

(論文)

日本の大企業の資金調達行動の分析

山田 仁志

キーワード

日本企業 資金調達 自己資本比率 エクイティファイナンス 借入金

1. はじめに

戦後の日本の経済発展過程においては、銀行を中核とする金融機関が、企業部門に対する資金供給と企業統治の両面で有効性を発揮してきたといわれる。特に1970年代はじめまでの高度成長期には、設備投資を中心として高まった資金需要を満たすために主に外部資金、とくに金融機関からの借入に依存してきた。そのため、企業の自己資本比率は極めて低水準であった。

しかし、高度経済成長が終わった1970年代半ばから日本経済が低成長期に移行して以降、金融・資本市場の自由化や国際化が進展した結果、大企業の資金調達行動が大きく変化した。その特徴は、「①外部資金への依存度が低下して内部資金の比重が上昇した、②外部資金のなかで銀行借入れが減少して、証券市場において資金調達を行う比率が上昇、すなわち1980年代にはエクイティ・ファイナンス、90年代には普通社債など有価証券発行による資金調達が増加した、③証券市場を通じる資金調達手段が多様化し、海外市場での資金調達も活発になった」¹、との認識がある。

本稿では、こうした認識のもと、法人企業統計²に基づき、日本企業の資金調達の推移と現状についてデータの整理を行い、日本企業特に大企業の財務構造の動向を明らかにし、日本企業の資金調達行動の特徴を明らかにすることを目的とする。特に、バブル崩壊後の日本企業の資金調達行動と、その行動要因を明らかにしたい。

2. 日本企業の自己資本比率の推移

日本企業の資本構成を概観するにあたって、まず自己資本比率（自己資本³÷総資産）を見ていくことにする。図-1は、わが国の企業（全規模および大企業）の総資産に占める自己資本の割合がどのように変化しているのかについて、その推移を表したグラフである。

日本企業の自己資本比率は、全規模で見ると1960年度には20.7%であり、その後60年代から70年代前半にかけて低下基調をたどっていた。その背景には、投資機会や成長機会が豊富に存在する時期に内部資金では資金需要をまかなえなかったこと、企業部門が負債のレバレッジ効果⁴を利用した成長戦略を積極的に採用していたこと、マクロ経済におけるインフレ基調の影響等も考えられる。

やまだ まさし：淑徳大学 経営学部 准教授

日本の大企業の資金調達行動の分析

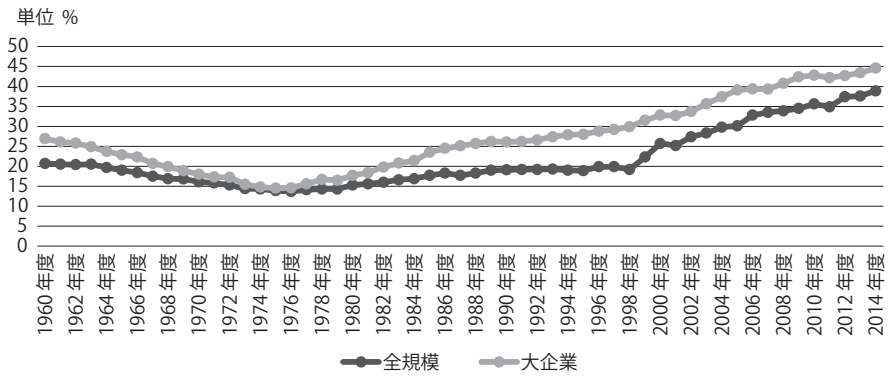


図-1 自己資本比率の推移

この時期の日本企業の資金調達行動の特徴について松村勝弘(2007)は次のように説明している。「高度成長期の日本企業の調達行動は、いわゆる借入金依存であったということである。……外部資金、とりわけ、借入金への依存度が大きいということである。いわゆる『借金経営体質』といわれるのがこれである。これは高度成長期、作れば売れるという時代であったので、どんどんと設備投資を行ったが、それに追いつくほど利益が上がるわけではない。内部資金のもう一つの柱である『減価償却』もそれほど大きくなかったこと、そしてまた、外部資金に依存するとしても、証券市場は当時それほど期待できなかった。そこで借入金への依存度が高まったわけである。」⁵こうして、この時期の日本企業の資金調達は有利子負債、特に借入金を中心に行われ、その結果、自己資本比率はかなり低い水準へ下落する。この銀行借入中心の企業の資金調達を支えていた仕組みが、メインバンク制⁶であった。この結果、高度経済成長期の日本企業の資金調達は、負債によってまかなわれ、自己資本比率は全規模では、76年度に13.7%、大企業では75年度に14.5%の最低の数値を示している。

