

琉球大学学術リポジトリ

非金融法人企業における金融資産 — 金融資産は生産要素か —

メタデータ	言語: 出版者: 琉球大学法文学部 公開日: 2010-01-18 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 大城, 郁寛, Oshiro, Ikuhiro メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.24564/0002005257

非金融法人企業における金融資産

－金融資産は生産要素か－

大 城 郁 寛

はじめに

我々の企業金融についての従来のイメージは次のようなものではなからうか。まず企業は生産要素の一つとして資金を企業に取り込む。取り込まれた資金は、まず一つは賃金や原材料費等の支払いによる資金流出と財・サービスの販売による資金流入のタイミングの差をうめて、企業の日々の取引の潤滑油として機能する。これら資金はいつでも支払いに供せられるように通常は現金か預金等の形態で保有され、手元流動性または運転資金と呼ばれる。二番目のタイプの資金は、保有されている時点では金融資産の形態を取っているが、いずれ資本設備や土地等の有形資産に転ずる目的で保有される資金で、普通は投資資金とよばれる。日本の場合はこの区分がかなり明確で、金融自由化以前にみられた金融機関の長短分離は企業の資金ニーズへの制度的対応であったといえよう。それから三番目に、我が国では生産・流通系列や企業集団において関係強化や安定株主形成のために株式を相互に保有することが知られているが、このタイプの資金はそのような目的のために関連企業の株式の形で保有される。

このように大まかではあるが、企業が保有する資金（金融資産）を形態別に分けてみたとき、これら資金が生み出す利子や配当等の利得は企業にとって本業を離れた副産物であって、そのような利得を主目的に企業が金融資産を保有することはないと考えられていた。これは企業に対するクリーンなイメージであって、そのようなイメージがなければ臨金法による戦後の低金利政策が長く国民に受け入れられることはなかったのではなからうか。国民はたとえ預貯金の金利は低くても、産業資金に転化した預貯金はいずれ経済成長を促して自分の生活を豊かにするという暗黙の了解のもとで、低金利政策

をサポートしてきたわけであるから。

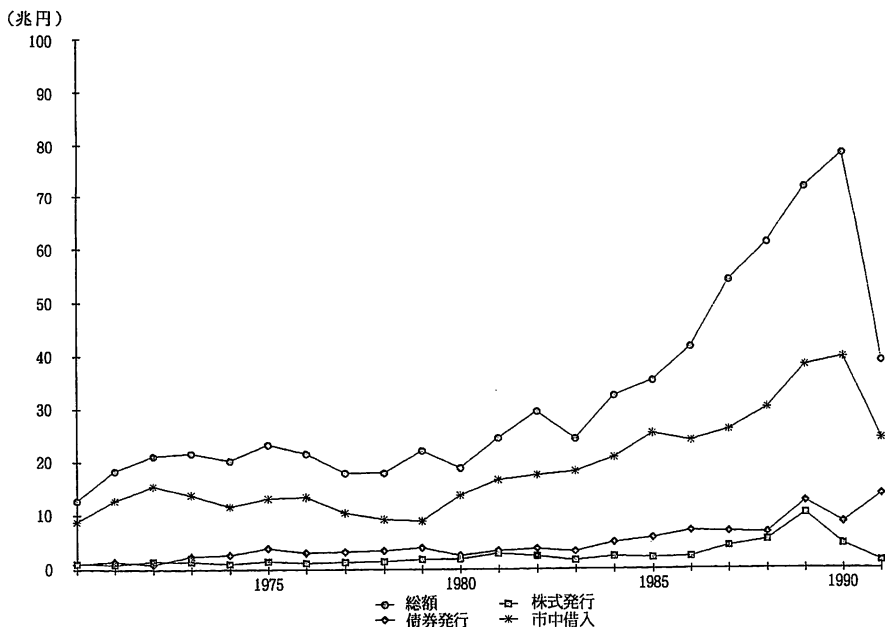
ところが1980年代に発生した日本経済の異変は、金融機関や金融行政に対する国民の信認を覆しただけでなく、企業に対するイメージも大きく変容させたように思える。企業は消費者ニーズの高いものをより安く提供して利潤を得る主体であると理解されていたが、実際は儲かるとなれば土地取引も金融取引も行うものであったというのが最近の国民の企業に対する印象ではなからうか。経済のストック化、情報化・国際化、それから金融自由化等に見られるように企業を取り巻く経済環境の激変があって、それへの対応として企業金融を含め企業行動に大きな変革がみられたように思える。そこで本稿では1980年代の企業金融に焦点をあてて資料の整理・分析を行い、企業金融の変貌とその背景を探る一考察としたい。

I. 企業金融の概観

①企業の資金調達

まず、最近の資金調達を概観することから作業を始めよう。まず図1は、国民経済計算（大蔵省）の資本調達勘定から法人企業（非金融）の資金調達額（負債の純増－資金過不足－買入債務）の推移を見たものである。ここでは商取引上の不規則な信用受供を、純売上債権（売上債権－買入債務）という項目を設け資金運用として処理するため、資金調達から買入債務を省くことにした。さて総額は、1980年代前半までは緩やかに増加していたが、1985年から1990年の間はまさに急上昇し、91年には急落に転じた。文字通り80年代後半のバブルを体現する激変となっているが、その内容を詳しく観るために、主要な調達手段に分けてその推移を眺めてみると、調達額のかなりの割合を占める市中借入は80年代後期になって急増したのではなく、80年に入つてすぐに上昇に転じ、その後10年間にわたって増加を続けたということがわかる。平成バブルは80年代後半の経済異変といわれるが、それ以前にその素地となるような出来事が金融面で起きていた可能性が高い。

図1 資金調達の推移



資料 経済企画庁『平成2年規準改訂 国民経済計算報告』より作成

それから、株価の急上昇がバブルの一つの象徴となっているが、意外なことに株式そのものを発行して調達された金額はそれほど多くはない。それよりは、図1において債券として分類されていた転換社債やワラント債のように株式がらみ、いわゆるエクイティ・ファイナンスが多い。表1は1980年代について、法人企業（銀行を含む）のエクイティ・ファイナンスによる調達額の推移をみたものであるが、それによると80年代初頭については転換社債やワラント債より株式による調達額が多いが、80年代後半においては株式そのものよりも転換社債やワラント債による調達額がはるかに多くなっている。

表1 エクイティファイナンスによる資金調達

(10億円)

