

我が国企業金融の変遷

深見泰孝

一、はじめに

企業金融の理論では、負債による調達は、負債比率が財務リスクを顕在化させるまで高まれば、期待倒産コストを上昇させる。このため、企業は収益性とリスクを加味し、企業価値を最大化する最適な資本構成を模索しつつ、期待倒産コストが高まらない範囲に、負債による調達は抑制するとされる。

戦後日本は、資本蓄積の低位性、様々な制約に

よる資本市場の未発達に加え、政策的に資源配分が可能なことから、間接金融を中心に据えた金融システムが選択された。また、人為的低金利政策の下で、企業も低利で資金を調達できる銀行借入を中心に資金調達を行い、その資金を積極的に設備投資へ投下していた。このため、戦後からバブル崩壊までの日本企業の財務上の特質を見ると、理論とは異なり、資本構成に占める借入金比率が諸外国のそれと比べて著しく高ま止るという特徴をもっていた。⁽¹⁾

ところが、バブル崩壊後、企業は一転して借入

金の返済を進め、「資金循環勘定」によれば、一九九八年には企業部門が資金不足主体から資金余剰主体に転じた。それ以来、一五年以上に亘ってその状態が続き、日本企業は財務上の特質であった「借金経営」に別れを告げたのであった。

企業部門が資金余剰であるのは、決して日本だけに限ったことではない。企業の資金余剰額の対GDP比は、イギリス六・一%、日本四・六%、アメリカ四・一%であり、主要先進国に見られる共通の現象でもある⁽²⁾。ただ、日本のように、一五年以上も企業部門が資金余剰であり続けている国は、これらの国でも見られない。また、最近の報道では、日本企業のもつ手元資金が約七〇兆円に達したことや、上場企業の約五二%が、実質無借金である⁽³⁾とされる⁽⁴⁾。

本稿では、日本企業の企業金融の歴史を振り返り、なぜ企業部門が資金不足主体から資金余剰主

体に転じたのか。そして、今後も企業部門は今しばらく資金余剰主体であり続けるのかという点について、財務省が発行している「法人企業統計」を用いて検討したい。

なお、本稿では「法人企業統計」の分類上、資本金一〇〇万以上一億円以下の企業を中小企業、資本金一億円以上一〇億円以下の企業を中堅企業、資本金一〇億円以上の企業を大企業とする。また、「法人企業統計」は、母集団となる企業数が年度によって異なるため、一社あたりの平均に割り戻して検討している。また、法人企業統計は年度別集計を用いている。

二、銀行離れが始まった石油 シヨック

まず、戦後日本企業の財務上の特質を概観しよ

う。戦後、日本企業のそれは、銀行借入に資金需要の多くを依存する「借金経営」であり、それを支えたのは、メインバンクであった。高度成長期には、企業の旺盛な資金需要に対して、メインバンクは豊富な低利資金の供給を通じて、企業活動を支援した。こうした融資関係に加えて、企業との株式持ち合いも行い、メインバンクは負債、株主資本の両面で企業の資金需要を支え、両者には強固な関係が築かれていった。

他方、企業も銀行から供給された豊富な低利資金を、積極的に設備投資へ投下し、高い経済成長を背景に、収益性よりも売上を優先して規模拡大を目指した。ただ、低収益性を規模拡大で弥补する仕組みは、高成長を前提としたものであったため、その挫折とともに限界が生じた。その転機が、石油ショックによって訪れた。

(1) 石油ショック以前の資金調達構造

石油ショックを契機に、日本経済は高度成長から安定成長へと移行すると、銀行から供給される豊富な資金を設備投資に投下し、低収益を規模でカバーする仕組みに限界が生じた。そのことは当然、企業金融にも影響を与えた。図表1に、業種別、規模別の資金調達状況をまとめた。

図表1によると、高度成長期を第一次石油ショックまでとするならば、当時の企業の資金調達のうち、四〇〜六〇％は銀行借入に依存していたことが分かる。当時のアメリカ企業の銀行借入が二〇％程度であったことを踏まえると、日本企業の銀行依存体質がいかに強かったかが理解できよう。これに内部調達を加えると約九〇％に達しており、両者で企業の資金需要をほぼカバーできていた。一方、資本市場からの調達は、資金蓄積の低位性や起債調整をはじめとする制約が課され

ていたこともあり、五〜一〇%にとどまっていた。

メインバンクによる低利資金の豊富な提供が、日本企業の発展を下支えてきたわけだが、安定成長期へ移行するとその関係に変化が見られた。製造業による銀行依存関係の緩和である。特に、大手製造業では「銀行離れ」が始まっていた。銀行依存関係の緩和は、次のような理由から始まった。

一つ目は、石油ショック後の減量経営によって、経営の効率化と企業業績が向上し、内部留保の充実が進んだことが挙げられる。特に、大手企業ほどその効果は大きく、一九七一年から一九七五年の経常利益の平均を一〇〇とすると、一九七六年から一九八〇年のそれは一五七・七へと大幅な増益を実現させていた。また、減量経営の効果も手伝って内部留保は二六七・八と大幅な充実を

