

最近の企業金融

——エクイティ・ファイナンスからデット・ファイナンスへ——

武藤 正明

要 旨

日本銀行の「主要企業経営分析」によって主要企業の外部資金調達状況を見ると、86年度～89年度の4年間におけるエクイティ・ファイナンスの累計金額は、デット・ファイナンスの5.3倍に達した。東京証券取引所上場会社の株式・社債による資金調達状況を見ても、証券市場における資金調達額中に占めるエクイティ・ファイナンスのウエイトは、87年から89年にかけては90%前後に及んでいた。このようなエクイティ・ファイナンスの盛行は、折からの超金融緩和政策にともなう「バブル」経済を背景とした株式市場の活況によるところが大きかった。したがって、90年代に入って「バブル」経済が崩壊するとともに、エクイティ・ファイナンスの勢いも急速に衰え、デット・ファイナンスが資金調達手段としてのウエイトを高めてきた。「主要企業経営分析」で見ると、最近におけるデット・ファイナンスの見直しは、従来の借入金主体のものから、普通社債の国内発行のウエイトを高める形で進んでおり、株価に左右されずに長期固定的な資金を調達できるという普通社債の優位性が再評価されたものといえる。もっとも、95年度には、株価の回復基調や国内景気の底入れにつれて、転換社債やワラント債の発行が持ち直しており、エクイティ・ファイナンスが再び増加することも考えられるが、大企業の外部資金調達において、今後、エクイティ・ファイナンスが優位を占めるか、デット・ファイナンスが優位を占めるかは、市場原理の働く、効率性の高い公社債市場の下ではマーケット・メカニズムによって決まるであろう。

目 次

本論文の目的	1. 全産業の調達動向
I. 主要企業の資金運用・調達状況	2. 製造業・非製造業別の調達動向
1. 資金運用面	3. 東証上場会社の証券による資金調達状況
2. 資金調達面	むすび
II. 外部資金調達の動向	

本論文の目的

わが国企業の資金調達方法の移り変わりをみると、1970年代後半～80年代前半の10年間は、外部資金の調達面では、借入金を中心としたデット・ファイナンス優位の時代であったが、80年代後半には、設備投資の拡大にともない借入金やコマーシャル・ペーパー（CP）による資金調達も増加したけれども、折からの超金融緩和政策にともなう「バブル」経済を背景とした株式市場の活況につれて、資金調達手段の中心は時価発行増資、転換社債や新株引受権付社債（ワラント債）の発行に移った。しかし、90年以降の「バブル」経済の崩壊により、いわゆるエクイティ・ファイナンスへの依存が難しくなったことから、デット・ファイナンスによる資金調達が見直されるようになったといわれて

いる¹⁾。

本稿では、主として日本銀行の『主要企業経営分析』²⁾に依拠して、最近の企業金融、とくに資金調達の動向を概観してみたい。

I. 主要企業の資金運用・調達状況

1. 資金運用面

日本銀行の「主要企業経営分析」によれば、全産業の資金運用（需要）額は85年度の8兆912億円から、89年度には4兆8,909億円と5.97倍に激増した後、94年度には12兆43億円へ、89年度比75.1%の急減を示している（表1）。ちなみに、「減価償却費+内部留保・引当金」を内部資金（A）、「設備投資+在庫投資」を実物資産投資（B）として、資金過不足額を算出

表1 主要企業の資金運用（需要）・調達（フロー・ベース）

a. 全産業 (単位 千億円)										
年 度	1985	86	87	88	89	90	91	92	93	94
資金運用	80.9	98.0	230.6	317.0	482.9	316.6	198.1	134.3	68.9	120.0
設備投資	96.6	97.7	98.1	111.8	157.4	179.2	197.6	176.7	154.6	132.8
在庫投資	-6.5	-19.1	7.2	22.1	32.4	42.9	35.9	-4.5	-21.8	-10.7
現金・預金	6.7	26.0	59.3	77.1	95.2	-57.9	-49.4	-27.1	-36.2	-15.1
投融資	23.1	19.5	32.4	46.5	73.1	67.6	30.1	10.4	14.7	16.9
売上債権	-41.6	-45.9	18.2	42.5	80.6	38.3	-38.0	-28.9	-34.7	0.8
資金調達	80.9	98.0	230.6	317.0	482.9	316.6	198.1	134.3	68.9	120.0
減価償却費	68.4	70.7	73.9	77.3	103.6	110.9	122.1	126.2	127.8	127.3
内部留保・引当金	26.3	22.4	26.7	39.4	46.6	47.2	37.3	16.3	8.4	10.2
短期借入金	3.4	-12.1	9.2	36.1	27.9	4.8	7.6	2.0	-28.6	-9.3
長期借入金	-2.7	3.3	4.1	-0.9	10.3	32.3	9.5	10.6	18.7	-6.9
社債	16.3	27.9	36.8	38.5	94.0	34.7	56.0	22.7	-12.1	-7.8
増資	15.7	18.5	34.4	51.9	73.5	16.2	6.3	2.9	5.9	7.4
買入債務	-39.8	-32.6	18.4	33.8	79.7	39.1	-43.3	-34.1	-30.3	8.5
資金過不足	4.5	14.5	△4.7	△17.2	△39.6	△64.0	△74.1	△29.7	3.4	15.4

(注) 資金過不足(△)=内部資金(減価償却費+内部留保・引当金)-実物資産投資(設備投資+在庫投資)
(出所) 日本銀行「主要企業経営分析」(『経済統計年報』収録)。

b. 製造業 (単位 千億円)

年 度	1985	86	87	88	89	90	91	92	93	94
資金運用	52.6	40.3	110.4	143.2	211.2	165.2	110.9	62.3	27.3	62.6
設備投資	55.4	50.3	50.2	58.7	78.6	90.1	96.7	76.3	58.3	47.3
在庫投資	-5.7	-20.7	-3.3	9.0	13.4	17.3	10.3	-6.1	-10.7	-2.9
現金・預金	3.4	15.8	31.2	20.5	29.0	-23.4	-6.1	-11.9	-16.9	1.7
投融資	10.0	4.3	15.0	25.2	37.3	42.5	19.5	12.4	14.1	11.5
売上債権	-13.3	-21.8	14.1	27.3	43.3	24.4	-21.6	-14.3	-15.0	1.0
資金調達	52.6	40.3	110.4	143.2	211.2	165.2	110.9	62.3	27.3	62.6
減価償却費	41.4	43.5	45.0	46.8	50.9	55.0	60.1	61.8	60.8	57.9
内部留保・引当金	17.8	11.3	17.3	27.5	31.1	32.4	22.6	8.0	3.5	8.5
短期借入金	2.7	-8.8	-9.3	-14.5	-20.4	11.7	-0.7	-2.3	-4.0	-6.7
長期借入金	-6.3	-3.4	-9.7	-10.7	-6.5	7.9	13.0	13.6	5.7	-4.7
社債	10.4	16.3	14.6	25.9	62.2	14.4	34.0	-0.2	-17.5	-10.0
増資	8.2	10.3	26.2	29.7	49.8	11.8	3.7	2.1	3.4	5.0
買入債務	-15.0	-20.4	11.7	18.5	27.3	20.6	-17.0	-12.0	-12.4	10.0
資金過不足	9.5	25.2	8.8	6.6	△10.0	△20.0	△24.3	△0.4	16.7	22.0

(注) (出所) とも「全産業」の場合と同じ。

c. 非製造業 (単位 千億円)