	株 式			転 換 社 債			ワ ラ ン ト 債			合 計
	合 計	国 内	海 外	合 計	国 内	海 外	合 計	国 内	海 外	
1980	1,268	1,160	108	611	97	515	0	0	0	1,879
1981	2,081	1,793	287	1,551	526	1,025	64	20	44	3,696
1982	1,078	1,015	63	1,045	418	628	113	47	66	2,236
1983	927	849	78	2,052	861	1,191	340	17	323	3,320
1984	864	815	50	2,839	1,612	1,227	437	3	434	4,139
1985	662	651	11	2,534	1,586	948	921	55	866	4,117
1986	632	632	1	3,953	3,468	485	2,097	104	1,993	6,683
1987	2,123	2,084	39	6,132	5,055	1,077	3,439	0	3,439	11,694
1988	4,580	4,564	17	8,061	6,995	1,067	4,982	0	4,982	17,623
1989	7,896	7,560	336	9,378	7,642	1,739	9,185	915	8,270	26,460
1990	664	664	0	1,425	911	514	3,020	395	2,625	5,109

出所 渡部毅彦（1992年）論文より

次に、企業規模及びその属する産業が企業の資金調達にどのような影響を与えるかみることにしよう。企業の財務内容が激変した1985年度末（バブルの初め）と1989年度末（バブルの終わり）の2時点を選び、法人企業を資本金1億円未満（中小企業）と1億円以上（大企業）に分け、また産業については主要な産業として建設業、製造業、卸売・小売業、不動産業、それからサービス業を取り上げ、負債項目について構成比や増加率を比較してみた（表2参照）。まず企業規模による差異として、構成比でみると中小企業は長期借入が多く、大企業は社債発行と増資による調達が大きくなっている。これは、社債や増資による資金調達が実質的に大企業に限られているという制度的理由もあるが、金融自由化、財務力の強化によって大企業が証券市場から低コストで資金調達できるようになったという調達手段の多様化、銀行離れを反映しているといえよう。ただしこの期間の増加率をみると、大企業のほうが長期借入によって、活発に調達を増やしていったことがわかる。上でみたように、市中借入による調達が1980年代後半における企業金融の一つの

特徴であったが、大企業にその傾向が強く出ているように見える。

今度は、産業別の資金調達の特徴を探ることにしよう。表2を眺めてみると、製造業は残りの4産業に比べて借入による調達は少なく、その代わり増資や社債発行による資金調達が大きいことに気がつく。この4年間の社債の純発行額は、製造業が約14兆円に対し4産業は合計で約7兆円、同様に資本金と資本準備金の純増は製造業が約17兆円に対して4産業は合計で約7兆円にすぎない。他方で、短期借入と長期借入を合計した借入金の純増は、製造業が約11兆円に対して4産業は合計で約126兆円に達している。しかし、製造業でも企業規模で分けて社債発行額や増資の状況をみると、中小企業では調達額に占める社債のシェアは1%未満、増資でも2%にすぎない。企業規模が大きくなると増資、社債発行による調達額が増えるとの特性がみられたので、産業別に企業総数に占める大企業の比率（1989年度末）を調べてみた。それによると、製造業1.8%に対し他4産業は平均で0.9%、また5産業トータルで資本金1億円以上のうち製造業に属する企業は36%、資本金10億円以上に絞ってみると56%が製造業となっている。このように、製造業における資本調達の特徴は大企業が集中しているという産業構造にかなり起因していると思われる。

製造業以外の産業に目を転じると、不動産業とサービス業の資金調達が著しい増加している。4産業（製造業を除く）の借入純増は126億円となっているが、そのうちの84兆円、比率になおして約67%が両産業の借入となっている。4産業に占める両産業の企業数は31%にすぎないから、単純に計算して1企業当たり4.5倍の借入をしていることになる。資本の欄を比較してわかるように、両産業は大企業が少なくその分借入に頼ったものと思われる。

表2 企業規模及び産業別資金調達

(億円)

1億円未満	負債			資本	
	短期借入金	社債	長期借入金	資本金	資本準備金
1985年度末 (構成比%)	680,091.56 35.51	349.46 0.02	1,120,745.19 58.52	110,335.34 5.76	3,478.34 0.18
1989年度末 (構成比%)	946,691.12 39.31	1,727.81 0.07	1,319,838.40 54.80	135,943.12 5.64	4,144.93 0.17
増加率 (%)	39.20	394.42	17.76	23.21	19.16

1億円以上	負債			資本	
	短期借入金	社債	長期借入金	資本金	資本準備金
1985年度末 (構成比%)	784,268.26 48.29	228,574.64 14.07	217,073.44 13.37	232,861.69 14.34	161,308.18 9.93
1989年度末 (構成比%)	1,076,175.35 33.76	471,078.22 14.78	942,121.61 29.55	390,354.40 12.25	307,968.69 9.66
増加率 (%)	37.22	106.09	334.01	67.63	90.92

建設業	負債			資本	
	短期借入金	社債	長期借入金	資本金	資本準備金
1985年度末 (構成比%)	126,365.52 53.37	3,668.76 1.55	75,191.42 31.76	25,182.93 10.64	6,343.33 2.68
1989年度末 (構成比%)	178,860.53 47.27	19,760.26 5.22	122,374.87 32.34	40,942.47 10.82	16,410.34 4.34
増加率 (%)	41.54	438.61	62.75	62.58	158.70

製造業	負債			資本	
	短期借入金	社債	長期借入金	資本金	資本準備金
1985年度末 (構成比%)	439,921.85 39.77	80,941.85 7.32	349,263.03 31.58	140,246.15 12.68	95,763.29 8.66
1989年度末 (構成比%)	460,030.99 30.07	222,538.92 14.55	442,203.49 8.91	255,277.08 14.73	179,776.02 11.75
増加率 (%)	4.57	174.94	26.61	60.63	87.73

卸売・小売業	負債			資本	
	短期借入金	社債	長期借入金	資本金	資本準備金
1985年度末 (構成比%)	463,937.21 54.72	13,462.03 1.59	285,760.87 33.70	64,028.88 7.55	20,689.22 2.44
1989年度末 (構成比%)	603,060.28 47.47	55,393.41 4.36	468,985.92 36.92	98,702.26 7.77	44,183.39 3.48
増加率 (%)	29.99	311.48	64.12	54.15	113.56

不動産業	負債			資本	
	短期借入金	社債	長期借入金	資本金	資本準備金
1985年度末 (構成比%)	172,380.60 43.32	3,136.13 0.79	198,065.80 49.78	19,614.12 4.93	4,717.06 1.19
1989年度末 (構成比%)	355,326.87 42.52	12,859.11 1.54	425,639.05 50.93	31,234.48 3.74	10,674.67 1.28
増加率 (%)	106.13	310.03	114.90	59.24	126.30

