

企業の資金調達動向

- 銀行借入と代替的な資金調達手段について -

【要 旨】

- 1．わが国では欧米主要国に比べ、企業の資金調達に占める銀行借入の割合が高く、銀行の投融資行動の及ぼす影響が相対的に大きい。一方、企業間信用、社債、株式といった調達手段も存在する。本調査は、90年代に機能不全に陥ったと言われた銀行借入を、銀行借入以外の資金調達手段がどの程度補完する役割を担ったか、あるいは十分に補完できなかったとすればどのような問題をはらんでいたかについて考察することを目的とする。
- 2．借入、企業間信用の割合が高く、一方で債券、株式の割合が低いという日本企業の資金調達の構造については、90年代以降も大きな変化はみられない。また、企業への資金供給部門構成も、資金調達手段によって差異があるにせよ、金融機関全体で5割弱を占めている状態が続き、大きな変化はみられない。
- 3．債券の大部分を占める社債については、大企業（特に上場企業）では中心的な資金調達手段としての地位を確立しているのに対し、中堅・中小企業ではほとんど利用されていない。また、大企業の中でも製造業、電力業、運輸・通信業といった特定の業種に偏っている。借入と社債の企業別シェアの集中度を計算すると、借入では集中度が緩やかに低下しているのに対し、社債は90年代を通じて上昇し、一部の企業へ集中を高めている。「設備投資行動等に関する意識調査」への回答を格付別に集計すると、銀行借入を主たる資金調達に位置付ける企業の割合が全体的に高く、また上位格付企業で社債を主たる資金調達手段として位置付ける企業も金利におけるメリットをそれほど享受していないことがわかる。総じてみると、未だ社債利用の裾野は狭い。
- 4．パネル分析によれば、社債を相対的に多く利用した場合に負債の利子率が低下することが確認できるが、普通社債のみを取り上げて同様の推計を行った場合には逆に負債の利子

率が高くなることが確認された。これは社債の中でもエクイティ債発行による名目上のコスト低減の効果が大きかったことを示唆している。普通社債は長期借入金に比べて平均的には返済（償還）期間が長く、資金供給部門の構成も異なることから、普通社債を発行する企業は期間のメリットと調達先の多様化を求めていたことが示唆される。同時に、金利が一本調子で低下し続けた90年代には、「長期固定」の社債金利が事後的にみて金利面で不利に働いていた可能性もある。

5．企業間信用については、企業の資産効率向上に向けた動きの中で、業種別、規模別を問わず、売掛金・買入債務ともに、対総資産比、対売上比で低下を続けている。

金融環境が厳しくなると、信用力の高い大企業が、取引先または資本関係のある中小企業に補完的な形で信用を供与する、あるいは商社が「商社金融」としての役割を果たすといわれることがある。これを検証すると、金融機関の貸出態度が厳しくなった時期に一時的に売掛債権の回転期間を長くしており、企業間信用が金融機関の与信行動に対してある程度補完的な役割を果たしてきたことがわかる。

6．株式については、新興市場の整備等もあり、上場社数は増加傾向にあるものの、株式による資金調達額は低迷している。持ち合い株式の解消といった株式保有構造の変化が90年代以降の株式価格を下押しし、株式による資金調達を妨げた可能性がある。

7．借入以外の資金調達手段は、その調達手段特有の性質、あるいは持ち合い株式解消といった90年代に一時的に生じた問題により、十分に補完的な役割を担うことができなかった。今後、こうした一時的な要因が解消されれば、ある程度活発化することが考えられる。銀行のリスク許容力に限界があるとすれば、多種多様な主体が企業または事業をチェックし、多様なルートで資金を供給していくシステムが発展していくことが望ましい。

[担当：加賀林 ^{かがばやし} 陽介 ^{ようすけ} E-mail : yokagab@dbj.go.jp]

企業の資金調達構造

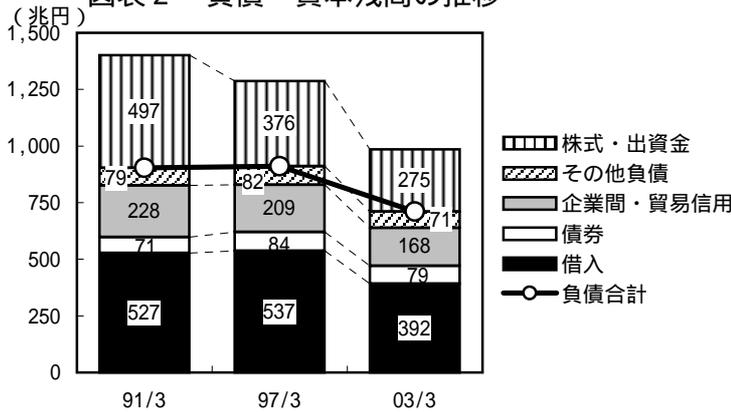
- ・日本企業の資金調達は、ドイツと同様借入が主体であり、株式・債券主体の米国と好対照をなしている。また、米独と比べて企業間信用の割合が高い。
- ・日本企業の資金調達は、借入が90年代半ばまで増加した後減少に転じ、一方、相対的に減少幅が小さかった債券の構成比が90年代を通して上昇した。
- ・各資金調達手段に対する資金供給部門構成は大きく異なっているが、90年以降を通してみると総じて資金供給部門構成に大きな変化をもたらすものではなかった。