年 度	1985	86	87	88	89	90	91	92	93	94
資金運用	28.3	57.7	120.1	173.7	271.7	151.5	87.2	71.9	41.6	57.4
設備投資	41.2	47.3	47.8	53.1	78.8	89.1	100.9	100.4	96.3	85.5
在庫投資	-0.8	1.6	10.5	13.1	19.0	25.6	25.6	1.6	-11.1	-7.8
現金・預金	3.2	10.2	28.1	56.6	66.2	-34.4	-43.3	-15.2	-19.3	-16.8
投融資	13.1	15.2	17.4	21.4	35.8	25.1	10.6	-2.0	0.7	5.4
売上債権	-28.3	-24.1	4.1	15.1	37.3	13.9	-16.4	-14.7	-19.7	-0.2
資金調達	28.3	57.7	120.1	173.7	271.7	151.5	87.2	71.9	41.6	57.4
減価償却費	27.0	27.2	28.9	30.5	52.7	55.9	62.0	64.4	67.0	69.4
内部留保・引当金	8.5	11.1	9.4	11.9	15.4	14.8	14.7	8.4	4.9	1.7
短期借入金	0.7	-3.2	18.5	50.5	48.4	6.9	8.3	4.3	-24.6	-2.6
長期借入金	3.6	6.6	13.7	9.8	16.8	24.4	-3.6	-3.0	13.0	-2.3
社債	5.9	11.6	22.2	12.6	31.9	20.3	22.0	22.9	5.5	2.2
増資	7.5	8.2	8.2	22.2	23.7	4.4	2.5	0.8	2.5	2.3
買入債務	-24.8	-12.1	6.8	15.3	52.5	18.5	-26.3	-22.1	-17.9	-1.5
資金過不足	△4.9	△10.6	△20.0	△23.8	△29.7	△44.0	△49.8	△29.2	△13.3	△6.6

(注) (出所) とも「全産業」の場合と同じ。

(A-B)してみると、88年度から91年度にかけて資金不足額が急増している(図1)。このような資金需要額の急増・急減および資金不足幅の変化は、75年度から84年度までの10年間における資金運用(需要)状況・資金過不足額の動きと比較してみると、いちだんと明らかになる。

いわゆる「バブル」経済が形成されつつあった80年代後半における資金運用額急増の過程(85年度～89年度の間の運用額累計120.9兆円)では、設備投資の拡大(同、56.2兆円)と現金・預金の増大(同、26.4兆円)が急増の主因(両項目で運用額累計の68.3%)になっていた(図2)が、87年度～89年度には金融資産投資(現金・預金のほか有価証券所有)が大幅に増加し(3年間の資金需要総額中に占める割合は37.4%)、実物資産投資(設備投資と在庫投

資、同じ3年間の両投資の割合は41.6%)と肩をならべるほどの勢いであった(表2、図3)。

80年代後半に、企業の実物資産投資・金融資産投資がともに活発化したことについては、景気の上昇にともなう実体経済要因から実物資産収益率が高かったことに加えて、金融緩和のもとで資金調達金利が低位にあった一方、金融自由化の急速な展開や株価の上昇を反映して、金融資産収益率も過去の同じような局面に比べ相対的に高めで推移したということが、重要な役割を果たしたと指摘されている⁹⁾。また、後に述べるように、この時期に、株価上昇のもとでエクイティ・ファイナンスが盛んにおこなわれたが、そのような手法による新規の資金調達によって金融資産への投資が活発化し、手元流動性の増大につながったといえる。

他方、設備投資が急速に拡大した背景としては、まず、内需の力強い拡大のもとで、設備稼働率の上昇と収益の好調から、企業マインドが積極化したという循環的な要因を挙げることができるが、同時に、①内外相対価格の変化を契機とする経済の構造調整の進展、②技術革新の急速な展開、③規制緩和、④国際化の進展等の大きな潮流のなかで、企業が中・長期的な観点に立って、対応を積極化させたことも大きく寄与したと思われる⁹⁾。

なお、設備投資額の推移をみると、85年度～89年度の5年間における製造業の設備投資額累計は29.3兆円(全産業の累計額の52.2%)、非製造業のそれは26.8兆円(同47.8%)と大きな違いはなく、「バブル」景気の拡大局面において、消費のサービス化、コンピュータ・通信技術の急速な発展を背景として、金融・保険業を

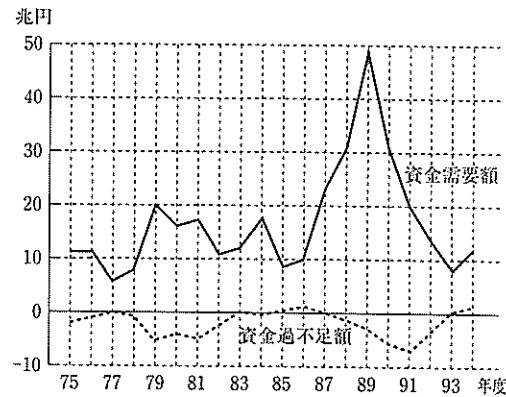
含む第3次産業が、「設備投資ブームのリード役を果たした」という声が聞かれたのも故なしとしない⁹⁾。

次に、「バブル」経済の崩壊下における90年度以降、全産業の資金運用額が急減した過程(90年度～94年度中の運用額累計83.8兆円：80年代後半比30.7%減)では、現金・預金と売上債権が純減に転じたことが、急減の主たる要因であった(前掲表1)。たとえば、90年度～94年度の5年間における資金運用総額中に占める現金・預金と売上債権のウエイトは、両項目合わせて平均でマイナス41.4%となっていた(前掲表2)。

もっとも、91年春に始まった景気後退とともに、設備投資は低迷を続けたといわれている割に、主要企業の設備投資額は減っていない。資金運用総額が89年度の48.3兆円をピークにして、93年度(この時期のボトム)には6.9兆円へと実に85.7%の縮小(94年度の運用額12.0兆円を89年度とくらべれば75.1%減)を示したのに対し、設備投資額は、85年度以降の10年間におけるピークとなった91年度の19.8兆円から、94年度には13.3兆円と32.8%の減少にとどまった。これは、91年度～94年度中に製造業の設備投資額が半減した(9.7兆円→4.7兆円：51.1%減)のに対し、非製造業のそれが15.3%減少したにすぎなかった(10.1兆円→8.6兆円)ことによる(表3)。

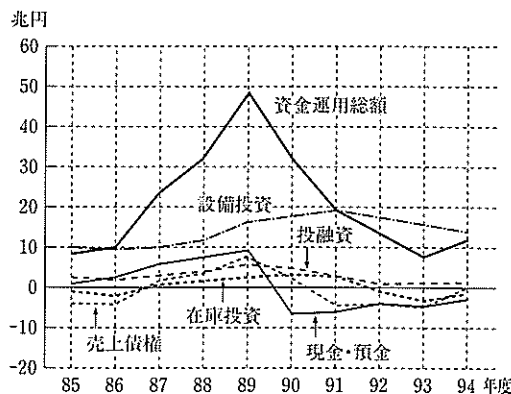
いずれにせよ、75年度以降の10年間における

図1 資金需要額と資金過不足額：全産業



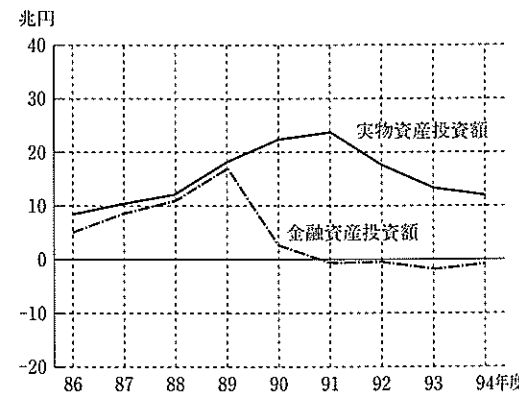
【出所】表1の計数により作成。

図2 資金運用額内訳：全産業



【出所】図1と同じ。

図3 実物資産投資額と金融資産投資額：全産業



【出所】図1と同じ。

表2 資金需要構成比：全産業

(単位 %)

年 度	85	86	87	88	89	90	91.	92	93	94
設 備 投 資	119.4	99.7	42.5	35.3	32.6	56.6	99.8	131.6	224.4	110.7
在 庫 投 資	- 8.0	-19.5	3.1	7.0	6.7	13.6	18.1	- 3.4	-31.6	- 8.9
現 金 ・ 預 金	8.3	26.5	25.7	24.3	19.7	-18.3	-24.9	-20.2	-52.5	-12.6
投 融 資	28.6	19.9	14.1	14.7	15.1	21.4	15.2	7.7	21.3	14.1
売 上 債 権	-51.4	-46.8	7.9	13.4	16.7	12.1	-19.2	-21.5	-50.4	0.7