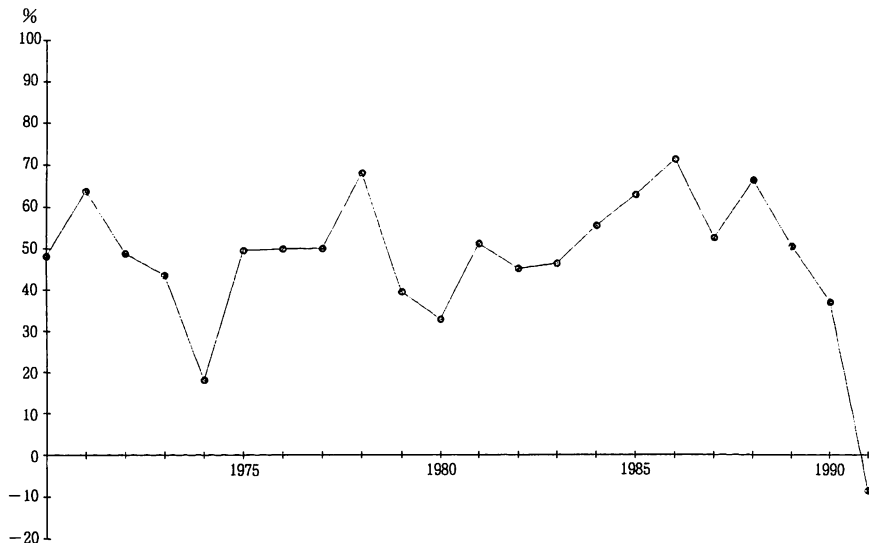
サービス業	負債			資本	
	短期借入金	社債	長期借入金	資本金	資本準備金
1985年度末 (構成比%)	167,811.95 43.07	1,705.17 0.44	194,517.46 49.92	23,174.11 5.95	2,435.26 0.62
1989年度末 (構成比%)	296,440.58 34.96	6,292.57 0.74	497,648.07 58.69	38,970.19 4.60	8,633.03 1.02
増加率 (%)	76.65	269.03	155.84	68.16	254.50

資料 大蔵省「財政統計月報 法人企業統計年報特集」より作成

②企業の資金運用

この節では、資金運用を概観することにしよう。国民経済計算における資本調達勘定のバランス式、「負債の純増＝金融資産の純増＋（実物投資－総資本調達）」、ただし（総資本調達＝貯蓄＋固定資本減耗＋資本移転）、は調達された資金（負債の純増）が金融資産の積増しと実物投資に投入されることを示している。さて前節では80年代後半の資金調達急増をみたが、その調達された資金の用途を見るために資金調達額に占める資金運用額の比率を計算してみた（図2参照）。それによると、景気変動の影響を受けて多少の変動は観られるが、大まかに言って調達額の約5割が資金運用に回っていたことがわかる。

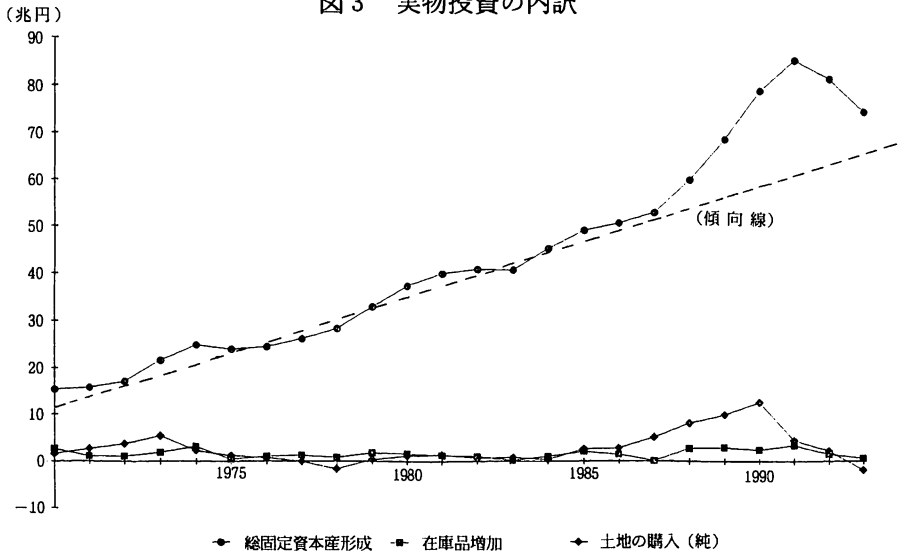
図2 資金調達に対する資金運用の割合



資料 経済企画庁『平成2年規準改訂 国民経済計算報告』より作成

バブルに関連して一言ふれると、1991年の比率激減は明確にバブル崩壊を物語っているが、80年代後半の比率からはバブルの発生を読み取ることは難しい。図1でみたようにその頃には凄まじい資金調達がなされていたわけであるが、資金運用比率が激増しなかったということは実物投資も調達と同じペースで増加したこと意味する。図3は、実物投資の内訳ということで総固定資本形成、在庫品増加、それから土地の購入の推移をプロットしてみたが、手書きの傾向線（破線）と見比べてわかるように、1988年頃から急激に設備投資が増加している。

図3 実物投資の内訳

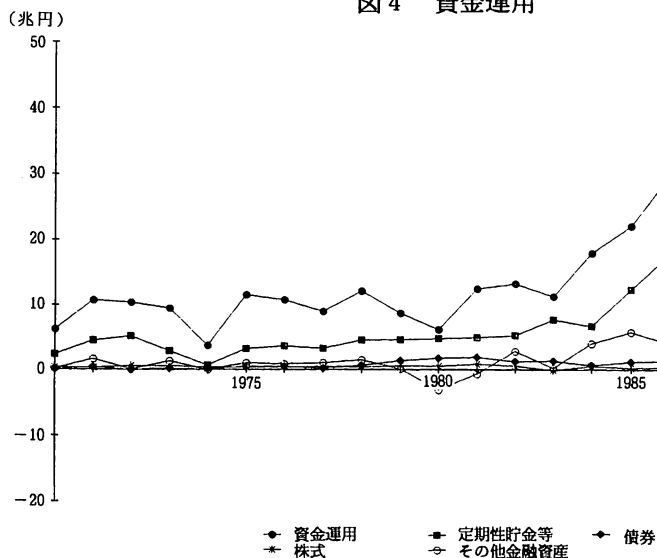


資料 経済企画庁『平成2年規準改訂 国民経済計算報告』より作成

次に図4は、資本調達勘定から法人企業について資金運用総額（売上純債権を含む）とその主要項目の推移をみたものである。ここでは同勘定の「その他預金」という項目は、その内容に則して定期性預金等に名称を変更した。