図表1 企業の金融負債・資本残高（日本・米国・ドイツ）

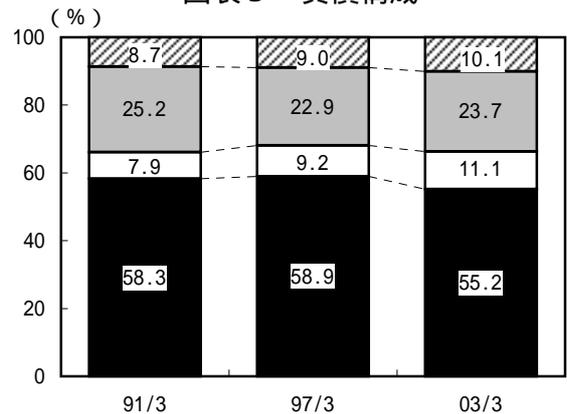
	日本		米国		ドイツ	
	金額 (兆円)	構成比 (%)	金額 (百億ドル)	構成比 (%)	金額 (百億ユーロ)	構成比 (%)
借入 (民間金融機関借入)	392 (299)	39.8 (30.4)	188	9.6	136	43.2
債券	79	8.0	284	14.5	7	2.3
企業間信用	168	17.1	145	7.4		
その他負債	71	7.3	266	13.6	44	13.8
株式・出資金	275	27.9	1,070	54.8	128	40.7
合計	985	100.0	1,952	100.0	314	100.0

- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、FRB「Flow of Funds Accounts of the United States」
Deutsche Bundesbank「FINANCIAL ACCOUNTS FOR GERMANY」により作成。
2. 日本：非金融法人企業、米国：農業を除く非金融法人企業、ドイツ：非金融法人
3. 米国については、対内直投を負債から株式・出資金に振り替えている。
4. 日本は03年3月末、米独は02年12月末。

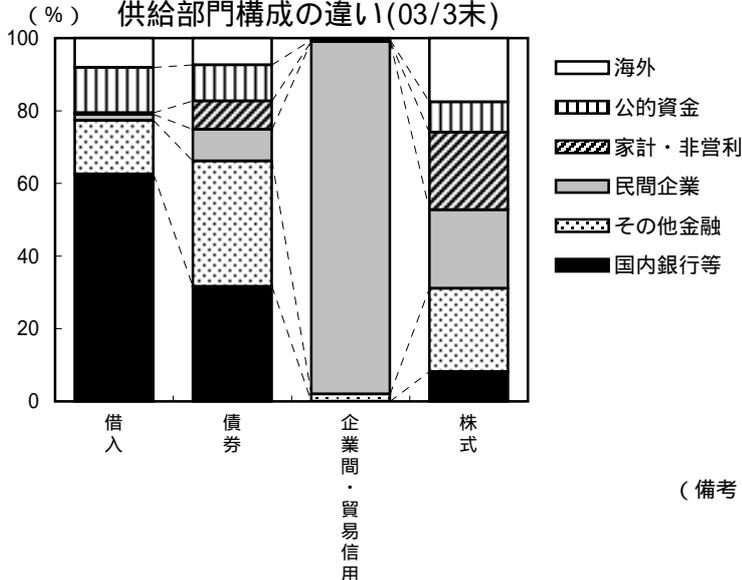
図表2 負債・資本残高の推移



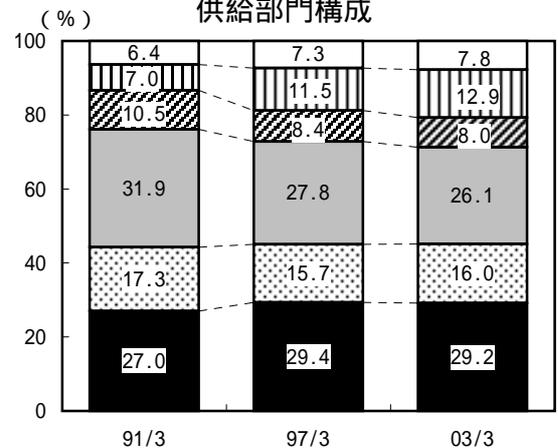
図表3 負債構成



図表4 資金調達手段ごとの資金供給部門構成の違い(03/3末)