見せていた。

二つ目に、設備投資の抑制が挙げられよう。経済成長率の減速に伴い、企業が設備投資には慎重な姿勢で臨んでおり、資金需要を低下させた。そして最後が、銀行への支払利息が経常利益を大きく上回っており、企業の金利負担が限界に達していたことであった。⁽⁶⁾資金需給両面からの修正によって、製造業では銀行依存関係の緩和が始まっていた。

しかし、こうした動きはその後、企業規模に応じて大きく異なった。すなわち、大手製造業が一貫して銀行借入を縮小させ、バブル期には返済へと転じたのに対し、中小、中堅製造業は横ばいにとどまっていた。それは、大手企業では業種間に跛行性はあったものの、国際競争力のある自動車、電機、精密機器といった組立加工産業が、輸出拡大を通じた利益拡大、内部留保の充実を実現

図表1 1960年～1990年までの業種別、規模別資金調達状況

(単位：百万円)

方法	業種	資本金	1961-75年	1975-85年	1986-90年	1991-98年	1999-2006年	2007-12年
増資	製造業	1000万-1億	3	0	-0	-0	-3	-5
		1億-10億	22	13	7	5	-18	-32
		10億-	482	918	2,305	480	468	96
	非製造業	1000万-1億	3	0	0	-0	-6	-7
		1億-10億	25	8	5	-3	-60	-40
		10億-	593	681	1,574	436	324	584
社債	製造業	1000万-1億	0	0	0	0	1	-1
		1億-10億	0	2	10	3	6	-7
		10億-	196	410	1,904	2	-585	-141
	非製造業	1000万-1億	0	0	0	0	0	-0
		1億-10億	-0	1	5	4	5	-5
		10億-	389	740	1,058	333	-226	147
銀行借入	製造業	1000万-1億	34	21	30	6	-3	-1
		1億-10億	202	108	143	27	-66	-26
		10億-	2,346	640	-759	303	-259	1,351
	非製造業	1000万-1億	35	24	53	9	-4	-2
		1億-10億	265	239	515	73	-107	-47
		10億-	3,664	2,692	5,441	112	-941	850
内部留保	製造業	1000万-1億	9	13	22	5	9	9
		1億-10億	57	113	209	63	154	92
		10億-	958	1,975	3,208	748	2,346	-658
	非製造業	1000万-1億	11	9	22	4	8	7
		1億-10億	85	93	210	12	103	76
		10億-	1,353	1,698	3,218	779	1,617	957
減価償却	製造業	1000万-1億	17	20	27	21	13	16
		1億-10億	125	188	258	283	246	274
		10億-	1,827	3,333	4,122	4,241	3,682	4,286
	非製造業	1000万-1億	11	12	16	13	8	9
		1億-10億	80	151	172	198	187	162
		10億-	1,705	2,969	5,021	4,714	4,563	3,701
合計	製造業	1000万-1億	63	55	79	32	17	18
		1億-10億	406	424	627	381	321	301
		10億-	5,809	7,276	10,781	5,774	5,652	4,934
	非製造業	1000万-1億	60	46	90	26	6	7
		1億-10億	455	492	908	285	129	147
		10億-	7,704	8,781	16,311	6,373	5,336	6,239

※表中の数値は、それぞれの期間の平均値を掲出、-0は10万円単位でマイナスがあったことを示す
(出所) 財務省『法人企業統計』より作成

したのに対し、中小、中堅企業では、輸出増加の恩恵が一部に留まったことや、消費財関連業種では利益率の低下も見られ、内部留保が大手企業のように高まらなかった。また、中小、中堅企業による資本市場での資金調達は、起債調整などであつてハードルが高く、代替調達手段に限界があつたことから中小、中堅企業の銀行依存の低下は、大手企業ほど劇的なものにはならなかつた。

(2) 大手製造業の銀行離れと時価発行

中小、中堅企業と大手企業との資金調達上の差異として、資本市場の利用を指摘したが、大手企業は資本市場を通じた資金調達も拡大させていた。この背景には、時価発行が本格化していたことが挙げられよう。

従来、日本企業の一般的な増資方法は、株主割当額面増資であつた。時価発行は一九六〇年代前

半からいくつかの事例が見られたが、これらはすべて額面増資と組み合わせて行う一部時価公募に過ぎなかつた。ところが、一九六九年に日本楽器製造（現在のヤマハ）が、六〇〇万株の時価発行を実施し、これが契機となつて時価発行が本格化していった。

それまで一般的だつた株主割当額面増資は、時価に係らず額面で株式を割り当てねばならず、額面価格と株価の差額がすべて株主に帰属した。しかも、当時、多くの主要企業の大株主は金融機関であつたため、配当が金融機関の実効貸出回りを下回らないよう、額面に対する配当率一〇％を維持しており、これらから増資は銀行借入より高コストの資金調達と認識されていた。そのため、増資による資金調達は、先行して行われた設備投資や、銀行貸出の事後的な返済資金の調達手段として用いられる程度にとどまつていた。⁷⁾

