

アサヒビールの財務構造の変化と メインバンクによるモニタリング

吉 田 美樹子

要 旨

アサヒビール（以下、アサヒ）は、近年、急速な売上高の増加やシェア拡大によって注目されるとともに、それを背後で支えたメインバンクの貢献も賞賛をもって語られることが多い。しかし、87年の「スーパードライ」発売およびそのヒット以降、同社の売上およびシェアは上昇したにもかかわらず、財務内容は改善していない。さらに、アサヒが急成長を遂げた背景として、メインバンクである住友銀行が同社の経営に長期的にかかわっていた。そして結果的に「スーパードライ」がヒットしたことで、売上およびシェアが急拡大したために、住友銀行による経営支援は成功したと評価され、メインバンクによる救済の成功事例とされた。しかし、財務内容にまでふみこむと、短絡的にこれを成功事例とみなすことはできない。前述のように、表面的な売上やシェア拡大の背後で財務内容の悪化が進んでいるからである。このことは、いわゆるメインバンクのモニタリング機能に対して、それが十分に機能していなかったのではないかという重要な疑問を引き起こすものとなっている。

したがって、本論文ではアサヒの事例をとりあげ、第一に財務戦略の変化を分析する。つまり設備投資の拡大、財テク投資の積極化、そして子会社への投融資が、どの時期にどのような方法で行われたのかを分析したうえで、これら投資を支えた資金調達がどのように変化したのかを考察する。その結果を踏まえて、第二にメインバンクである住友銀行が、この資金調達の变化にどのように関与したのか、さらにアサヒの財務戦略をモニタリングできる立場にあったのかどうかを検証する。

そのうえで、直接金融においても間接金融においても、メインバンクの関与が強いことを指摘し、資金調達面において、メインバンクである住友銀行は、アサヒをモニタリングできる立場にあったことを確認する。そして、最後に、メインバンクによるモニタリングの不在が財務内容の悪化を引き起こしたとする、従来のメインバンク論に依拠した説明が、アサヒの事例には妥当しないことを指摘する。

目 次

はじめに

I. アサヒの3つの財務戦略

1. 設備投資の拡大
2. 財テク投資の拡大
3. 金融子会社の設立

II. 資金調達構造の変化

1. 融資およびCP

2. 内外社債発行

3. 時価公募による増資

III. メインバンクによるモニタリング

1. アサヒと住友銀行の関係
2. 資金調達へのモニタリング
3. キリンの三菱銀行によるモニタリング

おわりに

はじめに

アサヒビール（以下アサヒ）は、近年、急速な売上高の増加や業界シェア拡大により注目されるとともに、それを背後で支えたメインバンクの貢献も賞賛をもって語られることが多い。しかし、前稿¹⁾では、「スーパードライ」（87年発売）のヒット以降、同社の売上およびシェアは上昇したにもかかわらず、財務内容は改善していないことを明らかにした。財務内容の悪化は、①固定比率の急上昇（90年以降）、②インタレスト・カバレッジの低下（89年以降）、そして③自己資本当期利益率（ROE）の低下（87年以降）に顕著にあらわれている。第一に、固定比率は、90年以降200%を超える水準で推移し、設備投資が売上の伸び以上のペースで行なわれ、過剰であったことを示している。第二に、インタレスト・カバレッジが低下したことは、利払いが拡大し、それを充当するのに十分な利益をあげていなかったことをあらわしている。そして、さらに同比率の要因分析を行なうと、91年以降、金融収益の急激な悪化がみられ、これにより財テク投資の失敗も明らかになった。第三に、ROEが85年以降低下しているが、その要因の一つとして、子会社の損失を穴埋めするため、

多額の特別損失を計上し、このことで当期純利益が減少したことを指摘した。

さらに、前稿では、アサヒが急成長を遂げた背景として、メインバンクである住友銀行が同社の経営に長期的にかかわっていたことについてもふれた。つまり、住友銀行は、アサヒのシェアが20%を下回った71年以降、継続的にアサヒへ役員を派遣し、シェア10%を割り込んでも経営再建を続けた。そして結果的に、87年の「スーパードライ」がヒットしたことで、売上およびシェアが急拡大したため、住友銀行による経営支援は成功したと評価され、メインバンクによる救済の成功事例とされた。しかし、その財務内容にまでふみこむと、短絡的にこれを成功事例とみなすことはできないと指摘した。前述のように、表面的な売上やシェア拡大の背後で、財務内容の悪化が進んでいるからである。このことは、いわゆるメインバンクのモニタリング機能が十分にはたっていないかという重要な疑問を引き起こすものとなっている。

したがって、本論文では前稿に引き続きアサヒの事例をとりあげ、第一に財務戦略の変化を分析する。つまり設備投資の拡大、財テク投資の積極化、そして子会社への投融資が、どの時期にどのような方法で行なわれたのかをキリン

との比較において分析したうえで、これらの投資を支えた資金調達の変化を考察する。その結果を踏まえて、第二に、メインバンクである住友銀行が、この資金調達の変化にどのように関与したのか、さらに融資先であるアサヒの財務戦略をモニタリングできる立場にあったのかどうかを検証する。

そこで、本稿では以下のように議論をすすめる。第一章では、アサヒの財務戦略を①設備投資、②財テク投資、そして③子会社への投融資に分け、これらの投資が87年以降、とくに積極的に行なわれたことを考察する。ここでは、財務指標が悪化した90年以降、②および③への投資が積極的に行なわれたことに注目する。第二章では、アサヒの低迷期（～85年）、成長期（86～89年）、低迷期（90～92年）、調整期（93年～）の4つの時期区分において、その資金調達がどのように行なわれたのかを概観したうえで、各資金調達の変化を考察する。アサヒの財務構造はもともと銀行融資を中心とした負債構造であったが、バブル期以降、直接金融への依存度が高まっている。第三章では、資金調達面では、間接金融である融資で住友銀行の構成比が大きいのみならず、直接金融へと移行しても住友銀行の関与が大きかったことを考察する。つまり、CP発行に際してはディーラーが住友銀行であり、外債や国内社債発行に際しても、引受主幹事は住友銀行の海外現地法人や子会社の住友キャピタル証券であった。また、住友銀行は受託会社または財務代理人としても社債発行に強く関与していた。したがって、これらの事実を踏まえて、最後に、アサヒの事例では、資金調達における直接金融化が進展したが、従来のメインバンク論でのモニタリングの不在があてはまらない、つまりメインバンクである住友銀行が

モニタリングできない立場に置かれたのではないことを示す。すなわち、財務内容の悪化がモニタリング不在のためであるとする、従来のメインバンク論に依拠した説明がアサヒの事例には妥当しないことを指摘する。

I. アサヒの3つの財務戦略

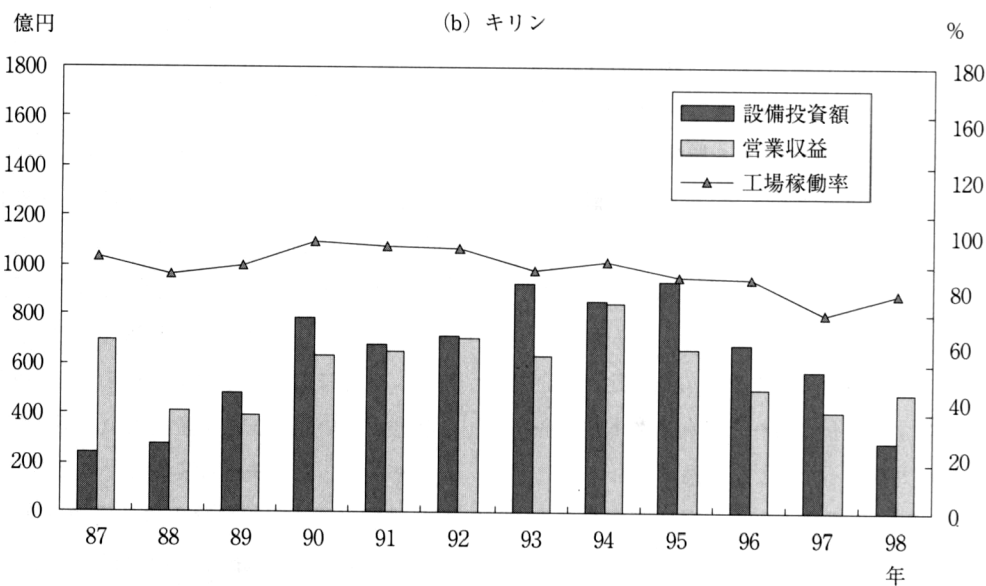
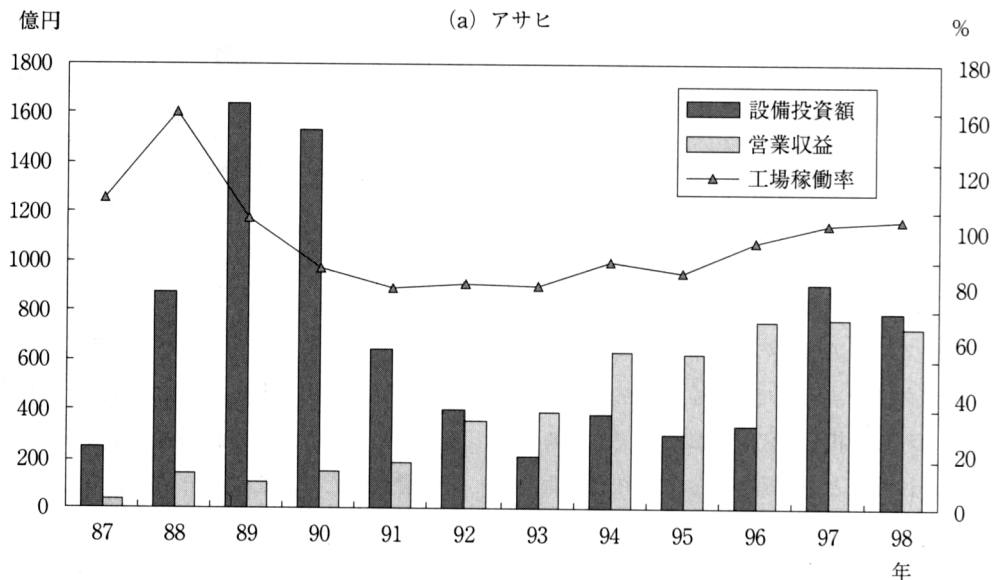
アサヒは、87年の「スーパードライ」ヒット以降、売上およびシェアでは急成長を遂げたにもかかわらず、その財務内容は改善されず、むしろ悪化したことを前稿で明らかにした。さらに、財務内容の悪化要因として、設備投資、財テク投資、そして子会社設立の3つの財務戦略を積極的に採用したことをあげた。

1. 設備投資の拡大

アサヒは、87年の「スーパードライ」ヒット以降需要が急拡大し、88年に稼働率160%にまで急上昇したことから巨額の設備投資を行なった²⁾（図1a）。ところが生産能力の急拡大に売上が追いつかず、90年以降稼働率は100%を下回り、とくに91～93年は平均89.7%と設備過剰な状態が続いた。また生産設備の減価償却方法を定率法から定額法へと変更したことで、追加的な設備投資5年後以降の償却負担は増大し、有利子負債の利子負担が当期純利益の悪化要因となった（図2）。さらにこの設備投資額を営業利益との対比でみると、キリンとの比較で非常に高い（図1）。

つぎにビール事業の国際化戦略にともなう投資をみると、アサヒはまず86年にアメリカ市場に進出し³⁾、つぎに90年以降、オーストラリア市場へ進出している⁴⁾が、後述するように、オーストラリア市場への投資は、結果的に多額の

図1 設備投資額と営業収益の推移



注：稼働率 (%) = 販売実績 (kl) / 生産能力 (kl)