図表5 企業への資金供給部門構成

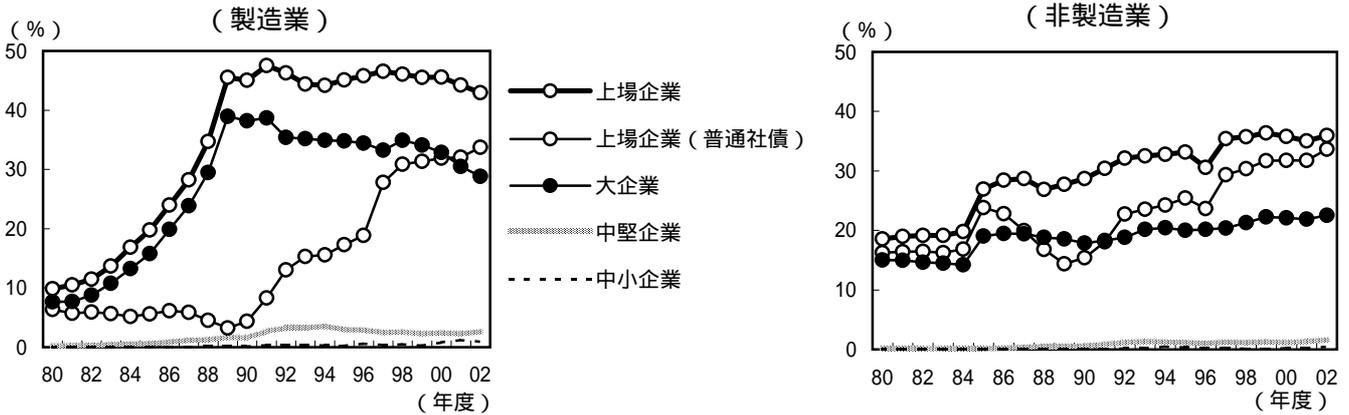


- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」をもとに試算。
2. 国内銀行等は、国内銀行、農林系、中小系機関の合計。
3. 公的資金は、一般政府（公的年金含む）、郵貯、簡保、政府系金融機関、中央銀行の合計。
4. 海外には、在日外銀を含む。

社債（１）

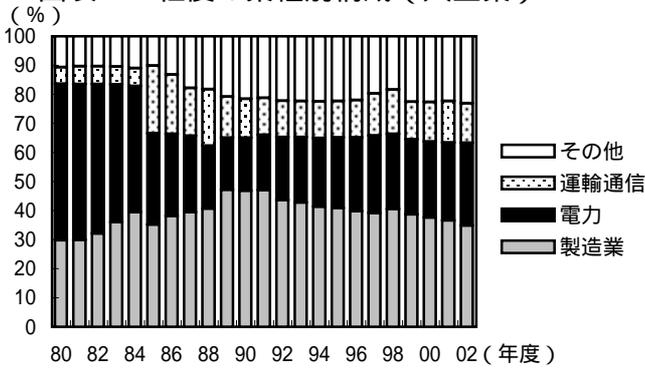
- ・社債を利用している企業は大企業、特に上場企業に限られており、中堅・中小企業ではほとんど利用されていない。
- ・大企業の中でも製造業、電力、運輸通信業等特定の業種に利用が偏っている。
- ・上場企業の企業別シェアの集中度をみると、普通社債の集中度が低下しているものの、借入に比べて高い水準にとどまっている。
- ・主として用いる資金調達手段として社債を選択するのは上位格付の企業に偏っており、そうした企業でも借入にコスト面の優位性を感じている場合がある。

図表６ 資金調達に占める社債の割合



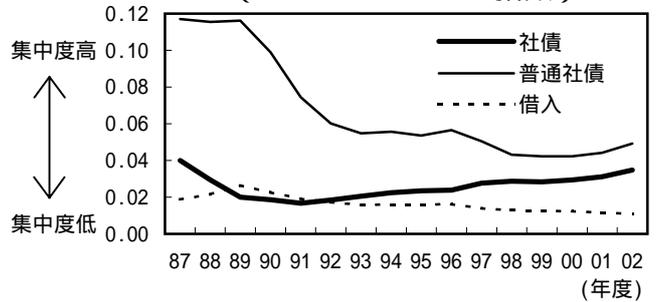
(備考) 1.財務省「法人企業統計年報」、日本政策投資銀行「企業財務データ」により作成。
 2.大企業、中堅企業、中小企業は、それぞれ資本金10億円以上、1億円以上10億円未満、1億円未満。
 3.社債/(短期借入金+長期借入金+社債+受取手形割引残高)により作成。