その後、1970年代後半からは、一転して自己資本比率は上昇へと転じることになる。しかし、1980年代半ばまでの安定成長期は、自己資本比率の緩やかな回復がみられるにとどまった。表-1は、わが国大企業の資金調達と資産運用の比率について、その平均の推移⁷を表したものである。この表からわかるように、この時期は、設備投資に必要な資金の大部分を内部資金によって賄うことができていた。外部資金の資金需要、特に、借入金への資金需要が減退するとともに、利益留保が積み増されることによって、自己資本比率の緩やかな上昇へとつながったものと考えられる。

一方、大企業の自己資本比率は、全規模よりも急激に上昇へ向かっている。その要因としては、証券市場を活用した資金調達が多様化したことがあげられる。社債では、転換社債や新株引受権付社債⁸が活用され、増資では株主額面割当増資から公募時価発行増資へと移行した。

2

80年代後半から90年にかけてのバブル期には、新株発行を伴う増資であるエクイティ・ファイナンスが増加し、大企業においては、証券市場を通じた資金調達が活発化した。このことは、表-1から確認できる。また、運用面でも現金・預金や投資が増えているが、この中には証券市場での運用も含まれている。つまり、証券市場で調達した資金をさらに証券市場で運用する⁹という状況であり、これがバブル経済の膨張の一因となったと考えられる。

その後の企業の自己資本比率の推移を見ると、全規模では1990年度の19.1%から1999年度に20%台を超え、2014年度には38.9%にまで達している。また、大企業でも90年度の26.1%から

表－1 1951－2000年度の主要企業の資金需給

	1951－75	1976－85	1986－90	1991－2000
資金調達				
(内部資金)	27.8%	51.7%	42.8%	102.0%
増資	5.6%	9.1%	13.5%	1.4%
社債	5.2%	8.6%	16.0%	6.5%
借入金	34.5%	14.6%	8.0%	-4.2%
長期借入金	16.4%	4.3%	3.4%	3.0%
短期借入金	18.1%	10.3%	4.6%	-7.3%
買入債務	16.2%	8.2%	9.6%	-7.6%
その他	10.7%	7.8%	10.1%	1.9%
(外部資金)	72.3%	48.3%	57.2%	2.0%
資金運用				
設備投資	41.0%	60.2%	44.6%	94.7%
無形固定資産	0.3%	0.6%	0.8%	3.4%
投資	9.2%	10.5%	16.5%	30.1%
在庫投資	12.2%	5.7%	5.9%	-4.5%
売上債権	22.4%	11.8%	9.2%	-6.6%
その他	7.2%	6.7%	9.1%	-2.0%
現預金	7.6%	4.6%	13.8%	-15.1%

(備考) 1951－90年度は日本銀行『主要企業経営分析』より、91－2000年度は三菱研究所『企業経営の分析』より作成。

(出所) 松村勝弘著『企業価値向上のためのファイナンス入門』中央経済社、2007年、181ページ。

2014年度の44.6%まで一貫して上昇している。バブル崩壊後の資金需給を表－1から見ると、資金需要も減退していたため、投資資金としては、内部留保で十分充当されており、増資や社債によって調達された資金が借入金の返済等に向けられたものと考えられる。このため、自己資本比率の上昇が引き続いたものと思われる。

2000年度以降の資金需給については、のちに述べる。

3. 大企業における自己資本比率・借入依存比率の状況

自己資本の割合が低水準で推移していた一方で、負債勘定では借入金の割合が高水準で推移していた。図－2は大企業の各年度の負債額を負債・純資産合計額で割った負債比率と短期借入金と長期借入金の合計額を負債・純資産合計額で割った借入依存度のグラフである。

負債比率は、75年度に85.5%となっておりそのピークを迎えているが、80年度に82.3%、90年度に73.9%、2000年度に67.3%、2010年度に57.2%となり、直近の2014年度は55.4%にまで低下している。当然のことではあるが、図－1で確認した自己資本比率の場合と逆のパターンになっている。