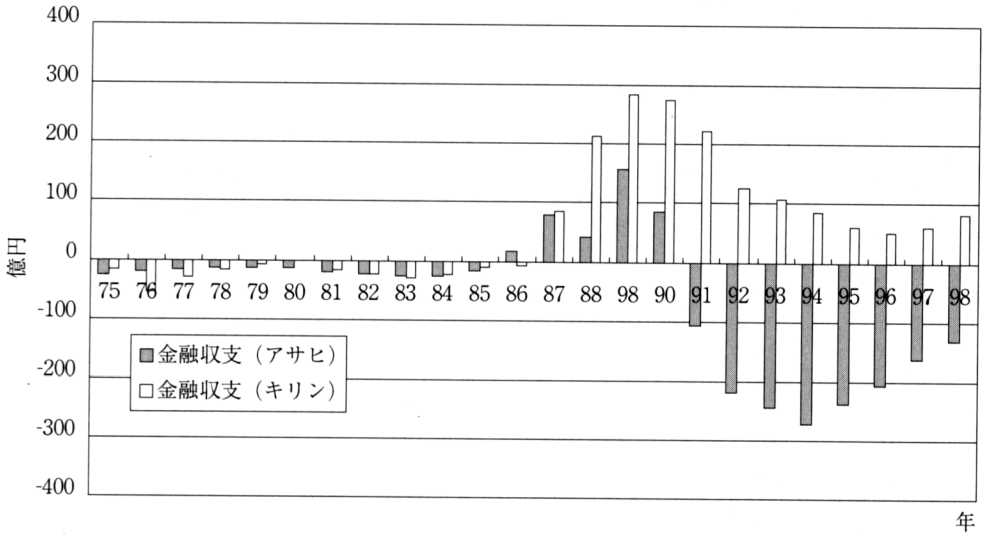
出所：設備投資額は『会社財務カルテ』各年度版より作成。

営業利益および生産能力、販売実績は『有価証券報告書』より。

損失補填および整理損を生み出すこととなった。さらに、94年以降は、中国市場へ積極的に進出している⁵⁾。中国での販売実績等は、判明している97年の数値をみるかぎり、生産能力合計60万キロリットルに対し、販売実績は180万ケー

ス⁶⁾でしかない。これは、アサヒのビール全売上数量の1～2%である。アサヒは、将来的に全売上数量のうち20%程度を海外市場で占めるという目標を掲げているが、98年の販売目標が320万ケースであることを考慮すると、中国へ

図2 金融収支の推移



注：各年12月末時点残高。

金融収支＝受取利息配当金－支払利息割引料

出所：『有価証券報告書』より作成。

の販売網拡大は、財務内容の改善に貢献していないことがわかる。

キリンの設備投資をみると、89年までは500億円以下で推移していたが、90年以降、設備投資を増加させ、91年以降は絶対額ではアサヒ以上に積極的に設備投資を行っている（図1b）。ただし、設備投資を積極的に行っていた95年までは稼働率100%を超えていることから、過剰とはいえない。また、対営業利益をみても、アサヒが89年および90年に10倍以上となっているのに対し、キリンは2倍以下で推移しており、利益に対して安定的な投資水準だといえる。

2. 財テク投資の拡大

アサヒの財テク投資は主に特金⁷⁾と投資有価証券によるものである。これは、特金残高が87～90年にかけて10倍以上に増加したこと、投資有価証券残高が85～89年にかけて約7倍に増加したことからも明らかである（表1a）。ところ

が、金銭の信託は、92年約1600億円に対し、98年には残高がなくなっている。この特金の解約による損失処理は営業外費用で行なわれたが、94～98年で合計400億円の解約損を計上している。また、投資有価証券の運用結果である時価情報をもても、市場性のある有価証券は、92年以降毎年200億円以上の損失が出ている⁸⁾（図3）。

一方、キリンをみると、85～89年にかけて金銭信託残高は約8倍に増加している（表1b）。また、87年まで投資有価証券残高はアサヒが50億円前後であったのに対し、キリンは300億円程度で推移していたことから、アサヒ同様、財テク投資を積極的に行なっていたことがわかる。

ただし、その財テク投資の結果は、アサヒをみると、92年以降金融収益のマイナス、多額の特別損失の計上、そして時価評価の評価損となつてあらわれ、財務体質を悪化させる要因となっているのに対し、キリンをみると、87年以降

表1 資金運用の内訳

(単位: 億円)

(a) アサヒ

	現金預金				有価証券	投資有価証券
		うち現金・ 流動性預金	定期性預金	金銭の信託		
82	67.1	21.7	45.4	-	127.8	18.3
83	72.0	15.1	56.9	-	127.8	18.4
84	69.4	23.0	46.4	-	132.5	19.0
85	84.2	17.2	67.0	-	97.8	19.8
86	357.7	27.6	98.7	231.4	70.3	31.4
87	58.2	32.6	395.7	153.6	201.1	60.8
88	1054.9	60.6	403.4	590.8	162.8	90.2
89	1981.0	153.6	312.0	1515.3	492.4	131.1
90	3385.7	24.2	1366.5	1995.0	833.1	27.3
91	4298.3	47.7	2578.0	1672.6	987.2	32.7
92	3986.9	55.1	2315.3	1616.5	988.2	43.9
93	1591.7	34.6	8.3	1548.7	1044.8	88.3
94	1324.7	12.2	7.2	1302.3	1130.2	91.1
95	1105.2	15.0	3.1	987.1	1141.4	87.2
96	416.5	20.9	2.7	392.8	1144.9	85.9
97	336.2	42.6	4.1	289.5	1149.5	163.4
98	32.7	28.5	4.1	0	1168.2	53.1
99	152.7	151.1	1.6	0	1093.9	63.3

(b) キリン

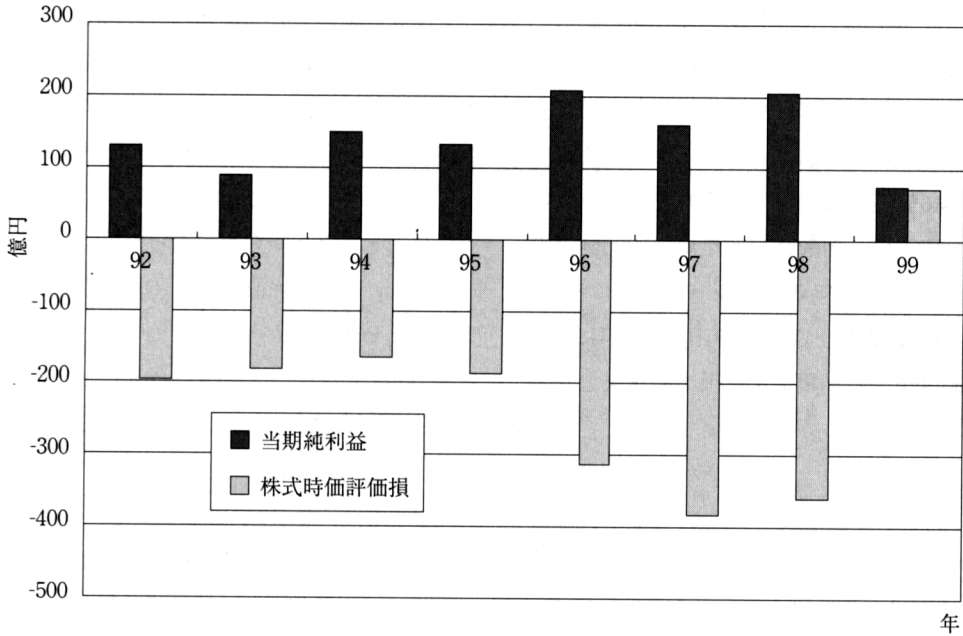
(単位: 億円)

	現金預金				有価証券	投資有価証券
		うち現金・ 流動性預金	定期性預金	金銭の信託		
82	290.5	35.2	255.3	-	990.3	237.2
83	341.2	31.9	209.3	-	1290.4	246.7
84	364.2	37.9	326.2	-	1763.4	304.8
85	666.3	24.2	512.6	129.4	1587.7	315.1
86	1008.2	49.4	674.9	283.9	1695.6	350.9
87	1782.5	58.6	978.4	745.5	1795.8	398.7
88	2097.8	48.8	950.0	1099.0	1464.4	100.7
89	3466.8	73.4	2358.0	1035.4	1289.0	143.9
90	2986.9	74.9	2176.5	735.5	1797.9	154.5
91	2684.3	62.6	1847.0	759.9	1830.8	183.2
92	1980.2	75.8	1516.2	388.2	1547.1	171.1
93	1547.5	80.3	1128.3	338.9	1447.2	172.3
94	1790.9	60.5	1394.5	335.9	1538.5	177.5
95	1930.0	80.7	1513.3	336.0	1269.3	261.1
96	2048.2	98.8	1591.7	353.1	1486.3	285.3
97	1679.4	66.0	1264.4	349.1	1461.4	268.2
98	1183.6	68.7	762.4	352.5	1324.8	1375.5
99	755.0	131.9	272.4	350.9	1121.2	1758.6

注: キリンは1988年に決算期を変更した。したがって、1982～1987年度までは2月1日～翌年1月31日、1988年度は1988年2月1日～1988年12月31日、1989年度～は1月1日～12月31日までとなっている。

出所: 『有価証券報告書』より。

図3 株式時価評価と当期純利益の推移



出所：図2に同じ。

金融収益は常にプラスで、時価評価も大幅な評価益となっており、財務体質の悪化要因とはなっていない（図2，3）。

このように、92年以降、営業外収支がマイナスとなり、さらに多額の特別損失を計上したことで、アサヒの当期純利益は悪化した。営業利益は91～98年で3.9倍となったのに対し、当期純利益は1.2倍にしか拡大していない。これは、本業以外での投資の失敗が売上増加分を相殺し、結果的にROEの低下を引き起こしたことをあらわしている。また、ROEの低下要因は金融子会社⁹⁾への投資の失敗によるものも大きい。

3. 金融子会社の設立

アサヒは87年に金融子会社アサヒビールファイナンス（以下、フ社）¹⁰⁾を設立し、1990年にオーストラリアのビール会社エルダース（以下、エ社）¹¹⁾へ資本参加するための海外金融子会社

として、Asahi Beer International Holding (Australia)（以下、ABIHA）を設立した。アサヒは、エ社が取り扱っている海外のビールを日本に輸入、販売し、さらに同社の国際的な販売網を使いアサヒの製品を海外へと輸出する計画であった。

これら子会社2社は、フ社が財テク資金の運用を担当し、ABIHAがビール事業国際化を図るための重要な拠点という役割をそれぞれ担っていたが、フ社は、93年以降損失が表面化し、ABIHAは97年に清算される結果となった。

まず、フ社はバブルの崩壊により利息収入が低下し、そのため業績が悪化した¹²⁾。アサヒはフ社に対して、93年には72億円の損失を計上し、さらに94年には1800億円の無利息貸付を実施している。その後も98年および99年で約470億円の特別損失を計上している。したがって無利息貸付に対する金利負担を考慮すると、93年以降

多額の損失を生み出したことになる。

つぎに、エ社は、89年以降連続3期にわたり赤字を計上した¹³⁾。アサヒはエ社に対して、93年には、218億円の特別損失（フ社、エ社2社に対して）、同年約650億円（元本）の社債債務引受、646億円の無担保無利子融資、また94年に約600億円の追加融資、95年に約1000億円の長期貸付など損失補填を行なった。ところが、エ社への出資子会社であるABIHAは97年に解散し、200億円の特別損失を計上する結果となった。

これまでみてきたように、アサヒは87年の「スーパードライ」のヒットにもかかわらず、財務内容が悪化したのは、①90年までの設備投資拡大により多額の外部資金を必要とし、その金