図表７ 社債の業種別構成（大企業）



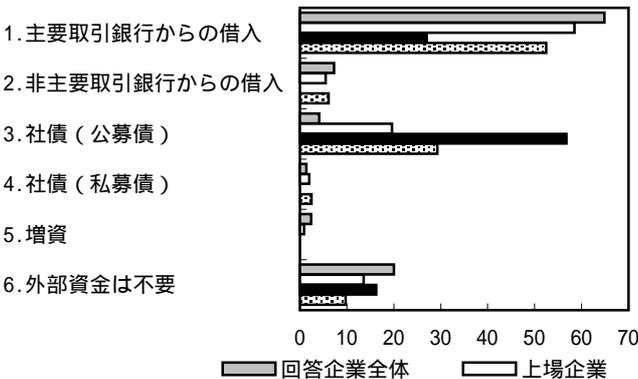
(備考) 財務省「法人企業統計年報」により作成。

図表８ 借入と社債の集中度（ハーフィンダール指数）

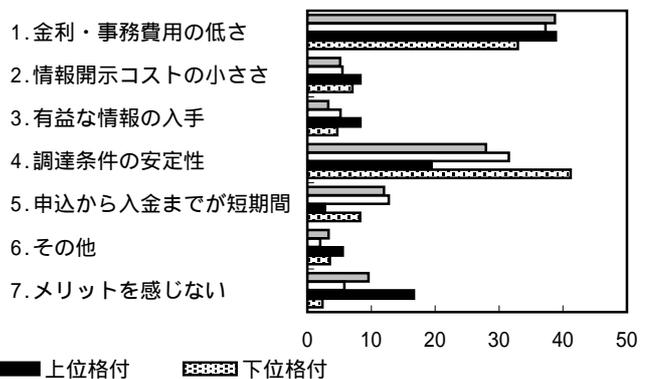


(備考) 1.日本政策投資銀行「企業財務データ」により作成。
 2.各企業の全企業に占めるシェアを2乗して合計。完全独占の場合は1となる。

図表９ 近年、主として用いる外部資金調達手段



図表10 社債と比較した銀行借入のメリットで最も重要なもの

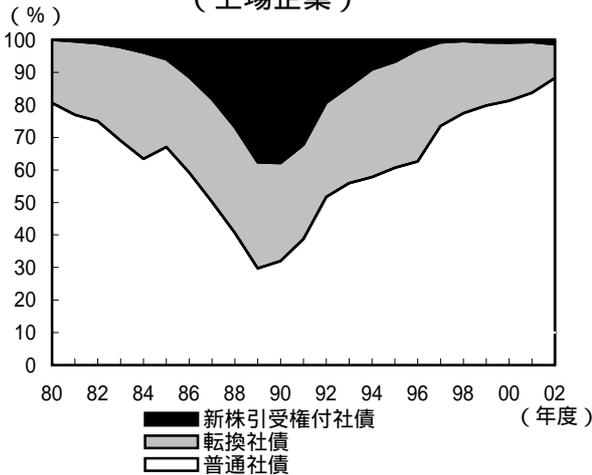


(備考) 1.日本政策投資銀行「設備投資行動等に関する意識調査」（2003年8月）、ムーディーズにより作成。
 2.上位格付はAaa～A3、下位格付はBaa1～Caa1。

社債（2）

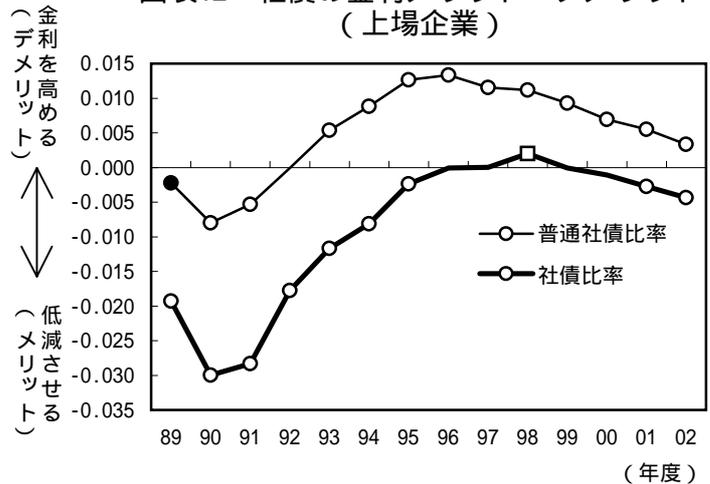
- ・ 上場企業について、社債を種類別にみると、90年前後にはエクイティ債の構成が高まり、対照的に90年代以降は普通社債の割合が高まっている。
- ・ 社債利用による金利メリットがあったのは90年代前半であり、普通社債だけをみると、90年代前半から負債利率を相対的に高めている。
- ・ 長期借入金と普通社債の返済年数を比較すると、概ね普通社債の方が長くなっているが、金利が企業の見通し以上の低下を続けてきた90年代は、長期固定の普通社債を多用した企業の方が事後的には負債の利率が高くなっている。

