

90年代の企業金融

— 資金需給のシミュレーション —

経済調査部 研究員 小野 正人

〈要 旨〉

1. 91～95年度の企業の外部資金需要を試算すると、伸び率は年平均6.4%程度と80年代後半の2ケタ増から低下し、実物投資向け資金の割合が増加する。業種規模別には引き続きサービス・卸小売の非製造業が中心であるが、不動産業のウェイトは低下する。
2. 同時期の金融機関から企業への資金供給は、資本市場の影響を強く受ける。80年代後半に大企業で急増した増資、転換社債、新株引受権付社債によるエクイティ調達は、今後の発行額が株価水準に大きく左右される。一方、80年代後半に集中発行されたエクイティ債の償還が93年度から94年度に集中しており企業の資金需給は一時的に逼迫する可能性があり、また株価次第で所要資金に差が現れる。
3. 貸出市場も、BIS自己資本規制が適用される金融機関では総資産が全体で年率8%程度の伸びにとどまるために、企業への資金供給の伸びも制約を受け、同時に資金供給量は資本市場の動向にも左右される。
4. このため、企業の投資行動は金融面の制約から抑制気味となり、借入・エクイティ調達以外の普通社債・私募債・コマーシャルペーパーの発行が活発化する。
5. 今後の企業金融は、大企業のエクイティ調達が株式市場に左右されること、また資金需給の引き締め傾向と金融機関の利益率重視姿勢から借入金利が上昇することなど、調達額とコストの両面からリスクを想定する必要がある。
6. 企業の財務行動も、低利大量調達と両建て運用による利潤最大化から、引き締め傾向の企業金融環境の中で所要資金の量的確保と金利・為替変動や期間ミスマッチによる損失の軽減を重視したリスクセンシティブなものへ変容する可能性が大きい。

【はじめに】

90年初以降の金融環境の変化は資本市場のみならず貸出市場や国際金融市場、不動産を含めた広範囲の金融メカニズムに大きな影響を与えている。こうした最近の動きをみると、企業の資金需要、金融機関による資金供給の両面で構造的な変化を伴っており、それらが今後の資金需給に少なからぬ影響を与えるものと懸念される。

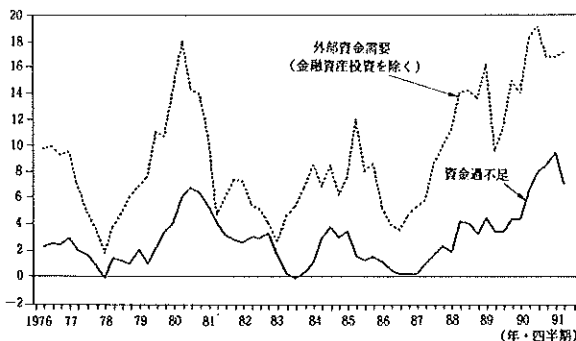
本稿では、90年代前半の5年間について、企業の資金需要および金融機関の資金供給の両面から資金の流れをできる限り数量化して予測し、今後の企業金融環境を展望してみた。

1. 企業の資金需要予測

(1) 外部調達依存型になった企業の資金需要

まず、足元の企業の資金需給バランスを見てみよう。80年代後半の資金調達はともすれば大量のエクイティ調達と現預金・短期有価証券の拡大に眼が向くが、企業の設備投資は85～90年度の5年間で年率10%の高成長（名目GNPベース）を

図-1 法人企業の外部資金需要
(対名目GNP比率)



(注) 大蔵省「法人企業統計季報」による。年率表示。季節調整済み、3期移動平均値。単位：％。
対象企業は資本金1千万円以上の全産業。
資金過不足＝設備投資＋在庫投資－内部留保－減価償却費
外部資金需要＝固定資産への投資額＋在庫投資＋企業間信用－内部留保－減価償却費

(注1) 各経済部門の資金循環を計測する際、期中の金融資産の増減と金融負債の増減との差をとり、プラスであれば資金過剰、マイナスであれば資金不足と定義される。こうした資金過不足は、実体経済活動との関係では、各部門の貯蓄と投資の差額に概ね対応する。ここでは資金過不足を（設備投資、在庫投資、土地投資の合計額）－（内部留保増加額＋減価償却費）としている。

(注2) プラザ合意以降の金融緩和期、および金融引き締めから足元までの企業金融行動については、当調査月報91年7月号「企業金融の変化をさぐる」を参照。

続けた結果、資金不足幅（注1）が大きく拡大しており、企業は全体として大幅な投資超過、あるいは外部調達依存の体質に変化している。このため、今後の資金需要をみる際には足元の発射台が高い点に留意する必要がある（図-1）。（注2）

(2) 予測のための環境設定

企業がどのような金融行動を行うかは、基本的には経済・金融情勢に依存しているため、今後を予測するにはこれらの想定が前提として必要である。これらの想定には多くの流動要因があるが、比較的蓋然性の高いシナリオを設定して検討してみたい。

〔前提〕

- ① 90年代前半の日本経済は、労働力人口の伸び率鈍化を背景に成長率は鈍化するが、民間設備投資が牽引役となってGNPは実質ベースで年平均3.6%、名目ベース5.5%の緩やかな成長力を保つものと想定した。金融面では80年代平均よりやや高めの金利水準とした。
- ② 企業経営の面では、売上高は名目GNPに見合った6%程度の伸び、企業利益（内部留保増加額）は売上高見合いの伸びとした。また減価償却費は設備投資の蓄積に左右されるが、ここでは設備投資累計額により簡単に推計した。
- ③ 名目設備投資は年平均5.5%と80年代後半よりは減速するものの順調な増加が続くとした。また土地投資は鎮静化し80年代前半レベルの投資比率とし、在庫投資はこれまでの売上在庫比率のトレンドが続くものとした。
- ④ 一方、流動的な要素が強いのは金融資産のうちの「現預金」と「短期保有有価証券」で、最も資金需

給動向に応じて変動が起こりやすい。ここでは90年度末レベルの手元流動性対売上高比率が維持されるケースを想定した。

⑤その他の資産運用項目では、「投資その他の資産」は広義の設備投資行動と考えて設備投資並みの伸び率が続くとした。「企業間信用」については、与信、受信ともに対売上高比率は90年度末で変わらないとした。また、「その他流動資産」、「その他固定資産」、「繰延資産」についても対売上高比率が90年度末の数値で一定とした。

⑥対象とする企業は、大蔵省「法人企業統計年報」の企業財務データに基づき、国内の金融・保険を除く法人企業全体とした。また、企業規模別・業種別には、資本金10億円を境にして大企業（製造業・非製造業）、中小企業（製造業・非製造業）に分けて試算した。