さて総額は、1984年頃からそれまでのトレンドを離れて増加が始まり、バブルが崩壊する以前の1988年にピークを迎えていることがわかる。図3では1988年頃から急激に設備投資が増加していることをみたが、どうもこの頃に金融資産から実物資産へのシフトが生じているらしい。さて、今度は総額と主要項目の推移を照らし合わせてみると、運用のピークを迎えた1988年頃を除いて、総額のかかなりの部分が定期性預金等によって説明されることがわかる。それ故に定期性預金等の細目が気になるところであるが、これは次節で取り上げることにする。

図4 資金運用



資料 経済企画庁『平成2年規準改訂 国民経済計算報告』より作成

次に、前節と同様に企業規模および企業に分けて資金運用の特徴を調べることにしよう。上と同様に1985年度と1989年度の2時点を選び、企業規模及び産業別に各資産項目の構成比、増加率を比較してみた（表3参照）。まず

流動的な金融資産としては、企業規模に関わりなく現金・預金の割合が圧倒的に多い。強いて差異を求めると、大企業は中小企業より現金・預金の比率が約10ポイントぐらい低く、その代わり株式、公社債、その他有価証券といった証券保有の比率が高くなっている。一方で固定資産は、中小企業では土地と資本設備等の有形固定資産がほとんどを占めて株式や公社債等の金融資産は僅かにすぎないが、大企業になると株式の構成比が高くなり土地の比率が低下している。これは上でふれた資金調達とも関連するが、大企業ほど増資による資金調達が多くなっていたが、日本の資本市場の特徴の一つである株式持ち合いのもとで、相互に発行・保有することによって株式保有比率が高くなっていると思われる（植竹1992年）。しかし、増加率でみると中小企業も急ピッチで固定的な資産として株式保有を高めている。

次に産業別に分けてみると、流動資産の項目のなかで現金・預金が産業に関係なく大幅に増加している。ただし、増加率では株式の増加が著しい。一方固定資産のなかでは、不動産業やサービス業にその傾向が強いが全ての産業で土地が増加している。それから資本設備等は建設業や製造業でより増加しているが、金融資産ほどには伸び率が高くない。

以上、企業規模また産業別に分けて調達と運用を比較してみたが、大まかに次のように要約することができる。まず製造業に強くその特徴が出ているが、規模の大きな企業は株式や社債を発行して資金を調達し、それを預貯金や株式等で運用している。他方で、不動産業やサービス業のように大企業の少ない産業では、市中借入によって資金を調達し、それを土地や株式に運用している傾向が強い。

表3 企業規模及び産業別資金運用

(億円)

1 億円未満	流動資産		資産		固定資産		資産		
	現金・預金	株式	公社債	その他有価証券	土地	資本設備	株式	公社債	
1985年度末 (構成比%)	557,133.83 92.04	23,666.37 3.91	16,708.88 2.76	7,813.28 1.29	313,494.85 32.73	599,036.18 62.53	30,258.71 3.16	3,574.11 0.37	11,569.51 1.21
1989年度末 (構成比%)	800,411.16 89.31	69,123.08 7.71	17,997.10 2.01	8,685.72 0.97	588,292.58 38.62	821,018.28 53.90	84,630.49 5.56	3,957.65 0.26	25,340.20 1.66
増加率 (%)	43.67	192.07	7.71	11.17	87.66	37.06	179.69	10.73	119.03
1 億円以上	流動資産		資産		固定資産		資産		
現金・預金	株式	公社債	その他有価証券	土地	資本設備	株式	公社債	その他有価証券	
1985年度末 (構成比%)	442,029.79 75.30	48,944.38 8.34	87,120.47 14.84	8,939.84 1.52	212,470.81 16.05	907,704.40 68.57	166,437.51 12.57	24,586.55 1.86	12,488.45 0.94
1989年度末 (構成比%)	837,404.36 77.26	130,386.15 12.03	81,675.09 7.54	34,397.89 3.17	373,452.31 18.83	1,220,340.29 61.54	315,490.47 15.91	39,183.50 1.98	34,397.89 1.73
増加率 (%)	89.45	166.40	-6.25	284.77	75.77	34.44	89.55	59.37	175.44
建設業	流動資産		資産		固定資産		資産		
現金・預金	株式	公社債	その他有価証券	土地	資本設備等	株式	公社債	その他有価証券	
1985年度末 (構成比%)	110,025.66 89.56	4,335.99 53	7,176.01 5.84	1,318.94 1.07	38,202.82 35.01	59,292.55 54.34	9,240.38 8.47	943.36 0.86	1,444.31 1.32
1989年度末 (構成比%)	192,436.82 83.49	24,067.90 10.44	11,239.02 4.88	2,749.25 1.19	65,136.07 39.82	71,931.15 43.98	22,264.00 13.61	968.05 0.59	3,267.00 2.00
増加率 (%)	74.90	455.07	56.62	108.44	70.50	21.32	140.94	2.62	126.20
製造業	流動資産		資産		固定資産		資産		
現金・預金	株式	公社債	その他有価証券	土地	資本設備等	株式	公社債	その他有価証券	
1985年度末 (構成比%)	362,161.69 80.22	25,997.06 5.76	58,146.18 12.88	5,135.27 1.14	147,930.22 18.70	512,750.54 64.82	105,949.18 13.39	15,287.16 1.93	9,161.64 1.16
1989年度末 (構成比%)	548,435.45 78.88	83,792.60 12.05	43,997.75 6.33	19,054.27 2.74	226,123.65 20.59	641,928.08 58.46	193,826.05 17.65	15,019.00 1.37	21,088.33 1.92
増加率 (%)	51.43	222.32	-24.33	271.05	52.86	25.19	82.94	-1.75	130.18

1 億円未満	流動資産		固定資産		その他有価証券				
	現金・預金 株式	公社債 土地	資本設備等	株式		公社債			
1985年度末 (構成比%)	315,021.04 87.51	26,154.12 7.27	15,195.90 4.22	3,608.01 1.00	126,753.17 35.89	176,464.55 49.97	40,196.67 11.38	3,113.15 0.88	6,636.59 1.88
1989年度末 (構成比%)	491,996.09 87.00	44,753.59 7.91	16,841.90 2.93	11,907.01 2.11	198,902.84 34.28	260,094.19 44.83	86,874.81 14.97	14,580.96 2.51	19,721.31 3.40
増加率 (%)	56.18	71.11	10.83	230.02	56.92	47.39	116.12	368.37	197.16