利負担が大きくなったこと、②90年以降の財テク投資および子会社投資の拡大はその資金源を社債等の外部資金としていたため金利負担を増加させたこと、そして③これら投資が、92年以降財テク投資による損失表面化と子会社への損失補填という結果となったこと、以上3つの要因によることが明らかになった。

これに対してキリンは、①設備投資は絶対額でアサヒよりも大きいものの（図1b）、90年以降減少しており、この資金調達にはほぼ内部資金でまかっていたこと（表2b）、②90年以降は財テク投資を急激に減少し、金融収支は減少しているもののマイナスとはなっていないこと（図2）、そして③財テク投資の損失規模は、有価証券の時価評価については常に1000億円程度の評価益となっており、子会社整理損および有価

表2 資本構成の推移

(単位：%)

(a) アサヒ

	1975	1980	1985	1990	1995	1999
負債	77.7	74.7	76.5	76.8	74.8	64.2
買入債務	3.4	9.5	8.3	4.3	6.2	4.5
短期借入金	9.8	4.4	12.8	24.3	16.3	8.2
社債	8.7	4.0	3.3	25.4	19.8	15.5
長期借入金	14.8	0.8	23.0	2.7	5.2	4.6
その他	41.0	55.9	29.2	20.0	27.2	31.3
資本	22.3	25.3	23.5	23.2	25.2	35.8
資本金	13.3	15.0	13.4	21.1	22.4	33.6
剰余金等	9.0	10.4	10.1	2.1	2.8	2.2
総資本	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(b) キリン

(単位：%)

	1975	1980	1985	1990	1995	1999
負債	70.1	65.5	61.0	59.1	49.6	46.6
買入債務	7.6	5.8	3.6	5.3	3.2	2.8
短期借入金	15.5	1.7	1.2	0.4	0.5	0.4
社債	2.2	1.8	2.0	12.2	4.0	0.0
長期借入金	6.3	2.3	1.9	1.0	0.8	0.7
その他	38.5	53.9	52.2	40.2	41.2	42.7
資本	29.9	34.5	39.0	40.9	50.4	53.4
資本金	15.4	11.0	12.1	15.5	18.7	16.9
剰余金等	14.6	23.5	26.9	25.4	31.7	36.4
総資本	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注：表1に同じ。

証券評価損についても50億円以下と軽微である。

したがって、アサヒとキリンは両社とも積極的な投資を行なったものの、その投資結果をみると、アサヒは、多額の損失を生み出したことで急激に財務内容の悪化がみられたのに対し、キリンは損失も小さく、財務内容に影響を与えるものではなかったという点で大きく異なることが明らかになった。

Ⅱ. 資金調達構造の変化

アサヒの財務内容を悪化させたこれら3つの財務戦略の採用が可能となった背景には、その投資を支えた資金調達の変化がある。とくにアサヒの場合、内部資金が乏しく、財務戦略を実行するうえで多額の外部資金を必要としたため、その資金調達は資金需要に強く結び付けられていたといえる。その際、融資の拡大だけでなく、CPおよび社債発行、そして増資などの資金調達手段を利用し、それにより財務戦略の実行を可能にした。したがって、ここでは4つの時期に区分し資金調達面の変化を概観したうえで、各資金調達方法の変化を考察する。

まず、低迷期（～85年）は、資金繰りにも窮していたので、積極的に運用面で財務戦略を行なう余裕はなく、資金繰りのための資金調達を短期借入で繰り返し行っていた。

つぎに、成長期（86～89年）は、87年に「スーパードライ」がヒットすると、アサヒは、①設備投資および②財テク投資を積極的に行ったが、これらの投資を支えたのは、低コストで大量に資金を調達できる、エクイティ債およびCPの発行であった（直接金融への移行）。

そして、停滞期（90～92年）は、売上が一時的に伸び悩み、①生産設備が過剰になったこと

で設備投資を抑制したが、②財テク投資および③子会社への投資は、むしろ成長期以上に積極的に行った。これら投資の資金調達として外債とCPを大量に発行した。したがって、直接金融への依存度はさらに高まった（直接金融の進展）。

最後に、調整期（93年～）は、①設備投資は工場稼働率に見合った適切な規模となり、②財テク投資はほとんど行なわず、さらに③子会社への投資は、コストの低い方法を選択している。ところが、93年以降これまでの投資の損失が表面化し、その損失補填のため多額の外部資金調達を必要とした。しかも、この時期ワラント債が順次償還期を迎え、その償還資金を借入や新たな社債発行で調達する必要があった。これにより、さらに直接金融の比重は高まった。

1. 融資およびCP

ビールは対売上高の約45%が酒税であり、売掛金の回収速度が早い。また納税までの期間は現金が手元に残るため、現預金が少なくとも運転資金に困ることはない¹⁴⁾とされている。ところが、まず、低迷期にアサヒは多額の販促費を計上したので、短期運転資金を多く保有しなければならなかった。そこで、83年以降の短期借入金をみると、82年の2倍以上もの150億円を計上しており、総借入額のうち住友銀行による融資割合が上昇している（表3a）。したがって、運転資金のための短期資金をメインバンクである住友銀行を中心に借り入れ、資金繰りを行なっていたといえる。

つぎに、成長期にあたる88年以降の総借入額残高は、低迷期の約3分の2である100億円程度に低下している。とくに、この時期は、短期借入金の残高がなくなっていることから、低迷

表3 メインバンク関係の推移

(単位：千株、億円)

(a) アサヒと住友銀行

	住友による		住友からの 借入額 (a)	総借入額		(a)/(b) (%)	役員受入数 (人)
	持株数	(%)		(b)	うち長期借入金		
82	11065	4.99	28.9	241.8	156.8	12.0	4
83	11065	4.95	35.7	263.2	156.0	13.6	4
84	11065	4.95	39.3	258.8	138.8	15.2	3
85	11065	4.95	31.9	163.9	10.1	19.5	5
86	11065	4.95	56.7	161.0	123.0	35.2	5
87	11507	4.26	37.5	306.2	87.0	12.2	4
88	12247	4.03	0.0	111.3	111.3	0.0	3
89	14943	4.17	0.0	116.3	116.3	0.0	4
90	19502	4.73	0.0	336.3	336.3	0.0	3
91	19802	4.74	65.0	816.1	816.1	8.0	3
92	19802	4.76	65.0	816.1	816.1	8.0	3
93	19802	4.74	250.0	2062.9	1383.3	12.1	3
94	19802	4.72	169.0	1730.5	1480.4	9.8	4
95	19802	4.66	205.0	1830.1	1180.1	11.2	3
96	19802	4.37	205.0	1750.0	1340.0	11.7	1
97	19802	4.10	167.0	1432.9	1197.9	11.7	1
98	19802	3.97	120.0	1045.0	1045.0	11.5	0
99	19802	3.97	120.0	843.9	843.9	14.2	0

(単位：千株、億円)

(b) キリンと三菱銀行

	三菱による		三菱からの 借入額 (a)	総借入額		(a)/(b) (%)	役員受入数 (人)
	持株数	(%)		(b)	うち長期借入金		
82	33560	4.21	48.0	137.1	107.1	35.0	1
83	35909	4.20	48.0	160.8	120.8	29.9	1
84	36301	4.22	48.0	167.4	127.4	28.7	1
85	39301	4.43	48.0	163.8	118.8	29.3	1
86	21761	4.80	48.0	167.4	122.4	28.7	1
87	40301	4.46	48.0	134.1	89.1	35.8	1
88	41801	4.62	48.0	162.4	117.4	29.6	1
89	44677	4.46	48.0	180.7	135.7	26.6	1
90	48267	4.82	48.0	180.9	135.9	26.5	1
91	50696	4.82	48.0	170.8	125.8	28.1	1
92	50696	4.82	48.0	145.1	100.1	33.1	1
93	50680	4.82	48.0	159.7	114.7	30.1	1
94	50680	4.82	48.0	175.8	130.8	27.3	1
95	50680	4.82	48.0	165.0	120.0	29.1	1
96	52623	5.00	48.0	149.0	104.0	32.2	1
97	52623	5.00	48.0	125.0	60.0	38.4	1
98	51373	5.00	48.0	125.0	20.0	38.4	1
99	51373	5.12	48.0	125.0	125.0	38.4	1

注：各年12月末時点残高。
出所：『金融機関の投融資』各号および『有価証券報告書』より作成。

期とは逆に、資金繰りに余裕ができたと推測される。また、設備投資などに対する資金調達も、長期借入金が増加していることから、社債発行

などによる直接金融への依存度を高めたことがうかがえる。

またこの時期、アサヒはCP発行を積極化して

表4 アサヒのCP発行額および発行平均金利と大口定期預金平均金利の推移（単位：億円，％）

	アサヒ			大口定期預金(1000万円以上)の平均金利※3		
	発行額※1	期末残高	CP発行金利※2	1か月以上 2か月未満	2か月以上 3か月未満	3か月以上 6か月未満
87	n.a.	200	n.a.	-	-	-
88	n.a.	0	n.a.	-	-	-
89	n.a.	200	n.a.	-	-	-
90	n.a.	2155	n.a.	-	-	-
91	n.a.	3155	n.a.	-	-	-
92	21828	2824	n.a.	4.22	4.37	4.12
93	13320	350	n.a.	2.81	2.93	2.77
94	15752	0	0.31	2.06	2.18	2.07
95	26603	0	0.10	1.14	1.20	1.13
96	22305	0	0.03	0.48	0.55	0.50
97	10005	0	0.04	0.51	0.57	0.50
98	14490	0	0.07	0.57	0.56	0.71
99	9950	0	0.02	0.23	0.20	0.24

注：※1 アサヒのCP発行額は、収入分である。93年以降は、収入と支出が同額である。

※2 CP発行金利（推計）（％）＝CP発行利息／CP発行額

※3 新規受入ベースでの平均金利。

出所：『有価証券報告書』および日本銀行調査統計局『経済統計年報』各年度版より作成。

いる（表4）。わが国のCP市場は、87年11月にその発行が解禁されてから急拡大した。アサヒのCP発行は、期末の残高をみると、87年200億円であったものが90年には10倍以上もの約2200億円となっており、急激に増加している。そしてこのCP発行は調達コストが定期預金金利より低かったため大口定期等の確定利回り運用するという、財テクの一環として行なわれていた（いわゆる「財テクCP」）¹⁵⁾。またCP流通市場では、その保有者（投資家）は銀行が約40％程度を占めていたことから、「貸出の一変形に過ぎない」ともされた¹⁶⁾。

そして、停滞期には、借入金総額は再び増加し（89年約100億円、92年約800億円）、間接金融への依存度を高めている（表3a、図4）。これは、90年に新規工場設立、その後の生産設備拡充で合計2500億円におよぶ設備投資の一部に長期借入金が充当されたと考えられる。

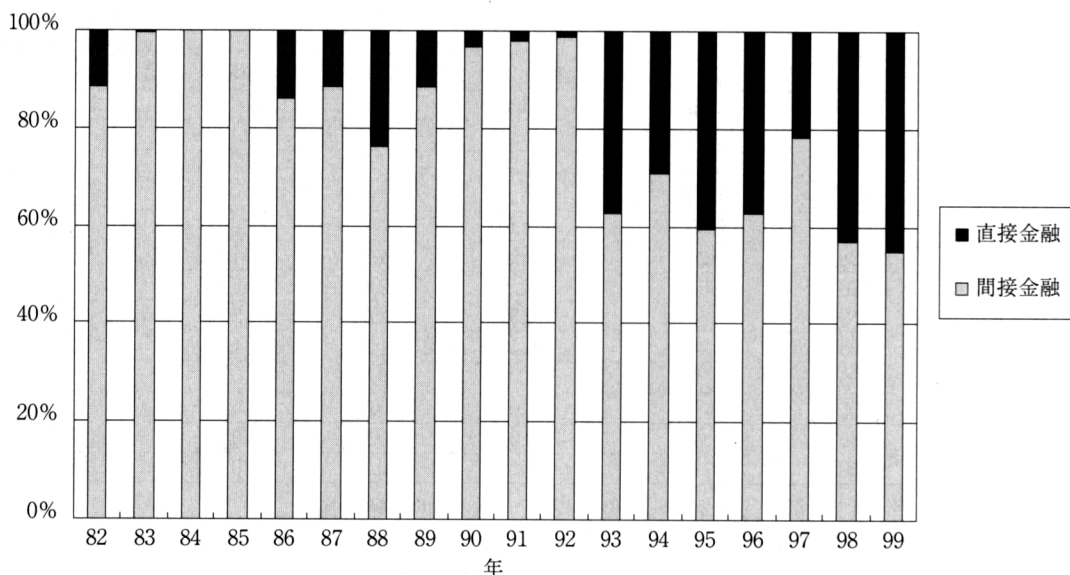
また90～92年にかけてもアサヒは引き続き多額のCPを発行しているが、この時期のCP発行