（注3）規模別業種別の具体的な前提数値は、下記を参照。

（注3）企業の資金需要予測、その他の前提
（産業別・規模別）

	製造業		非製造業	
	大企業	中小企業	大企業	中小企業
売上高	5.2	5.2	6.2	6.2
企業利益	5.2	5.2	6.2	6.2
設備投資	6.0	5.0	7.0	6.0
在庫投資（残高）	3.5	5.2	6.2	6.2
土地投資（残高）	9.7	6.1	11.3	9.2
投資その他の資産	6.0	5.0	7.0	6.0

（注）数値は91～95年度の年平均伸び率、単位：％。

（3）大きい実物投資の資金所要

以上のような環境想定に基づいて算出した結果が表-1である。ここでは単年度の数値ではなく、今後95年度までの5年間に企業の資金運用の全体像を把握することを企図している。同表から次のような特徴が指摘できる。

- ①まず、企業全体の外部資金需要は86～90年度の約75兆円から91～95年度には約72兆円と同程度の需要規模となった。この結果、外部調達資金残高の伸び率は86～90年度の年率10.1％から91～95年度は6.4％と低下する。
- ②これは過去に活発だった金融資産への投資が86～90年度に比べて減少するためである。資金運用全体に占める金融資産への投資比率は86～90年度平均の27％から91～95年度は20％に低下する。
- ③一方、実物資産投資の資金運用全体に占める比率は、86～90年度の54％から91～95年度は60％へと上昇する。ことに資金運用全体に占める設備投資の割合が高まり91～95年度平均で46％と半分近い水準となる。

表-1 法人企業の資金運用と調達（増減額ベース）

①全規模・全産業

年 度	資 金 運 用														外 部 資 金 需 要 額 合 計
	実 物 資 産 投 資 額 合 計				金 融 資 産 投 資 額 合 計				そ の 他 固 定 資 産	そ の 他 流 動 資 産、 繰 延 資 産	内 部 資 金				
	設 備 投 資	土 地 投 資	在 庫 投 資	現 預 金	短 期 有 価 証 券	企 業 間 信 用 借 入	金 融 債 券 等	内 留 増			保 減	減 価 償 却 費	合 計		
85	40.7	7.1	5.7	53.5	7.0	2.4	6.8	16.2	5.2	2.7	10.7	22.3	33.0	44.6	
86	30.6	5.4	0.7	36.7	14.1	3.6	-2.2	15.5	9.2	6.4	8.9	23.8	32.7	35.2	
87	40.5	16.4	13.1	70.0	13.4	8.0	16.4	37.9	10.7	11.4	10.3	25.6	35.9	94.1	
88	47.2	6.3	16.1	69.5	20.9	1.8	22.6	45.3	15.0	4.5	16.9	28.2	45.1	89.2	
89	50.4	15.5	-1.1	64.9	15.5	1.5	22.9	39.9	15.7	14.1	14.0	31.4	45.4	89.2	
90	51.4	6.4	17.3	75.0	-4.2	1.4	23.1	20.3	16.8	2.1	11.9	33.5	45.4	68.9	
91予測	54.8	5.7	8.6	69.0	8.6	2.0	13.6	24.2	18.6	4.7	15.3	36.4	51.7	64.9	
92予測	58.4	6.1	8.4	72.9	9.1	2.1	14.4	25.5	19.8	5.0	16.1	39.6	55.7	67.5	
93予測	62.3	6.5	8.9	77.7	9.6	2.2	15.2	26.9	21.0	5.3	17.0	43.0	60.0	70.9	
94予測	66.4	7.0	9.4	82.8	10.1	2.3	16.0	28.4	22.3	5.6	17.9	46.8	64.7	74.3	
95予測	69.4	12.4	9.9	91.7	10.6	2.4	16.1	29.2	23.7	5.7	18.9	51.0	69.9	80.4	
81~85年平均	29.7	4.4	2.5	36.7	5.9	1.7	8.1	15.8	4.8	2.4	8.4	18.5	26.8	33.2	
86~90年平均	44.0	10.0	9.2	63.2	11.9	3.3	16.6	31.8	13.5	7.7	12.4	28.5	40.9	75.3	
91~95年平均	62.3	7.5	9.0	78.8	9.6	2.2	15.1	26.9	21.1	5.2	17.0	43.4	60.4	71.6	

②製造業、大企業

81~85年平均	6.4	0.4	0.5	7.3	1.1	0.4	1.4	2.9	1.4	0.3	3.5	4.7	8.2	3.7
86~90年平均	8.9	0.8	0.5	10.2	2.3	0.7	3.4	6.4	3.1	0.5	3.6	6.5	10.1	10.2
91~95年平均	15.3	1.2	1.0	17.5	1.6	0.6	2.8	5.0	5.9	0.5	5.1	9.2	14.3	14.7

③製造業、中小企業

81~85年平均	4.6	0.6	0.3	5.5	1.1	0.2	1.2	2.5	0.4	0.2	1.9	3.3	5.3	3.8
86~90年平均	6.2	0.9	0.4	7.6	0.8	0.2	1.9	2.9	0.9	0.5	1.7	4.5	6.3	5.6
91~95年平均	6.7	0.5	1.0	8.2	1.4	0.2	2.2	3.7	1.6	0.4	2.2	5.6	7.8	6.0

④非製造業、大企業

81~85年平均	8.4	0.6	0.4	9.3	0.6	0.2	1.7	2.6	1.4	0.3	1.3	3.7	5.0	8.6
86~90年平均	13.4	2.0	3.3	18.7	3.8	1.4	4.9	10.0	4.3	3.1	2.8	8.0	10.8	25.3
91~95年平均	20.5	2.4	2.3	25.3	2.3	0.8	4.0	7.1	6.9	1.6	4.2	14.2	18.4	22.4

⑤非製造業、中小企業

81~85年平均	10.3	2.8	1.4	14.6	3.2	0.8	3.8	7.9	1.5	1.6	1.6	6.7	8.3	17.2
86~90年平均	15.4	6.3	5.0	26.7	5.1	1.0	6.4	12.4	5.1	3.6	4.2	9.5	13.7	34.2
91~95年平均	19.8	3.4	4.7	27.8	4.4	0.6	6.1	11.1	6.7	2.8	5.5	14.4	19.9	28.5