【出所】表1。

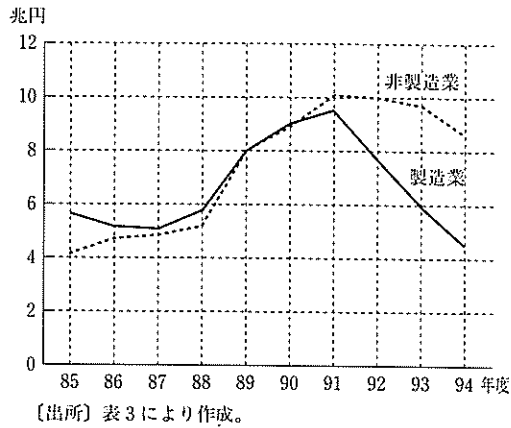
表3 製造業・非製造業別設備投資額

(単位 千億円)

年 度	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94
製 造 業	55.4	50.3	50.2	58.7	78.6	90.1	96.7	76.3	58.3	47.3
非 製 造 業	41.2	47.3	47.8	53.1	78.8	89.1	100.9	100.4	96.3	85.5
合 計	96.6	97.7	98.0	111.8	157.4	179.2	197.6	176.7	154.6	132.8

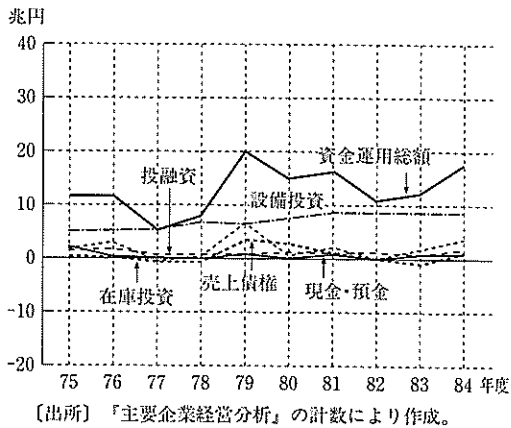
【出所】表1。

図4 製造業・非製造業別設備投資額(グラフ)



〔出所〕表3により作成。

図5 資金運用額：全産業 [75年度～84年度]



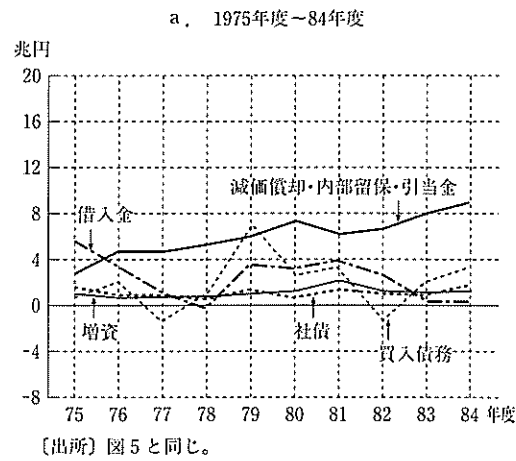
〔出所〕『主要企業経営分析』の計数により作成。

資金運用状況(図5)と比較すると、85年度以降では、設備投資、現金・預金あるいは売上債権といった2、3の要因の変動が、運用額の急増・急減をもたらしたといえるとともに、92年度以降は84年度以前の姿に戻ったとみることもできよう。

2. 資金調達面

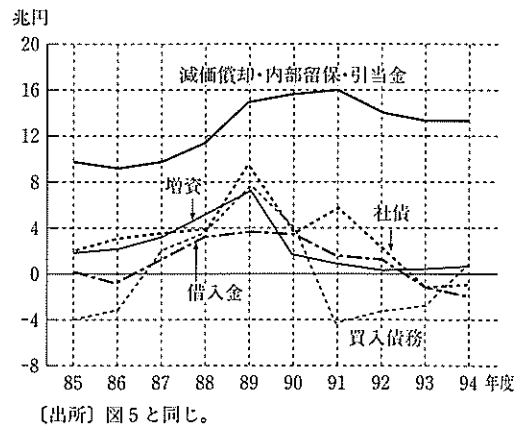
目を転じて資金調達面をみると、総じていえば、減価償却費と内部留保・引当金(内部資金)による調達額が大きい、87年度～89年度

図6 手段別資金調達額：全産業



〔出所〕図5と同じ。

b. 1985年度～94年度



〔出所〕図5と同じ。

は社債と増資による調達も増えている(図6)。すなわち、85年度から94年度までの10年間における資金調達額累計204.7兆円のうち、内部資金(累計128.9兆円)の占めるウエイトは63.0%に達しているが、85年度から89年度にかけての5年間では、増資と社債発行による調達額のウエイトもかなり高く、この5年間の総調達額累計(120.9兆円)のうち、増資(累計19.4兆円)と社債(同、21.4兆円)による調達額は総調達額の33.7%に上っていた(その間の内部資金のウエイトは45.9%)(表4)。

さらに、87年度～89年度の3年間に絞ってみ

表4 期間別資金調達額累計：全産業 (単位 千億円)

	75年度～79年度	80年度～84年度	85年度～89年度	90年度～94年度
原価償却費	168.7	267.8	393.9	614.3
内部留保・引当金	53.2	95.2	161.4	119.4
小計	221.9 (38.9%)	363.0 (50.5%)	555.3 (45.9%)	733.7 (87.6%)
増資	38.6	68.2	194.0	38.7
社債	51.2	55.8	213.5	93.5
小計(A)	89.8 (15.8%)	124.0 (17.2%)	407.5 (33.7%)	132.2 (15.8%)
短期借入金	81.9	64.9	64.5	-23.5
長期借入金	46.4	42.3	14.1	64.2
小計	128.3 (22.5%)	107.2 (14.9%)	78.6 (6.5%)	40.7 (4.9%)
買入債務	85.8 (15.1%)	63.1 (8.8%)	59.5 (4.9%)	-60.1 (-7.2%)
調達額合計	569.9 (100.0%)	718.9 (100.0%)	1209.4 (100.0%)	837.9 (100.0%)
うち外部資金(B)	303.9 (29.6%)	294.3 (42.1%)	545.6 (45.1%)	112.8 (13.5%)
(A) / (B)	29.6%	42.1%	74.7%	117.2%

(注) 括弧内は調達額合計に対する比率(%)。
〔出所〕『主要企業経営分析』の計数により作成。

ると、増資・社債(両者による調達額累計32.9兆円)の総調達額中に占めるウエイトは、31.9%と5年間のウエイトよりやや低いが、これは、86年度・87年度には純減を示していた買入債務が87年度～89年度中は純増になった(3年間の純増累計13.2兆円：総調達額の12.8%)ためであって、同期間中の内部資金(累計36.8兆円)のウエイト35.7%にくらべれば、資金調達手段としての増資および社債の役割が大幅に大きくなったといえよう。

また、総調達額中に占める増資と社債のウエイトは、75年度～79年度中は15.8%、80年度～84年度は17.2%(81年度・82年度には20%前後)であったことからみれば、80年代後半に入ってから、増資と社債発行による資金調達の増勢がいちだんと強まったといえる(前掲表4)。ちなみに、外部資金(買入債務を含む)調達額中に占める増資・社債発行による調達の割合は、75年度～79年度は29.6%、80年度～84

年度は42.1%、85年度～89年度は74.7%、90年度～94年度は117.2%と急速に上昇している。

その反面、借入金(短期・長期)による資金調達額は、75年度～79年度は累計12.8兆円、80年度～84年度は同10.7兆円、85年度～89年度は同7.9兆円、90年度～94年度は同4.1兆円と、絶対額でも減少しているが、総調達額中に占める借入金の割合も、75年度～79年度22.5%、80年度～84年度14.9%と低下し、80年代後半に入ってからはその減勢が強まり、85年度～89年度6.5%、90年度～94年度4.9%と大幅に後退している。これは、低金利・株価堅調という、増資・社債による資金調達には良好な資金調達環境のなかで、企業が借入金依存度の引下げを通じて、財務内容の改善に努めたことや、「バブル」経済崩壊後にバランスシート調整を目的とした銀行借入れの返済圧力が強まったことのほか、金融機関がBISの自己資本比率規制、収