図表11 種類別社債残高構成
(上場企業)



(備考) 日本政策投資銀行「企業財務データ」により作成。

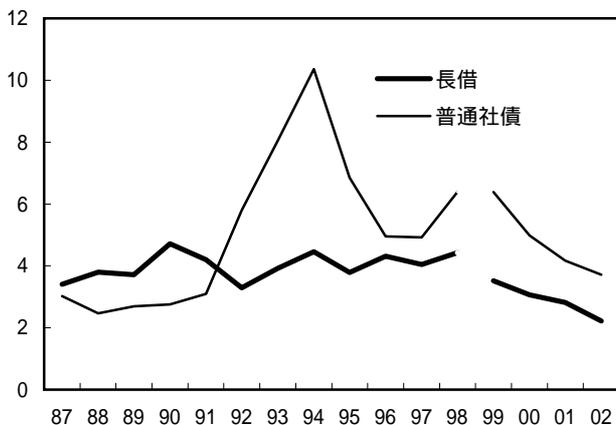
図表12 社債の金利メリット・デメリット
(上場企業)



(備考)

1. 日本政策投資銀行「企業財務データ」により作成。
2. 社債（または普通社債）の利用が、有利子負債利率にどの程度影響を与えているかの分析を行ったもの。
3. $\text{負債利率} = \text{社債比率} \times (\text{社債} / (\text{長期借入金} + \text{社債}))$
または
 $\text{負債利率} = \text{普通社債比率} \times (\text{普通社債} / (\text{長期借入金} + \text{普通社債}))$
について全企業パネル推計を行い、に年度ダミーを用いて係数を逐年で表したもの。は1%有意、は5%有意、は10%有意。

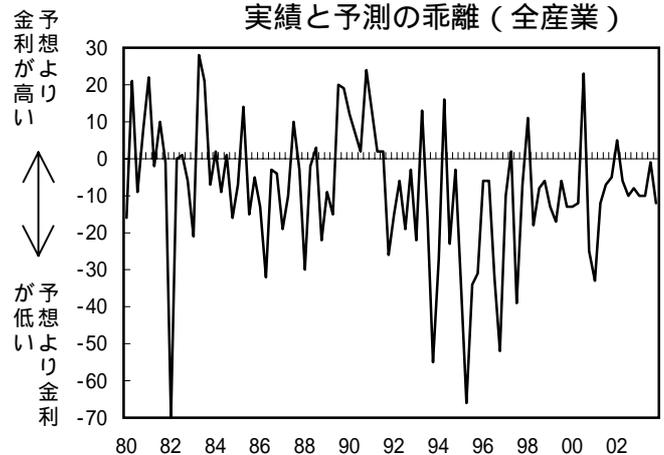
図表13 社債及び長期借入金の返済年数
(上場企業)



(備考)

1. 日本政策投資銀行「企業財務データ」により作成。
2. 期首残高を返済額（または償還額）で割ったもの。
3. 98年度以前は個別決算、99年度以降は連結キャッシュフロー計算書により作成した連結ベースの数値。