(注) (1)大蔵省「法人企業統計年報」による。大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金10億円未満の法人企業。
 (2)上記の数値は各年の各運用（調達）項目の増加（減少）額。但し、外部負債残高の項目は各年度末の残高。
 外部負債残高の項目のうち年平均値は各期間の年平均増加（減少）率を表示した。
 (3)外部資金需要額合計＝実物資産投資額＋金融資産投資額＋その他固定資産投資額＋その他流動資産・繰延資産投資額
 －内部資金合計

(単位、増減額：兆円、伸び率：%)

資金調達増減					
借入金 増減	社債 増減	資本金 準備金 増減	企業間 信用受 信減	その他 負債 増減	外部 負債 調達 額計
22.0	6.5	7.2	2.5	6.6	44.6
28.9	3.5	4.1	-2.4	1.0	35.2
60.9	4.3	6.0	10.2	12.8	94.1
29.8	6.7	10.2	21.7	20.8	89.2
28.6	9.9	12.7	19.4	18.6	89.2
33.8	3.6	6.4	17.5	7.6	68.9
					64.9
					67.5
					70.9
					74.3
					80.4
19.0	2.4	3.9	4.6	5.2	35.1
36.4	5.6	7.9	13.3	12.1	75.3
					71.6

外部負債残高					
借入金 残高	社債 残高	資本金 準備金 残高	企業間 信用受 信残高	その他 負債 残高	外部 負債 高計
280.2	22.9	50.8	161.2	90.9	606.0
309.2	26.4	55.0	158.9	91.7	641.1
370.0	30.7	60.9	169.0	104.1	734.7
399.9	37.4	71.1	190.8	124.6	823.7
428.5	47.3	83.8	210.1	142.9	912.6
462.3	50.8	90.2	227.7	150.0	981.0
					1045.9
					1113.4
					1184.3
					1258.6
					1339.0
8.7	15.6	8.1	3.1	17.1	6.9
10.5	17.3	12.2	7.2	10.5	10.1
					6.4

0.6	0.9	1.7	0.6	1.0	4.8
-0.6	3.1	3.8	2.0	1.8	10.0
					14.7

1.8	19.4	12.2	2.5	6.1	5.1
-1.7	24.0	14.7	6.6	8.0	7.9
					7.9

2.7	0.0	0.1	0.9	0.5	4.2
3.3	0.0	0.1	1.3	0.7	5.6
					6.0

8.1	26.9	3.0	3.2	6.3	5.8
6.9	24.6	3.0	4.1	6.4	5.8
					4.8

4.1	1.4	1.6	0.4	1.1	8.7
12.2	2.4	3.2	3.3	4.2	25.2
					22.4

9.0	13.8	14.0	1.7	6.7	7.9
15.1	12.6	14.6	10.3	15.2	13.9
					7.4

11.6	0.0	0.5	2.7	2.5	17.4
21.5	0.1	0.8	6.6	5.1	34.1
					28.5

11.0	0.0	-0.7	3.8	4.5	7.6
12.0	32.0	6.4	7.3	10.1	10.2
					5.7

(4) 産業別の資金所要

また 91～95 年度の外部資金需要のうち、企業規模別の割合をみると（表－2）、非製造業中小企業が 42.1%、非製造業大企業が 29.9%と大半を占め、非製造業中心の資金需要のトレンドには大きな変化はない。しかし、製造業大企業が 86～90 年度の 13.4%から 91～95 年度は 19.6%と増加する。

産業別の外部資金需要は各産業の経営数値にまで詳細な前提を拡げる必要があるため、ここでは表－2のように製造業・非製造業別に分けるにとどめたが、今後は 86～90 年度に比べて次のような特徴が現れよう。

- ① 86～90 年度の外部資金需要は、卸小売・不動産・サービス業の 3 業種で全体の 55%を占め、ことに不動産業の増加が顕著である。他方、製造業の外部資金需要は全体の 3 割弱で、素材業種の資金需要が低迷している。
- ② 一方、86～90 年度のエクイティ調達に製造業が中心であったことから、借入金増加額は非製造業の比率がさらに高まった。86～90 年度の借入金純増額のうち、上記①の 3 業種のみで全体の約 78%にものぼっている。
- ③ 今後 5 年間の外部資金需要は、上述のように引き続き非製造業中心の構成となり、サービス業、卸小売業、建設業のウェイトが高いと考えられるが、不動産業の土地投資・在庫投資（注：不動産業の棚卸資産には販売用不動産が含まれる）の伸びが大きく減少し、また各業種で金融資産投資の伸びが鈍化するため、80 年代後半のような不動産・サービスに偏ったものから製造業のウェイトが高まった構成となるろう。

表－2 法人企業の外部資金需要

(構成比、%)

		81～85 年度	86～90 年度	91～95 年度 (予測)
製造業	大企業	11.1	13.4	19.6
	中小企業	11.3	8.2	8.4
非製造業	大企業	25.8	33.3	29.9
	中小企業	51.8	45.1	42.1

(主要産業別構成比)

(構成比、%)

業種	81～85年度		86～90年度	
	外部 資金 需要額	借入金 増加額	外部 資金 需要額	借入金 増加額
食品	2.7	2.2	3.1	2.6
繊維	1.3	1.5	0.5	0.1
紙・パルプ	0.4	0.3	0.9	0.7
化学	3.2	1.4	2.7	0.3
石油・石炭	▲0.1	▲0.3	▲0.6	▲0.8
窯業土石	1.5	1.3	1.1	0.4
鉄鋼	1.3	1.2	0.3	▲1.6
非鉄・金属	1.5	1.2	2.3	0.9
一般機械	2.3	1.4	2.8	1.4
電気機械	8.4	2.2	5.1	1.9
輸送機械	4.0	1.5	3.1	0.8
精密機械	1.0	0.4	0.7	0.5
船舶	1.4	0.7	▲0.6	▲1.0
建設	7.8	7.2	9.0	6.9
卸小売	24.1	24.0	20.4	20.9
不動産	9.5	15.2	16.7	27.2
運輸通信	5.2	6.0	5.5	5.1
電気・ガス	5.5	6.0	1.5	0.6
サービス	14.1	20.1	17.5	29.3

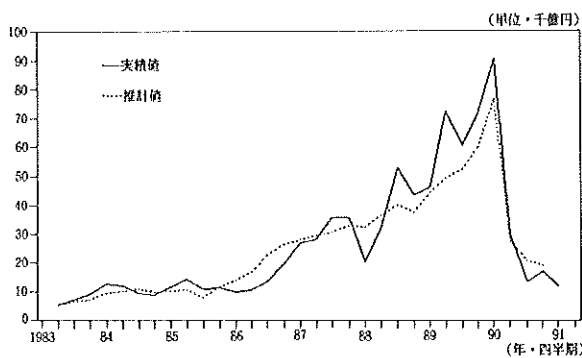
(注) 出所、企業区分とも表－1に同じ。
外部資金需要額、借入金増加額の構成比は各項目の全産業の合計値を 100 とした占率。