は、「財テクCP」も一部にはあるものの、むしろ実需に基づいたものが増加したと考えられる。つまり、91年以降も、表面上は大口定期による運用での利ざやば稼げる形となっているが（表4）、CPディーラーである銀行のCP引受にともなう収益がマイナスになる場合も発生し、極めて利幅の薄いビジネスとなったため、「財テクCP」としての発行は減少したと推測されるからである¹⁷⁾。

最後に、調整期である92年以降再び間接金融の割合が上昇している（図4）。借入金総額をみると、89年には約100億円程度であったものが、92年には、約800億円程度にまで増加している。とくに93年は、同年償還の米貨建ワラント債合計1800億円のワラント部分が行使されなかったため、アサヒは元本分の償還が必要となった。この償還資金はほぼ全額が金融機関からの借入でまかなわれたため、93年の総借入額は約2100億円へと急激に増加した¹⁸⁾。

この時期のアサヒのCP発行をみると、残高は

図4 アサヒの外部資金調達の構造



注：金額ベース。

CPは法的性格が93年以降、それまでの手形から有価証券へ変更された。

したがって、CPによる調達は、92年までは間接金融、そして93年以降は直接金融とする。

出所：図2に同じ。

なくなっているが、資金収支では、むしろ93年以降、期中に大量に発行されている（表4a）。CP発行は実質的に3か月ものが多いとされているので、アサヒのCP発行平均残高は4000～6000億円程度であったと推測される。ただし、このCP発行による資金調達は、前述のような理由から、「財テクCP」は少なく、大部分は巨額の資金需要に対して機動的に充当されたと推測される。

これに対し、キリンの融資構造をみると、総借入額は約100億円で推移しており、このうち短期借入金については毎年40億円程度で固定的である。このうち短期借入金は全額農林中央金庫からの借入分である。したがって、キリンのメインバンクである三菱銀行（現東京三菱銀行）との関係をみると、同銀行からは長期借入金を借り入れているのみである。89年以降は、設備

投資を拡大するための資金調達として、長期借入金をわずかに増加させている（図1，表3b）。ところが、その増加分は40億円と小額であり、したがって総借入額および三菱銀行からの借入額ともほぼ変化なく、安定的に推移していた。89年以降には多額の資金調達を必要としなかったため財務内容が安定したといえる。ただし、この時期、キリンは新商品開発において発泡酒「麒麟淡麗」（95年発売）がヒットしたものの、ビールの販売低迷により売上高はむしろ減少している。このことは87年にキリンの売上高がアサヒの約3.6倍であったのが99年にはほぼ同額になっていることから明らかである。にもかかわらず93年以降についても、キリンは総借入額および三菱銀行からの借入額とも残高は48億円と非常に固定的である。アサヒが87年以降積極的に行っていたCP発行については、有価証券

報告書、および資金収支の状況をみても全く行なわれていない。

2. 内外社債発行

まず、低迷期には、アサヒは金融機関からの短期借入を中心としており、資金繰りにも窮していた。したがって、設備投資資金のような長期の資金繰りを金融機関に依存することはできず、この資金は社債発行に頼らざるをえなかった。そこで、75～82年にかけて合計100億円の担保付普通社債を発行した¹⁹⁾ (表5a)。この社債発行による調達資金は、これまで手薄であった東北および中部への販売拡大によりシェア低下を抑えることを目的として78年に建設された福島工場への投資分である。

つぎに、成長期である86～89年にかけては、エクイティ関連社債を大量に発行した。この時期の新規発行をみると、国内債は転換社債合計約700億円、外債は外貨建ワラント債2件約1800億円で、合計約2500億円もの資金調達を行っている。したがって、この時期は、外債、とくにエクイティ関連社債の発行の増加が著しく、時価公募による資金調達をも上回っていた。ただし、前述のとおり、この転換社債は90年代のバブル崩壊による株価低迷から償還が進まず、このことで、アサヒは償還資金を新たな銀行借入および社債の新規発行でまかなうこととなった。

そして、停滞期である90～92年にかけて、外債を積極的に発行している。そこで、アサヒの外債発行をみると、90年には、円建外債が500億円、91年には、円建外債が600億円および円・独マルク建外債が200億円発行され、そして92年には円建外債が400億円発行されている。したがって、この3年間で発行された外債は、合

計で1700億円にもものぼる。これら外債による資金調達は、設備投資資金の長期借入金不足分に相当するものである。また、後述するように、その引受幹事はメインバンクである住友銀行の海外現地法人となっている。

最後に、調整期である93年以降の社債発行をみると、94年は合計3回の転換社債発行で800億円を資金調達している。96年は、4回で合計600億円の普通社債を発行している。そして、98年には100億円の普通社債、そして300億円の転換社債を発行している。さらに、99年には200億円の普通社債を発行している。したがって、93年以降これらの社債発行による資金調達額は合計2000億円に達するが、これらの一部は社債償還に当てられた可能性が高い。例えば、96年6月に発行された国内普通社債第10回債および第11回債合計250億円は、96年7月満期の第7回国内普通社債およびユーロ円債、合計400億円の償還資金の一部であると推測される。

キリンは、75年に国内普通社債を200億円発行しているが、先に述べた理由から、この社債には担保が付いている (表5b)。ところが、その後国内債については84年および88年に転換社債合計600億円のエクイティ関連債を発行しているのみである。これは、設備投資の拡大に対する資金需要の拡大とともに、特金・ファントラをはじめとする財テク投資も拡大していたことから、このための資金調達手段として発行されたと推測される (表1b)。

外債については、一般的に、日本企業の外貨調達を可能にした1980年の外国為替管理法改正により、日本企業の外貨建転換社債の発行が増加した。しかも外貨建社債は発行金利が低利であったことから、一般的に「減量経営」を目指す大企業が積極的に発行した。キリンは、1983

表5 社債発行状況 (75年～)

(a) アサヒ

銘柄	発行日	発行価額	発行額 (百万円)	利率	償還期限	引受幹事会社	社債管理会社 (受託会社)	担保状況
普通社債								
第4回1号	75.04.03	99.25	1500	9.70	82.03.25	野村	住友, 第一勧銀, 三井	物上担保付
第4回2号	80.01.25	99.75	2500	7.90	86.01.25	野村	住友, 第一勧銀, 三井	物上担保付
第5回1号	81.02.24	98.75	2500	8.20	87.02.24	大和	住友, 第一勧銀, 三井	物上担保付
第5回2号	82.02.23	99.00	3500	7.90	88.02.23	野村	住友, 第一勧銀, 三井	物上担保付
スイス・フラン建 (私募)	86.06.17	100.00	4540	4.75	91.06.17	主: Swiss Volksbank, 副: Sumitomo Finance International plc, アレシジャー: Sumitomo Bank (Schweiz) AG ※1, ※2, ※3	保証機関: Sumitomo Bank ※3	物上担保付
第6回 (私募)	88.02.25	99.75	2000	4.90	94.02.25	なし	住友, 興銀, 三井	物上担保付
93年満期米貨建分離型 新株引受権付 (公募)	88.03.31	100.00	38165	4.38	93.3.23	主: Nomura International plc, Sumitomo Finance International plc, Daiwa Europe Limited, DKB International plc, IBJ International plc. ※1, ※2, ※3		無担保
93年満期米貨建分離型 新株引受権付 (公募)	89.08.31	100.00	142813	3.63	93.03.23	主: Nomura International plc, Sumitomo Finance International plc, Daiwa Europe Limited, DKB International plc, IBJ International plc. ※1, ※2, ※3		無担保
第7回 (私募)	90.07.17	99.50	10000	6.60	96.07.17	なし	住友, 第一勧銀, 興銀	無担保
95年10月18日満期円貨建 無記名式固定利付 (公募)	90.07.18	101.80	20000	7.00	95.10.18	主: Daiwa Europe Limited, Nikko Europe, Sumitomo Finance International plc, Sumitomo Trust International ※1, ※2, ※3		無担保
96年7月18日満期円貨建 無記名式変動利付 (公募)	90.07.18	100.20	30000	年長プ ー0.45	96.07.18	主: Nomura International plc, Sakura Finance International Limited, Sumitomo Finance International plc ※1, ※2, ※3		無担保
2000年3月20日満期円貨建 無記名式変動利付 (公募)	91.06.20	101.63	50000	7.30	2000.03.20	主: Nomura International plc, Daiwa Europe Limited, 副: Sumitomo Finance International plc ※1, ※2, ※3		無担保
97年9月25日満期円/ ドイツ・マルク貨建無記 名式固定利付 (公募)	91.09.25	101.88	20000	12.00	97.09.25	主: Nomura International plc ※1, ※3		無担保
99年1月7日満期円貨建 無記名式固定利付 (公募)	91.10.02	101.50	10000	7.00	99.01.07	主: Nomura International plc, Daiwa Europe Limited, Sumitomo Finance International plc ※1, ※3		無担保
97年4月28日満期円貨建 無記名式固定利付 (公募)	92.01.24	101.50	30000	6.30	97.04.28	主: Nomura International plc, Daiwa Europe Limited, Sumitomo Finance International plc ※1, ※3		無担保
97年4月28日満期円貨建 無記名式固定利付 (私募)	92.01.24	101.63	10000	6.35	97.04.28	主: Banca del Gottardo ※1, ※3		無担保
8回号	96.02.14	100.00	20000	2.45	2001.02.14	住友キャピタル証, 野村, 大和, さくら証, 住友信証, 日興, 明光	住友 (財務代理人)	無担保
9回号	96.02.14	100.00	15000	2.70	2002.02.14	住友キャピタル証, 野村, 大和, さくら証, 住友信証, 日興, 明光	住友 (財務代理人)	無担保
10回号	96.06.21	100.00	10000	2.85	2001.06.21	住友キャピタル証, 野村, 大和, さくら証, 住友信証, 日興, 明光	住友 (財務代理人)	無担保
11回号	96.06.21	100.00	15000	3.05	2002.06.21	住友キャピタル証, 野村, 大和, さくら証, 住友信証, 日興, 明光	住友 (財務代理人)	無担保
12回号	98.02.13	100.00	10000	2.50	2003.02.13	住友キャピタル証, 野村, 大和, さくら証, 住友信証, 日興, 明光	住友 (財務代理人)	無担保
13回号	98.02.19	100.00	10000	2.00	2001.02.19	住友キャピタル証, 野村, 大和, コスモ証, 興銀証, 農中証, 日興, 明光	住友 (財務代理人)	無担保
14回号	99.02.17	100.00	10000	1.60	2002.02.17	野村, 大和, 日興, 明光	住友 (社債管理会社)	無担保
15回号	99.04.20	100.00	10000	1.54	2004.04.20	大和証券SBCM	住友 (財務代理人)	無担保
転換社債								
第2回	86.11.17	100.00	20000	2.50	2001.11.16	野村, 大和, 明光	住友, 第一勧銀, 興銀	工場財団
第3回	88.10.21	100.00	30000	2.00	95.10.20	野村, 大和, 明光	住友, 第一勧銀, 興銀	無担保
第4回	88.10.21	100.00	20000	2.10	97.10.21	野村, 大和, 明光	住友, さくら, 住友信託	無担保
第5回	90.10.16	100.00	35000	6.50	96.10.16	野村, 大和, 日興, 明光	住友, 興銀, 第一勧銀	無担保
第6回	90.10.16	100.00	25000	6.30	97.10.16	野村, 大和, 日興, 明光	住友, 住友信託, さくら	無担保
第7回	90.10.16	100.00	15000	6.40	98.10.16	野村, 大和, 日興, 明光	住友, 農林中金, 大和銀	無担保
第8回	94.07.01	100.00	20000	0.90	2001.12.26	野村, 大和, 日興, 明光	住友, 農林中金, 大和銀	無担保
第9回	94.07.01	100.00	20000	0.95	2002.12.26	野村, 大和, 日興, 明光	住友, 住友信託, さくら	無担保
第10回	94.07.01	100.00	40000	1.00	2003.12.26	野村, 大和, 日興, 明光	住友, 興銀, 第一勧銀	無担保
第11回	98.04.13	100.00	30000	0.70	2005.06.30	野村, 大和, 日興, 明光	住友, 興銀, 第一勧銀, 農林中金	無担保