一方、借入金依存度の方は、これも1975年度に40.0%とピークを迎え、80年度に34.6%、90年度に30.6%、2000年度に25.7%とこちらも一貫して低下している。しかし、2005年度に20.6%と最低水準を記録して以降、20%台前半で落ち着いており、一貫して低下し続けている負債比率とは異なった動きを見せている¹⁰。

大企業の資金調達の特徴の一つとしては、社債利用度の高さがあげられる。社債は長期借入金と同様に、長期負債の源泉として活用される。一方、証券化され、証券市場を通じて発行・流通するという点では、株式との共通点を持つ。そのため、資金調達手段として、社債の発行が活発に行われるためには、証券市場の発達が不可欠な条件となっていた。

日本の大企業の資金調達行動の分析

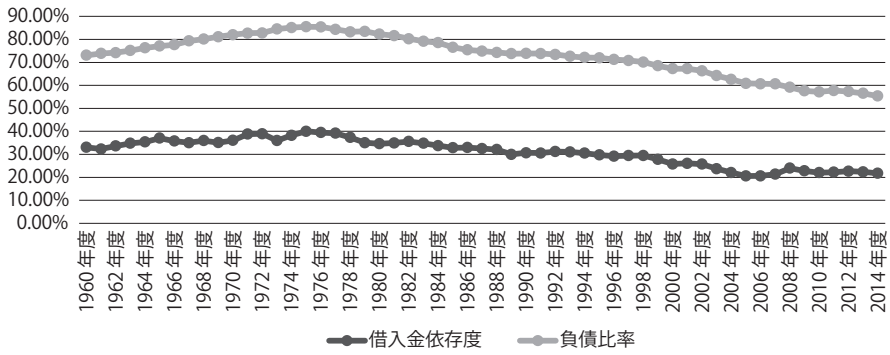


図-2 負債比率と借入金依存度

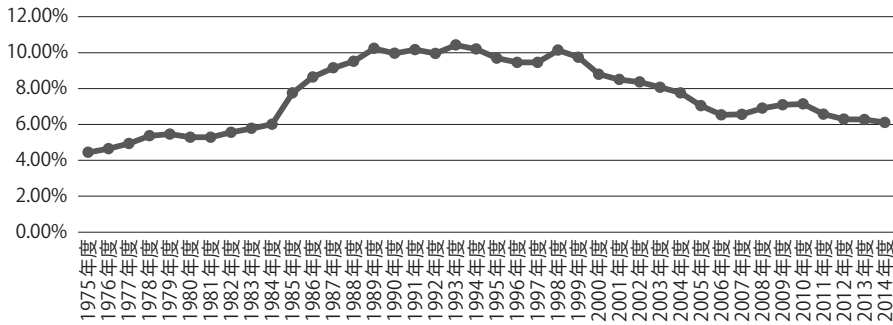


図-3 社債依存度

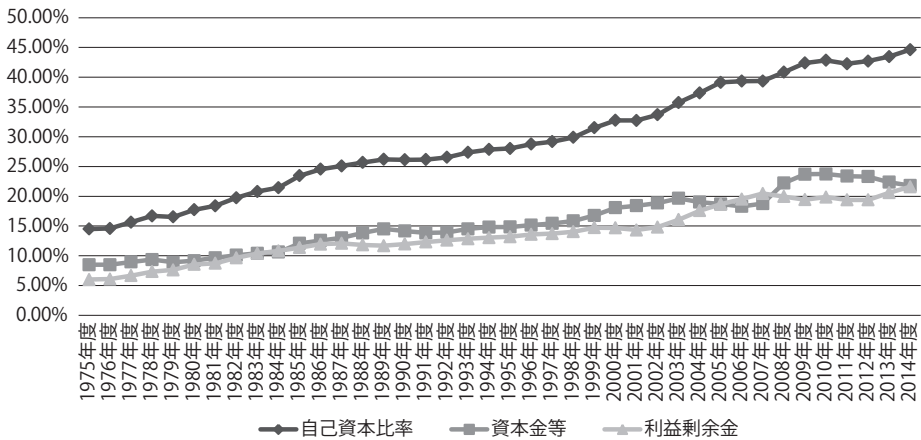


図-4 大企業の自己資本比率とその構成

図-3は、各年度の社債の残高と負債・純資産合計の比率から計算した、大企業における社債依存度の推移を表している。1980年代後半から、社債発行に関する規制緩和が進められたこともあり、80年代末から90年代にかけ、社債依存度は10%程度にまで増加した。しかし、2000年度以降、その割合は徐々に低下している。この状況は、表-2においても確認できる。