益の低下、不良債権問題への対応などの観点から、貸出に慎重な姿勢を取っていたことを反映したものであろう。

したがって、最近10年間における企業の資金調達面では、証券市場における資金調達の増加またはウエイトの高まりが目立っている。

II. 外部資金調達の動向

1. 全産業の調達動向

『日本銀行月報』に収録の「『主要企業経営分析』結果」に掲げられている図表「資金運用・調達動向（増加額ベース）」によって、外部資金の調達状況（特に断らない限りフロー・ベース）をデット・ファイナンスとエクイティ・ファイナンスとに分けてみると（表5 a・図7 a：ただし1985年度の計数は利用不能）、全産業では、86年度から89年度までの4年間は、エクイティ・ファイナンスによる調達金額（累計37.9兆円）のほうがはるかに高い（デット・ファイナンス調達金額累計7.2兆円の5.3倍）が、90年度以降はデット・ファイナンスのほうが高くなっている。すなわち、90年度～94年度の5年間では、エクイティ関連の調達金額は累計3兆円の純減であったのに対し、デット・ファイナンスのそれは累計20.3兆円に上った。

とくに92年度から94年度までの3年間は、「バブル」経済崩壊にともなう株価の大幅低落から、エクイティ・ファイナンスによる調達金額は純減に転じた（3年間で8.4兆円の純減）のに対し、86年度以降の株価上昇期に発行された転換社債やワラント債の償還が本格化したため、そのような償還に必要な資金を確保しよう

とした意図もあって、デット・ファイナンスの調達金額は高い水準を維持し、91年度・92年度・93年度の3年間で14.5兆円にも及んだ。もっとも、94年度のデット・ファイナンス金額は0になったが、これは、93年度に続いて借入金返済超過（1.6兆円の純減）を記録したためであって、普通社債の発行による調達額（1.6兆円）のみを取ってみると、その他の社債の発行額や増資額を上回っていた。

上に指摘した借入金の返済超過に関連して付言すれば、93年度には、エクイティ・ファイナンスの償還資金や必要資金について、社債やCP発行による調達を優先しようという大企業の姿勢が根強く、金融機関への新規借入れ申込みは低調であった⁹⁾のに続いて、94年度は、先に述べたように、大企業を中心にバランスシート調整を目的とした銀行借入れ返済圧力が高まったことが指摘されている⁹⁾。

一方、80年代後半にエクイティ・ファイナンスが盛んにおこなわれた背景については、すでにいろいろと指摘されているが⁸⁾、ワラント債（新株引受権付社債）に関しては、①株式市場の先高期待、スワップ取引の拡大、円高傾向等により、海外投資家の人気が日本企業のワラント債に集中し、いっそう有利な資金調達が可能になったので、企業が海外ワラント債市場に盛んに進出したこと⁹⁾、②89年4月の制度改善策によって、ワラント部分の分離募集が可能になり、ワラントは一般投資家へ、社債部分は機関投資家へと、双方のニーズを満たす商品設計がおこなわれ、国内転換社債や海外ワラント債と比較しても、コスト面で見劣りのしない低い水準で発行できるようになったことが好感され、国内ワラント債の発行が増大した（89年度、90年度）¹⁰⁾ことが指摘されている。

表5 デット・ファイナンスとエクイティ・ファイナンスの金額

(単位 千億円)

年 度	86	87	88	89	90	91	92	93	94
デット・ファイナンス	- 5	13	32	32	58	55	66	24	0
借 入 金	- 9	13	35	38	37	17	13	-10	-16
普 通 社 債	4	0	- 3	- 6	21	38	53	34	16
エクイティ・ファイナンス	42	71	93	173	30	24	-28	-40	-16
転 換 社 債	12	17	10	32	- 1	3	- 0	11	7
ワ ラ ン ト 債	12	20	31	68	15	15	-30	-57	-31
増 資	18	34	52	73	16	6	3	6	7

b. 製造業

(単位 千億円)

年 度	86	87	88	89	90	91	92	93	94
デット・ファイナンス	- 8	-21	-30	-31	26	31	29	17	- 8
借 入 金	-12	-19	-25	-27	20	12	11	2	-11
普 通 社 債	4	- 2	- 5	- 4	6	19	18	15	3
エクイティ・ファイナンス	22	43	60	116	21	19	-16	-29	- 8
転 換 社 債	6	4	9	26	- 3	3	- 1	7	4
ワ ラ ン ト 債	6	13	21	40	12	12	-18	-39	-17
増 資	10	26	30	50	12	4	2	3	5

c. 非製造業

(単位 千億円)

年 度	86	87	88	89	90	91	92	93	94
デット・ファイナンス	3	34	62	63	33	25	36	7	8
借 入 金	3	32	60	65	18	5	1	-12	- 5
普 通 社 債	0	2	2	- 2	15	20	35	19	13
エクイティ・ファイナンス	20	28	33	57	10	5	-11	-11	- 9
転 換 社 債	5	12	1	6	2	- 1	0	4	3
ワ ラ ン ト 債	6	8	10	27	3	3	-12	-18	-14
増 資	8	8	22	24	4	3	1	2	2

〔出所〕日本銀行『日本銀行月報』1991年12月号、1993年11月号、1995年11月号。

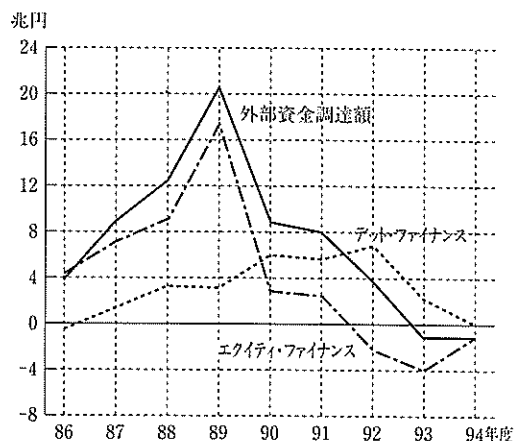
また、転換社債発行の大幅増大については、①企業の財務体質改善意欲や財テク・マインドの高まりに加え、より基本的には市場の整備が進み、株式相場の堅調にも支えられて、他の資金調達手段にくらべて相対的に低いコストで発行が可能になった、②適債基準の緩和、財務制限条項の緩和、転換価格設定の基準株価見直し、クーポン・レート決定方式の弾力化など、

制度・運営面での改善措置が、転換社債を発行することのできる企業数を大幅に増やした、といわれていた¹¹⁾。

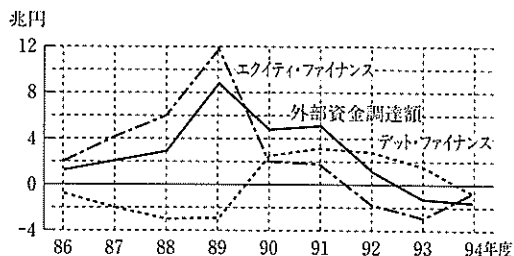
さらに、時価発行増資が増加した背景として、①株式市場が活況を呈し、時価発行の環境が良かったこと、②企業収益が増益基調となり、増資による配当負担に対応できるようになったこと、③設備投資が増加し、長期安定資

図7 外部資金調達状況

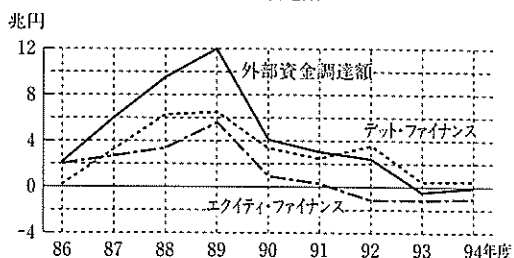
a. 全産業



b. 製造業



c. 非製造業



(出所) 表5により作成。

金に対するニーズが高まったこと、④公募時価発行の利益配分ルールが86年7月から弾力化され(画一的なプレミアム還元ルールの原則廃止)、増資に踏み切りやすくなったこと、が挙げられている¹²⁾。