ところが、一方の時価発行は額面金額に関係なく、時価に近い価格で株式を発行できるため、額面価格と発行価格との差額（増資プレミアム）を発行会社に帰属させることができた。しかも、一九八一年の商法改正以前は、増資プレミアムは資本準備金として取り扱われ、資本金に組み入れる必要がなかった⁽⁸⁾。このため、資本準備金を配当負担のない無コスト資金と考える経営者が多く、しかも、プレミアム還元をする際も、一度に全部還元するのではなく、数度に分けて行えば、その間は資金コスト（配当のみのコスト）の上昇が抑えられるため、この点でも資金コストの引き下げを実現すると考えられていたのであった⁽⁹⁾。

こうした見かけ上の資金コストの低下は、増資を銀行借入より有利な資金調達と認識させ、大手製造業が時価発行による資金調達を活発にさせた。こうして、内部留保の充実と時価発行の本格

化が、大手製造業の銀行借入依存からの脱却の転機となり、企業金融に変革をもたらしたのであった。

三、エクイティ・ファイナンスの 盛行とバブル経済

(1) バブル経済とエクイティ・ファイナンス

石油ショックを契機に、製造業の銀行離れが始まり、なかでも大手企業は資本市場での調達を本格化させた。そして、バブル経済に至る過程で、大手企業はさらに資本市場からの資金調達を積極化させた。そのための準備として、「高株価経営」が行われた。発行会社は、時価発行を行うにあたり、株価が高いほど無コスト資金が獲得できると考え、一方でそれを引き受ける証券会社も、引受手数料が株価を基準に決まったため、お互いに高

株価を望んだ。そのため、株式の持ち合いを基礎にして、人為的に高株価を形成し、バブル期の株価高騰の素地が作られていったのであった。⁽¹¹⁾

こうした準備によって浮動株の減少が進んでいったところに、一九八五年、プラザ合意が成立すると、日本銀行は円高不況を懸念して公定歩合を数次に亘って引き下げた。公定歩合が引き下げられると、土地や株式といった資産価格の激しい上昇が始まった。資産価格の上昇を背景に、企業、家計とともに片方で負債を増やしながら、もう一方で、その資金を土地や有価証券に投資して、バランスシートの資産、負債の両方を肥大化させていった。

資産価格バブルは、企業金融に二つの方向を用意した。一つは株高を背景としたエクイティ・ファイナンス（特に、転換社債やワラント債発行）、もう一つは保有資産の担保価値拡大による

銀行借入の拡大であった。企業の対応は二つに分かれた。資本市場が利用可能な大手企業（製造業に加え、この時期からは大手非製造業も）は、時価ファイナンスによる資金調達を拡大させた。その内容は図表2に示しているが、国内では転換社債⁽¹²⁾、海外では新株予約権付社債の発行を急増させた。⁽¹³⁾

時価ファイナンスの急増によって得た資金は、借入金返済にも用いられたが、余資も発生していた。当時、証券会社は大口定期預金より高利回りを保証する営業特金を売り込んでいた。そもそも企業の保有する余資は、その多くが増資プレミアムであり、経営者はそれを無コスト資金と考えていたため、タダで調達した資金を一〇%前後で運用できるならと必要以上の資金が調達され、その多くが土地、株式、ファントラ、営業特金といった財テク投資に回された。

図表2 時価ファイナンスの状況

(単位：億円)

	株式			転換社債・新株引受権付社債			合計			資本市場を通じた調達	時価発行の割合
	国内公募	海外(DR)	計	国内	海外	計	国内	海外	計		
1981年	12,799	2,874	15,673	(200) 5,460	(443) 10,690	16,150	18,259	13,564	31,823	50,137	63.5%
1982年	7,759	626	8,385	(470) 4,645	(658) 6,933	11,578	12,404	7,559	19,963	39,643	50.4%
1983年	5,569	778	6,347	(170) 8,780	(3,231) 15,145	23,925	14,349	15,923	30,272	44,067	68.7%
1984年	7,047	494	7,541	(30) 16,145	(4,335) 16,606	32,751	23,192	17,100	40,292	59,938	67.2%
1985年	4,375	107	4,482	(550) 16,405	(8,662) 18,142	34,547	20,780	18,249	39,029	64,995	60.0%
1986年	4,741	6	4,747	(1,040) 35,720	(19,932) 24,784	60,504	40,461	24,790	65,251	93,017	70.1%
1987年	14,946	390	15,336	(-) 50,550	(34,390) 45,156	95,706	65,496	45,546	111,042	133,935	82.9%
1988年	34,668	165	34,833	(-) 69,945	(49,821) 60,486	130,431	104,613	60,651	165,264	192,052	86.1%
1989年	62,571	3,364	65,935	(9,150) 85,545	(82,698) 100,087	185,632	148,116	103,451	251,567	283,086	88.9%