図-4は資本金10億円以上の企業の自己資本比率の推移である。75年度の14.5%から一貫して上昇傾向にあり、2014年度には44.6%にまで達し、30ポイントほど増加している。この要因としては、製造業を中心に、国際化の進展や競争の激化に対応するため自己資本の改善を図ったことに起因すると考えられる。また、先述したが、80年代以降の資本市場の整備とエクイティ・ファイナンスの増加は、自己資本比率の上昇に大きく貢献したと考えられる。特に、社債による資金調達では、普通社債から転換社債、新株引受権付社債への転換がみられたことも大きく影響していると考えられる。しかし、表-2からわかるように、バブル期以降においては、転換社債、新株引受権付社債の利用は、低水準となっている。

図-4からその内訳をみると、自己資本の増加のおよそ半分近くは資本金等（資本金および資本準備金など）の増加によるものだが、それと同程度の利益剰余金（利益準備金および繰越利益剰余金など）が順調に積み増されていることも大きく影響していることがわかる。つまり、大企業における自己資本比率の改善傾向は、増資をはじめとするエクイティ・ファイナンスによって達成されただけでなく、企業活動によって獲得された利益の留保が蓄積されたこともかなり大きく貢献していることがわかる。

4. フローデータを用いた大企業の資金調達の概要

図-5は、わが国大企業の5年ごとのフローの純調達額とその調達手段の内訳（内部資金調達+株式+有利子負債）を表したものの¹¹である。ここでいう内部資金のフロー値は、利益剰余金の金額と減価償却の合計額について、「各期間の最終年度末の金額-最初の年度の金額」で計算した。また、株式によるフロー値は、「(最終年度末の資本金+資本剰余金-自己株式) - (最初の年度末の資本金+資本剰余金-自己株式)」で、負債によるフロー値は、「(最終年度末の借入金+社債の金額) - (最初の年度末の借入金+社債の金額)」で計算した。なお、3つのフローを各期間の最初の年度末の総資産の金額で割って、比率を計算している。

75-89年度までの15年間で共通していることは、この間に資金調達の中心が、負債にあったという点である。75-79年度では、全調達(4.98+3.24+8.97=17.19)の半数以上(52.2%)

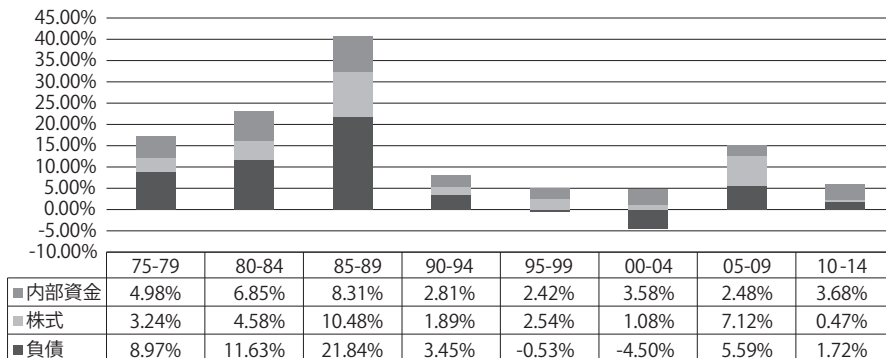
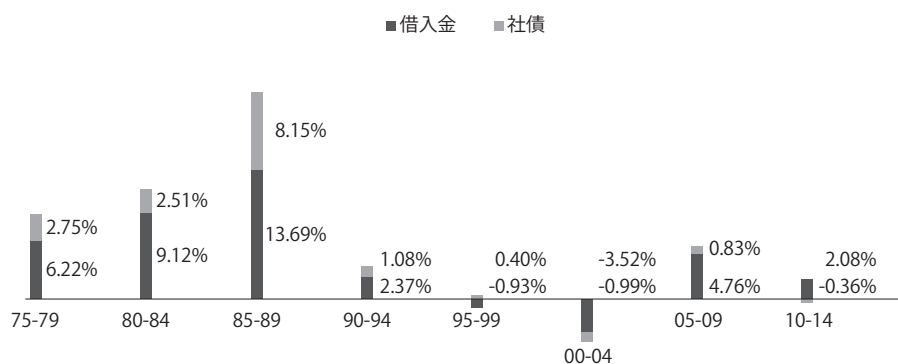