図表14 借入金利水準DI
実績と予測の乖離（全産業）



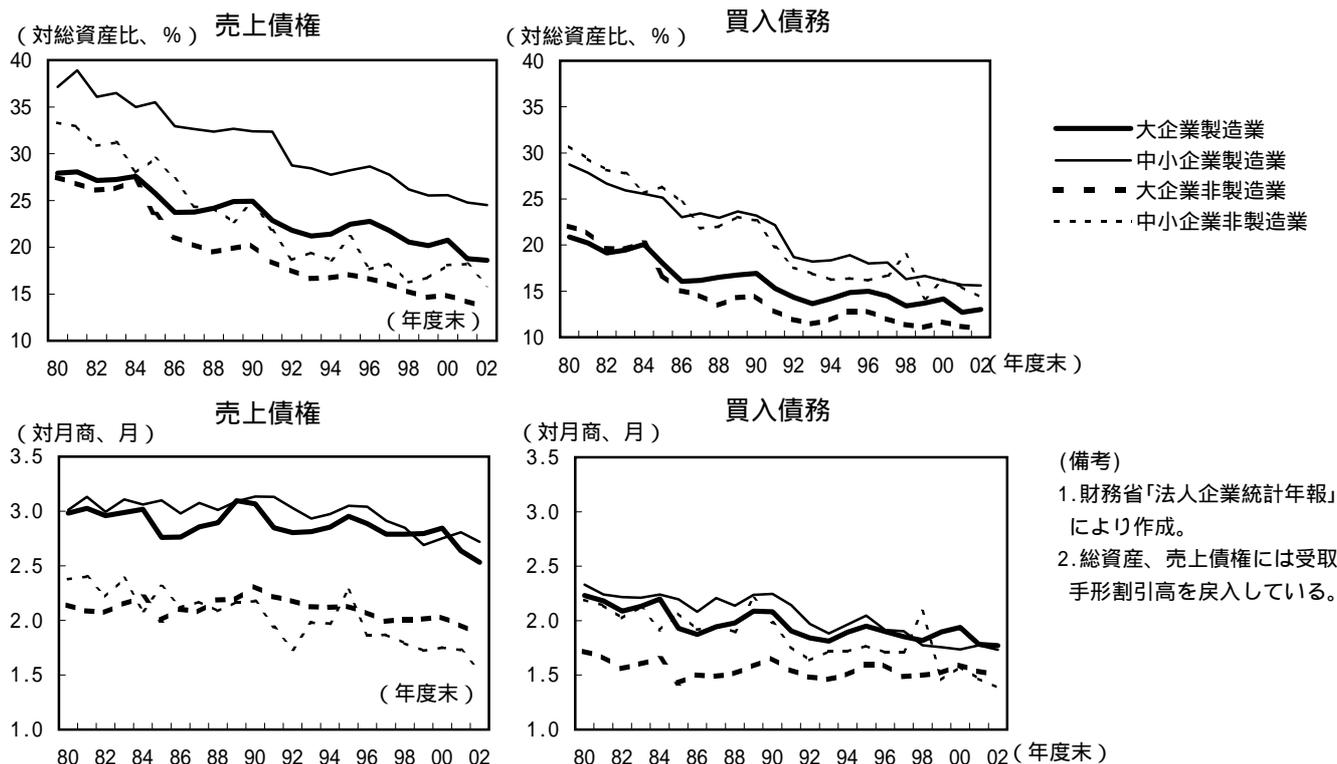
(備考)

1. 日銀短観により作成。
2. (当期の実績) - (前期における当期の先行き予測)。マイナスが大きいほど予測よりも金利が低下したと考える企業が多いことを示している。

企業間信用

- ・長期トレンドを業種・規模別にみていくと、対資産比では売上債権、買入債務ともに、全ての部門において低下が続いているが、これは固定資産の増加とそれに見合った長期負債・自己資本の増加によるものである。そこで対月商比でみると、売上債権、買入債務ともに横ばいないし若干の低下がみられる。企業の資産効率向上に向けた動きが背景にある。
- ・企業間信用については、金融機関の貸出態度が厳しくなるとともに長期化するという関係がみられ、金融機関の貸出態度に対して補完的な役割を果たしていることが示唆される。

図表15 規模別・業種別企業間信用の推移



図表16 企業間信用に関する推計

被説明変数：売上債権回転期間（対月商、前年同期差）

推計期間：1981年第 四半期～2003年第 四半期

	説明変数		DW	adj-R2
	金融機関貸出態度 D I 前年同期差 (全規模・全産業)	売上高 対前年比伸び率 (全規模・全産業)		
大企業製造業	-0.0021 (-2.58) **	0.71 (3.68) ***	0.70	0.16
大企業非製造業	-0.0023 (-3.53) ***	0.63 (4.12) ***	1.02	0.22
大企業卸売業	-0.0029 (-2.87) ***	0.43 (1.84) *	1.06	0.09