注: ※1 主=主幹事、副=副幹事

※2 副幹事が多数のため、記載していない。

※3 外債の主幹事および副幹事等は、アイ・エヌ情報センター提供。

出所:『有価証券報告書』、『公社債月報』各号より作成。

表5 社債発行状況（75年～）

(b) キリン

銘柄	発行日	発行価額	発行額 (百万円)	利率	償還期限	引受幹事会社	社債管理会社 (受託会社)	担保状況
普通社債								
第4回3号	75.03.25	99.25	1500	9.60	82.03.25	日興	三菱、第一勧業、三菱信託	物上担保付
転換・ワラント社債								
第1回	75.05.26	100.00	20000	9.00	90.05.24	日興、山一	三菱、第一勧業、三菱信託	無担保
第2回	84.01.31	100.00	10000	3.80	90.01.31	山一、日興、大和、野村	三菱、三菱信託、長銀	無担保
第3回	88.08.22	100.00	50000	1.30	97.08.22	日興、山一、大和、野村	三菱、三菱信託、第一勧業	無担保
スイス・フラン建転換 (私募)	83.12.28	100.00	10637	2.50	89.01.31	UBS、山一スイス、Mitsubishi Finanz (Schweiz) AG、日興スイス、大和スイス		無担保
92年満期米貨建 新株 引受権付 (公募)	87.08.04	100.00	75553	2.25	92.08.04	主：日興ヨーロッパ、代：山一-interna- tional、三菱ファイナンス		無担保
93年満期米貨建 新株 引受権付 (公募)	89.06.08	100.00	49389	4.00	93.06.08	主：山一-international、代：日興ヨーロッパ、 三菱ファイナンス、三菱信託international		無担保

注：※1. 主＝主幹事、副＝副幹事

※2 副幹事が多数のため、記載していない。

※3 外債の主幹事および副幹事等は、アイ・エヌ情報センター提供。

出所：『有価証券報告書』、『公社債月報』各号より作成。

年スイス・フラン建転換社債1件約100億円、および外貨建ワラント債2件約1250億円、合計約1350億円を発行しており、これらの外債については、前述のエクイティ関連社債として、また「減量経営」を目的として積極的に発行されたと推測される。しかし、キリンは89年の外貨建ワラント債を最後にそれ以降社債を発行していない。そこで、表2をみると、90年にはキリンの資本構成において内部資金が約40%となっており、うち25%が剰余資金であることから、89年以降増加した設備投資はその資金調達的大部分が内部資金でまかなわれていることがわかる。

3. 時価公募による増資

一般に、80年代は、株式の時価発行による資金調達が急激に増加し、公募での増資が急拡大した。時価発行での増資は、額面発行での増資と、プレミアムが発生する点で大きく異なっている。80年代の株価上昇局面においては、このプレミアムが多額となったため、企業経営者にとって、資金コストが軽減でき、配当比率を低

く抑えることができたとされている²⁰⁾。

アサヒをみると、これまで借入金による外部資金調達を中心としてきたが、87年以降、資金需要が急激に増大したため、借入金による調達だけでは対応できなくなった。そこで、87年以降、3回の時価公募を行ない、合計約1600億円もの資金調達を行なった（表6a）。

ただし、87年以降の相次ぐ時価公募により、アサヒの自己資本は、86年の332億円から90年の2435億円へと7.3倍に増大した。これにより自己資本比率は86年約18%から89年約30%にまで急上昇したが、他方、ROEは86年12%から89年6%にまで著しく低下した。

キリンもこの時期、設備投資を増加するための資金調達を必要としたことから、長期借入金をわずかに増加させ、同時にアサヒ同様公募増資を行ない、89年に約483億円を時価公募で調達している。ただし、この調達額は、アサヒと比較すると約3分の1であり、自己資本の増大も小さかったことから自己資本比率約40%で安定的に推移している。

表6 増資形態および株主推移

年	1987	1988	1989	1990	1995	1999
発行済株式 総数 (株)	270388791	303928092	357920995	412366676	424768638	497989670
増資	増資形態 増資額(百万円)、実行日	増資形態 増資額(百万円)、実行日	増資形態 増資額(百万円)、実行日	増資形態 増資額(百万円)、実行日	増資形態 増資額(百万円)、実行日	増資形態 増資額(百万円)、実行日
	無償株主割当 (1:0.04)	転換社債の株 式転換分	転換社債の株 式転換分	転換社債の株 式転換分	転換社債の株 式転換分	転換社債の株 式転換分
	44,6845	141.49	1140.06	1228.83	123.20	10.56
	2.20					
	転換社債の株 式転換分	フロント債の 権利行使分	フロント債の 権利行使分	フロント債の 権利行使分		
	2,0012	0.32	0.97	1.84		
	公募3000万株	公募3000万株	公募4000万株			
	(発行価格 1535円、資本 組入額768円)	(発行価格 1718円、資本 組入額859円)	(発行価格 3860.00	10.22		
	1536	2577.00	1930円、資本 組入額965円)			
	5.25	10.22				
	転換社債の株 式転換分	転換社債の株 式転換分	転換社債の株 式転換分			
	731.7954	2.40	126.19			
大株主(上位3位)	株式数(千株)、保有比率	株式数(千株)、保有比率	株式数(千株)、保有比率	株式数(千株)、保有比率	株式数(千株)、保有比率	株式数(千株)、保有比率
	25517	27532	27332	30285	28424	28424
旭化成工業	9.44	9.06	旭化成工業	旭化成工業	旭化成工業	第一生命
第一生命	15288	15488	5.65 第一生命	6.42 第一生命	27786	23405
住友銀行	11507	12247	4.03 住友銀行	4.17 住友銀行	19802	19802
	4.26	4.03	住友銀行	4.66 住友銀行	4.66	3.97

(b) キリン

[illegible]

出所：表1に同じ。

ここでは、アサヒの財務内容の悪化要因となった財務戦略の変化を支えたのは、外部資金調達構造の変化であることを明らかにした。具体的には、低迷期は、資金繰りのため運転資金を調達する必要に迫られ、短期資金の借入を中心とした間接金融優位であったのが、成長期には、多額の資金需要に対して低コストで大量に資金を調達することが可能であったエクイティ・ファイナンスを積極的に行ない、直接金融の依存度を高めた。また停滞期においても、CPを大量に発行したことで、実質的には、さらに直接金融への依存度は高くなった。そして、調整期には、財テクおよび子会社投資などの損失補填、そして社債償還の資金を大量に必要としたが、この資金調達を社債およびCP発行を拡大させ対応したことから、直接金融の依存度が非常に大きくなったのである。

それに対して、麒麟は外部資金調達の構造を変化させず、固定的であった。89年までは設備投資拡大および財テク投資のための資金調達として時価公募やエクイティ債を発行したが、アサヒとの比較で小額であった。また、89年以降は、設備投資をさらに拡大したが、増資および社債発行を全く行わず、総借入額も一定であった。そこで表2をみると、内部資金が90年には40%であったのに対して、99年には約53%となっている。さらに、このうち剰余金が大部分を占めていることから、麒麟は設備投資の大部分を内部資金でまかなっていたことがわかる。

Ⅲ. メインバンクによるモニタリング

これまでみてきたように、アサヒの資金調達構造が直接金融へと移行するにつれ、成長期以

降、間接金融の比重は急激に低下し、表面的にはメインバンク離れが生じたともみることができ。このことは、アサヒの財務内容の悪化をもたらした財務戦略に対して、資金調達面ではメインバンクによるモニタリングができない立場におかれたという見方もある。また、従来のメインバンク論では、これによりメインバンクのモニタリング不在が生じ²¹⁾、アサヒの財務戦略に対する規律付けが失われ、財務内容の悪化につながったと説明される。ところが、アサヒの事例では、メインバンクである住友銀行がアサヒの資金調達における直接金融化によりモニタリングできない立場におかれたのではないことを明らかにする。

まず、メインバンクのモニタリングという場合、青木(96)によれば、①事前的モニタリング、②中間的モニタリング、③事後的モニタリングとに分けられる。すなわち、①はプロジェクトに対しての評価および信用調査であり、②は持続的に企業の経営を観察することであり、そして③は企業が財務危機に陥ったときの救済活動であるとしている²²⁾。しかし、一般的に、メインバンクが①事前的モニタリングを行なう場合、それに続く②中間的モニタリングの立場を放棄する可能性は低い。したがって、以下では、①と②をモニタリングとよび、資金調達側面からメインバンクのモニタリングを検証する。

1. アサヒと住友銀行との関係

(1) 株主としての住友銀行

まず、低迷期には、大株主をみると、住友銀行は第3位の株主であった。ただし、銀行は5%ルールにより、企業の株式保有を制限されていたため、住友銀行はほぼ上限の4.95%保有し、銀行としては第1位の株主であった。つき

に、成長期には、引き続き住友銀行は第3位の株主であり、銀行としては第1位の株主であった。ただし、住友銀行の持株比率は、86年4.95%から88年4.03%にまで低下している。これは、3回の時価公募で発行済株式数が8000万株増加したものの、住友銀行の持株数は800万株の増加にとどまったためである。最後に、停滞期および調整期には、引き続き住友銀行が第3位の大株主であり、銀行として第1位の株主であった。ただし、持株数は変化しないものの、持株比率は92年4.76%から99年3.97%に低下した。これは転換社債の株式転換により、92年以降、発行済株式数が急激に増加したためである(表6a)。

つまり、この時期は、アサヒの売上およびシェアが下げ止まらず、業績が低迷する中で、メインバンクである住友銀行から、人的および資金的な支援が行なわれ、経営再建が進められた。すなわち、メインバンク論での③事後的モニタリングが発揮されたといえる。

(2) メインバンクからの社長派遣

まず、低迷期には、経営者はメインバンクである住友銀行から派遣された役員であり、取締役会は、4人もの派遣役員に占められていた。この4人は、取締役会長、社長、常務、そして監査役となっており、いわば、経営トップを住友銀行からの派遣役員が占めていたことになる。つぎに、成長期および低迷期には、経営者は引き続きメインバンクからの派遣役員であり、役員の受け入れは1人減少し、3人となったものの、この3人は、取締役会長、社長、常務であり、依然、経営トップを派遣役員が占めていたことに変わりはない。最後に、調整期には、経営者は一時的に94年に4人に増加した(取締役

1名増)ものの、96年には取締役会長1人となり、98年以降は全く行なわれていない。このことで、アサヒに対する住友銀行の人的支援は、いったん終了したものとみられる。