図-5 大企業の資金調達（フロー）

を負債が占めており、80－84年度では50.4%、85－89年度でも53.8%となっている。この間の資金調達が、負債によって支えられていたことが確認できる。また、この間の内部資金の割合も増加している。これは、利益準備金や繰越利益剰余金の額が確実に増加していったこと、設備の充実に伴い、減価償却費の額も増加していたことの影響であると考えられる。この期間の資金調達のもう一つの特徴が、株式による調達の増加である。とくに85－89年度は、大きく増加していることがわかる。また、負債のなかには社債による調達も含まれている。表－2からわかるように、この時期の社債調達のなかには、転換社債・新株引受権付社債の発行が相当割合を占めており、これらと株式による調達を合わせたエクイティ・ファイナンスがこの期間の資金調達の中心だったものと考えられる。こうした状況が、自己資本比率増加の一因となったといえよう。

90年度以降は、それまでと比べ資金調達が大幅に減少していることがわかる。株式および負債の外部調達が減少し、内部資金による調達の比重が高まっており、05－10年度の期間を除き、内部資金による調達が中心的な資金調達手段となっている。とくに負債は、95－04年度までマイナスとなっており、負債の返済が進んでいたことがわかる。また、この間の株式による資金調達も一定程度みられるが、表－2からわかるように、優先株式の発行が中心となっている。優先株式の発行は、「わが国においては、それは市場で普通に発行してはとてもし受け手が現れないような危機的状況に会社が陥っている場合に、いわばやむを得ず発行されるもの」¹²と位置付けられている。そのため、必ずしも積極的な投資資金の調達手段として活用されたわけではないと考えてよいだろう。

05－09年度の期間は、再びわずかにではあるが、資金需要が拡大し、外部資金調達も増加している。10－14年度はまた、資金需要が減退し、外部資金調達のかなり縮小した。しかし、株式の減少幅に比べ、負債の減少幅は限定的であることを図－5から読み取ることができる。このことは、図－2および図－3から、社債利用度は減少したが、借入金利用度はそれほど減少していないということ、裏付けているのではないだろうか。このことを確認するために、続いて負債調達についてもフロー情報を用いて確認してみる。



図－6 大企業の負債調達の状況（フロー）

図－6は、大企業の負債での資金調達の状況（フロー値）を、借入金と社債に分類したものである。75－89年度までは、負債調達の大部分を借入金で占めていることがわかる。ただ、85－89年度においては、社債の発行が大幅に拡大している。

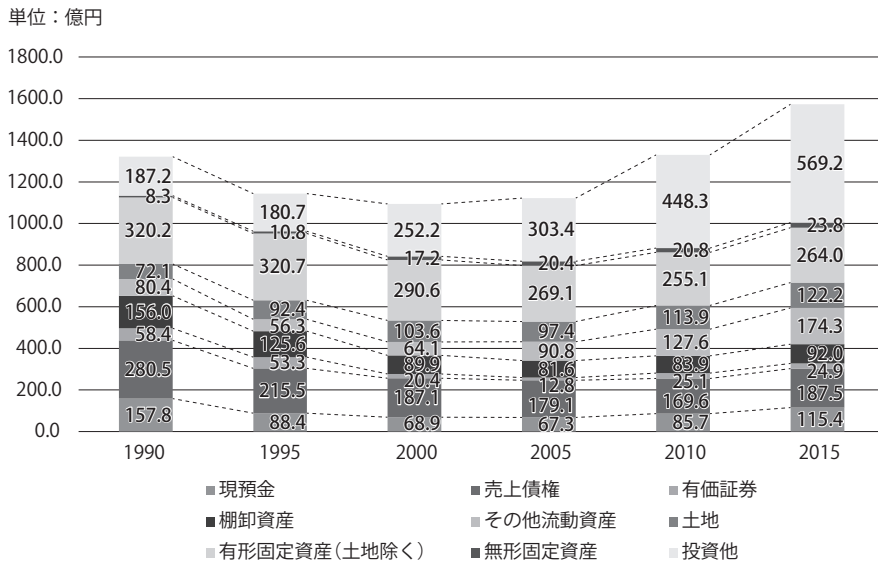
しかし、90年度以降、その様子は一変し、社債による調達は極めて低水準のものとなる。とくに、00－04年度は、マイナスとなり、05－09年度はプラスに転じたものの低水準にとどまり、その

