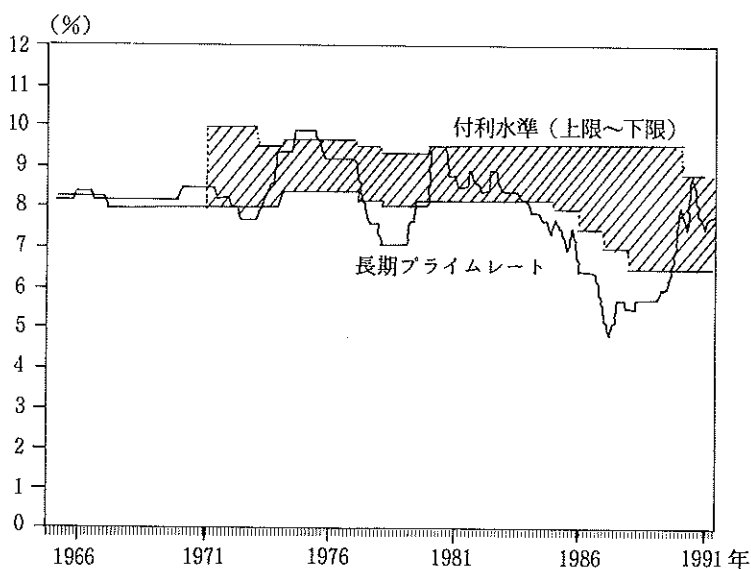


図-3-2 長期プライムレートと付利水準



(注) 養老保険の予定利率と付利水準。
付利水準は予定利率と利差配当・特別配当（消滅時を除く）の合計。

(注14) 保険契約の対価である保険料は、最低でも予定利率の水準で利息などの金融収益を生み出すものとして設計されており、あらかじめその分だけ割り引いて計算される。

また下図は、長期プライムレートと、生命保険契約（養老保険）の実質的な付利水準を対比させたものである。付利水準とは、予定利率と、予定利率を上回って金融収益が生み出されたときに契約者に還元される配当の和である。なお上図の予定利率や下図の付利水準には保険期間や契約締結時からの経過期間に応じて幅が設けられており、その幅の部分が斜線で表現されている。

この図によれば次のことが判明する。

- ①かつての予定利率は安全目を見積もって設定されていたが、その後、段階的に引き上げられてきた。その結果、1985 年前後からの状況が示しているように、現状は絶対に安全といえる水準ではなくなった^(注15)。つまり生保にとってリスクな状態になりつつある。
- ②かつての実質的な付利水準は安定的だったが、市場の金利水準自身も比較的安定的だったため、両者に極端な乖離は見られなかった。
- ③しかし金融自由化の前後からこのような状況は大きく変化し、付利水準が市場金利水準から大きく上方に乖離した。このため生保にとって極めてリスクな状態になっている。
- ④この乖離は、付利水準の下限ではさほど大きくない。市場金利水準の低下に追随し、下げられてきたからである。ただその追随は後追いのためであり、かつ幅も不十分だった。
- ⑤一方、付利水準の上限値と市場金利の乖離は非常に大きい。これは、株式などの含み益を契約者に還元することを意図して 1971 年度から開始された特別配当制度により、上限値が極めて安定的かつ高水準を維持したことによる。

このような安定的かつ高水準の配当を維持するための前提条件として少なくとも必要なのは、株式の投資収益率が貸出金利を大きく上回ることである。さらに、株式の高収益率が安定的であることも必要である。しかし、1990 年以降の株価の大幅な下落により、このような前提条件は現実的と言えなくなった。

1991 年度に付利水準の上限値が大幅に下げられたのは、過去の水準を安定的に維持することが生保にとって限界に達したためである。銀行と同様、株価の下落により、株式の含み益が大幅に減少したことの影響である。

さらに重要なことは、株式の収益性がこの 2 年間非常に厳しいものだったという現実、生保の資産構成の再考を促すものと考えられる。再考に際しての観点は、端的にはリスクを限定するというものであるが、もう少し具体的には次のようなものとなる^(注16)。

(注15) 予定利率をはじめ、予定死亡率、予定事業比率という保険料の計算基礎である予定率は、保険業法第 10 条 3 項によって既存の契約についても遡及変更が可能であるが、実務上は不可能である。つまり保険会社は予定利率水準を実質的に保証していると考えてよい。