(3) 債権者としての住友銀行

まず、低迷期には債権者としては、住友銀行は、70年代には、短期借入金を提供していなかったが、81年以降、20~30億円もの融資を行ない、長期借入金についても、70年代は、1億円程度であったものが、80年代に入ると、10億円規模で推移するようになった。その結果、住友銀行の融資比率は10%程度で推移し、総借入額でみると、融資順位第1位の大口債権者となった。つぎに、成長期をみると、住友銀行の融資残高はなくなっているが、これは他の銀行も同様であり、アサヒが総借入額を全体的に圧縮した結果だといえる。ただし、この時期、アサヒはCPを大量に発行しており、この発行に際しては、ディーラーおよび投資家が住友銀行であったと推測される²³⁾。最後に、停滞期および調整期をみると、住友銀行の融資残高は増加しており、その融資比率も低迷期ほどではないが、10%水準にまで上昇している。また、成長期と同様、アサヒは多額のCPを発行しており、これに住友銀行がディーラーおよび投資家として関与していたと推測される。

(4) 住友銀行の社債発行への関与

国内普通社債および国内転換社債では、住友銀行が受託会社となっている(表5a)。また、外債発行についても、住友銀行の海外現地法人が主幹事となっている。とくに、外債発行については、合計10件3600億円に達するなど巨額であり、そのうち8件については住友銀行が、海

外現地法人とはいえ関与していたことは重要である（表5a）。80年代後半になると、大手銀行は金融制度改革による証券業務参入、とくに引受業務参入を目指して、海外市場で盛んに引受実績をつくった。一般的に、90年以降、わが国企業は、外債発行を積極的に行なっていた²⁴⁾が、その際、大手銀行はメインバンク関係を有する企業に対して積極的に外債発行を促し、みずから引受幹事となるか、当該銀行の現地法人や海外子会社を通じ、引受を積極的に行なっていた²⁵⁾。したがって、アサヒの成長期および低迷期には、間接金融および直接金融において、住友銀行が関与していただけでなく、外債については積極的な役割を果たしていたと考えられる。

国内普通社債については、住友銀行は社債管理会社または財務代理人になるか、あるいは住友銀行の子会社である住友キャピタル証券が引受主幹事になっている。96～98年の2年間に発行された国内普通社債をみると、すべての引受主幹事が住友キャピタル証券で、財務代理人が住友銀行となっている。この時期は、銀行系証券子会社が引受主幹事シェアを急速に拡大していた時期に相当しており、それにともなって住友キャピタル証券の主幹事シェアも急速に拡大した。その際、銀行系証券子会社は親銀行とメインバンク関係にある企業について、とくにそのシェアを伸ばしていたとの指摘もある²⁶⁾。さらに、99年に発行された第15回普通社債については、住友銀行と大和証券が資本提携を行い設立された大和証券SBCMが野村證券にかわり主幹事になったことは、アサヒとメインバンクとの関係を強く示すものである。したがって、メインバンクがアサヒの国内普通社債発行についても積極的な役割を果たしていたといえる。

このように、アサヒと住友銀行との関係は、87年以降、アサヒの資金調達方法を直接金融から間接金融へと移行したことで、表面的には変化したようにみえる。ところがこれまでみてきたように、実質的には、直接金融による資金調達においても、住友銀行が直接および間接的に関与したことにより、その関係を保っていた。つまり、低迷期にはメインバンクである住友銀行が経営者を派遣し、融資比率を拡大することでアサヒの経営再建に取り組んでいた。しかし、成長期においても、経営者は引き続きメインバンクから派遣された役員であり、取締役会の中で重要な地位をメインバンクからの派遣役員が占めていた。この時期には時価公募の引受を積極的に行なうことで、大株主第3位を維持していた。また融資割合は低下しているものの、大量に発行した融資の一変形とされたCPのディーラーおよび投資家として住友銀行が関与したと推測された。そして、停滞期においても、融資およびCP発行のみならず、外債にも積極的に関与していた。調整期には、役員派遣が減少し、97年以降は全く行なわれていないが、大株主としては第3位であり、融資比率は上昇している。さらに国内普通社債についても住友銀行の子会社が引受主幹事、そして親銀行が財務代理人となっていることから、この時期もメインバンク関係は維持されていた。

このように87年以降も強固なメインバンク関係を有していたにもかかわらず、アサヒの積極的な設備投資、子会社投資、および財テク投資により、財務内容が改善するどころか、むしろ悪化した。これは、従来のメインバンク論では、アサヒの資金調達が間接金融から直接金融へと移行したことで、住友銀行が資金調達時においてモニタリングできない立場におかれたからだ

と説明される。そこで、住友銀行はアサヒの資金調達において直接金融化が進んだ後もモニタリングできる立場にあったことを考察する。

2. 資金調達へのモニタリング

資金調達において、融資のモニタリングに関しては、債権者という立場から金融機関がモニタリングするのは当然である。したがって、アサヒの場合においても、住友銀行が直接行なった融資については、モニタリングする立場にあったのは説明を必要としない。ただし、住友銀行以外の金融機関からの融資については、次の2点について断っておかなければならない。第一に、住友銀行の融資が増加し、その他の金融機関も融資を増加している場合は、他の金融機関は住友銀行が増加させていることで追隨して貸出を増加したのであり、いわば住友銀行にモニタリングを委託しているといえる²⁷⁾。第二に、住友銀行の融資残高が減少しているにもかかわらず、その他金融機関の融資残高が増加している場合がまれにある。具体的には、88～90年にかけて、住友銀行からの長期借入金残高が減少しているが、生命保険会社からの融資残高は急激に増加している。一般的には、生命保険会社の長期融資は、みずからの審査に基づくというよりも、むしろメインバンクの事後的モニタリング機能に依存して行なわれる場合が多いとされている²⁸⁾。したがって、住友銀行は、この場合においても、アサヒに対するモニタリング機能を委託されていたとみなされる。

また、増資についてのモニタリングであるが、時価発行による増資は、発行会社から関連会社へ引き受けるよう申し出を行っていた事実もあることから、安定株主工作の一環ともいわれていた²⁹⁾。したがって、大株主であるメインバ

ンクは増資についても、事前にモニタリングできる立場にあったので、ここでは、融資と同様、説明を必要としない。

したがって、ここでは融資、および増資以外のすべての資金調達手段において、住友銀行が密接に関与していたことを踏まえ、住友銀行はモニタリングできる立場にあったことを検証する。

(1) CP発行に関するモニタリング

一般的に87年に解禁されたCP発行は、その法的性格が手形であったので、金融機関および証券会社が発行機関として認められた。またCP発行には、無担保とはいえ、金融機関のバックアップ・ラインまたは保証を必要としており、実質的にはメインバンク論でいうところの保険機能が重視されていたのである。アサヒについてみても、87年以降、多額のCP発行により資金調達を行っているが、この資金を大口定期等で確定期回り運用したことはすでに述べたとおりである(表4)。さらに、87～90年までのアサヒのCP発行は規定によりバックアップ・ラインあるいは金融機関の保証が必要であったので、その際、メインバンクである住友銀行が関与していたと推測される。これは、直接金融においてもメインバンクはモニタリングできる立場にあったことを示すものである³⁰⁾。

ただし、92年の証券取引法の改正では、その法的性格は有価証券へと変更される³¹⁾とともに、その発行基準も大幅に緩和された³²⁾。これにより、長期価格付けで上位の格付を保有している企業は金融機関のバックアップ・ライン、また保証をつけない場合もあり、したがって金融機関は当該企業をモニタリングできない立場におかれた可能性もある。

アサヒは、92年の長期債格付けでは、A-と
なっている。さらに、日本公社債研究所のCP格
付け³³⁾をみても、A・1と、CP格付け上位一位
の格付けとなっており、金融機関のバックアッ
プ・ラインあるいは保証を必要とされなかった
可能性がある。92年以降のアサヒのCP発行額を
みると、93年には1兆3300億円であったものが、
95年には2兆6600億円と約2倍に拡大している
(表4)。これは、金融機関の保証を必要としな
かったため急拡大したともいえる。ただし、94
年および95年と、前述のように、子会社への損
失が表面化し、財テクの損失も同時に表面化し
たことから、CP格付けはA・2へと低下してい
る。ところが、A・2の格付けは、96年までCP
発行適格基準による最低位の格付けである³⁴⁾。
したがって、この時期には、再び金融機関の保
証を必要とされた可能性がある。また、ディー
ラーとして、そして投資家として、住友銀行は
引き続きアサヒのCP発行および引受に関与した
と推測される。「(CPの)ディーラーは、(販売)
勧誘にあたって、発行者に関する説明書などを
求めに応じて交付するなど、情報のディスクロ
ージャーに努めなければならない」³⁵⁾とされて
おり、この時期においても住友銀行はモニタリ
ングできる立場にあった。

(2) 国内債に関するモニタリング

93年商法改正後、社債受託会社は社債管理会
社と改められた。この社債管理会社は、従来の
受託会社と異なり、本来の業務を発行事務では
なく、発行後の管理業務とされた(いわゆる
「社債の代理人」)。このため、メインバンクが
社債発行に直接関与する法律的な余地は取り払
われたとされた。ただし、実際には発行後の管
理業務と発行事務代行業務をワンセット契約と

している場合も多く、その際メインバンクは事
前に社債発行条件を知りうる立場にあった。さ
らに、ここで注意すべきは、93年商法改正に先
立って決着した金融制度改革によって、銀行が
証券子会社を設立し、社債引受業務に参入する
ことが認められた点である³⁵⁾。このため、銀行
は子会社による社債引受業務を通じて社債発行
に関与することが可能となった。親銀行と証券
子会社の間には業務隔壁が設けられているが、
実質的にこの隔壁はなし崩しにされていること
が指摘されており、親子間で一体的な対応が行
なわれていたとみることもできる³⁶⁾。

アサヒの社債発行は、転換社債の場合、社債
管理会社がすべて住友銀行となっている。また、
96～98年の国内普通社債の場合、引受主幹事が
すべて住友キャピタル証券であるとともに、財
務代理人が住友銀行である(表5a)。社債管理
会社は、前述のとおり社債権者の代理人である
が、事前に社債発行条件について知りうる立場
にあるため、モニタリングできる立場にあった。
他方、銀行系証券子会社が引受主幹事になった
場合も、前述のとおり、親銀行が間接的にモニ
タリングできる立場にあったことは説明を要さ
ない。しかし、銀行の担当する財務代理人とい
う立場からも、事前に発行に関与する余地があ
る。つまり、財務代理人は、元利金の支払や社
債券の交付だけを行なう事務機関であり、この
立場から銀行が社債発行に関与する余地は全く
ないが、実務的には事前に発行要項が銀行側に
知らされることになっている。したがって、国
内社債に関しては、メインバンクは、証券子会
社を通じて、また親銀行本体によりモニタリン
グが可能な立場にある。

(3) 外債に関するモニタリング

さらに、外債についても、10件中2件を除いてすべての社債について、住友銀行は海外現地法人を通じて、主幹事または副幹事となっている。具体的には、まず、86年のスイス・フラン建私募債については、主幹事はスイス銀行であるが、副幹事は住友ファイナンス・インターナショナル、そしてアレンジャーは住友銀行スイス現地法人である。さらに、スイス・フラン建社債については銀行保証を必要とするが、この保証機関は住友銀行が担当しており、当時信用力の乏しかったアサヒの外債発行を住友銀行が信用保証という形で支援していた。つぎに、88年米貨建ワラント債および89年米貨建ワラント債は、その性格上、主幹事を野村インターナショナルが担当しているが、共同主幹事として、住友ファイナンス・インターナショナルも名を連ねており、住友銀行の関与がみられる。したがって、外債発行についても住友銀行は海外現地法人を通じてであるが、モニタリングできる立場にあった。