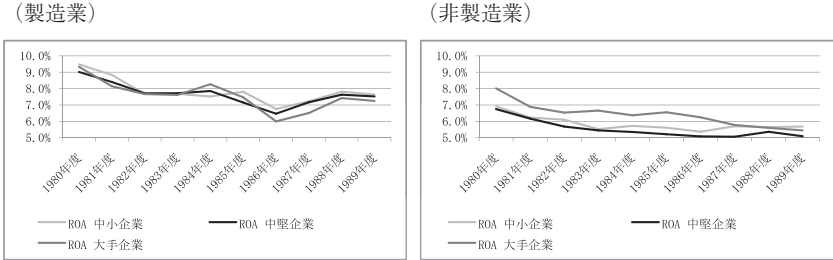
※ () 内は新株引受権付社債で内書

(出所) 大蔵省証券局年報編集委員会編 [1985][1989][1990]より作成

他方、既存優良顧客の銀行離れが顕在化した銀行は、中小、中堅企業に向けた融資に注力せざるを得なかった。当時喧伝された「土地神話」によって、不動産担保融資は返済の確実性が担保された案件と認識され、不動産、建設、卸売の三業種に対して集中的に行われた。それら三業種の借入額が、非製造業のそれに占めた割合は、中小、中堅企業では六五〜七〇%、大手企業でも約三〇%を占めており、融資の特定業種への集中が明白であった。

また、銀行に対するBIS規制適用が目前に控え、低位な自己資本と収益性の低い日本の銀行は、それへの対応を理由に相次いで大量の時価発行増資を行った。こうして調達した資金は財テク融資にも回され、銀行も加担して資産価格の上昇を煽った。資産価格の上昇が続く限り、融資枠の拡大、増資プレミアムの獲得が可能となる。この

図表3 税引前 ROA の推移



(出所) 財務省「法人企業統計」より作成

資金がまた財テクに投入されていき、負債と資産が両建てでスパイラル的に拡大していったのであった。

(2) バブル崩壊とバランスシート調整

バブル期には、過去最高の経常利益を計上した企業が続出した。しかし、これは図表3のROAの推移に見るように、収益性の向上によってもたらされたのではなく、規模拡大によってもたらされたに過ぎなかった。バブル崩壊に伴う資産価格の下落は、各企業のバランスシートを劣化させ、それが銀行部門にも波及し、日本の金融システムを不安定にさせた。

当時、銀行による有価証券投資額は、預金残高の二割に達していたと言われるが、銀行はBIS規制の算出にあたり、自己資本に有価証券の含み益も含めることを認めさせた。これは、資産価格

の下落が自己資本の毀損に直結し、銀行の健全性が資産価格の変動に左右されることを意味した。

また、銀行の融資先が資産価格バブルをテコに業容を拡大させていた不動産、建設、卸小売に集中しており、資産価格の下落は、銀行自身の資本劣化と貸出債権の不良債権化を意味した。

バブルはいつまでも続くわけではない。資産価格の下落が現実化すると、企業、銀行ともにバランスシートを急速に劣化させ、バランスシート調整を強制された。政府は、この問題の漸進的解決を目指して公定歩合を引き下げ、銀行に十分な業務純益と債券売買益を供与し、不良債権処理を支援した。⁶⁵⁾しかし、資産価格の下落は予想以上に進んだため、これだけでは不良債権処理費用は十分とは言えなかった。そのため、銀行は所有資産の売却、融資の貸し渋りと債権回収を進めていった。

また、企業も資産の劣化に加え、資産価格の下

落によって、バブル期に発行した新株予約権付社債の株式への転換が進まず、一九九三年に一〇兆円規模の償還が行われた。⁶⁶⁾その財源確保のためにも、バランスシートの調整は避けられなかった。

企業のバランスシート調整がどのように行われたのかを確認するため、図表4にバブル期、バブル崩壊から金融危機、金融危機からバランスシート調整が終わった時期、そして、それ以降に区分して、規模別、業種別に資産内容の変化をまとめた。

これによればバブル崩壊後、規模や業種に関わらず、運転資金、現預金、保有有価証券やその他投資の削減、抑制が進められたことが見て取れよう。なかでも、最大の削減が見られたのが現預金と運転資金であった。運転資金には在庫投資と売掛金、受取手形が計上されており、要因分析をすると、在庫投資の圧縮が最も大きく、次に売掛

我が国企業金融の変遷

図表4 資産内容の変化

(単位：百万円)

	業種	規模	1986-90年	1991-98年	1999-2006	2007-12年
設備投資	製造業	中小	40	24	12	14
		中堅	376	313	240	238
		大手	5,501	4,793	3,478	3,842
	非製造業	中小	27	17	7	7
		中堅	299	253	159	137
		大手	7,052	6,144	4,272	3,225
固定資産 (土地含む)	製造業	中小	8	4	1	1
		中堅	44	29	12	-2
		大手	480	348	263	81
	非製造業	中小	13	5	-0	0
		中堅	91	53	-3	5
		大手	984	874	195	349
運転資金	製造業	中小	14	2	1	-1
		中堅	97	22	15	6
		大手	1,150	91	515	257
	非製造業	中小	25	3	-0	-1
		中堅	301	-7	-9	19
		大手	3,400	-531	106	803
現預金	製造業	中小	7	-1	1	2
		中堅	29	-7	9	33
		大手	1,395	-587	-157	11
	非製造業	中小	11	-1	0	-1
		中堅	69	-26	-2	6
		大手	2,096	-691	-99	317
有価証券	製造業	中小	5	0	644	1
		中堅	49	8	35	4
		大手	1,778	935	1,334	376
	非製造業	中小	5	-0	0	-0
		中堅	78	-5	-9	-9
		大手	1,717	234	650	1,077
その他投資	製造業	中小	7	2	1	1
		中堅	58	25	52	21
		大手	1,839	931	2,040	599
	非製造業	中小	11	3	-0	2
		中堅	105	22	-5	-17
		大手	2,034	637	1,137	1,368