被説明変数：借入債務回転期間（対月商、前年同期差）

推計期間：1981年第 四半期～2003年第 四半期

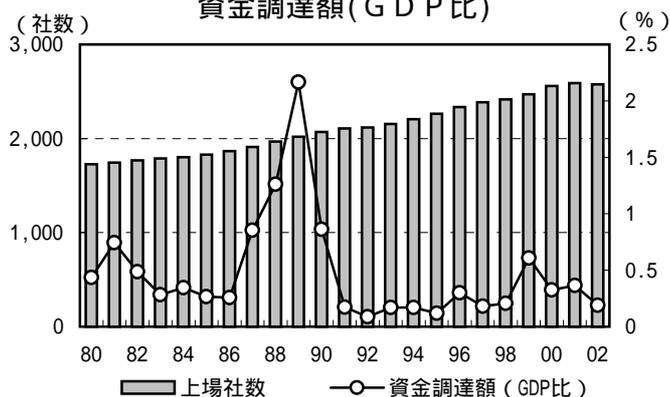
	説明変数		DW	adj-R2
	金融機関貸出態度 D I 前年同期差	売上高 対前年比伸び率		
全規模全産業	-0.0011 (-2.19) **	0.27 (2.30) **	0.78	0.08

- (備考) 1. データ数値は財務省「法人企業統計季報」、日銀短観による。
 2. () 内はt値。
 3. *は10%有意、**は5%有意、***は1%有意。

株式

- 91年以降、上場社数は増加傾向にあるものの、株式による資金調達額は低迷している。この要因として、企業の資金需要低迷のほかに、株価の低迷が考えられる。
- 株式保有比率をみると、持ち合い株式解消の影響を受けたとみられる金融機関の比率の低下と、対照的に外国人投資家の比率の上昇がみられる。企業数で確認すると、90年代前半は、金融機関の保有比率が低下して海外の保有比率が上昇した企業数が最も多かったのに対し、90年代後半以降は、金融機関、海外両部門の保有比率が低下した企業数が最も多くなっている。
- 個別企業のデータにより、金融機関の保有比率低下が株価を押し下げ、海外の株式保有比率上昇が株価を押し上げる関係にあるという推計結果が得られた。持ち合い株式の放出が株価の下押し要因となったことや、海外保有比率が企業に何らかのプラスの影響をもたらし、株価押し上げ要因となったことが示唆される。

図表17 上場社数と株式による資金調達額(GDP比)



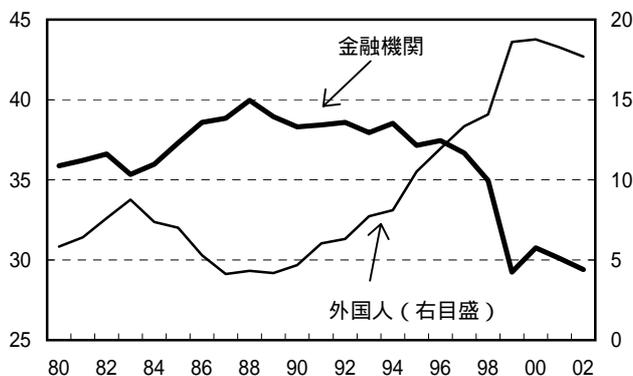
- (備考) 1. 東証資料により作成。
2. 全国証券取引所上場会社(大証ヘラクレスを除く)、時価総額ベース。
3. 優先株による調達を除く。

図表18 日経平均株価の推移



- (備考) 1. 日本経済新聞により作成。
2. PBRはデータ入手の制約上、1985年1月4日から2003年4月30日までの期間を表示している。

図表19 株式保有比率



- (備考) 1. 東証資料により作成。
2. 全国証券取引所上場会社時価総額ベース。
3. 金融機関は、投信・年金基金による持分を除く。

図表20 株式保有構成の変化

		金融機関		
		低下	横ばい	上昇
海外	上昇	598	3	405
	横ばい	27	3	14
	低下	361	0	190

(96年度 02年度) (社数)

		金融機関		
		低下	横ばい	上昇
海外	上昇	378	2	136
	横ばい	56	1	9
	低下	845	0	174

- (備考) 1. 日本政策投資銀行「企業財務データ」により作成。
2. 上段は90年度 96年度における企業構成、下段は96年度 02年度における企業構成。

図表21 株価の要因分析

$$PBR = + \times FI + \times FR + \times ROA$$

- PBR: 株価純資産倍率(前年比、対数)
FI: 当該企業株式の金融機関保有比率(前年差、一期前)
FR: 当該企業株式の海外保有比率(前年差、一期前)
ROA: 経常利益/総資産(前年差)
推計期間: 1989年度~2002年度
1,601社のパネル推計