2. 今後のエクイティ調達

(1) エクイティ調達と外部環境

企業の外部資金需要の調達形態は、大きく分けて、デット調達（借入金、普通社債、私募債、コマーシャルペーパー）、エクイティ調達（増資、転換社債、ワラント債）、企業間信用（支払手形、買掛金）およびその他の負債性調達である。周知のように、80年代後半の金融緩和期には、大企業が資金不足幅を大きく上回るエクイティ調達を行っている。エクイティ調達が急増した背景は、株価上昇およびその結果としての将来の株価上昇期待が投資家の選好を高めたこと、発行コストが大きく低下したこと、銀行がBIS基準達成に向けて自己資本増加策を迫られたこと、があげられる。83年度から90年度までの上場企業のエクイティ調達額を、①発行者の外部資金所要、②株価上昇率、③エクイティ調達と借入のコスト差、の3つの要因にわけて相関関係をみてみると概ね良好な説明力を有しており、株価上昇が投資家のキャピタルゲイン期待を高め発行者のコストを低下させた効果が大きいことがわかる(図-2)。

図-2 エクイティ調達額の要因分解



(注) ①東京証券取引所「東証統計月報」、公社債引受協会「公社債月報」、大蔵省「証券局年報」による。
 ②推計式は以下のとおり。
 乙：上場企業のエクイティ調達額（株式調達額+転換社債・新株引受額付社債発行額）
 季節調整済3ヶ月移動平均値。
 W：長期プライムレート/転換社債基準レート
 E：東証日経平均
 S：企業の外総資金需要（総投資-内部資金、資本金10億円以上の上場企業）季節調整値。

$$\ln Z_t = 0.6342 \ln E_t + 0.9693 \ln W_t + 0.5236 \ln S_t - 2.460$$
 (2.15) (3.10) (2.09)
 $R^2 = 0.8905$ 推計期間：1983年4～6月期～1990年10～12月期

(2) 今後のエクイティ調達

そこでこうした相関関係をもとにして、90年代前半のエクイティ調達額を試算してみよう。ここでは、今後の株価水準により標準シナリオ、低迷シナリオ、上昇シナリオの3通りに分けてみた(表-3)。

表-3 エクイティ調達額の将来推計

(年平均値、単位：兆円)

	実績	標準ケース	上昇ケース	低迷ケース
85～90年度	14.5	—	—	—
91～95年度	—	11.2	13.8	9.5

(注) 図-2の推計式に基づき、下記のケース別に試算した。

(日経平均、単位：円)

(株価上昇率)	91年度末	92年度末	93年度末	94年度末	95年度末
標準ケース (年7%程度)	25,000	27,000	29,000	31,000	33,000
上昇ケース (年12%程度)	26,000	29,000	32,500	36,500	41,000
低迷ケース (年4%程度)	24,000	25,000	26,000	27,000	28,000

まず、株価上昇率を年間7%程度と想定した標準シナリオでは、前述の推計式に基づいて推計したエクイティ調達額は、表-3のように86～90年度平均の年間14.5兆円に対し91～95年度は年間約11兆円程度と推計される。これに対し、株価上昇率を年間12%程度と想定した株価上昇シナリオでのエクイティ調達額は年間約14兆円弱、また株価上昇率を年間4%程度と想定した株価低迷シナリオでは年間10兆円弱の調達額にとどまる。このように今後のエクイティ調達の発行規模は株価水準に依存するところが大きく、また大幅な株価上昇期が到来しない限り80年代後半の規模を下回るものと予想される。

(3) エクイティ債の大量償還

さらに、80年代後半に大量かつ集中的に発行されたエクイティ債（ここでは転換社債、ワラント債をいう）は、今後の株価水準次第では未転換・未行使のものが大量に滞留し、償還金額がかなりの金額にのぼるものと予想されている。そこで、前節と同様に今後の株価水準をもとにエクイティ債の償還額のシミュレーションを行った。まず、現実の株価が転換価格を下回り続け、結果的に転換されず償還期を迎える転換社債と、株価水準にかかわらず償還されるワラント債の債券部分を合計した金額を試算してみると、前述の標準シナリオをベースに置くと、91～95年度の5年間に年平均5兆円程度の償還資金が必要となる(表-4)。

これに加えて、エクイティ債の将来の償還期日が93年1～3月期から7～9月期の特定期間に集中していることも問題の一つである(図-3)。

図-3 未転換・未行使のエクイティ債残高(償還時期別)

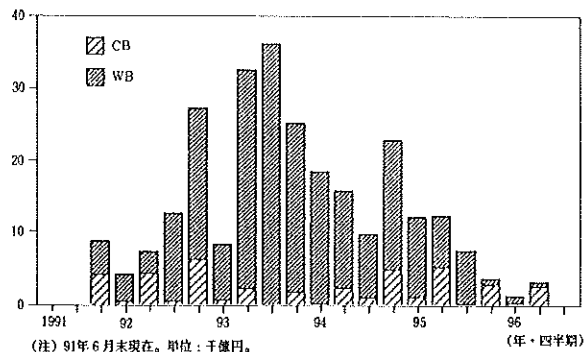


表-4 エクイティ債の償還額予測

(単位：兆円)

		91年度	92年度	93年度	94年度	95年度	91-95平均
低迷ケース	総償還額	2.01	7.95	9.64	5.14	1.34	5.22
	WB払込額	0.89	2.48	1.30	1.91	0.67	1.45
	CB払込額	0.06	0.16	0.08	0.61	0.48	0.28
標準ケース	総償還額	1.97	7.87	9.60	4.89	1.19	5.10
	WB払込額	0.97	2.95	2.22	2.73	0.90	1.95
	CB払込額	0.10	0.25	0.12	0.86	0.39	0.34
上昇ケース	総償還額	1.96	7.69	9.39	4.76	1.11	4.98
	WB払込額	1.00	3.50	3.83	3.78	0.96	2.61
	CB払込額	0.11	0.43	0.33	1.00	0.48	0.47

(注) 償還額予測は、以下の方法に基づき91～95年度の5年間に年度別に測定した。

(1)対象は日本企業が国内・海外で発行した全ての転換社債、ワラント債のうち91年7月より96年3月末までに償還が予定される銘柄について、銘柄別に下記の計算を行った。