表中の数値は、それぞれの期間の平均値を掲出

(出所) 財務省「法人企業統計」より作成

金、受取手形の順で運転資金の圧縮が行われていた。

また、保有有価証券に関しては、持ち合い株の利回りは低く抑えられていたこともあり、金融機関、特に銀行株の売り切りが積極的に行われた。⁽¹⁷⁾

持ち合い株は長期的取引関係を基礎に保有しているものであり、それを売却することの意味は取引関係の希薄化を示す。つまり、一九九〇年代末の金融危機前に、既に大企業とメインバンクの関係は、融資面での依存関係に加え、株式の持ち合い解消も現実化してきており、強固な関係を誇った両者の関係が希薄化していたことの証左と言えよう。⁽¹⁸⁾

四、既存システムの解体と企業部門の余剰資金部門化

(1) 戦後企業金融システムの終焉

一九九七年一月三日、準大手証券会社の三洋証券が経営破綻し、会社更生法適用を申請した。

翌日、三洋証券への無担保コール融資がデフォルトすると、コール市場は混乱に陥り、北海道拓殖銀行がコール市場での資金調達ができず、一月一七日に破綻した。さらに、二四日には山一証券が自主廃業し、わずか一カ月の間に都市銀行、四大証券、準大手証券が相次いで破綻する金融危機が発生した。その翌年にも日本長期信用銀行、日本債券信用銀行と大手銀行の破綻が相次いだ。こうした金融危機や不良債権処理の遅れを受けて一九九七年秋以降、海外のコール市場で日本の金融

機関に対するジャパン・プレミアムが徴求された。政府も一九九八年と一九九九年に金融機関への公的資金注入を実施し、銀行の資本増強を図らざるを得ない状況にまで追い込まれていった。

バブル崩壊後の資産価格低下によって、銀行の不良債権は増加を続け、九〇年代後半には不良債権問題は深刻さを増した。一九九八年には金融再生法、早期健全化法を成立させ、金融機能の安定に向けた努力が続けられていた。ところが、不良債権額は、一九九二年九月末には一二兆三〇〇億円⁽¹⁹⁾（都長銀および信託銀行）と公表されたが、不良債権の開示範囲拡大があったとはいえ、二〇〇二年三月期の銀行全体のそれは約四三兆円に膨れ上がっていた。⁽²⁰⁾ こうした多額の不良債権の存在は、銀行が貸し渋りに加えて貸し剥かしを行う原因ともなった。金融危機以前には、取引関係を維持するため、銀行の持ち合い株の売却は、株式を

売り切るのではなく、益出しクロスによって売却益を計上し、それを不良債権処理費用に充ててきた。ところが、益出しクロスによる売却益計上が認められなくなり、株式保有金額にも制限が加えられたため、銀行もいよいよ持ち合い株の売却を開始した。⁽²¹⁾

既に銀行離れを進めていた大手企業は別として、銀行のこうした姿勢を反映して、中小、中堅企業も、製造業、非製造業を問わず、一九九八年以降二〇〇六年まで銀行借入を返済させており、内部調達に依存せざるを得なくなっていた（図表1）。外部資金の調達が困難となったことから、これまで行ってきた運転資金などの抑制に加え、設備投資の抑制が始まった。すでにバブル崩壊後から設備投資は、減価償却費程度に抑えられていたが、図表1と4によると、投資額が減価償却費を下回る水準にまで抑制され、それは維持修繕投

資や更新投資の抑制も始まったことを意味した。

こうした動きに比例するように一九九八年には、企業部門が資金余剰主体に転換した。こうして、戦後の企業金融システムを支えた融資、株式持ち合い関係を通じて構築された、企業と特定銀行との強固なメインバンク関係は、解体を迎えたのであった。

(2) 新しいシステムへの転換と企業の収益性改善

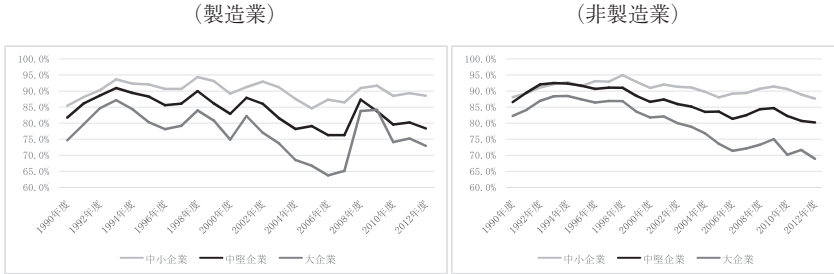
バブル崩壊後、戦後の企業金融を支えたメインバンク関係は弱体化し、企業を取り巻く環境は大きく変化した。それは資金提供者の変化とガバナンスの変化であった。従来は、銀行が融資および株主として、企業に資金提供してきたが、それに代わって機関投資家や外国人の台頭が見られた。また、ガバナンスにおいてもメインバンクによるものは、状態依存型と言われ、企業財務に問題が