後は再びマイナスに転じている。

一方、借入金は、95－04年度までの10年間は、マイナスとなっているもの、05－14年度には再びプラスに転じている。したがって、負債調達的手段としては、借入金が中心的な役割を果たしており、その状況は90年代半ばから2000年代初頭を除くと、現在においても継続していることがわかる。

5. 大企業における実物資産投資と資金調達

現預金・売上債権などの流動資産の状況が大きく変化しているのに対して、固定資産（特に有形固定資産）の金額は、どの年度を通じても大企業の平均額で390億円程度と、大きく変化していない。バブルの崩壊以後、企業保有資産の調整過程においては、土地や設備など有形固定資産の処分等による保有資産の再構成ではなく、主に流動資産の圧縮によって進められたことが、企業のバランスシートの内容から理解できる。在庫管理や債権管理技術の発達が、こうした状況に大きく貢献しているものと考えられる。

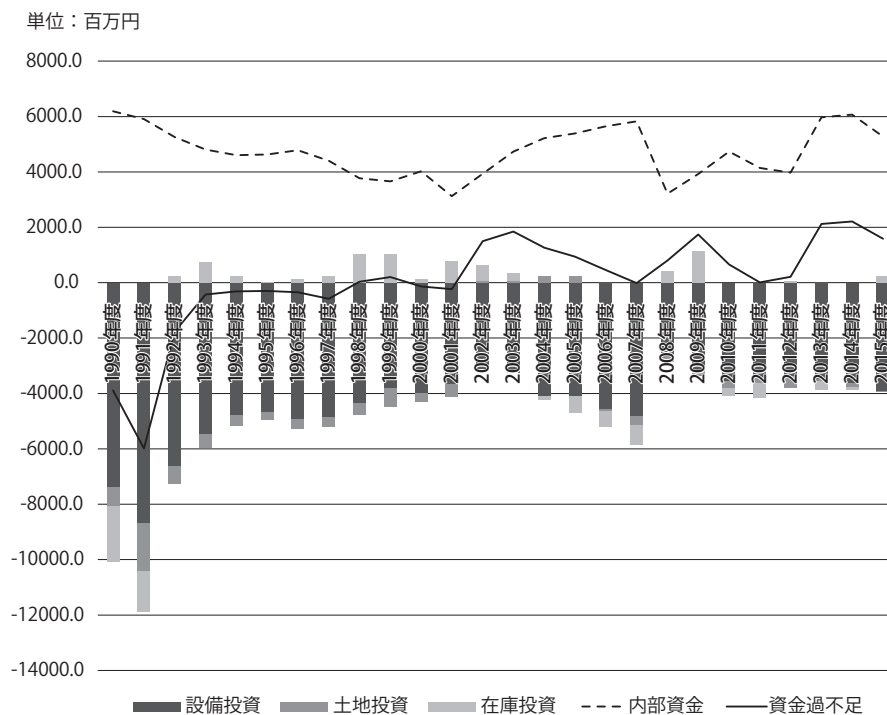


図－7 大企業の資産内容の推移

また、この間の企業資産の変化において顕著なのは、投資その他の資産の増加である。1990年度は、187.2億円、95年度は若干減少したものの、その後は増加し続け、2015年度は569.2億円（総資産の36%を占める）となっている。その大部分は株式への投資である。したがって、バブル以降の日本企業の投資活動は、設備投資等の実物投資については、現状維持の程度にとどまり、金融資産（株式等）への投資を通じて企業資産規模を拡大する傾向がみられることがわかる。

図－8は、大企業の内部資金調達（減価償却費と内部留保の合計額）と実物資産投資および設備投資の状況を表している。実物資産投資額と内部資金調達額の差額から資金過不足の状況が把握できる。実物資産投資額が内部資金調達額を上回っていれば、資金不足が発生しており、下回っていれば資金余剰が発生していることになる。

日本の大企業の資金調達行動の分析



図－8 大企業の内部資金と投資の推移

グラフを見ると、97年度までは常に実物資産投資額が内部資金投資額を上回っており、資金不足の状況が続いていた。特にバブル経済が崩壊するまでは資金不足が著しい状況であり、ピークの91年度には実物資産投資額が50兆円（1社平均120億円）に達するほどであった。しかし、1998年度以降実物資産への投資額が長期にわたり低迷するようになり、資金余剰の状況が継続している。2013年度には、資金余剰の金額は約10兆円（1社平均20億円強）にも上っている。この資金余剰によって、借入金の返済による資本構成の変化、金融資産への投資資金の確保が行われ、近年の日本企業の財務行動の特徴をもたらす一因となったものと考えられる。