(2)総償還額は、ワラント債は発行額全額、転換社債が今後の株価が転換価格を下回る残存額全てとした。すなわち転換社債の償還は、各銘柄について、

$$\text{各銘柄の} > \frac{\text{各銘柄の償還年度の日経平均}}{\text{91年6月末の日経平均}} \times \text{各銘柄の} \\ \text{転換価格} \quad \quad \quad \text{91年6月末株価}$$

という関係が成立する場合に全ての銘柄で償還が生じるものとした。

(3)残存率、為替レート、株価は91年6月末の数値とした。

(4)転換社債の株式転換による払込金額は、各銘柄について、

$$\text{各銘柄の} < \frac{\text{各年度末の日経平均}}{\text{91年6月末の日経平均}} \times \text{各銘柄の} \\ \text{転換価格} \quad \quad \quad \text{91年6月末株価} \quad \quad \quad \text{となる場合に全ての銘柄で償還が生じるものとした。}$$

(5)ワラント債の新各引受権行使による払込金額は、大部分を占める分離型の場合、主に行使価格と現実の株価の差額とワラント(引受権)部分の価格の裁定関係により決定されると考えられるが、保有する投資家がどの株価水準で行使するかは一律ではなく個々の投資家に依る。ここでは、現実の株価が行使価格を5%上回った場合に全ての銘柄で償還が生じるものとした。すなわち、

$$\text{各銘柄の転換価格} \times 1.05 < \frac{\text{各年度末の日経平均}}{\text{91年6月末の日経平均}} \times \text{各銘柄の91年6月末株価}$$

但し、エクイティ債の株式転換と新株引受権行使により発行企業では払込金が流入するため、こうした現金払込分が償還資金に活用されることも考慮する必要がある。上記のシナリオで試算した償還額からシナリオ別に転換・行使が予想される金額が表-4の各ケース毎の転換社債とワラント債の払込額である。現実の企業行動は千差万別であり、実際に必要な償還資金は上段の（総償還額）と（総償還額-CB、WB払込額）の間であると考えられるが、今後5年間に大企業では年平均最低3兆円弱から5兆円程度の資金を必要とする（標準ケースの場合）であろう。

こうした今後のエクイティ調達額と償還額から、今後5年間の上場企業のエクイティ調達残高（転換社債・ワラント債、資本金・資本準備金の総残高）を推計すると、標準シナリオの場合で年率5～6%程度の増加となり、資本金・資本準備金ベースで年率20%程度の伸びを続けていた86～90年度に比べて大きく鈍化するものと思われる。

3. 金融機関の資金供給

さて、それでは金融機関から企業への資金供給はどのような姿になるか。以下ではいわゆるBIS規制が金融機関の資金供給にどのような制約をもたらすかを測定してみた。

(1) 金融緩和期の銀行行動

表-5で主な民間金融機関の80年代後半における総資産、自己資本の変化を見てみよう。この時期には総資産が都銀で年率12.3%、長信銀で10.7%増加しているが、自己資本はそれぞれ21.9%、21.3%と総資産を大きく上回る伸びを示している。これは、この時期にBIS（国際決済銀行）の基準による自己資本比率規制が導入されたことから、各行が増資と有価証券売却による自己資本充実策を積極的に行ったためであり、資本金・資

本準備金残高の伸びは各業態とも年率30%ときわめて高い。試みにこうした対策を差し引いた実質的な内部留保の残高の伸びを算出してみると、1ケタ半ばの増加率であったことがわかる。

本来、自己資本規制は対象行の無秩序な総資産拡大に一定の制約を設け経営の健全性を確保しようとするものであるが、80年代後半には総資産にはほとんど影響を与えなかった。この時期には株価上昇を背景に増資を容易に行うことができ、また保有株式の含み益が順調に増加したが、銀行はこうした一時的なメリットを活用して総資産の拡大と自己資本比率の向上を同時に達成させたかたちとなっている（注4）。

表-5 金融機関の資産・自己資本の増加率

		都 銀	長信銀	信 託	地 銀	
81 ~ 85 年 度	総資産	11.8	12.5	23.0	9.5	
	自己資本	10.6	7.2	8.7	7.1	
	対自己資本増加率	資本金・資本準備金	2.3	0.5	6.2	1.1
		内部留保	8.3	6.7	6.9	6.0
		有価証券関係損益	1.6	1.7	1.3	0.4
		有価証券関係損益 控除後の内部留保	6.7	5.0	5.6	5.6
86 ~ 90 年 度	総資産	12.3	10.7	12.4	11.0	
	自己資本	21.9	21.3	27.8	13.6	
	対自己資本増加率	資本金・資本準備金	12.4	14.2	14.7	7.5
		内部留保	9.9	7.9	14.1	6.4
		有価証券関係損益	4.8	5.0	3.1	1.3
		有価証券関係損益 控除後の内部留保	5.1	2.9	11.0	5.1

(注) 数値は全国銀行協会連合会「全国銀行財務諸表分析」による。各期間内の残高増加率、単位：年率、%。
 実質内部留保額は、有価証券関係損益を除外した内部留保として、

$$\left(\begin{array}{l} \text{税引前当期利益} \\ - \text{有価証券関係損益} \end{array} \right) \times \left(\frac{\text{剰余金・利益準備金増加額}}{\text{税引前当期利益}} \right)$$
 の算式にて測定した。
 但し、有価証券関係損益は、
 ①有価証券売却益-有価証券売却損-有価証券償却（87年度まで）
 ②国債等債券売却益+株式等売却益+金銭の信託運用益-国債等債券売却損-株式等売却損-金銭の信託運用損-国債等償却-株式等償却-株式等売却損（88年度以降）とした。

(2) BIS 基準対象行の今後の貸出余力

しかし、90年代前半の株価上昇率が80年代後半の上昇率を下回るならば、銀行は継続的な増資や有価証券売却による益出し策は期待できず、実質的な利益のみで自己資本を充実させる必要がある。また、株価低迷はBIS基準による自己資本のうちTier 2の金額に直接響いてくる。

このため、90年代前半においては金融機関は自己資本比率維持のために総資産増加を抑制する可能性があり、結果として企業向け貸出がその影響を受けると考えられる。そこで、BIS基準対象行について今後の株価水準毎に許容される総資産の増加率を試算してみた。