これまでみてきたように、住友銀行は間接金融である融資のみならず、直接金融であるCP発行および国内外での社債発行においてもモニタリングできる立場にあった。したがって、従来のメインバンク論で説明されるように、直接金融化にともなうメインバンクのモニタリング不在が、アサヒの財務戦略に対する規律付けをなくし、財務内容の悪化につながったとすることは妥当ではないと考えられる。

3. キリンの三菱銀行による モニタリング

つぎにアサヒとの比較において財務内容が安

定しているキリンについて、そのメインバンクである三菱銀行との関係をみる。

(1) キリンと三菱銀行との関係

キリンは三菱銀行を中心とした社長会「金曜会」のメンバーであり、2社の間には密接な関係が存在する。まず、大株主をみると、三菱銀行は第2位の株主である。先に述べたとおり、銀行には5%ルールがあるため、三菱銀行のキリンへの持株は上限5%となる。そこで、表3をみると、三菱銀行のキリンへの持株比率は、89年までは4.6%前後で推移していたものの、89年の増資のさい、多額の引受を行ない、90年には4.8%へと上昇した(表3b・6b)。さらに、90年には転換社債の株式転換で持株数を増加し、その比率は96年には上限の5%となった。

第二に、経営者をみると、99年まで三菱銀行からの派遣役員は常に1人であり、しかもその役職は常務取締役である。したがって、取締役会長および社長は生え抜きの社員に占められている。

第三に、債権者をみると、三菱銀行からの借入額は48億円と一定に保たれ、その比率も総借入額のうち約30%と高い水準で推移している。これは、常に都市銀行のうち第一位の融資順位である。また、社債発行をみても、すべての国内普通社債にさいして、三菱銀行が受託会社となっており、外債の引受幹事会社にも三菱ファイナンスが名を連ねている。

このように、キリンと三菱銀行との関係では、持株比率および融資割合についてはアサヒよりも安定的に高い比率で推移していることから、アサヒよりもメインバンク関係は強いといえる。また、役員派遣についても、1人とはいえ99年まで継続的に行なわれており、人的な側面でも

強固なメインバンク関係がみられる。ただし、キリンは外部資金調達依存度が低い。したがって、追加的銀行借入にともなうモニタリングは行なわれていない可能性がある。ただし、75年には三菱銀行から短期借入金136億円を調達していることから、このさい事前モニタリングは行なわれているといえる。また先に述べたとおり、事前モニタリングを行なった場合、それに続く中間モニタリングを放棄する可能性は低いので、キリンの場合についても、三菱銀行は継続的にキリンの財務戦略をモニタリングしていたといえる。ただし、キリンによる三菱銀行からの借入は絶対額として48億円と低く、固定的であったことから、従来のメインバンク論では、景気変動および業績悪化時への一種保険料の支払ということが出来る³⁷⁾。

そこで、直接金融におけるモニタリングの可能性を以下で考察する。

(2) 社債発行に関するモニタリング

第二章では、キリンはアサヒとは対照的に内部資金、とくに剰余金が充実しており、したがって設備投資や財テク投資の資金の大部分は内部資金でまかなっていたことが示された(表2)。ただし、83～89年まで、キリンは国内転換社債2件600億円、外貨建転換社債1件約100億円、そして外貨建ワラント債2件1250億円、合計約2000億円もの社債を発行している。したがって、これら社債については93年の商法改正前に発行されているので、受託会社は社債発行に直接関与する余地があった。そこで、キリンの合計5回の引受幹事および受託会社をみると、まず国内転換社債2件はどちらも三菱銀行が受託会社となっている。つぎに外債をみるとすべての引受幹事会社に三菱ファイナンス(ス

イス・フラン債については三菱フィナンツAG)が入っている。したがって、外債発行についても、三菱銀行はキリンに対してモニタリングをできる立場にあったと考えられる。

おわりに

前稿では、アサヒは近年、売上高およびシェアにおいては急成長を遂げたが、財務内容は改善しておらず、経営指標はキリンとの比較でいまだ低い水準であることを明らかにした。また、アサヒの急成長が、長期的に経営再建に関わってきたメインバンクである住友銀行の成功事例とされていることについても、これが短絡的な見方であることを指摘した。むしろ、この事例はメインバンクによるモニタリング機能に対して、それが必ずしも企業の財務体質を健全化するものではない、つまりモニタリング機能がはたらかなかつたのではないかという重要な疑問を引き起こすものとなった。

そこで、本稿では、財務内容の悪化した原因である各投資が具体的にどのように行なわれたのか、またその基盤となった資金調達がどのように行なわれたのかを考察した。アサヒの急成長期に財務内容が悪化した要因は、①90年までの設備投資拡大により多額の外部資金を必要としたが、その有利子負担が増加したこと、②90年以降の財テク投資および金融子会社への設立を積極化したが、これら投資についてもその大部分を外部資金でまかない、その有利子負担が増加したこと、そして③92年以降、財テク投資の損失表面化と金融子会社への損失補填、およびそれにともなう資金需要の増加と有利子負担の増加、によるものであった。それに対して、キリンをみると、①設備投資額はアサヒよりも

むしろ大きい、その大部分を内部資金でまかっているため有利子負担は小さく、②80年代は財テク投資を積極的に行っていたものの90年以降減少しており、そして③財テク投資の結果は、アサヒとは対照的に多額の有価証券時価評価益となっていることから、各投資はキリンの財務内容を悪化させる要因とはならなかった。

これら各投資への資金調達方法をみると、アサヒの負債構造はもともと融資を中心とした間接金融であったが、87年以降、社債発行を中心とした直接金融へと移行した。それに対し、キリンは外部資金調達への依存度は小さいものの、外部資金調達においては融資を中心とした負債構造になっている。したがって、従来のメインバンク論に依拠すると、アサヒの財務内容が悪化したのは、その負債構造が直接金融へと移行したことで、メインバンクである住友銀行の資金調達への関与が低下し、さらにモニタリングできない立場に置かれたからだといえる。反対に、キリンの財務内容が安定しているのは、三菱銀行の資金調達へのモニタリング機能がはたっていたからだということになる。

ところが、メインバンクとの関係をみると、アサヒは①住友銀行が第3位の大株主、②経営者は代表取締役会長および社長が96年まで住友銀行からの派遣役員、③債権者をみると、短期借入金および長期借入金の大口融資者は住友銀行、また直接金融においても④CP発行のディーラーおよび投資家は住友銀行だと推測され、⑤国内社債発行では受託銀行、社債管理会社は住友銀行であり、96年以降は引受主幹事についても住友銀行の子会社である住友キャピタル証券であった。とくに99年の第15回国内普通社債については住友銀行と大和証券が資本提携を行ない設立した大和証券SBCMが主幹事を獲得して

いる。また、外債発行についても、住友銀行の現地法人が主幹事となっていたことから、メインバンク関係が強固であり、メインバンクである住友銀行は、モニタリングできる立場にあったことが確認された。

それに対して、キリンは①三菱銀行が第2位の大株主、②経営者は内部出身者であるが、継続的に1人の役員派遣を行っており、③債権者は、76年以降、短期借入金を銀行から調達していないが、長期借入金については、都市銀行の中で第1位の大口融資者は三菱銀行であり、アサヒと同様、強固なメインバンク関係を有している。また、直接金融においても、④CPは発行していないが、⑤国内社債発行では受託銀行は三菱銀行であり、外債発行についても三菱銀行の現地法人が主幹事となっていることから、メインバンク関係は強固で、メインバンクである三菱銀行は、モニタリングできる立場にあった。

したがって、従来のメインバンク論で説明されるように、直接金融化にともなうメインバンクのモニタリング不在が、アサヒの財務戦略に対する規律付けをなくし、財務内容の悪化につながったとすることは妥当ではない。また、従来のメインバンク論では肯定的に評価されていたメインバンクのモニタリング機能についても、アサヒ、キリンともメインバンクはモニタリングできる立場にありながら、一方は積極的な財テクおよび子会社投資とその失敗により財務内容が悪化し、他方は同じく財テク投資を積極的に行っていたものの財務内容はいまだ良好な状態を保っているという、まったく反対の結果となっている。

これまでで、本稿の分析により明らかになったことを述べた。以下では、この結論に付言す

べきことを2点つけ加えておく。

つまり、アサヒがキリンと比較して対照的なのは、アサヒは内部資金に乏しいため、多額の外部資金を必要としていたが、これまでみてきたように、キリンはアサヒ同様多額の資金を必要としていたものの、その大部分を豊富な内部資金によりまかなえたことである。これについては、本稿の分析で明らかにすることはできなかったが、以下の2点について新たに詳しい検討を必要とする。第一は、内部資金に乏しいということは、資金需要を外部資金に頼らざるをえず、したがって財務の自律性は低くなり、その外部資金調達にはメインバンクの強い関与をうけることとなる。それにもかかわらず、アサヒの場合、その財務内容は、キリンよりも悪い状態が続いている。つまり、外部資金にメインバンクの果たした役割が、企業の財務内容にとってむしろ否定的なものであった可能性がある。これは、アサヒの外債や国内債の発行においては、住友銀行は単に関与していただけではなく、むしろ積極的な役割を果たすとともに、これらの資金調達方法が資金調達者であるアサヒより住友銀行側のメリットを重視していた側面もみられるからである。例えば、90～92年にかけての外債発行については、住友銀行の海外現地法人が主幹事となっているが、この時期、大手銀行は金融制度改革による引受業務参入を目指して、海外市場で盛んに引受実績を積み上げており、その際、大手銀行はメインバンク関係を利用して実績づくりを行なった。この外債による資金調達は、アサヒの資金需要によるというより、むしろ住友銀行側の意向を強く反映していたと考えられる。同様のことは、国内普通社債の発行に関してもいえる。したがって、ここで住友銀行の果たした役割は、アサヒの財務内容

に対して否定的な要因となった可能性も示唆される。

第二に、メインバンクがモニタリングできる立場にあったとはいえ、間接金融のもとでのインセンティブと直接金融のもとでのインセンティブでは変化が生じた可能性がある。つまり、間接金融の比重が高い時期（90年まで）は、銀行は貸手（債権者）としての立場を中心に、さらに株主および社債受託会社としての立場から事前的モニタリングを行なうインセンティブをもっていた。その際には、アサヒに対する貸付金返還の可能性だけではなく、企業そのものの成長性も関心の対象であった。しかし、直接金融の比重が高くなると（91年～）、銀行は貸手（債権者）としての立場が弱くなり、さらに持株比率の低下により株主としての立場も弱くなった。その反面、引受主幹事や社債管理会社としての立場に立ったため、このような立場からモニタリングを行なうようになった。そして、その際には、企業そのものの成長性に対する関心は弱まり、デフォルトリスクに対する関心が強まった可能性がある。したがって、直接金融の比重が高くなったあとも、事前的モニタリングをできる立場にあったことに変わりはないが、そのインセンティブには質的な変化が生じたといえる。

ただし、この2点については、さらに詳しい検討を必要とするものであり、今後の検討に期したい。

注

- 1) 拙稿「アサヒの急成長期における財務内容の変化」『経営研究』大阪市立大学経営学会、2000年5月号。
- 2) アサヒビールへのインタビューでは、工場稼働率80%は明らかに売上に対する設備能力が過剰であるとしていた。さらに、87年「スーパードライ」発売後、需要拡大に対し、生産設備の整備を進めたが、その際も、工場稼働率は100%を前提として追加的設備投資を実施してい

るとしている。このことから、工場稼働率は、追加的設備投資の際に、非常に重視されていることがわかる。一般的にも、追加的な設備投資を行なう際、工場稼働率100%が前提であり、これを下回ると設備が過剰とされている