(注16) 本来的には ALM の発想が必要である。

- ①当然のことだが、長期間継続して、生保の各資産の収益率がそれぞれの市場平均を上回れることは困難である。
- ②生保が負担するリスクを限定する方法としては、保有する資産のリスクの合理的な水準を決定するに際して、ないしは資産を配分する過程で暗黙的であれリスク水準を決定するに際して、負債の（つまり保険契約に付随する）リスクを勘案したものにならざるをえない。
- ③ただ金融機関としての生保の役割は契約者が供給する資金の性格を変換し、企業の設備投資資金などの需要に応えることにある。そこで生保の一つの対応としては、市場金利（この場合は長期プライムレート）に比べて安定的だが、より低く予定利率を設定すればよい。このことにより、金利変動のミスマッチというリスクは被るが、市場金利と予定利率の差でそのリスクをある程度担保できる^(注17)。
- ④リスクを許容しうる範囲については、保険契約に対する配当を市場金利の変動に応じて弾力化するという前提に立つと、たとえば生保資産の収益の変動を市場金利の1.5倍や2倍にする（つまり市場金利の1.5 σ 、もしくは2 σ 分の変動を容認する）というようなことが考えられよう^(注18)。
- ⑤資産構成は簿価基準ではなく、時価基準になる。生保の場合、株式の含み益（キャピタルゲイン）は特別配当の形で契約者に還元している。このことは変則的ながら、時価基準の会計を採用していることと実質的に等しい効果を持つ。
- 以上の観点から、生保としてどのような資産構成が望ましいのか、一例を計算してみると表-4のようになる。なお対象資産はとりあえず、株式、企業貸出、国内債券、海外債券（外債）とした。また勘案するリスクは金利リスク（価格変動リスクや為替リスクを含む）に限定した。
- その結果は、株式に対する時価ベースの配分が現状よりも小さくなるという、当然の結論になっている。

(注17) そのような、生保がリスクを負担するという形態が望ましくないという考えが一部にあるのなら、生保としては保険種類の多様化で対応することになる。①予定利率を高くする代わりに極めて安定的な資産を保有するのか、②予定利率を低くする代わりに株式など変動の大きな資産を一部保有するのかの選択である。つまり、高い予定利率と変動の大きな資産の保有は、トレードオフの関係にある。①の場合、配当は極めて薄くかつ安定的であろう。②の場合、配当は大きく変動することになる。

(注18) その他、現在の付利水準の変動率を前提にすることも考えられる。この場合、付利水準が安定的なだけに、株式への配分比率は表-4に示した水準よりもさらに低下する。

表－４ 最適ポートフォリオの例示

①前提条件

	収 益 率 (年率)	リ ス ク (標準偏差)
貸 出	7.17%	2.20
株 式	17.92	26.63
国内債	6.39	2.40
外 債	6.88	8.69

②ケース１：リスク許容度を貸出のリスクの1.5倍とする

	最適ポートフォリオの構成	(現在の生保平均構成比)
貸 出	74%	(32)
株 式	13	(35)
国内債	0	(7)
外 債	13	(11)

③ケース２：リスク許容度を貸出のリスクの2.0倍とする

	最適ポートフォリオの構成	(現在の生保平均構成比)
貸 出	59%	(32)
株 式	19	(35)
国内債	0	(7)
外 債	22	(11)

(注) 株式は東証株価指数、貸出は長期プライム、国内債は利付金融債、外債はソロモン世界債券インデックス。

データ期間は直近までの10年。

変動率は3年移動平均をベースに計算。

以上のデータとそれぞれの相関性に基づき、最適計算を行う。

国内債券、外債はデータの取り方によって収益率とリスクが大きく変化する
るので、結果は暫定的。

なお現在の構成比は時価ベース。また外債には株式を含む。

4. 企業資金調達が多様化と正しい価格評価

以上のような、安定的な株式の保有構造を支えてきた主要機関が株式保有を見直すという可能性は、株価の傾向的な上昇期待に対して大きな影響を与える。潜在的に発行される株式をも含めた一株当たり利益とその予想額および市場金利というようなファンダメンタルな要素が株価により大きな影響を与えることになろう。

また、安定的な株式の保有構造が崩れるとすれば、PER水準が傾向的に低下していくという、過去と逆の株価形成がもう一つの帰結となろう。

このような保有構造の変化は、常識的には、起こるとしても徐々であろう。しかし、将来も以前と同様、大量のエクイティーファイナンスが行われるとすれば、その構造変化の速度は早まらざるをえない。