このようなエクイティ・ファイナンス盛行の背景から見て、90年度以降、エクイティ・ファ

イナンスによる資金調達が急減し、92年度から純減を示すようになった理由は、容易に推測できよう。株式市況・債券市況の低迷による起債環境の悪化、クーポン・レートの上昇にともなう調達手段としての魅力の喪失、景気後退による企業業績の不透明感、92年の欧州通貨問題等の影響による海外市場の起債環境の悪化が指摘できる。

他方、90年度以降における普通社債の発行増大については、①前に触れたように、設備資金需要がそれほど後退しなかったことに加え、エクイティ関連債の大量償還を控えて必要資金を確保しようという動きから、資金需要が引き続き根強かったこと、②株価の低迷からエクイティ・ファイナンスによる調達が困難になったこと、③B I Sの自己資本比率規制による銀行の貸出態度慎重化もあり、中・長期的に見て、従来のように銀行借入れに大きく依存することは期待できず、デット・ファイナンスについても多様化が要請されたこと、④金利水準が低下傾向を示し、発行コストの面での魅力が高まり、企業の資金ニーズが普通社債市場へ向かったこと、⑤普通社債発行ニーズの高まりに呼応して、国内社債市場改善のための措置が次々に実施され、起債の魅力向上がはかられたこと、などが背景として挙げられていた¹³⁾。

2. 製造業・非製造業別の調達動向

製造業と非製造業とに分けて外部資金の調達動向を見てみると、かなりの違いがある。まず製造業では(表5b, 図7b), 87年度~89年度中にエクイティ・ファイナンスによる調達額が急増した(3年間で21.9兆円純増)後、90年度から減少に転じ、92年度~94年度の間は純減になっている(3年間で5.3兆円減)点は、全

産業の場合と変わりがないが、デット・ファイナンスによる調達が、86年度~89年度の間、一貫して純減を示していた(累計9.0兆円減)点は大きく異なっていた。これは、一つには、内外金利差や為替相場の動向など外的要因に加えて、社債発行限度規制、財務制限条項など発行市場の制度・慣行面の制約や、受託手数料など起債関係の直接・間接手数料が割高であったこと等から、普通社債による資金調達額がわずかながらも純減を記録した(0.7兆円減)¹⁴⁾こともあるが、エクイティ・ファイナンスの順調な伸び(86年度~89年度のエクイティ関連調達金額累計24.1兆円)を背景に、企業が財務内容の体質改善を押しすすめたので、借入金による調達が大幅に減少した(同期間に累計8.3兆円減)ことによるところが大きい。

その反面、90年度から93年度まで、デット・ファイナンスによる調達額はおおむね横這いで推移している(4年間の平均調達額2.6兆円、累計10.3兆円)。その理由として、83年度以降、純減を続けてきた借入金が90年度に純増に転じ、その幅は縮小傾向をたどりつつも93年度まで純増を示した(90年度~93年度の累計で4.5兆円の純増)ことも挙げることができるが、90年度以降、普通社債による資金調達が増大した(同、5.8兆円純増)ことが指摘されている¹⁵⁾。

一方、非製造業では(表5c, 図7c), エクイティ・ファイナンスによる資金調達は、増資を中心に純増傾向をたどった(86年度~91年度中のエクイティ関連調達金額累計15.3兆円)が、デット・ファイナンスによる調達も、金融機関借入れの急膨脹を主因として、エクイティ・ファイナンスを上回る増勢を示した(86年度~91年度中の調達金額累計22.0兆円)点は、製

造業の場合と対照的な姿となった。資金運用の動向も踏まえて考えると、86年度~91年度の間における非製造業の金融資産投資額は累計24.2兆円に及び、製造業のそれ(累計22.1兆円)を上回っていたことから、調達・運用両建てでの「財テク取引」の盛行を反映したものといえるかもしれない¹⁶⁾。

3. 東証上場会社の証券による資金調達状況

上記のエクイティ・ファイナンスの考察に関連して、東京証券取引所上場会社の株式・社債による資金調達状況(計数は年間のもの)によると(表6), 87年から89年にかけて、転換社債とワラント債による資金調達額が大きく増加し(3年間の発行額累計37.9兆円: 84~86年中の発行額11.9兆円の3.2倍)、証券市場における資金調達額中に占めるエクイティ・ファイナンス(増資を含む)のウエイトは90%前後に達していた(図8)。

そのようなエクイティ・ファイナンス増加の傾向は、すでに70年代後半の半ば頃からみられ、エクイティ・ファイナンスは、「バブル」経済期に比べれば金額はまだそれ程でもなかったとはいえ、証券市場における資金調達額中に占めるエクイティ関連のウエイトは、78年からは50%を超えるようになっていた。とくに転換社債とワラント債は、83年頃から急速にウエイトを増大させ、株式・社債による資金調達額中に占める両者のウエイト合計は、83年度~90年度の間は50%を上回っていた(図9)。

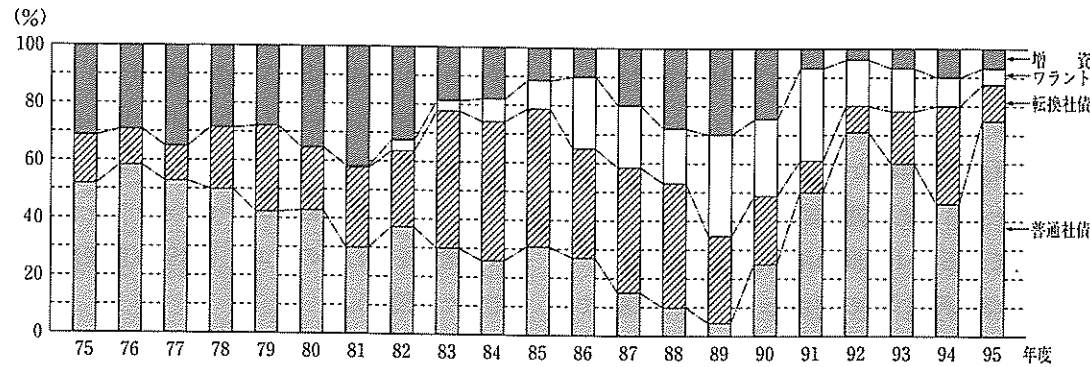
また、国内・海外に分けて社債の発行額をみると(図10), 80年代前半の半ば頃から、国内発行額も海外発行額もしだいに増加し、89年にピークに達しているが、それ以降は両者の足取

表6 東京証券取引所上場会社資金調達額 (単位 千億円)

年中	株式 (うち公募)	普通社債 (うち国内発行)	転換社債 (うち国内発行)	新株引受権付社債 (うち国内発行)	社債合計 (うち国内発行)	合計
1985	7.6 (4.3)	20.9 (5.9)	31.6 (18.6)	6.9 (0.1)	59.4 (24.6)	67.0
86	8.0 (3.6)	21.7 (6.2)	31.2 (27.1)	20.5 (1.2)	73.4 (34.4)	81.5
87	29.0 (13.3)	19.3 (8.2)	61.3 (51.5)	31.1 (0.3)	111.8 (60.0)	140.8
88	45.3 (24.3)	16.2 (8.7)	72.8 (64.7)	35.0 (0.0)	124.1 (73.4)	169.4
89	85.3 (56.5)	13.9 (5.8)	83.0 (67.7)	95.4 (3.9)	192.3 (77.4)	277.6
90	34.0 (17.5)	32.7 (18.3)	32.9 (27.0)	37.6 (9.2)	103.2 (54.5)	137.2
91	7.5 (1.2)	60.6 (23.1)	12.5 (10.3)	39.7 (3.8)	112.8 (37.2)	120.3
92	3.9 (0.0)	66.0 (28.9)	8.4 (5.0)	15.0 (0.0)	89.4 (33.9)	93.3
93	7.5 (0.0)	64.0 (36.6)	19.2 (15.3)	16.6 (0.0)	99.7 (51.9)	107.2
94	8.4 (1.9)	36.7 (29.2)	26.8 (24.7)	7.8 (0.0)	71.3 (53.9)	79.7
95	5.9 (0.8)	58.5 (48.2)	9.6 (6.2)	4.3 (0.0)	72.4 (54.4)	78.3