- 3) 同社との資本提携およびライセンス契約は86年10月で、生産および販売は87年4月から行なわれた。また、事業報告書を見る限り、「クアーズ」の売上は順調に伸びたとされている。ところが、94年には販売不振のため、この資本提携は解消され、99年時点でのアメリカ市場への進出は95年に資本提携を行なったミラーブリューイング社を通じてのみである。同社『有価証券報告書』各年度版参照のこと。
- 4) アサヒは90年10月に豪エルダース社（以下エ社）と資本提携を締結し、「スーパードライ」輸出、および日本で「フォスターズ」製造を開始したが、96年には契約を解消している。
- 5) まず、94年1月に杭州ビール会社、嘉興ビール会社、および泉州ビール会社へ資本参加したのに続いて、95年12月には、北京ビール会社および煙台ビール会社に資本参加した。嘉興ビール会社は杭州ビール会社の100%子会社であるので、資本提携は実質4社5工場と結んでいることになる。
97年の合併会社設立のさい、アサヒが負担したのは6億円で出資比率は16.7%である。このように出資比率が低いのは、中国では、ビール業界を保護するため、合併事業で50%以上の出資をすることは難しいとされているからである。日本経済新聞1997年12月12日、1997年12月17日、<http://www.asahibeer.co.jp/news/1999/0603>より。
- 6) 1ケース=640ml×12本。したがって、180万ケースは1万3824キロリットルとなる。
- 7) 特定金銭信託（以下、特金）は、「簿価分離」を導入したことで、既存の保有株式については含み益を温存したまま運用できるとともに、評価方法は移動平均による原価法であり、低価法のように評価損を計上しなくてよいという企業財務上の利点があった。したがって、特金は企業が決算を意識しないで運用できる投資対象として、80年代後半から資産運用戦略で重要な位置を占め、実際に多くの企業がこれを財テク手段として利用したとされている。ただし、近年の国際会計基準導入により、従来の原価主義から時価主義化へと移行され方向にある。有価証券については、1997年3月期から付属明細書において評価益の計上が認められている。
- 8) アサヒは有価証券の評価方法として原価法を採用しているため、この評価損は決算に影響を与えない。
- 9) 一般的に、わが国企業は、バブル期に金融子会社を設立し、子会社を通じて財テク投資、海外投資を積極的に行なった。ところが、子会社を通じた投資が、バブル崩壊後多額の損失を生み出す結果となった。2000年3月期から会計基準が連結決算重視へと移行するのに合わせて、金融子会社設立に積極的であった建設業では、98年以降子会社の整理損等で500億円以上もの特別損失を計上する企業が目立った。金融子会社は親会社の財テクの失敗や不採算な投資を隠蔽するために使われる場合が多いと

されており、したがって金融子会社の動向も注目しておく必要があると考えられる。

- 10) 資本金は2500万円で、アサヒおよび他の金融機関などから資金を借り入れ、グループ会社への融資を行なった。同社は100%連結子会社のため、その財務内容は不明である。
- 11) アサヒは、エ社の発行済株式数の約20.0%にあたる4億4600万株を、800億円強で取得し、第二番目の大株主となった。エ社は、「複数のビールメーカーを傘下に所有、世界二十カ所にビール工場を持つ複合企業。豪州とカナダのビール市場でそれぞれ五割、英国では一割のシェアを持つ。ビール以外でも農牧や金融事業を手掛ける」など、ノンバンク事業を積極的に行なっていた。ところが、エ社の株式保有会社であるハーリン社がM&Aの失敗から信用不安に陥り、株価が低迷し、エ社も同様の事態に陥った。そこで、アサヒが株式を取得することで、同社の救済を試みたのである。日本経済新聞1990年9月1日より。
- 12) フ社は、「市場金利の低下にともない貸付金からの利息収入が落ち込んだ。同社は固定金利型の長期借入金を中心に資金を調達していたため、逆ざやで業績が悪化した」とされている。日経金融新聞1994年3月25日より。
- 13) エルダースは、本業では順調に売上を伸ばしていたが、不動産投資、および株式投資などノンバンク業務の失敗で業績が悪化し、91年6月期には、9億5000万ドル（1豪ドル=約88円）もの赤字を計上したとされている。そして、92年に、同社は、豪総合資源会社のBHP（Broken Hill Proprietary）に買収された。BHPは、フォスターズ・ブリューイング・グループ（90年にエルダース社から名称変更）株式の38%を取得し筆頭株主となり、その際、損失補填のため10億豪ドルの増資を行なった。エ社の第2位の株主であったアサヒは、増資割り当て枠の約51%、92億円もの新株を引き受けた。エルダース社へのアサヒの投資については、以下の新聞記事を参考にした。日本経済新聞1990年9月1日、1990年10月19日、1992年10月9日、1992年10月24日、1993年12月28日、日経金融新聞1994年3月25日。
- 14) 日経金融新聞1993年7月28日。
- 15) 2000年6月26日メールでの問い合わせに対する返答による。「昭和62年のスーパードライ発売にともない売上が急拡大したため、供給体制を整える必要から昭和63年以降設備投資も急拡大しました。これらの多額の設備資金を低利かつ一時期に調達するには、社債などの直接金融が適しており、この時期直接金融による設備資金調達の比率を高めています。また、平成2年にCPの発行残高が大幅に拡大しておりますが、これは実需に基づくものではなく、CPの調達コストが定期預金金利より低かったため、大口定期等の確定利回り運用をしたことによります。」また、証券団体協議会、1989年12月5日、6ページも参照のこと。
- 16) 大崎貞和、井上武「日米のコマーシャル・ペーパー市場」『財界観測』1998年、第63巻第8号、7ページ。三浦后美『現代社債財務論』税務経理協会、1992年、159ページ。ここでは、アサヒの初日に発行したCPIは、住友

- 銀行が買い取っていることが示されている。このことから、その後、アサヒが発行したCPについても、住友銀行が買い取っていた部分が大きいと推測される。
- 17) 大崎貞和, 前掲書。
 - 18) 為替の影響でワラント債償還額が約1246億円に減少し、550億円程度負担軽減となったが、株価低迷局面にあったため借換発行ができず償還資金を全額金融機関からの借入でまかなった。そのさい、89年時点で3%程度の低利で発行していた外債を銀行借入に置き換えたことで、調達コストは高まったとされている。日経金融新聞1993年8月4日。
 - 19) 85年までに発行された普通社債はすべて担保付きであった。これは、国内普通社債の無担保化は、79年の米国シアーズ・ローバック社の無担保社債発行認可をきっかけに進進したが、84年までの無担保普通社債の適債基準は非常に厳しく、松下電器産業とトヨタ自動車の2社しか発行できなかったからである。したがって、実質的に、無担保での普通社債発行はできなかった。無担保普通社債発行のための財務制限条項は、84年12月17日に設定されたが、その規定については、三浦后美, 前掲書, 1992年, 77ページ参照。また、85年時点での完全無担保債発行可能企業一覧は、三浦后美, 前掲書, 76ページ参照。
 - 20) プレミアムの大量発生による企業の資金コスト軽減および配当性向の上昇については、松村勝彦『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス』1997年, 中央経済社。
 - 21) 青木昌彦『日本経済の制度分析』1992年, 筑摩書房, 第4章参照。
 - 22) 青木昌彦・ヒュー・バトリック編『日本のメインバンク・システム』1996年, 東洋経済新報社, 第4章参照。
 - 23) 大崎, 前掲書, 6～7ページ。
 - 24) 入江恭平「国際的資本移動と証券市場のグローバル化」岡崎守男・濱田博男編『日本の証券市場』1990年, 有斐閣選書。日本企業の外債発行は、85年以降、急激に拡大した。しかし、各国の市場で日本の企業が発行した外債は、多くが日本の投資家によって消化、購入されたという。
 - 25) 銀行およびその現地法人が外債の発行に積極的に関与したのは、このことで対外的な立場を海外に示すことができ、さらに国際業務を進展できるというメリットを重視していたからである。また手数料においても、保証料などの各種手数料を獲得でき、「外貨手取金の円転取扱による為替売買益や、円転後の手取金の預金への滞留も見込める」とされていた。三和銀行資金証券部編『銀行の証券戦略』1985年, 東洋経済新報社, 70ページ, 119～120ページ。
 - 26) 松尾順介『日本の社債市場』東洋経済新報社, 1999年, 第4章参照。
 - 27) 荒川宜三・山中宏『金融機関の機能と役割』1995年, 税務経理協会, 96ページ。池尾和人「財務面からみた日本の企業」貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』1994年, 東京大学出版会, 108ページ。加藤正昭・フランクパッカー・堀内昭義「メインバンクと協調的融資」『経済学論集』東京大学経済学会, 第58巻第1号, 1992年4月, 4ページ。ポール・シェアード『メインバンク資本主義の危機—ビッグバンで変わる日本型経営—』東洋経済新報社, 1997年, 132～133ページ。ただし、私見としてはモニタリングを委託しているというよりむしろ、メインバンクの保険機能を重視した融資の追従である。
 - 28) 山中宏『生命保険金融発達史』1966年, 有斐閣, 373ページ。生保の融資の際には、みずからの信用調査に基づくものではないことが次のように指摘されていた。つまり「貸付は受動的でつきあい融資である。メイン・バンクはちゃんとある。十分審査もしないで、銀行の保証をとればよい。これさえとってくれば、景気の変動にこたわらず出す。金額が年々大きくなって、メイン・バンクより大きくなる場合さえある」とされていた。アサヒの場合も、生命保険による融資の拡大は、メインバンクがあることで、その保険機能を重視したものであるといえる。
 - 29) 奥村宏『日本の六大企業集団』1976年, ダイアモンド社, 第2章参照。松村勝彦, 前掲書, 146～147ページ。
 - 30) 三浦后美, 前掲書, 159ページ。ここでは、アサヒの初日に発行したCPは、住友銀行が買い取っていることが示されている。このことから、その後、アサヒが発行したCPは、その大部分を住友銀行が買い取っていたと推測される。これは、「金融機関が資金の出し手であるとともに仲介者でもあるという意味では、金融機関による貸出の一変形に過ぎない」という指摘もある。大崎貞和, 前掲書, 7ページ。
 - 31) 銀行は証券取引法第65条2項2号により、CPに関する証券業務を認められ、引き続きCPのディーラーおよび投資家としての立場を維持することができた。
 - 32) CP発行解禁当初は、投資家保護のため、原則として金融機関のバックアップ・ラインあるいは保証を必要としたが、91年には発行適格企業が格付け基準に一本化されるとともに、その格付け機関から保証等を必要としないと判断された場合には、金融機関の保証をつける必要はないとされた。
 - 33) 日本公社債研究所『日本公社債情報』1996年4月30日, 16ページ。
 - 34) CPの発行適格企業の基準については、日本公社債研究所, 前掲書, 6ページ参照のこと。
 - 35) 大崎貞和, 前掲書, 12ページ。
 - 35) この金融制度改革は、商法改正による社債受託制度改革とワンセットであり、銀行側は受託制度の放棄と引き換えに引受業務参入を手に入れたとする見方も示されている。松尾順介, 前掲書, 第2章4節。
 - 36) 日本公社債研究所『日経公社債情報』1995年8月7日, 5ページ。
 - 37) ここで、青木は、「リスク回避傾向の強いグループ企業は借入金を全部返してしまうと景気が悪くなったときに融資を受けられなくなるのではないかと恐れて、返却できるときでも全部は返却しない。その見返りに、長期的関係を結んでいる企業が本当に危なくなると、メインバンクや他のメンバー企業は「救助作戦」を実施する。これは、緊急ローンの枠拡大、利子支払の猶予、銀行からの管理チームの派遣、他のメンバー企業による技術援

助, 過剰労働力のメンバー企業による再雇用, グループ内での製品購買運動など, 多岐にわたる。(中略) ここでは, 苦況にある借手の立場からは事業保険の支払ともみなしうる」と述べている。青木昌彦著, 永易浩一訳

『日本経済の制度分析—情報・インセンティブ・交渉ゲーム—』1992年, 筑摩書房, 239ページ。

(大阪市立大学 大学院)