〔試算方法〕

- ① BIS基準では、1993年3月末以降に独自の基準に基づき8%以上の自己資本比率の維持が求められているため、対象行の総資産の増加可能範囲は自己資本の伸びで規定できる。
- ② 許容総資産増加率は、各グループの自己資本比率が8.4%、つまりBIS最終基準を余裕をもって達成できるように総資産の伸び率とした。
- ③ 自己資本のうちTier 1は、内部留保の増加と増資による自己資本増加額によっておおむね算出できる。これらの今後の増加率については、以下のように想定した。
 - ・ 内部留保増：86～90年度の有価証券関係損益を除いた実質的な内部留保（対自己資本増加率）とした。
 - ・ 増資：標準シナリオと上昇シナリオについては、93年度中に各行が1対0.05の中間発行増資を実施するものとした。
 - ・ 有価証券関係損益：前述の標準、株価上昇、株価低迷の各シナリオについて、86～90年度の有価証券関係損益（対自己資本増加率）のそれぞれ4分の1、2分の1、8分の1が計上されるとした。

④また、わが国の銀行ではTier 2の大半が保有株式の含み益であるため、今後のTier 2の水準は株価水準次第で決定されるといってよい。そこで前節の各シナリオと同じ前提を置いて推計した。なお、各行は劣後債務の取り入れによりTier 2をTier 1の範囲まで増加させることができる。ここではこうした劣後債務増加対策を行わない場合と限度枠まで対策を実施する場合の2ケースに分けた。

⑤試算の対象は都銀・長信銀・信託の全行と海外店舗を持つ地銀23行とした。また、金融制度改革による変化は除外している。

⑥各項目の計算方法はBIS最終基準に基づいている。

この試算結果が表-6である。標準シナリオにより91～95年度の5年間をみると、都銀・長信銀と信託・地銀の2グループの間で総資産の伸び

表-6 BIS規制対象行の自己資本と総資産

(単位：年率、%)

		標準シナリオ	株価上昇シナリオ	株価低迷シナリオ
Tier I 増加率	都銀	7.49	8.68	4.80
	長信金	5.14	6.94	2.90
	信託	12.26	13.24	11.30
	地銀	6.27	6.79	5.20
	4グループ平均	7.75	8.86	5.66
Tier II 増加率	都銀	5.52	10.87	1.52
	長信金	5.44	10.74	1.50
	信託	7.58	14.49	2.15
	地銀	5.29	10.47	1.46
	4グループ平均	5.73	11.26	1.59
自己資本 増加率	都銀	6.79	8.68	3.46
	長信金	5.14	6.94	2.90
	信託	10.19	13.83	7.46
	地銀	5.88	8.35	3.73
	4グループ平均	6.95	9.19	4.01
許容総資産 増加率	都銀	7.82	9.73	4.46
	長信金	4.45	6.24	2.22
	信託	15.15	18.95	12.29
	地銀	8.10	10.63	5.91
	4グループ平均	8.41	10.67	5.42
(同上) Tier II増加 対策実施後	都銀	8.53	9.73	5.81
	長信金	4.45	6.24	2.22
	信託	19.03	20.07	18.01
	地銀	12.20	12.75	11.07
	4グループ平均	10.03	11.16	7.90

(注) 数値は全国銀行協会連合会「全国銀行財務諸表分析」による。91～95年度の増加率平均。

(注4) こうした自己資本充実策はBIS基準では自己資本をさらに倍加させて算定されたことも対象行の行動に影響を与えたとと思われる。(詳細は当調査月報10月号48頁を参照。)

率に格差が現れている。Tier 2 増加対策を実施しない場合、許容総資産増加率は、都銀で7.8%、長信銀で4.5%となり80年代後半の2ケタ成長から低下し、Tier 2 対策を限度一杯まで行えた場合でもそれぞれ8.5%、4.5%の増加率となる。一方、信託・地銀では総資産の許容増加率はそれぞれ15.2%、8.1%であるが、信託・地銀はTier 1の比率が高いことからTier 2を積み増しできる額が大きく、Tier 2 対策を行った場合にはそれぞれ19.0%、12.2%まで総資産を拡大できる。

また、株価水準による自己資本の変動をみると、株価上昇シナリオでは4グループ平均の許容総資産増加率は年率10.7%、株価低迷シナリオでは5.4%と株価により大きく変動し、株価が低迷した場合各行が総資産を増加させるためには劣後債務により大幅なTier 2 積み増し策の必要に迫られよう。

4. 今後の資金需給

(1) 企業の借入金需要

さて、以上のような試算による今後の資金需要と貸出供給から、今後の企業向け貸出マーケットを予測してみよう。

但し、ここでの予想は事前的なものである。資金の流れと実際の企業活動とは表裏一体であり、企業の資金ニーズと資金供給量にギャップがあったとしても、投資行動や資金の流れの変化により調整され両者の差は生じない。今回の試算では、そうした調整が行われない段階での資金需給が導かれている。

表-7 法人企業の形態別資金調達（残高ベース）

		借入金高	社債残高	資本金、 資本準備金 残高	企業間 信用、 受信残高	その他 負債残高	外部負債 残高合計
全規模 全産業	90年度末残高	462.3	50.8	90.2	227.7	150.0	981.0
	95年度末残高	647.3	68.0	120.7	303.1	200.0	1,339.0
	(増減額)	37.0	3.4	6.1	15.1	10.0	71.6
	(伸び率)	7.0	6.0	6.0	5.9	5.9	6.4
製造業 大企業	90年度末残高	33.7	23.5	38.1	36.1	28.1	159.5
	95年度末残高	67.7	31.4	51.0	46.5	36.2	232.9
	(増減額)	6.8	1.6	2.6	2.1	1.6	14.7
	(伸び率)	15.0	6.0	6.0	5.2	5.2	7.9
製造業 中小企業	90年度末残高	58.9	0.3	5.1	36.1	13.9	114.3
	95年度末残高	72.8	0.4	6.8	46.5	17.9	144.4
	(増減額)	2.8	0.0	0.3	2.1	0.8	6.0
	(伸び率)	4.3	6.0	6.0	5.2	5.2	4.8
非製造業 大企業	90年度末残高	120.4	26.6	32.0	42.8	41.1	262.9
	95年度末残高	183.2	35.6	42.8	57.8	55.5	375.0
	(増減額)	12.6	1.8	2.2	3.0	2.9	22.4
	(伸び率)	8.8	6.0	6.0	6.2	6.2	7.4
非製造業 中小企業	90年度末残高	249.4	0.4	15.0	112.7	66.9	444.4
	95年度末残高	323.6	0.5	20.1	152.3	90.3	586.8
	(増減額)	14.9	0.0	1.0	7.9	4.7	28.5
	(伸び率)	5.4	6.0	6.0	6.2	6.2	5.7