6. まとめ

以上、日本企業の資金調達や資産の内容等の推移についてデータに基づき考察してきた。内容を整理すると以下のようにまとめることができる。

8

- ①企業の自己資本比率が上昇し、負債への依存率は長期的に低下しており、企業の資金調達の構造変化がすすんでいる。
- ②80年代後半から、社債の利用は進んだが、借入金の代替となる水準ではない。なお、近年の社債発行の中心は、普通社債となっている。
- ③近年、企業の実物投資水準が低迷し、内部資金調達額を下回り、資金余剰が発生している。
- ④バブル後に拡大した企業の資金余剰は、負債の返済を進めることにつながり、その結果自己資本比率の上昇につながったと考えられる。
- ⑤内部資金調達額は堅調に推移している一方で、企業の外部資金調達の活用度合いは低水準であ

表－2 上場企業による証券市場を利用した資金調達推移

(単位：10億円)

年	株 式					株式合計
	株主割当	公募	第三者割当	W権利行使	優先株式等	
56－65 (構成比)	3,267 67.4%	199 4.1%	20 0.4%	0 0.0%	0 0.0%	3,486 71.9%
66－75 (構成比)	3,736 24.9%	2,021 13.5%	222 1.5%	0 0.0%	0 0.0%	5,979 39.8%
76－85 (構成比)	2,215 5.7%	7,428 19.1%	566 1.5%	236 0.6%	48 0.1%	10,493 27.0%
86－95 (構成比)	3,326 2.5%	12,488 9.4%	1,416 1.1%	7,554 5.7%	150 0.1%	24,934 18.7%
96－05 (構成比)	459 0.4%	4,885 4.1%	7,090 6.0%	2,105 1.8%	14,606 12.4%	29,145 24.7%
06－15 (構成比)	10 0.0%	15,395 16.2%	4,207 4.4%	809 0.9%	4,937 5.2%	25,359 26.7%

年	社 債						合計
	SB国内	SB海外	CB国内	CB海外	WB国内	WB海外	
56－65 (構成比)	1,276 26.3%	17 0.3%	1 0.0%	65 1.3%	0 0.0%	0 0.0%	4,846 100.0%
66－75 (構成比)	6,868 45.8%	431 2.9%	1,528 10.2%	199 1.3%	0 0.0%	0 0.0%	15,006 100.0%
76－85 (構成比)	10,061 25.9%	4,086 10.5%	5,708 14.7%	7,017 18.1%	97 0.2%	1,371 3.5%	38,832 100.0%
86－95 (構成比)	21,410 16.1%	17,830 13.4%	30,788 23.1%	6,373 4.8%	1,842 1.4%	30,020 22.5%	133,197 100.0%
96－05 (構成比)	67,550 57.2%	7,792 6.6%	6,556 5.5%	5,988 5.1%	197 0.2%	920 0.8%	118,148 100.0%
06－15 (構成比)	61,939 65.3%	0 0.0%	1,693 1.8%	5,831 6.2%	0 0.0%	0 0.0%	94,821 100.0%

(注1) W権利行使は新株引受権(フロント)の権利行使である。

(注2) 1998年以前は東京証券取引所50年史、資料集、統計編より、1999年以後は東京証券取引所ホームページより作成。

(出所) 松村勝弘著〈2007〉204ページ。なお、06－15のデータは、日本取引所グループホームページをもとに筆者作成して加筆。

9

り、増資等も活発に利用されているとは言えない。ここ10年ほどの資金調達状況をみると、借入金は依然として重要な資金調達手段として位置付けられていると考えられる。

⑥80年代後半の一時期を除けば、エクイティ・ファイナンスの利用はそれほど大きくはなっておらず、資金調達手段としての優先順位もあまり高いとは言えないものと思われる。

このような日本企業の資金調達行動をどのようにとらえればよいであろうか。広田(2011)は、日本企業の資金調達の特徴を「負債依存度の長期的低下」と「銀行・メインバンク借入依存の継続」

と指摘した。また、このような特徴について、次のように評価している。「日本の大企業の資金調達行動は、株主利益最大化という点からは疑問であったとしても、企業の存続確率最大化という目的からすると極めて合理的な行動であったと考えられる。すなわち、日本の大企業の財務政策は、『効率・利益重視』というよりも『安定・存続重視』を目的としてものとして、理解できる。」¹³