エクィティーファイナンスのコストは安い、そういう見方が依然として多い。しかしそれは単に、安定的な株式保有構造というエクィティーファイナンスの巨大な受け皿があったため、みかけ上、安く思えただけである。新株の大量発行による企業収益の希薄化とそれによる株価の下落や、議決権が誰の手に渡るかもしれないというリスクを考慮する必要性がなかった、つまりそのような本来はコストとして認識すべきものを忘れ去ったとしても何の問題もなかったということである。今後、そのような好都合の状況はなくなるというのが、前章での示唆である。

企業とすれば、エクィティーファイナンス以外の資金調達手段を積極的に求めて行く必要に迫られよう。これは制度的な自由化の要望であるとともに、エクィティーファイナンスのコストに代表されるような、資金調達コストに関する企業自身の意識改革でもあろう。同時に、そのような意識改革は投資家や発行仲介者にも求められる。

ここでは最後に、資金調達コストに対する意識改革に際して、参考になるいくつかの事例を示し、しめくくりとしたい^(注19)。

(1) 新長期プライムレート

最初の事例は、1991年4月以降、都銀など普通銀行が導入を図っている「新長期プライムレート」である。

従来、普通銀行の長期貸出は他の機関と同様、「長期プライムレート（5年満期利付金融債のクーポンレート+0.9%）」基準だった。しかし、金利自由化が進展するにともない、独自の長期貸出レート体系を持つ必要性が高まったものと考えられる。

新長期プライムレートには富士銀行方式、横浜銀行方式、城南信金方式があるが、都銀を中心に採用されている富士銀行方式を示すと次のとおりである。他の新長期プライムレートの決定方式も、約定期間の区切り、上乗せレートの水準に違いがあるだけで、基本的には同じと考えられる。

表－5 新長期プライムレート

《富士銀行方式》

「新短期プライムレート」に、約定期間に応じて次のレートを上乗せる。

約定期間 1 年超 3 年以下 : 0.3%

約定期間 3 年超 : 0.5%

(注19) 以下は、川北英隆「新しい資金調達の評価」『企業会計』（中央経済社）1991年9月号所収に基づく。

この新長期貸出レートの決め方には、次のような考え方があろう。

- ①普通銀行の調達資金は比較的短期の預金が中心である。
- ②このため、普通銀行が利益水準の大きな変動を回避しつつ企業の資金ニーズに応えていくには、短期貸出を核にせざるをえない。またその金利は、短期の資金調達コストを基準とした短期プライムレート（いわゆる新短期プライムレート）となる。短期プライムレートには経費率や適正利潤が含まれる。
- ③長期貸出を行う場合にも変動金利貸出がベースになる。変動金利貸出は、その約定期間にわたって短期貸出を継続した（コロガした）場合と比較して、事後的な効果に差異はない。
- ④つまり、変動金利貸出のベース金利も短期プライムレートとなる。
- ⑤変動金利貸出の場合の問題は、事前に、特定の貸出先に対して「一定のルールに基づく金利で約定期間中の資金供給を保証する」ことである。つまり単純な短期貸出のコロガシであれば、銀行の都合で（金融情勢や貸出先企業の状況を判断して）自由に貸出を中止したり、金利の決定ルールを変更したりできるが、長期貸出契約の場合はその自由度（つまり貸出側の選択権＝オプション）を放棄している（どこまで完全に放棄しているかは個々の約定を吟味すべきである）。
- ⑥このような資金供給を事前に保証する（つまり貸出側がオプションを放棄する）には対価が必要になる。新長期プライムレートにおける、約定期間に応じた一定の上乗せ金利部分がその対価である。

(2)普通社債と中途償還条項

次の例は中途償還（期限前返済）である。

この問題を考えるため、表－6のような普通社債を仮想する。

表－6 普通社債

満期：5年

発行価格：100（額面）

償還価格：100

中途償還：なし

金利支払い：半年後払い

（クーポン） 額面に対し年7%（固定）

次に、この社債に中途償還条項を付与した場合の金利を試算したのが表－7である^(注20)。

(注20) 試算はニッセイ基礎研究所のモデルによった。前提条件の置き方などによって試算結果は異なる。

表－7 中途償還条項付き普通社債

満期：5年

発行価格：100（額面）

償還価格：100

中途償還：3年後可能（発行企業の権利）

中途償還価格：101

金利支払い：半年後払い

（クーポン） 額面に対し年 $X\%$ （固定）

$X=7.09$

これによれば、中途償還のペナルティとして元本に対し1%の追加支払いがあるにもかかわらず、満期一括償還の普通社債金利に比べ、0.09%の追加金利が必要である。ちなみに中途償還のペナルティがないとすれば、クーポンは7.21%になる。つまりこの中途償還の価値は、年率0.21%ということである。また中途償還価格を102とすれば、クーポンは7.03%となり、ほぼ満期一括償還の社債のクーポンと同じになる。