(注) 資料、試算方法は表-1に同じ。残高の単位は兆円。増減率は年平均、単位：%。伸び率は年率、単位：%。

表-7は、先に試算した企業の資金需要をもとにした資金調達形態である。ここでは企業のエクイティ調達残高の伸びが前節で述べた程度に留まり企業間信用とその他負債が売上高見合いの残高の伸びとなると前提を置き、今後の借入金残高の伸びを試算したものであるが、91~95年度の間法人企業が必要とする借入金の伸び(残高ベース)は全体で年率7%程度と算出される。その中でも、製造業大企業で資金調達に占める借入比率が大幅に高まり、借入金残高の伸びは80年代後半の年率1.7%の減少に比べ年率15%の増と様変わりし、借入金の残高増加額に占める大企業の割合は85~90年度の32%から91~95年度には52%まで高まる。

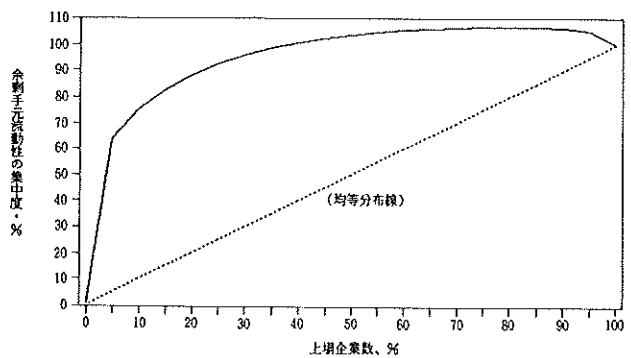
(2) 需給タイト下の行動

これに対応する金融機関の企業向け貸出は、先述のようなBIS基準の対象金融機関の資産制約が問題となろう。企業の7%程度(残高ベース)の借入需要に対し、都銀、長信銀、信託、一部地銀では総資産の伸びの許容範囲が4グループ全体で年率8%程度(残高ベース)であり、低い銀行では年率5%台に留まるためである。BIS基準の対象外である生損保、中小金融機関、政府系金融機関等の貸出行動を予測することは困難であるが、企業向け貸出しの主力であるBIS基準の対象金融機関の制約により、今後の企業向け貸出は全体的にきつめの需給関係となるものと思われる。このような環境のもとで、借入側である企業と貸出側の金融機関がどのような行動をとるかが今後の関心事項であろう。

①まず、こうした需給環境を背景に企業は総資産の拡大には慎重となるであろう。最初に投資抑制行動がとられるのは手元資産であり、既に89年度後半から取崩しが行われている。しかし、

こうした手元流動性は余裕度が高い上場企業においても一部企業に偏在しており、今後一方的に取り崩しを行えるだけの余裕は少ないと思われる。金融保険を除く東証1部上場企業の手元流動性比率(対月商比)は83~85年度平均の1.27倍から90年度末には1.86倍まで高まっているが、この手元流動性の過去からの高まりを余剰流動性とする、企業数ベースで上位10%の企業にこうした余裕手元流動性の75%、上位20%の企業に88%が集中しており(図-4)、手元資金の潤沢な企業は上場企業クラスでも限られていることがわかる。

図-4 余剰手元流動性の分布状況

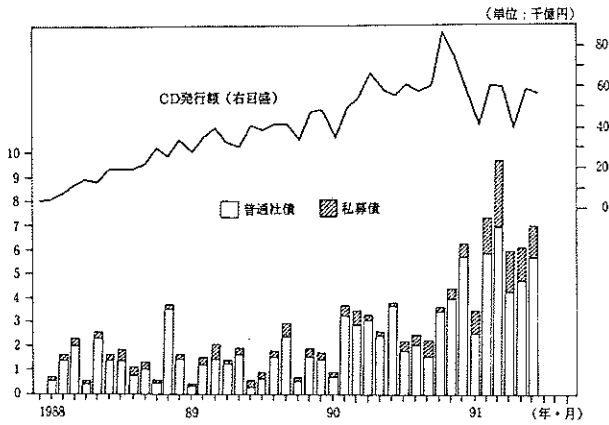


(注) ①対象は金融保険を除く東証一部上場企業。
②余剰手元流動性は以下のとおり。
余剰手元流動性=90年度末の手元流動性-83年度末~85年度末の手元流動性(平均値)
③集中度は、金融手元流動性の大きい企業から累計し、全上場企業の余剰手元流動性を100とした場合の構成比(ローレンツ曲線)である。

②また、デット調達形態が借入以外の手段に多様化されることになろう。既に、90年度以降に変化がみられているように、今後は大企業を中心に普通社債、私募債、コマーシャルペーパーの発行が国内・海外市場で活発化することが予想される(図-5)。また、企業サイドではこうした発行市場の活性化策の要望や、格付け取得、投資家への働きかけ(IR: Investors Relation)等の動きが積極化するであろう(注5)。

(注5) 従来これらの主要な保有先であったBIS規制対象行では、社債、コマーシャルペーパーのリスクウェイトが100%であることから、今後はポートフォリオ上リスクウェイトの少ない国債を中心とした運用に重きを置くものと思われる。

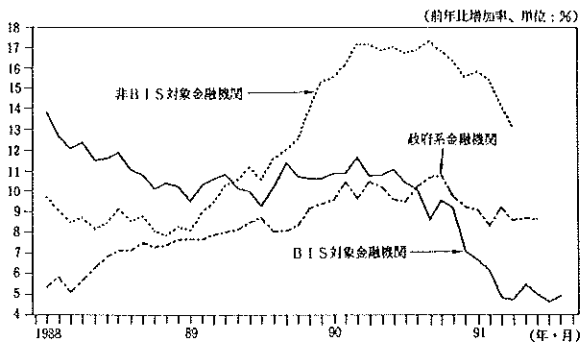
図-5 普通社債、私募債、CPの発行状況



(注) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「経済統計月報」による。

③金融機関内の変化としては、すでにみられているように資金制約が比較的少ない BIS 規制対象外の金融機関に企業の貸出ニーズが向かうと考えられる (図-6)。従来より大企業向け貸出の中心であった都銀、長信銀は総資産の伸びには限界があり、また自己資本充実に向けて利鞘の大きい中小企業・個人向け融資を重視する。こうした過程の中で、従来の大企業と個別金融機関の取引関係も変容していくであろう。