不動産業	流動資産		固定資産		その他有価証券				
	現金・預金 株式	公社債 土地	資本設備等	株式		公社債			
1985年度末 (構成比%)	67,652.56 79.46	8,915.27 10.47	7,017.80 8.24	1,556.27 1.83	90,187.20 37.91	130,067.20 54.67	15,160.65 6.37	821.50 0.35	1,684.37 0.71
1989年度末 (構成比%)	124,627.49 75.20	29,347.57 17.71	8,334.03 5.03	3,417.81 2.06	250,561.65 51.64	192,411.42 39.66	37,145.45 7.66	1,179.38 0.24	3,888.72 0.80
増加率 (%)	84.22	229.18	18.76	119.62	177.82	47.93	145.01	43.56	130.87

サービス業	流動資産		固定資産		その他有価証券				
	現金・預金 株式	公社債 土地	資本設備等	株式		公社債			
1985年度末 (構成比%)	86,434.28 84.31	2,906.30 2.83	9,063.87 8.84	4,114.15 4.01	71,308.97 23.98	211,212.97 71.03	7,601.61 2.56	4,630.11 1.56	2,583.08 0.87
1989年度末 (構成比%)	180,066.60 87.01	10,487.94 5.07	12,316.97 5.95	4,082.72 1.97	130,130.58 25.53	338,135.60 66.33	25,661.64 5.03	8,136.62 1.60	7,702.47 1.51
増加率 (%)	108.33	260.87	35.89	-0.76	82.49	60.09	237.58	75.73	198.19

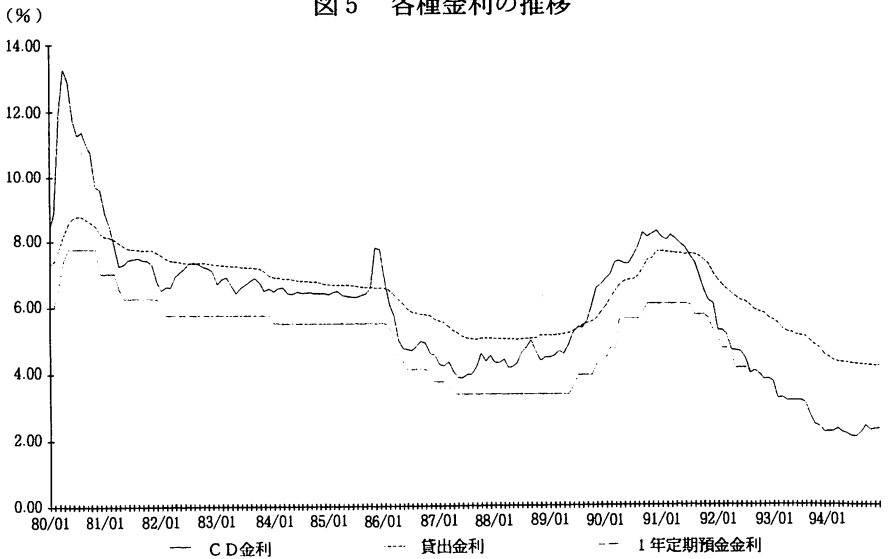
資料 大蔵省『財政統計月報 法人企業統計年報特集』より作成

II. 金融環境と企業金融

①定期預金がなぜ増加したのか？

企業金融のデータを概観して、80年代の初頭から市中借入による資金調達
が急テンポで増加し、それから少し遅れて定期預金による資金運用が増加し
てきたことが分かった。実際に資本調達勘定（国民経済計算）から、法人企
業について市中借入に対する定期性預金等の比率を計算してみると、20%前
後の水準で安定的に推移してきたその比率が1986年頃から急上昇を始め、19
88年、89年頃のピークには約70%の水準まで達した後、90年、91年には転げ
るように急落している。このように市中借入と定期性預金等がペアになって
バブルを演出したことは明らかであるが、一つの疑問はそのような調達と
運用はペイしたのであろうか、ということである。図5では、1980年以降に
ついてCD金利、貸出約定平均金利（全国銀行）、定期預金金利（1年）の
推移をプロットしてみた。まず定期預金からみると、その金利は貸出金利を
常に1%以上も下回っており、企業の鞘取りはありえない。次に、預金のな
かでは一番の高金利と思われるCD金利を取り上げても、1986年の一時期、
それからバブル崩壊過程にある1990年から91年にかけて貸出金利を上回るこ
とがあるが、1980年代のほとんどの期間で貸出金利を下回っている。しかも
資金循環勘定（日本銀行）をもとに法人企業のCD運用額をみると、CDは
ロットが大きく実質的に大企業専用ということもあって、企業全体としては
定期預金のほうがはるかに金額は大きいのである。経済合理的な産業界で、
このように説明に窮する現象が何故生じたのであろうか。これを経済合理的
にどう説明できるのであろうか。

図5 各種金利の推移



資料 日本銀行『経済統計年報』より作成

まず一つの可能性として、同一の経済主体が借入で調達し預金で運用したのではなく、規模・産業に応じて個々の企業は経済合理的に行動したものの、それを集計したときに全体としては借入による調達と定期預金による運用が浮かび上がるということが考えられる。つまり、大企業はエクイティ・ファイナンスによってかなりの資金調達を行なったことは上でもみたが、それに以外にもCP（1987年1月発足）を発行して低コストで資金を調達し、それをCDや大口定期預金での運用したことが指摘されている（渡部1992年）。その一方で、中小企業の多い不動産業やサービス業では借入を行い、それを株式や土地に運用した。このように、金融市場でより有利な立場にある大企業の金融行動と、それよりは劣位にある企業の金融行動を重ねると、全体としては借入による調達と預金による運用が浮かび上がる可能性がある。

二つ目に、定期預金の増加について棚卸資産（在庫投資）との関連で、次

のような指摘が見られる。(旧)協和銀行調査月報(1988)によれば、1972年から1987年までについて企業短期経済観測(日本銀行)の手元流動性の水準と資金繰りDIを照らし合わせたところ、72年から80年頃までは手元流動性水準の高いときには「資金繰りが楽である」、流動性水準が低いときには「資金繰りが苦しい」との傾向があって、手元流動性が支払準備として機能していたことが認められる。しかし80年代に入ると、手元流動性の水準と資金繰りの苦楽の関係が失われ、手元流動性の役割に変化が生じたと指摘している。同月報は、このように手元流動性の機能が変化した要因として、手元流動性と棚卸資産は流動資産として強い代替関係にあるが、80年代に入って卸売物価が安定したために在庫投資の手元流動性に対する相対的収益率(物価上昇率-金融資産収益率)が低下し、在庫投資から手元流動性への資金シフトが生じたこと、同時に円高不況対策として長期にわたって金融が緩和されたため、金利低下による資金調達コストの低下、継続的な株価の上昇、さらに金融自由化によって大口定期等の高利回り商品が容易に利用できるようになったため、手元流動性の収益性が強く意識されるようになったことを指摘している。