ない時は経営者に裁量権を認め、悪化した時に介入が行われていた。²²⁾ 他方、外国人や機関投資家は、収益性向上や企業価値向上を強く訴え、時には「モノ」を言う株主として、経営改善を迫ることもある。

こうした変化は企業に変革を求めた。規模拡大を重視する旧来のシステムから、収益性、企業価値の向上を求める新たなシステムへの移行は、企業に収益性強化を強く意識させた。一九九〇年度以降の、損益分岐売上高対売上高比率を図表5に示したが、製造業、非製造業とも、一九九〇年代よりも格段に改善していることが確認できよう。この要因を調べると、「三つの過剰」と言われた過剰雇用（人件費）、過剰設備（減価償却費）、過剰債務（金融費用）のうち、人件費、金融費用の大幅な低下が大きく貢献していた。

この比率の改善は、規模に比例して改善がみら

図表5 損益分岐点売上高対売上高比率の推移

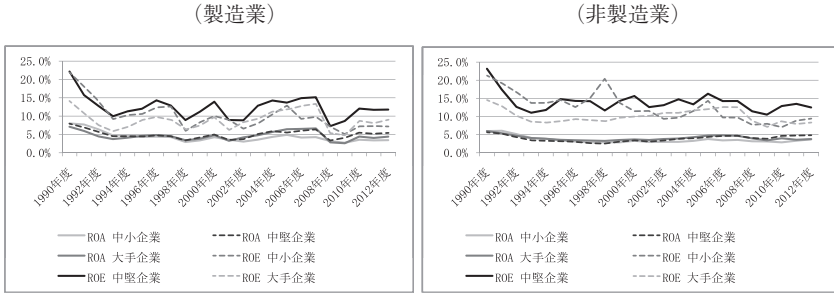


(出所) 財務省「法人企業統計」より作成

れ、大手企業ほど「三つの過剰」を積極的に抑制、削減させていた。また、全体的にも二〇〇六年頃に最も改善している。二〇〇六年の『年次経済財政報告』では、「雇用・設備・債務の三つの過剰を解消し、より強固な財務体質への転換に成功した」との認識が示され、日本企業のバランスシート調整は約一五年の月日はかかったが、ようやく終結の時を迎えたのであった。バランスシート調整の効果は、図表6に示した税引前ROAの改善にも顕著に表れており、特に二〇〇一年度以降の製造業のその改善は、二〇〇八年に発生したリーマンショックの影響を受けて、一時的に落ち込んだものの注目されよう。

このように、税引前ROAの改善は見られたが、投資家が投資判断によく用いているROEは伸び悩んでいる。それはなぜだろう。税引前ROEは次の計算式《ROE＝経常利益÷株主資本》

図表6 税引前 ROA、ROE の推移



(出所) 財務省「法人企業統計」より作成

によって計算されるが、この式は事業利益率と財務レバレッジに分解することができ、次の計算式

$$\text{ROE} = \text{ROA} + (\text{ROA} - \text{負債利率}) \times \text{負債・株主資本比率}$$
 に変化させることができる。
 つまり、税引前 ROE は、事業利益率の改善か、もしくは ROA が負債利率を上回る限り、財務レバレッジを改善すれば、上昇させることができるのである。

二〇一二年度の税引前 ROA は、製造業が四・四％、非製造業が四・一％まで回復している。借入金利はゼロ金利政策を反映して、二〇一二年度の製造業のそれは〇・七％、非製造業のそれは〇・八％まで下がっており、税引前 ROA の方が大きく上回っている。他方で、負債比率は一九八九年度には、製造業は二・九倍、非製造業は六・九倍にも達していたが、これまで述べてきたように、バブル崩壊後、企業は優先して負債を返済し

てきた。その結果、二〇一二年度のそれは、製造業が一・四倍、非製造業は一・八倍にまで低下している。

本来ならば、現状では多少負債を増やしたとしても財務リスクは高まらないため、財務のレバレッジ効果を狙って負債による資金調達が行われずともおかしくはない。ところが、日本企業では図表1に示したとおり、負債調達を増やしているのは大手企業だけに過ぎない。しかし、それも詳細に見れば、リーマンショックの影響で手元資金を厚めに確保するため、短期借入を一時的に増やしたに過ぎず、積極的な資金需要に応じたものとは言い難い。

では、なぜ日本企業は負債による調達をしないのだろうか。リーマンショックによって、収益性が落ち込んだ日本企業は、経常利益も回復過程にある。しかし、それを要因分析すると、最も大きく

貢献しているのは人件費の削減であり、売上高の寄与はマイナスであった。つまり、リーマンショック以後、収益性が回復しているとは言っても、それは売り上げの増加を伴うものではなく、人件費も含めたリストラによって実現しているだけである。

リーマンショック後の設備投資額は、減価償却費より少なく、維持修繕投資や更新投資も抑制されていると考えられる。最近の報道では、製造業の設備使用期間は、一九八〇年代に比べて約二倍の一九・四年まで伸びているとされ、新規設備需要がなかなか起きていない。たしかに、低成長下で資本コストに見合った投資案件が少なかったこともあろうが、それだけの理由なのだろうか。一九九〇年代末の金融危機後、資金調達に苦労した経営者にとっては、銀行が貸し渋りや貸し剥がしを続けた二〇〇〇年代初頭には、設備投資よりも