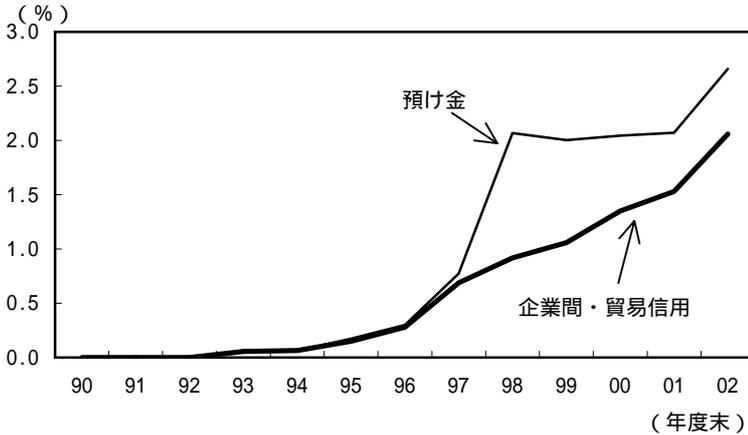
			Adj-R2
0.163	0.751	0.974	0.294
(2.95) ***	(11.38) ***	(13.19) ***	

***は1%有意。

資金調達を巡る新たな動き

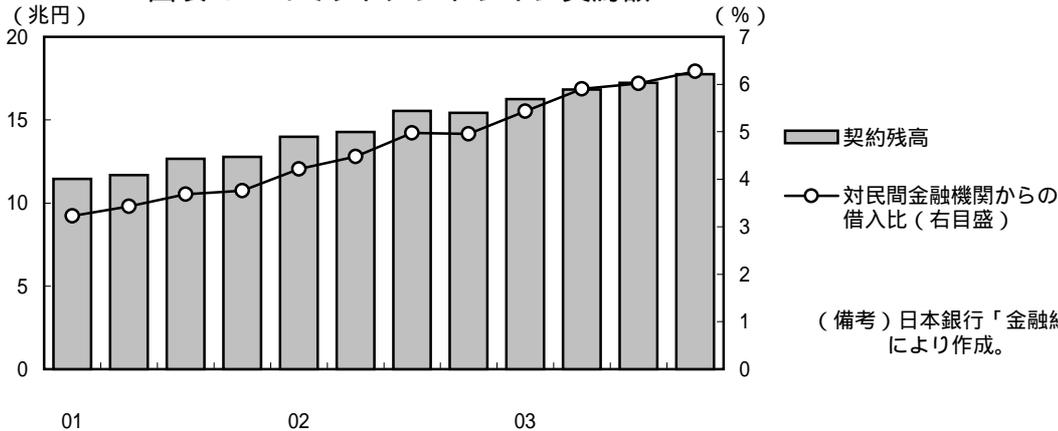
- ・近年は売上債権の流動化、ノンリコースローン、コミットメントラインの活用など、負債を貸借対照表上に計上しないタイプの資金調達が盛んになっている。
- ・こうした貸借対照表に計上されない資金調達のウェイトは現状小さなものだが、企業の資金調達を多様化させ、また資産効率を高める観点からも、今後さらに拡大していくことが期待される。

図表22 流動化比率



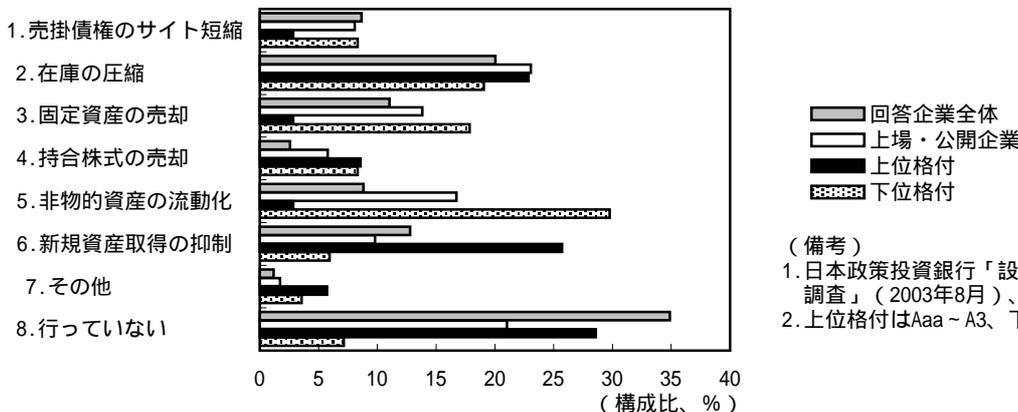
- (備考)
1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
 2. 流動化比率 = SPC保有の預け金 / 全部門が保有する預け金
またはSPC保有の企業間・貿易信用 / 全部門が保有する企業間・貿易信用

図表23 コミットメントライン契約額



- (備考) 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。

図表24 資産圧縮による資金調達手段のうち、近年最も重点を置いているのは



- (備考)
1. 日本政策投資銀行「設備投資行動等に関する意識調査」(2003年8月)、ムーディーズにより作成。
 2. 上位格付はAaa~A3、下位格付はBaa1~Caa1。