三つ目に、拘束預金が考えられる。公正取引委員会の中小企業への聞き取り調査によれば、広義の拘束預金比率(借入金と手形割引限度額の合計に対する拘束預金と事実上引き出せない預金の比率)は、1975年5月で16.8%、1980年5月で10.9%、1985年5月7.8%、そして1990年5月4.8%となっており、低下傾向にあるとはいえ80年代後半でも無視できない比率になっている。80年代の我が国の景気は、前半は円安による外需の急増加によって、後半はプラザ合意によって円高不況が懸念されたが公共投資の増加と金融緩和によって、幾つかの景況指数で確認できるようにバブル期を除いてもかなり良好である。そのビジネスチャンスに乗じて企業も借入を増やし、それにつれて拘束預金が増えた可能性がある。

このように預金増加の3つの要因を取り上げてみたが、どれが主でどれが

副次的要因なのかの確認は難しく、それ以外の要因の存在もまた十分に考えられる。したがって、なぜ預金が増えたのかについては、確定的なことはいえないということがこの節での結論である。

②直接金融の資金調達コスト

幾つかの構成要素が組み合わさって企業金融が成り立っているとすると、CPや社債、それからエクイティ・ファイナンスによる低コストの資金調達が80年代の企業金融を特徴づける重要な要素であることに間違いはない。それでは該当する企業は、はたしてどの程度のコストで資金を調達することができたのであろうか。

まず株式からみると、その資本コストに関する柴田・高田（1990年）の興味深いアンケートがある。東証一部上場企業に対するこのアンケートによれば、約7割の企業が配当増加額と発行費用の合計を発行額で割った比率、そして残り3割の企業は上記の比率に株式持ち合いに伴うコストを加味した比率、を増資の資金コストとして考えているらしい。井出（1994年）によれば、我が国の実務家の間では「自己資本コスト＝配当」という認識が強いとのことであるが、このアンケートもそのことを裏付けている。そこで1株当たりの配当であるが、我が国では額面に対して10%程度の配当を安定的に維持することが優良大企業の最低条件で、実際に1部上場有配会社平均でみると額面50円に対して7円前後の配当となっている。

一方で増資の形態であるが、財政金融統計月報・証券特集（大蔵省）に拠れば増資を行った全国上場企業について増資払込額に対する公募（時価発行）払込額の割合は、1975年度27%の水準が継続的に上昇し1980年には78.1%、1989年には82.8%に達している。このように時価発行が増加しながらも額面への固定比率で配当が支払われたから、東証一部上場株の平均利回りは、1975年2.31%、1980年1.63%、1985年0.92%、1989年0.47%と低下の一途をたどり、株価が上昇するにつれて企業サイドの資金コストは大幅に低下した。

発行費用や株式持ち合いに伴う費用に関する資料がないのでトータルの資金コストは算出できないが、80年代における増資の資金コストはかなり低い水準であったことが推察される。図5の各種金利の推移が示すように、この期間では1年定期預金金利でさえ最低4%を維持したから、増資で調達し預金で運用するだけで安全で高利の収入が可能であった。

次に増資以上に調達額が多かった転換社債をみてみよう。転換社債は発行時点で株式への転換権が行使できる期間とその転換価格が設定されるが、株価の上昇が期待できて転換価格が低く設定されている銘柄は低い表面金利で資金を調達することができる。その表面金利（平均）の推移をみると、1975年度8.2～9.1%、1980年度6.7～8.0%、1985年度2.7～4.4%、そして1989年度1.2～3.0%が示すように、平均株価が上昇中という背景もあって大幅に下落していった。仮に株式に転換されると償還の必要もなく、また株価に対する配当率が極めて低い状況では、転換社債は企業にとってかなり有利な資金調達手段であったといえよう。実際どの程度の転換社債が株式に転換されたか詳しい資料はないが、1980年から1990年までの累積発行額約29兆円に対して1990年度末時点で16兆円の現存額があり、またその期間内での満期償還や買入償却を考えると、株式へ転換された分はそれほど多くはないように思える。

エクイティ・ファイナンスのもう一方の雄であるワラント債は、設定された価格での新株引受権（ワラント）と社債が合体した債券であるが、株価上昇の状況ではワラントの価値が上昇するため社債の金利を低く押さえることができる。表1でみたように、1980年代後半にかけてかなり発行されたが、国外での発行分が多くそれに関する資料はあまり見当たらない。ただ、1990年の1月には株価が急落したからワラントの行使はほとんどなく、ワラント分に関しては発行企業はコストゼロで資金を調達したことになる。

③企業の株式・土地への投資とその収益率

国民経済計算の期末貸借対照勘定によれば、法人企業が所有する土地の評

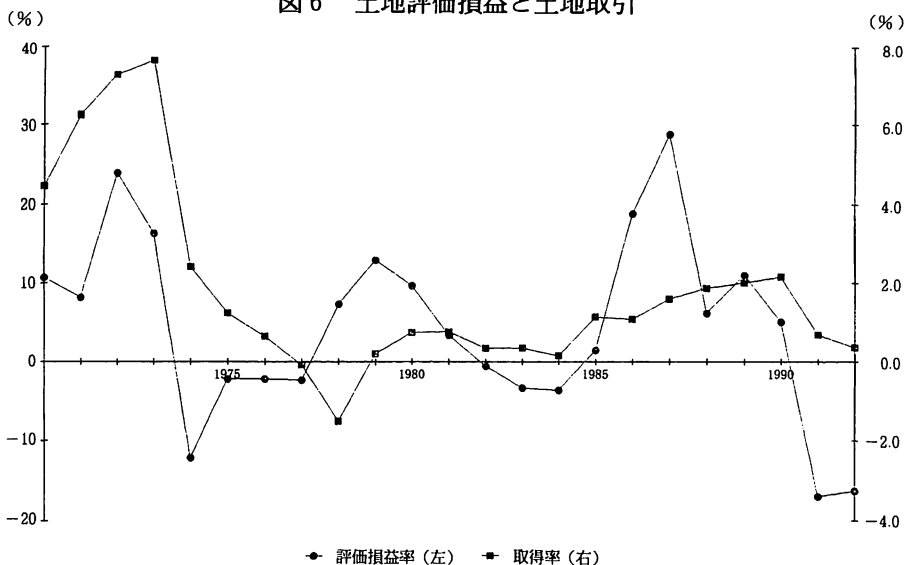
価額は1985年末において我が国の土地総評価額の25.2%であったが、5年後の1990末にはその比率は27.9%に上昇した。同様に株式についてみると、法人企業が保有する株式の評価額は1985末時点で総株価評価額の36.5%を占めたが、1990年にはそれも39.7%まで上昇した。このような数字が示すように、企業は地価、株価が急騰したバブルの最中において土地、株式の保有を高めたわけであるが、本節では地価、株価等の資産価格の変動が企業の金融行動、とくに土地・株式保有にどのような影響を与えたのか考察してみたい。