内部留保充実を優先させたことは、致し方のない面もあった。それは、経営者が投資に伴うリスクを負うことよりも、財務の安定を優先させたと考えられるからである。

しかし、リーマンショック後、ROAの回復と負債の返済により倒産リスクは低下し、財務レバレッジが機能する状況にもかかわらず、設備投資や負債が増加しない。パナソニックは、二〇一二年一二月期に負債が一兆円を超え、自主経営が脅かされるとの危機感²⁵⁾から、資産売却や運転資金の圧縮などを進め、二〇一五年三月期には実質無借金状態になる見通しとなった。そして、今後「実質無借金を一つの軸にした²⁶⁾」としている。つまり、自主経営を維持するため、負債調達には消極的とも読めよう。また、武田薬品工業の長谷川社長も、ナイコメッド買収後、手元現金に対する意識の高まりから、新規買収には「『また借金

するの²⁷⁾か』と思うと、より慎重にならざるを得ない」と言っている。こうした実質無借金企業は、パナソニックや武田薬品工業といった、過去から無借金経営を志向してきた企業のみならず、最近が増えてきている。それは、二〇一〇年三月期には上場企業の四四・九%であったが、二〇一一年三月期には四八・五%、二〇一二年三月期は四九・七%、二〇一三年三月期には五二%²⁸⁾なっている。

松村「一九九七」は、メインバンク制や株式持ち合いは、経営者の裁量権確保に寄与したことを指摘している。メインバンク、株式持ち合い制といった旧来の企業金融システムが崩壊した後、むしろ内部留保の充実は、パナソニックの事例で見られるように、資金提供者からの圧力を抑制し、経営者の裁量権を確保する術として採られているとも考えられる。このように考えるならば、企業

の資金余剰状態は、財務安定の優先、低成長下で資本コストに見合った投資案件が少なかったことに加え、経営者の裁量権を確保といった要因も考えられ、今後もしばらく続くと予想されよう。

五、むすびにかえて

本稿では、日本企業の企業財務の歴史を振り返り、なぜ企業部門が資金不足主体から資金余剰主体に転じたのか。そして、今しばらく企業部門が資金余剰主体であり続けるのかという点について、歴史的に検討した。

前者に関しては、戦後、日本企業が収益性より規模拡大を優先できたのは、戦後の企業金融システムを支えた融資、株式持ち合い関係を通じて構築された、企業と特定銀行との強固なメインバンク関係が大きく寄与していた。この仕組みによっ

て、低利資金が豊富に調達でき、高成長を背景にした積極的な設備投資を可能にした。また、この仕組みでは、銀行は経営状態が悪化しない限り、経営介入は控えて経営者の裁量権を認めていた。そのため、経営者も短期的には資金提供者の想定する期待収益が見込めないが、長期的にはそれが見込めると判断すれば、設備投資の実行を判断できたのであろう。

ところが、石油ショックを転機に、この仕組みは少しずつ解体に向かっていった。経営者にとって時価発行は、安い資金コストで資金を調達できるものと認識されており、時価発行を積極化させた大手製造業が、銀行借入の比重を低下させ始めた。また、増資プレミアムは無コスト資金と認識され、必要以上に調達された資金は、財テク投資に回された。他方、既存顧客の流出に遭遇した銀行は、中小、中堅企業向けの不動産担保融資に活

路を見出したかに見えた。しかし、不動産、建設、卸小売りといった特定業種への融資集中と財テク投資は、資産価格バブルをさらに煽る結果となり、バブル崩壊後のバランスシート調整を厳しいものにする事となった。

バランスシート調整が始まると、銀行は貸し渋り、融資債権の回収を進めた。特に、一九九七年秋以降の金融危機後、それは加速した。これに対応して企業も人件費や金融費用、設備投資の抑制によって得た資金を、融資返済に充てざるを得なくなった。こうした両者の関係希薄化は、株式持ち合いの解消を促し、戦後日本の企業金融システムを支えた仕組みはついに解体された。そして、旧来の仕組みに代わる新たな仕組みは、収益性、企業価値の向上を求めてきた。それゆえ、企業は収益性強化を強く意識し、リストラによって収益性を高めるとともに、手元資金を充実させ、資金

余剰を膨らませることになった。

資金需要を活発にするには、新規設備投資が不可欠である。しかし、バブル崩壊後、一貫して設備投資は減価償却費と同等、もしくはそれを下回る規模でしか行われていない。それは、金融危機時に資金繰りに苦労した経営者が、内部留保の充実による、財務の安定を優先させたためであろうが、リーマンショック後の落ち込みから回復した後も、無借金経営を志向する企業は増え続けている。それは、人口減少や低成長が予想される下で、資本コストに見合った投資案件が少なかったことがある。これに加え、旧来のメインバンク制と株式持ち合いによって、経営者の裁量権を確保してきた経営者にとって、内部留保の充実を新たな企業金融システム下での経営者の裁量権確保の術にしたとも考えられよう。このように考えると、今後もしばらく、企業の資金余剰は続くであ