中途償還に価値が生じるのは次のように理解すればよい。たとえば、表－7のような社債を発行した企業は3年後の実際の金利水準を確認した上で、社債の償還の可否を判断し、その後の行動を選択できる。一種のオプション（選択権）が発行企業に与えられているということでもある。このような選択権（オプション）の価値が、中途償還の有無による社債の金利差として表現される。

以上は社債の例だが、借入の場合も同様である。期限前返済が可能な借入の場合、貸出を行う金融機関の立場からすれば、中途償還条項付き普通社債と同様、借入側に対して有利な条件を付与していることになる。とすれば、その条件に見合う分だけ、期限前返済が不可能な資金よりも高い金利やペナルティを徴収して当然である。それらの水準は、基本的に社債と差異がない。

しかし現実には、中途償還の価値は十分認識されてこなかった。たとえば債券では、定時償還や任意償還条項の付与が通例だった。また借入では、借入側と貸出側の交渉によって、ペナルティなしの期限前返済がかなり弾力的に行われてきたとされる。

とはいえ、このような状況にも変化が見られる。一つは、中途償還条項の付与された債券を嫌うという投資家の態度が鮮明になりつつある。このため、地方債などでも満期一括償還の導入をはじめている。

またユーロなど海外で発行される社債は、中途償還条項の有無による発行条件の差

異がはっきりしている。ちなみに、発行者側から中途償還を請求できる社債は「コーラブル債」、逆に投資家側から請求できるものは「プッタブル債」と呼ばれる。この社債の償還に関する条件は、先に述べたように、オプションの一種である。実際、償還に関する「コール」や「プット」は、オプションとしてそれだけで取引される。

次にこのような中途償還条項がついた債券の例として、プット条項付き転換社債を示す。

(3) プット条項付き転換社債

スイスなどで転換社債を発行する場合、プット条項を付与することが多い。プット条項とは、社債の満期以前に、投資家側から発行企業に対して償還請求できる権利である。プット条項を付与することによって、転換社債の金利（クーポン）が安くなる。

では、プット条項を付与した転換社債の金利はどの程度に評価すればいいのか。表－8のような転換社債を想定する^(注21)。

表－8 プット条項付き転換社債

《通常の転換社債の発行条件》

満期：5年
発行価格：100（額面）
償還価格：100
中途償還：なし
転換価格：発行時の株価の1.05倍
金利支払い：半年後払い
（クーポン）額面に対し年 $r\%$ （固定）

《プット条項付き転換社債の発行条件》

「通常の転換社債」に
次の「償還に関するプット条項」を付与したもの。
プット：2年後可能（投資家の権利）
償還価格：105
クーポン： $X\%$ （固定）
 $X = r - 2.48$

（注21）注20と同じ。

プット条項付き転換社債の投資家は、プットが行使できる（つまり償還請求できる）時点でこの転換社債の価値を判断し、判断した転換社債の価値が中途償還価格（この場合には105）よりも低ければ、プットを行使することになる。

ところで転換社債の価値は、社債としての価値に、株式への転換権の価値を加えたものである^(注22)。プット条項付き転換社債の場合、表－8のように金利は通常の転換社債よりもさらに低く設定されるため、社債としての価値はきわめて低い。そのため、株式への転換権の価値が相当高くない限り、プットを行使することが投資家の合理的な行動になる。現実には、プットの行使が可能な時点で株価が転換価格よりも低ければ、ほぼ確実に償還請求があるものと考えられる。

なお、過去に発行されたプット条項付き転換社債のうち、プットが行使される可能性のあるものは、1991年に5,000億円、92年に6,000億円程度に達するものと推定される。

(注22) 通常の転換社債の価値は、社債、株式の購入権、社債の売却権の3つの価値で表現される（三上哲治『転換社債の基礎と投資戦略』（東洋経済新報社、1989年））。プット条項付き転換社債では、さらにプット条項の価値が付加される。表－8では、プット条項付き転換社債の発行価格を100とするようなクーポンを求めているが、それはクーポンを下げることであり、社債としての価値を下げ、プット条項の価値と相殺することである。しかしクーポンを下げれば社債の売却権の価値が上がるため、大幅なクーポンの下げを行わないと調整できない（表－8では2.48%の下げになっている）。