〔出所〕 日本銀行調査統計局『経済統計年報』。

図8 東証上場会社の証券市場における資金調達手段別構成比



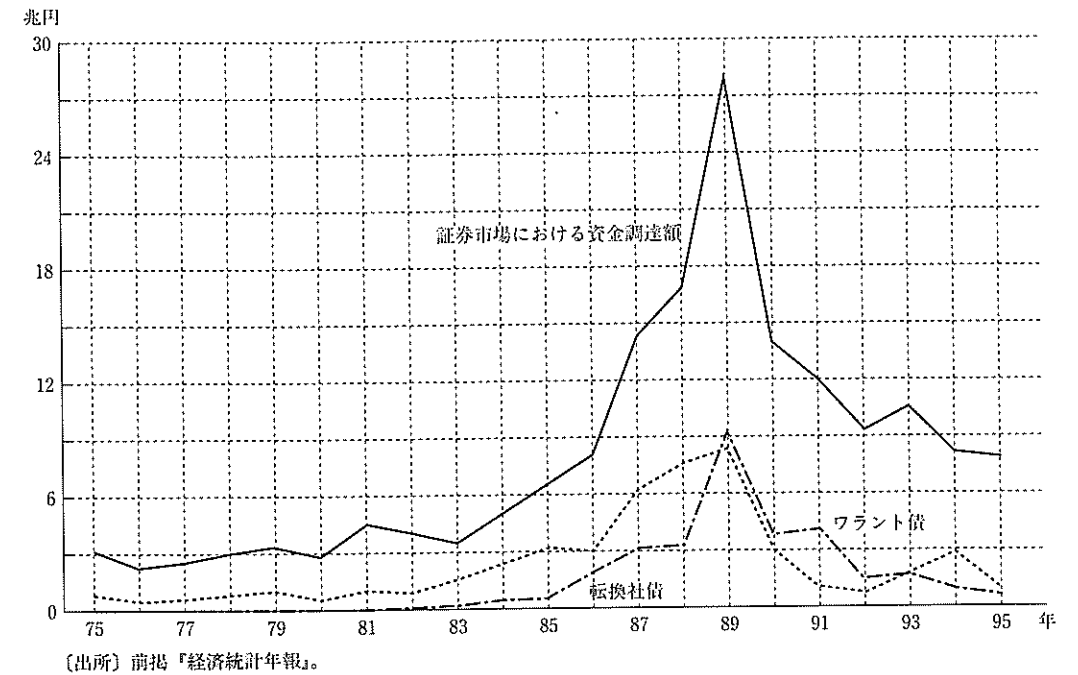
〔出所〕 表6により作成。

りに違いがみられる。すなわち、国内発行額は89年に7.7兆円と既往最高の水準を記録した後、92年まで減少傾向をたどったが、それからあとは増大に転じ、95年中の発行額は5.4兆円と、海外発行額 (1.8兆円) の3.0倍となった。これは、企業業績の悪化や株価の長期低迷によるエクイティ・ファイナンス難、歴史的な金利水準の低落にともなう発行コストの低下、社債市場の環境整備の進展などを背景とする普通社債の急増によるところが大きい (図11)¹⁷⁾。国内発行額のうち普通社債の占める割合は、86年~90年の5年間の15.7%から、91年~95年の5

年間では71.8%に急上昇している。95年中の普通社債発行額は、史上最低の公定歩合のもとで、発行コストの低下を主因として既往最高 (4.8兆円) を記録した¹⁸⁾。その背景として、①エクイティ・ファイナンス難の状況下、企業が、株式相場に左右されず、安定的な資金調達手段として、普通社債の発行をおこなったこと、②金利の低下傾向や発行に係る諸手数料の引下げにより、発行コストが低下したこと、③社債年限や社債の商品性多様化の進展、社債法の改正などが指摘されている¹⁹⁾。

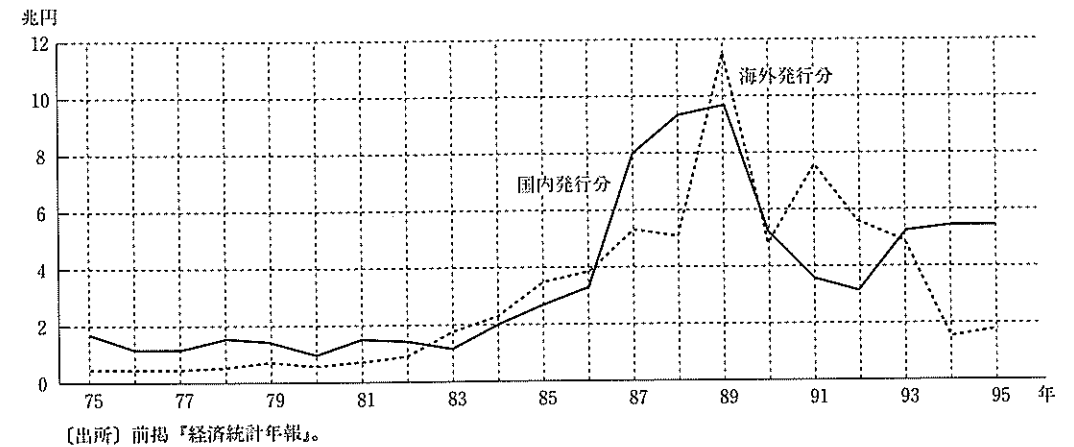
一方、海外発行額も89年に前年比2.3倍の

図9 転換社債とワラント債の発行額 (東証上場会社)



〔出所〕 前掲『経済統計年報』。

図10 国内・海外別社債発行額 (東証上場会社)



〔出所〕 前掲『経済統計年報』。

11.5兆円と、初の10兆円台乗せを実現し、過去最高に達したが、翌90年には株価の低落から89年比57.6%の減少に転じ、91年には持ち直した (91年の発行額7.6兆円:前年比55.0%増) もの、92年以降は減少傾向をたどり、95年中の

海外発行額は1.8兆円と、ピーク時 (89年) の15.6%にすぎなくなった。このような海外発行の不振は、主として、株価の低下に揺さぶられてワラント債の発行額が急減した (89年・9.2兆円→90年・2.8兆円:68.9%減) 後、91年

図11 社債種類別国内発行額 (東証上場会社)

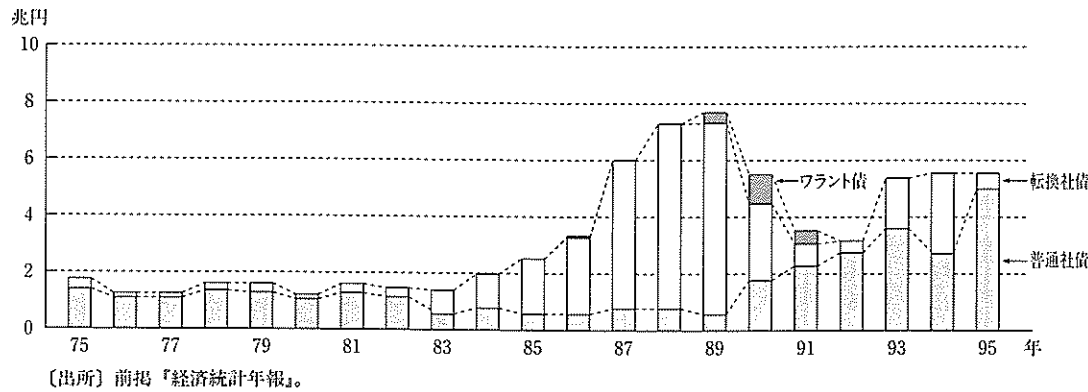
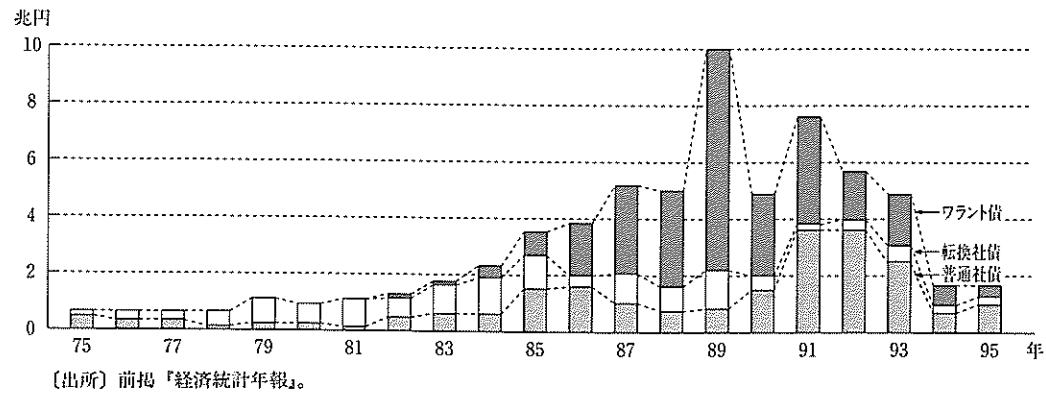