さて、貸借対照表勘定では、「調整額」という項目を設け各資産、負債の価格変化による評価額の変動分を算出している。この項目を仲立ちに各期末の資産、負債残高の変化分は、{当年末残高－前年末残高＝当年の資本取引＋調整額} という恒等式によって、各期の残高の変化をその期の取引（フロー）分と、資産価格の変動分に分けることができるようになっていく。本節では、「調整額」を未実現のキャピタルゲインまたはロスとみなし、このデータを用いて分析を進めることにしたい。

まず土地から見ていくことにしよう。データの加工から説明すると、各期の調整額を前年末評価額で割って粗評価損益率（未実現のキャピタルゲインまたはロス率）を計算し、この評価損益率から資金の機会費用として適当な利子率を差し引いて純評価損益率を導き出す。機会費用としての利子率は、法人企業は部門でみると赤字主体であることから、貸出約定平均金利（全国銀行）を用いることにする。その一方で、各期の取引額を前年末評価額で割って取引取得率を算出し、その率を企業の土地取得の指標として用いる。このように算出した純評価損益率と取得率の推移をプロットしたのが図6である。近年の地価動向にふれると、「市街地価格指数」（日本不動産研究所）をなぞるまでもなく、昭和30年から平成3年までの30余年間で地価が下落したのは第1次石油ショック直後の1974年（前年比-5.4%）の1回だけである。余程のことがないと地価は下がらないということで、土地は極めて有利な資産とみられていた。ところが、機会費用を考慮にいれたネットのキャピタルゲ

インで見ると、1974年～77年、それから1982年～84年の期間については金利のほうが地価上昇率より高くなっており、企業が常に土地からキャピタルゲインを得ていたわけではないことを純評価損益率の推移は示している。

図6 土地評価損益と土地取引



資料 経済企画庁『平成2年規準改訂 国民経済計算報告』より作成

さて、評価の損益と土地保有の関係をみるために評価損得率と取得増減率の推移を照らし合わせてみると、企業は投機だけを目的に土地を購入するわけではないが、ネットの評価得が上昇過程にあるときには土地取得が増加し、逆に評価得が低下、またはマイナスに転じたときは取得が低下していることがわかる。ただ注意しなくてはならないのは、法人企業の中には不動産業も含まれており、表3でみたようにこの部門だけで無視できないほどの土地取引が行われている。不動産業は借入による資金調達で土地を仕入れ、それを売却して利益を得る産業なので純評価得と取得率の関係がもっとも強く出る

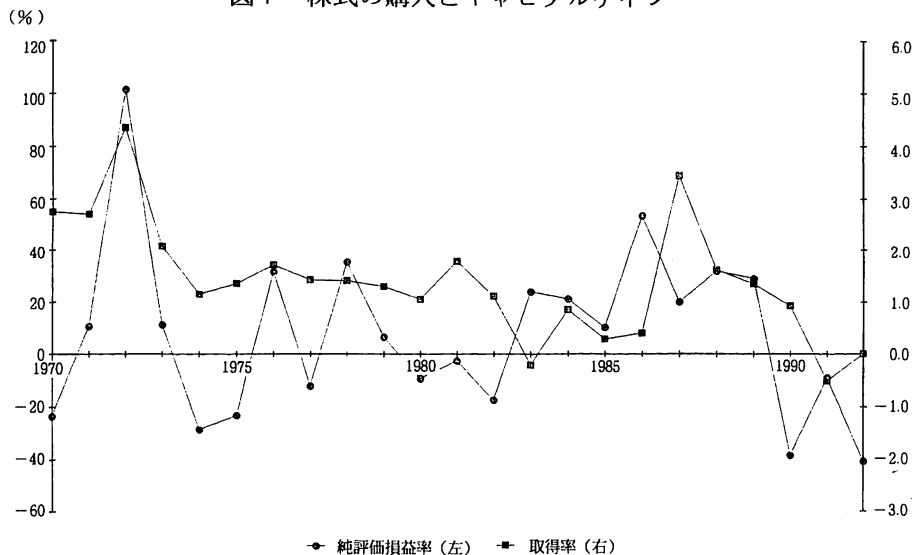
ものと推察される。したがって、不動産業以外の産業については図6から得られる結論を割引く必要があるが、資料の制約上どの程度割引くべきか見当をつけることができなかつた。

次に株式についてみてみよう。上と同様に法人企業が所有する株式について、純評価損益率と取得率を計算しプロットしてみた（図7参照）。図を眺めると、純評価損益率の水平軸を挟んだ不規則な変動が示すように、株式はネットでキャピタルゲインを得ることは容易ではない資産であること、言い換えれば株式は情報効率的な市場を形成していることがわかる。

さて損益率と取得率を照らし合わせてみると、1972年前後、それから80年代後半のように評価損益の変動が激しいときには取得率も大きく反応しているが、1970年代後半から80年代前半にかけて、つまり純評価損益率がゼロをはさんだ振幅運動をしているような期間においては安定的に株式を購入していることがわかる。この取得率が安定している期間というのは、各期の純評価損益率の平均が若干プラスになるぐらいで、リスクを考慮すると株式投資の魅力に乏しい時期であるから、短期的な投機を目的にした株式取得ではないと推察される。しかし株価が高騰した1972年頃、それから継続的に株価が上昇した1987年から1989年にかけては、取得率がジャンプし投機と思われる株式取得が観察される。傍証として平成8年度経済白書の第3-3-11表によれば、実際に1987年から1988年にかけて法人企業の株式売買が急上昇している。

戦後の所有者別持株比率の推移をみると、事業法人等の保有比率は継続して上昇し、その後1970年代に入ってフラットに推移するようになり、その頃に日本的経済システムの特徴の一つである株式持合いが出来上がったとみることができる。法人企業が保有する株式ということ、このように系列関係にある企業グループの株式持合いとのイメージが強いが、実際は図7が示すようにビジネスチャンスがあるときは、積極的に株式投機に走るのが実情である。