ろうと思われ。

ただ、最近、一部大企業にはROE向上のために、レバレッジを上げる動きも見られる。こうした動きが、企業の資金需要に今後どの程度影響を及ぼすのかは注目する必要がある。

(参考文献)

- 青木昌彦「一九九五」『経済システムの進化と多様性—比較制度分析序説』東洋経済新報社
- 井出正介・高橋文郎「二〇〇六」『ビジネス・ゼミナール経営財務入門 第三版』日本経済新聞社
- 伊藤正晴「二〇一一」『株式持ち合いの変遷と展望』『金融』七月号、全国銀行協会
- 大蔵省証券局年報編集委員会編「一九八五」『大蔵省証券局年報 昭和六〇年版』
- 大蔵省証券局年報編集委員会編「一九八九」『大蔵省証券局年報 平成元年版』
- 大蔵省証券局年報編集委員会編「一九九〇」『大蔵省証券局年報 平成二年版』
- 岡部光明「二〇〇二」『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会

川合一郎「一九七九」『日本の証券市場—証券恐慌以後—』東洋経済新報社

経済企画庁編「一九九三」『一九九三年版年次経済報告』

経済産業省「二〇〇五」『平成一七年産業活動分析』

経済産業省「二〇〇六」『平成一八年度年次経済財政報告』

坂野常和「二〇〇四」『私と証券』中央公論事業出版

新美一正「一九九四」『高度成長前半期の我が国証券会社経営』

『Japan Research Review』日本総合研究所、一一月

西村吉正「一九九九」『金融行政の敗因』文春新書

松村勝弘「一九九七」『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス』中央経済社

山田弘史・野田正穂編「一九九七」『現代日本の金融—破綻の

構造と改革の方向—』新日本出版社

(注)

- (1) 川合「一九七九」一〇四—一〇七頁
- (2) 白川方明日本銀行総裁講演録「日本経済の競争力と成長力の強化に向けて」二〇一三年二月二八日 (http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/kol130315a1.pdf)
- (3) 「日本経済新聞」二〇一四年五月二四日朝刊
- (4) 「日本経済新聞」二〇一三年六月二日朝刊
- (5) 川合「一九七九」一〇五頁

- (6) 『法人企業統計』を用いて、一九七一年から一九七五年の経常利益に対する支払利息の割合を調べてみると、中小製造業以外は軒並み一〇〇%を超えていた。参考までにその数値を挙げると、中小非製造業は一一四・四%、中堅製造業が一五四・〇%、非製造業が一八七・三%、大手製造業が一七六・六%、非製造業が一六二・五%であった。規制金利下では支払利息を減らすには元本返済しか途はなかった。
- (7) 新美「一九九四」一四頁
- (8) 一九八一年以降は、払込価格の最低五〇%までを資本金に組み入れることとなった。
- (9) 坂野「二〇〇四」二七七頁
- (10) 松村「一九九七」一五一頁
- (11) 坂野「二〇〇四」二七〇―二八七頁
- (12) 当時、転換社債が選択されたのは、転換権行使によるキャピタルゲイン獲得の可能性があるために、金利を低利に設定できたからであった。
- (13) 海外での証券発行が急増したのは、国内の規制（起債基準や有担保原則）を逃れることと海外市場では低金利での資金調達が可能だったことに起因する。特にスイス市場は金利が低く、一九八四年以降の平均クーポンを挙げておけば、一九八四年・二・〇〇%、一九八五年・一・六五%、一九八六年・一・一五%、一九八七年・〇・六二%、一九八八年・〇・五四%、一九八九年・〇・三%であった。
- (14) 山田・野田編「一九九七」三三頁
- (15) 山田・野田編「一九九七」三六頁
- (16) 「日本経済新聞」一九九三年二月三二日
- (17) 岡部「二〇〇二」五九頁
- (18) 図表5によれば、有価証券が大幅に拡大しているが、これは二〇〇一年三月期に時価会計が導入され、評価益の計上が始まったためと思われる。
- (19) 岡部「二〇〇二」五九頁
- (20) 「日本経済新聞」二〇〇七年一月二六日
- (21) 伊藤「二〇〇一」二二―二二頁
- (22) 青木「一九九五」二二頁
- (23) 経済産業省「二〇〇六」一三三―一七三四頁
- (24) 「日本経済新聞」二〇〇四年五月五日朝刊
- (25) 「日本経済新聞」二〇〇二年二月二日朝刊
- (26) 「日本経済新聞」二〇〇四年五月二〇日朝刊
- (27) 「日本経済新聞」二〇〇二年三月一七日朝刊
- (28) 「日本経済新聞」二〇〇一年一月一九日、二〇〇一年九月一四日、二〇〇二年六月四日、二〇〇三年六月二日朝刊。
- また、図表1では規模、業種を問わず、二〇〇七年から二〇一二年の内部留保が一九九九年から二〇〇六年と比較して減少しているが、これは二〇〇八年に内部留保を大幅に取り崩したことが大きく影響している。これを除けば、一

我が国企業金融の変遷

九九九年から二〇〇六年と比較しても同程度の内部留保が行われている。

(ふかみ やすたか・当研究所主任研究員)