図-6 業態別貸出増加額の推移



(注) 日本銀行「経済統計月報」による。数値は各金融機関の貸出金残高の前年比伸び率。

・ BIS対象金融機関: 都銀、地銀、長信銀、信託 (銀行勘定) の合計。
 ・ 非BIS対象金融機関: 第二地銀、信託 (信託勘定)、在日外銀、信用金庫、全国信用金庫連合会、商工中金、信用組合、全国信用行動組合連合会、労働金庫、労働金庫連合会、農林中金、農協、信用農業協同組合連合会、漁協、信用漁業協同組合連合会、共済農業協同組合連合会、生命保険、損害保険の合計。
 ・ 政府系金融機関: 日本開発銀行、日本輸出入銀行、北海道東北開発公庫、国民金融公庫、住宅金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、公営企業金融公庫、中小企業信用保証公庫、環境衛生金融公庫、沖縄振興開発金融公庫の合計。

④このような環境においては、企業はサヤ抜きやキャピタルゲイン狙いの金融資産への投資や不動産投資を目的とした借入を過去のように大幅

に増加させることは困難で、結果として既存資産への投機的な資金の流入は制限されると思われる。

(3) 企業の財務リスク

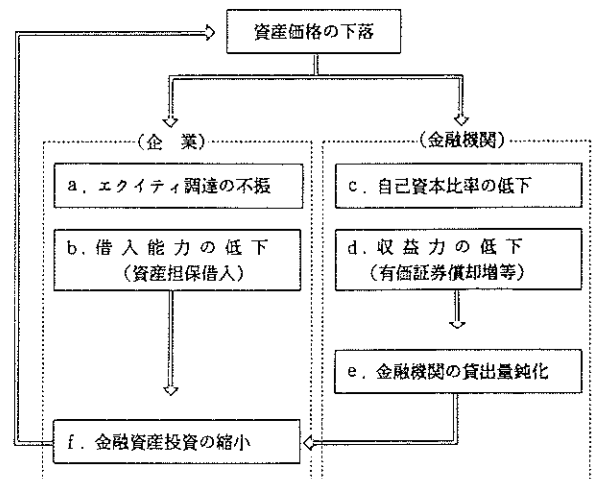
企業からみれば、こうした需給環境のもとでは以下のような財務上のリスクを想定する必要がある。

①第一に、資産価格の変動が資金需給に与える影響

が強まっていることである。資産価格は資金の流れに対する相乗作用が強まっていると思われる。具体的にみると、株価・地価の下落は、企業に対しては、

- a. エクイティ調達不振
- b. 企業の借入能力の低下 (担保価値の下落) をもたらしたが、それらは金融機関でも、
- c. 自己資本比率の低下
- d. 収益力の低下 (有価証券の償却増等) を引き起こしたため、
- e. 金融機関の貸出量の鈍化につながっている。またこうした資産価格下落に伴う上昇期待の鎮静化は、貸出量鈍化とあわさって、
- f. 企業の金融資産投資の縮小をもたらし、先の資産価格を更に下落させる作用を起していると思われる。

図-7 資産価格変動の影響 (概念図)



②こうした資産価格への影響のうち、株式市場の動向が企業の資金調達に大きな影響を与え、ことに大企業でその度合いが大きい。先の金融緩和期に大企業が巨額のエクイティ調達を可能にした最大の要因は株価上昇であり、既に資金調達は株式市場の動向に左右されていたが、今後はBIS規制により資金供給面でも株式市場の影響が顕在化すると思われる。また、中小企業の資金調達も大企業のデット調達量が市場動向により大きく振れるために、その余波を受ける可能性がある。

③さらに、こうした資金需給の不安定要因に加えて、調達コストも上昇する可能性が高い。自己資本比率の向上や、今後の預金金利自由化による調達コストの上昇を考えれば、企業向け貸出金利引上げによる利鞘の拡大は金融機関にとり重要な経営課題となっている。

(4) 企業財務：過去との違い

80年代後半に大企業の財務基盤は急速に強化された。上場企業の資金調達の構成比は、81～85年度の5年間は借入金35%、社債22%、増資25%、企業間信用11%、その他負債7%の構成であったが、86～90年度の間は借入金14%まで比率を下げた一方で増資が23%まで高まった結果、自己資本比率の向上と借入金依存度の低下が実現し、米国企業を上回る数値にまで達してきた。しかし、この時期のわが国企業の体質改善は利益向上によるキャッシュフロー増加が寄与したというより、エクイティ調達を積極的に活用して自己資本を充実させたためであり（表-8）、むしろ現在の大企業は80年代前半より外部資金への依存度を高めているのである。今後はこれまでのようなエクイティ調達が期待できない以上、企業では借入金・社債等の有利子負債への依存度が逆に高まっていくと思われる。

表-8 上場企業の自己資本比率の変動要因

	自己資本比率	同差	左異	増資による向上分	内部留保による向上分
80年度	18.6	—	—	—	—
85年度	24.0	5.4	—	2.0	3.4
90年度	27.3	3.3	—	2.8	0.5

(注) 金融保険を除く東証上場企業の集計値。単位：%。

増資による向上分＝

$(\text{当期の資本金} \cdot \text{資本準備金増加額}) / \text{当期の総資産} - (\text{前期の資本金} \cdot \text{資本準備金増加額}) / \text{前期の総資産}$

内部留保による向上分＝

$(\text{当期の利益準備金} \cdot \text{その他剰余金増加額}) / \text{当期の総資産} - (\text{前期の利益準備金} \cdot \text{その他剰余金増加額}) / \text{前期の総資産}$

80年代後半においては、企業は金融緩和とともに金融自由化による資金調達手段多様化や資金供給者間の競争促進を通じた調達コスト低下のメリットを享受してきた。しかし今後企業金融が傾向的に引き締まり、この他にも公共投資10ヶ年計画実施による財政資金需要や高齢化に伴う貯蓄率の低下、経常収支黒字の縮小傾向など、企業以外の経済セクターの黒字比率も低下傾向が予想される。さらに海外においても米国の財政赤字、累積債務国問題に加えて市場経済化する共産圏への資金需要の可能性も出てきている。

また、エクイティ調達の不安定性や、エクイティ債の大量償還のような市場性リスクが表面化する可能性が少なくなく、さらに自由金利調達比率の高まった金融機関が金利変動を貸出金利に迅速に転嫁するであろう。こうした環境のもとでは、企業は資本市場からの大量の低コスト資金導入やそれを梃にした資産負債両建てによる利潤追求から、所要資金の確保と、金利・為替変動や期間ミスマッチによる損失の軽減を重視した、リスクセンシティブな経営を指向することが求められる。