図12 社債種類別海外発行額 (東証上場会社)



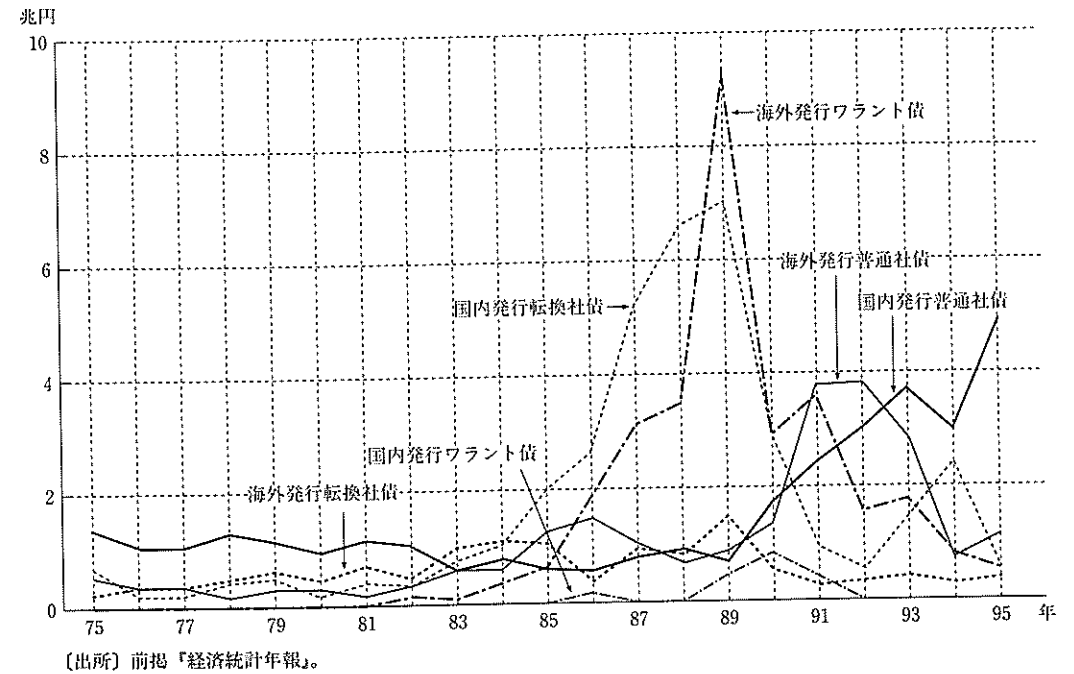
(前年比26.2%増)を除いて、減少の一途をたどったことによる(図12)²⁰⁾。

もっとも普通社債は、①国内市場における発行コスト・手続き、商品性などの面での諸制約、②エクイティ関連債の発行難、③BISの自己資本比率規制による銀行の貸渋り懸念、④土地関連融資に対する総量規制などの影響で、海外発行額が増加して91年には既往ピークを更新し、93年まで順調に推移していた²¹⁾。ちなみに、91年～93年の3年間における普通社債海外発行額の累計10.2兆円は、85年から90年までの6年間の7.2兆円を42%強上回っていた。

以上を総合してみると(図13)、80年代後半

の「バブル」経済時に社債発行額が増大したのは、転換社債の国内発行額とワラント債の海外発行額の急増によるものであったといえる。また、90年代に入ってから、普通社債の国内発行額が増えていることが目に付く。このような趨勢は96年に入ってからみられ、「国内普通社債の96年1～6月の発行額は3兆2,790億円に達し、これまで上期では最高だった前年同期の2兆2,200億円を48%上回った」と報道されている²²⁾。

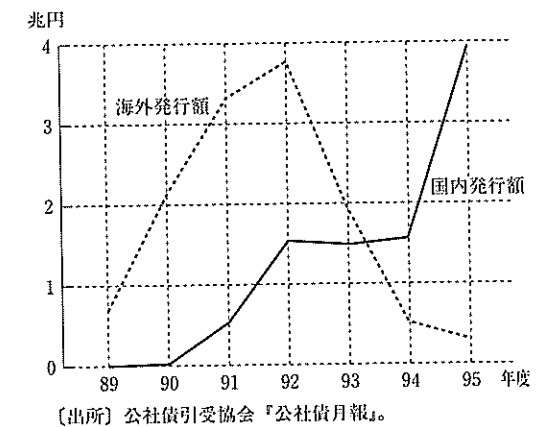
図13 国内・海外別、種類別社債発行額 (東証上場会社)



むすび

90年代に入ると、87年度～89年度に盛んにおこなわれたエクイティ・ファイナンスは急速にその勢いを失い、デット・ファイナンスが資金調達手段としてのウェイトを相対的に高めた。「主要企業経営分析」でみるかぎり、借入金は91年度・92年度は減少傾向、93年度・94年度は純減であったので、最近の企業金融におけるデット・ファイナンスの見直しは、株価に左右されずに長期固定的な資金が調達できるという普通社債の優位性が再評価されたものといえる。もっとも当初は、株価低迷にともなうエクイティ・ファイナンス難や、銀行の自己資本比率規制や不良債権問題下における銀行借入れ依存難から、普通社債の発行に傾かざるをえなかったという側面が指摘されていた。また、90

図14 普通社債発行額 (一般企業分)



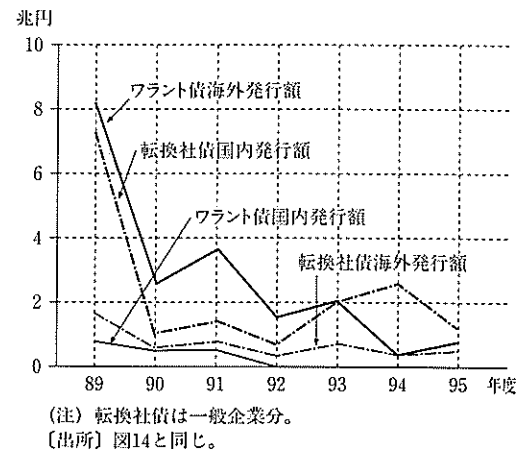
年代初め頃は、海外における普通社債の発行額が国内発行額を上回っており、国内公募普通社債発行市場の活性化がしきりに唱えられていた(図14)。