近年の日本企業の資金調達行動は、内部留保を蓄積していく中で、企業の実物投資が減少し、それによって生み出された資金余剰で借入金を返済し、自己資本比率を高めてきた。しかし、借入金依存度でいえば、この10年ほどは20%強で推移し、いわゆるリーマンショックの時期には、借入金による調達が拡大している。企業と銀行との関係の維持は、危機的な状況における資金調達手段の確保という意味で、活用されているものと理解できるだろう。借入金による資金調達は、我が国企業にとって、今日においても主要な手段として位置づけられると結論づけて良いであろう。

バブル後の日本企業は、債権管理や在庫管理技術の発達によって、運転資金需要を削減した。また、この時期設備投資需要も小さくなっていったため、余剰資金が拡大した。このとき、企業の財務戦略としては、企業成長のための投資拡大か、財務の健全化のための有利子負債の削減という二つの選択肢があったものと考えられる。この時期の日本企業では、後者の戦略が採用されたものと思われる。さらにこのとき、有利子負債を一様に削減していくのではなく、特定の銀行との関係を維持することも選択したものと考えられ、そのことが現在の状況につながっているものと思われる。

参考文献

- 池尾和人著「財務面から見た日本の企業」貝塚啓明、植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会、1994年
- 内本憲児著「上場企業による資金調達手段の選択」『ファイナンス』2013.4
- 小椋康宏著『日本的経営財務論』中央経済社、2005年
- 川北英隆「配当か投資か、それとも現金保有か」『企業会計』2014.7
- 小本恵照「日本企業の財務構造と資金調達の変化」ニッセイ基礎研究所『経済調査レポート』2002.7
- 榊原茂樹・菊池誠一・新井富雄・太田浩司著『現代の財務管理』新版、有斐閣アルマ、2011年
- 鈴木健嗣著「日本のエクイティファイナンスのあゆみ」『国民経済雑誌』207（2）、2013.2
- 花崎正晴著『企業金融とコーポレート・ガバナンス』東京大学出版会、2008年
- 花枝英樹、榊原茂樹編著『資本調達・ペイアウト戦略』中央経済社、2009年
- 林原行雄著『財務からみる企業行動』魁星出版、2006年
- 広田真一著「日本の大企業の資金調達」宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社、2011年
- 広田真一著『株主主権を超えて』東洋経済新報社、2012年
- 松村勝弘著『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』第2版、中央経済社、2001年
- 松村勝弘著『企業価値向上のためのファイナンス入門』中央経済社、2007年
- 10 山田仁志著「中小企業経営と資金調達」『現代中小企業要論』創成社、2015年
- リチャード・A・ブリーリー、スチュワート・C・マイヤー、フランクリン・アレン著『コーポレート・ファイナンス』第10版、上・下、2014年
- 財務省 法人企業統計

注

- 1 榊原茂樹他（2011）183ページ。
- 2 本稿では、財務省「法人企業統計」の「年次別調査」の60年代以降の金融・保険業を除く企業のデータを用いている。なお、本稿における大企業は、同調査における資本金10億円以上の企業を指している。本稿で用いるデータのうち、特に明記のないものについては、当該資料の数値を用いている。
- 3 ここでの自己資本は、純資産－新株予約権の合計である。
- 4 負債のレバレッジ効果（財務レバレッジ）については、リチャード・A・ブリーリー、スチュワート・C・マイヤー、フランクリン・アレン（2014）pp.695-713参照。
- 5 松村勝弘（2007）180ページ。
- 6 メインバンク制については、池尾和人（1994）を参照。
- 7 総資産額の合計は、総資産の総額÷サンプル数（母集団の数）で計算した。
- 8 今日では、転換社債と新株引受権付社債を一本化し、「新株予約権付社債」としている。
- 9 松村勝弘（2007）182ページ。
- 10 同様の指摘は、広田（2011）においても指摘されている。さらに広田（2012）は、メインバンク借入（メインバンクからの借入による調達）の状況も分析しており、負債比率が一貫して低下していく中でも、メインバンク借入比率が一定水準を保っており、企業とメインバンクと安定的で強い結びつきを持つことを指摘している。
- 11 ここでの計算方法は、広田真一（2011）にしたがっている。
- 12 松村勝弘（2007）211ページ。
- 13 広田真一（2011）405ページ。

（受理 平成28年9月20日）