しかし94年度以降は、『公社債月報』の研究論文に掲げられている表「民間企業の内外市場における社債発行状況」によると、一般企業の普

通社債国内発行額は海外発行額を上回り、95年度のそれは3兆9,142億円と海外発行額(2,880億円)の13.6倍に達した。このような普通社債国内発行額の増大(前年度比2.5倍)については、前述したように、歴史的な低金利のもと、クーポンレートが既往最低を記録するなど、発行金利水準がいちだんと低下したことに加え、発行者コストと貸出金利との比較において、前年度に比べ有利な場面が多かったことが主因であるとされているが²³⁾、登録制度の利用適格基準の緩和、商品形態のいっそうの多様化、発行コストの軽減を狙いとした社債管理会社の不設置、96年1月の適債基準の撤廃など、国内市場の自由化・効率化がいちだんと進んだことも、発行増大の要因となったこと²⁴⁾は注目に値しよう。海外発行額が減少したのは、国内市場の自由化進展により国内市場がいちだんと利用しやすくなったこと、こうした状況下で証券会社が国内での営業活動を活発化させたなどの煽りを受けたことによるというが²⁵⁾、最近の国内発行額の増大は、金融機関の貸出態度の慎重化や借入れ金利変動のリスクなどと併せ考えると、企業金融におけるデット・ファイナンスが、従来の借入金主体のものから、普通社債の国内発行のウエイトを高める形で進んでいることを示していると考えられる。

他方、80年代後半に著しく増加したエクイティ・ファイナンスの相当部分が、「財テク的な資金運用に回っていた」とすれば、「量的な拡大だけを見てエクイティ・ファイナンスが企業金融に占める地位を評価するのは過大評価にもなりかねない」し²⁶⁾、「エクイティ・ファイナンスに片寄った資金調達には株価の行方次第の脆い面を持っている」²⁷⁾ので、最近の株価と企業収益の動向だけでなく、「バブル」経済時の

図15 転換社債・ワラント債発行額



経験からみて、近い将来、エクイティ・ファイナンスが大幅に増大するとは思われない。ただ、95年度中、一般企業の転換社債およびワラント債の発行が国内・海外とも低調であった(図15)とはいえ、下期に株価が回復基調となったことから転換社債の発行量は持ち直しているという²⁸⁾。また、ワラント債の海外発行額も、一頃にくらべれば芽えないものの、国内景気の底入れ気配、適債基準の撤廃にともない、95年度には前年度比2.8倍に増加している(6,923億円)²⁹⁾。したがって、安易なエクイティ・ファイナンスはできないとしても、発行企業にとっての転換社債およびワラント債のメリットを正当に享受できる状況になれば、転換社債やワラント債の発行はさらに増加すると考えられる。もっとも、投資家が満足するような自己資本収益率(ROE)あるいは総資本収益率(ROA)の達成が前提となろう。

どちらにせよ、中小企業の資金調達においては、引き続き、金融機関借入れを中心とするデット・ファイナンスが大宗を占めるであろうが、主要企業の外部資金調達については、エク

イティ・ファイナンスが優位を占めるか、デット・ファイナンスが優位を占めるかという二者択一的な問題ではなく、「市場原理の働く効率性の高い市場とするため制度・運営面での改善」が進みつつある公社債市場であれば、マーケット・メカニズムによって決まることになる。

注

- 1) 奥代英樹・井鴻正彦・西村修一「見直されるデット・ファイナンス—CP・普通社債市場の活性化に向けて」(野村総合研究所『財界観測』1991年12月)。新美一正「社債発行市場の現状と諸問題—社債法改正問題を中心に」(日本総合研究所, *Japan Research Review*, Vol. 12, No. 3, 1992年3月)5頁。
ニッセイ基礎研究所編・小野正人著『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, 180-181頁。
館龍一郎編集委員代表, 鈴木淑夫・貝塚啓明・蠟山昌一責任編集『金融辞典』東洋経済新報社, 1994年3月, 658頁。
- 2) 「本調査は、原則として資本金10億円以上の企業(金融・保険業を除く)の中から当該業種の動向を反映するとみられる企業(日本銀行『主要企業短期経済観測調査』……対象先と概ね一致)を選定し、有価証券報告書に基づいて取りまとめたものである。6年度[引用者注:1994年度]の集計対象社数は644社(製造業372社, 非製造業272社)であり、対象期間は6年度中に決算期が到来した企業の会計年度によっている」[日本銀行『日本銀行月報』1995年11月号, 「平成6年度の『主要企業経営分析』結果」29頁(注1)]。
- 3) 「金融自由化の下での企業金融のマクロ的動向」日本銀行『日本銀行月報』1991年3月号, 16頁, 7頁。
- 4) 「昭和63年度の金融および経済の動向—内需主導の持続的景気拡大への展望」同, 1989年5月号, 12-13頁, 26-29頁。
- 5) 「わが国における第三次産業の拡大について—その背景とマクロ経済的含意—」同, 1989年9月号, 1頁。
- 6) 「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料(平成5年夏)」同, 1993年8月号, 11-13頁。
- 7) 「平成6年度(1994年度)の金融および経済の動向」同, 1995年6月号, 26頁。
- 8) たとえば, 斎藤章二「エクイティ・ファイナンス盛行の背景と今後」(吉野昌甫・及能正男・楠本博・津田和夫責任編集『コーポレート・ファイナンス:革新と展望』経済法令研究会, 1989年5月刊, 102-113頁)。
- 9) 「昭和62年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会『公社債月報』1988年6月号, 41頁。
- 10) 「平成元年度の公社債市場の動きについて」同, 1990年6月号, 97頁。『大蔵省証券局年報』平成2年版, 1991

- 年1月刊, 155頁, 同, 平成3年版, 平成4年2月刊, 115頁も参照。
- 11) 前掲「昭和62年度の公社債市場の動きについて」32-34頁。『大蔵省証券局年報』昭和62年版, 1987年10月刊, 113-114頁, 同, 昭和63年版, 1988年12月刊, 89-90頁, 同, 平成元年版, 1990年1月刊, 141頁, 同, 平成2年版, 151頁を参照。
 - 12) 前掲「エクイティ・ファイナンス盛行の背景と今後」104-105頁。
 - 13) 「平成3年度の公社債市場の動きについて」前掲『公社債月報』1992年7月号, 46-47頁。なお, 「平成4年度の公社債市場の動きについて」同, 1993年8月号, 40-41頁, および『大蔵省証券局年報』平成5年版, 平成6年2月刊, 5-6頁も参照。
 - 14) 前掲「平成元年度の公社債市場の動きについて」98頁。
 - 15) 「平成2年度の公社債市場の動きについて」前掲『公社債月報』1991年7月号, 47頁。前掲「平成3年度の公社債市場の動きについて」46-47頁。
 - 16) 「景気拡大局面における企業経営動向について—昭和63年度主要企業経営分析」から—前掲『日本銀行月報』1989年11月号, 18頁。
 - 17) 前掲「平成2年度の公社債市場の動きについて」46-47頁。同「平成3年度の公社債市場の動きについて」46-47頁。同「平成4年度の公社債市場の動きについて」40-41頁。『公社債月報』の論文は, 「年度ベース」の計数を基にして記されている。
 - 18) 「平成7年度の公社債市場の動きについて」前掲『公社債月報』1996年8月号, 52-54頁。
 - 19) 『大蔵省証券局年報』平成7年版, 1996年3月刊, 4-5頁。
 - 20) 前掲「平成2年度の公社債市場の動きについて」54-56頁。同「平成4年度の公社債市場の動きについて」51頁。「平成6年度の公社債市場の動きについて」前掲『公社債月報』1995年7月号, 71-72頁。前掲「平成7年度の公社債市場の動きについて」67頁。
 - 21) 前掲「平成2年度の公社債市場の動きについて」57-58頁。同「平成3年度の公社債市場の動きについて」57-58頁。
 - 22) 1996年6月28日付『日本経済新聞』。
 - 23) 前掲「平成7年度の公社債市場の動向について」52頁。
 - 24) 同上, 54頁, 57-59頁。
 - 25) 同上, 66頁。
 - 26) 鬼木崇嗣「デット・ファイナンスの現状と問題点」(前掲『コーポレート・ファイナンス:革新と展望』所収)117頁。
 - 27) 前掲「エクイティ・ファイナンス盛行の背景と今後」112頁。
 - 28) 前掲「平成7年度の公社債市場の動向について」56頁, 67頁。
 - 29) 同上, 67頁。
 - 30) 同上, 25頁。

(創価大学教授)