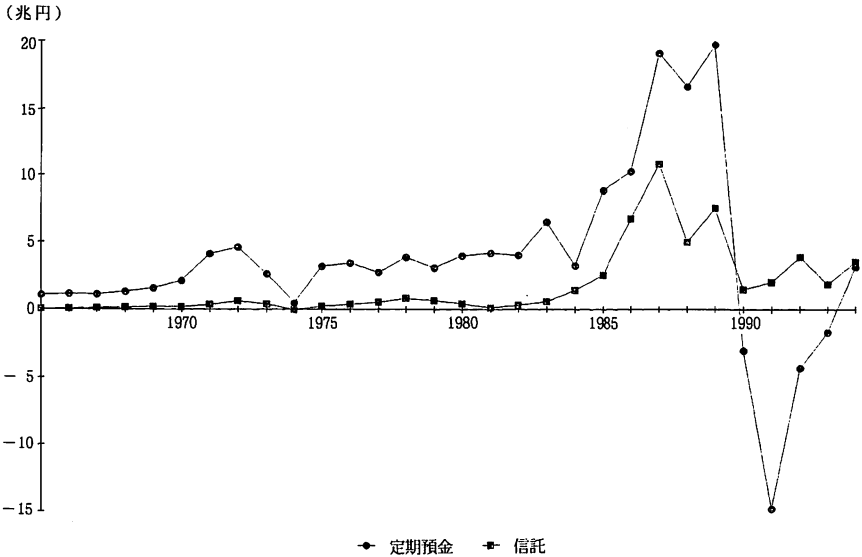
図7 株式の購入とキャピタルゲイン



資料 経済企画庁『平成2年規準改訂 国民経済計算報告』より作成

それから直接的な株式投資以外に、企業は信託や投資信託といった信託銀行や証券会社を経由した間接的な株式投資もかなり行なっている。図8では、資金循環勘定（日本銀行）から法人企業の定期預金と信託の推移を抜き出しプロットしてみたが、信託での運用は1980年代の初頭まではほとんど無視できるほどの金額しかなかったが、1984年頃から急増し1987年頃には定期預金と比較してもかなりの金額を占めるようになったことが分かる。具体的な比率でみると、1986年、87年、88年そして89年の4年間の定期預金純増額に対する信託純増額の割合は約46%となっているが、いま大雑把に「定期性預金等＝定期預金＋信託」とすると、この比率は定期性預金等に占める信託の割合が約32%となることを意味する。

図8 定期預金と信託の内訳



資料 日本銀行『経済統計年報』より作成

次に「経済統計年報」（日本銀行）によれば、1985年9月末から1989年9月末までの4年間で、全国銀行信託勘定の総資産増加額は約103.4兆円、その21%に相当する約22兆円が株式で運用された。それ以外に信託銀行から証券会社への投資信託が17.6兆円増加している。その時期の投資信託について調べてみると、投資信託の約7割が株式投資信託で、株式投資信託財産の約4割が株式となっている。この比率で計算すると、17.6兆円の28% (0.7×0.4)に相当する約5兆円が株式へ再投資額となる。したがって、22兆円と5兆円を合わせた27兆円が直接・間接の株式投資なるが、それは信託の総資産増加額の26%に相当する。

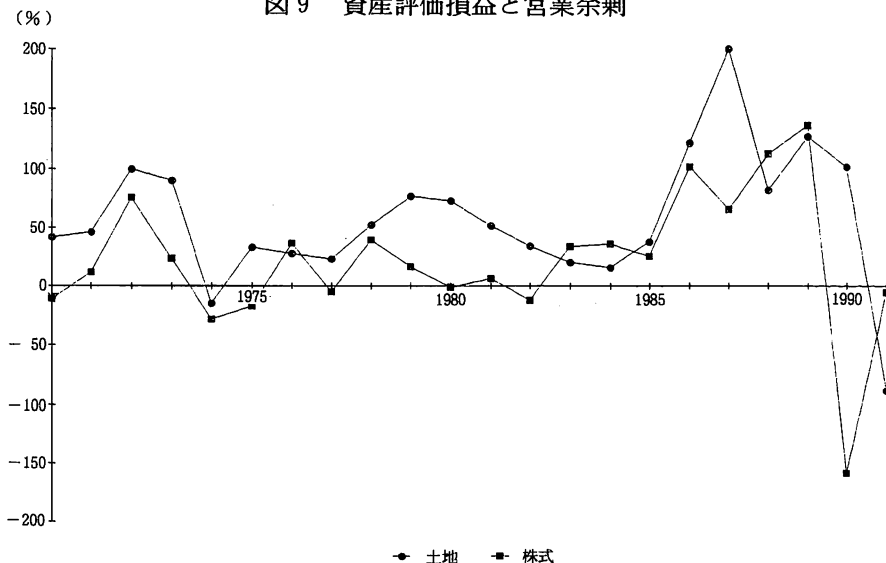
このように、32%（定期性預金等に占める信託の割合）に26%（信託財産のうち株式投資の割合）をかけた8.3%が、定期性預金等のうち他の金融機

関を經由して株式投資された割合となる。この期間について法人企業の資金運用に占める定期性預金等の割合は75%であったから、資金運用額の約6% (8.3×0.75) が信託銀行を經由する株式投資の割合となる。法人企業の運用総額に占める株式（企業が直接購入した）の割合12%を加えると、計18%が直接間接の株式投資の割合と考えられる。それから、法人企業が証券会社から直接購入した投資信託は資本調達勘定では「その他金融資産」に含まれることになっているから、それらに含まれている分も含めると直接・間接的に行なった株式投資の割合は2割を超えるものと思われる。

それでは、企業は土地や株式への投資から幾らの利益を得ることができたのであろうか。バブルが崩壊し企業経営が悪化したとき、しばしば「含み益の吐き出し」という言葉が聞かれたが、企業は本業からの利益の他に値上がりした資産を売却することによっても利益を得ることができる。そこで資産売却益の大きさの目安として、貸借対照表勘定から法人企業が保有する土地、株式の調整額を営業余剰で割って、本業の利益に対する両資産のキャピタルゲイン（未実現または含み益）の大きさを計算してみた（図9参照）。その図から明らかなことは、営業余剰に対する資産評価損益が極めて大きく、特に土地は地価が高騰したときには営業余剰と同額、場合によってはその2倍の含み益をもたらしている。

それでは、実現した利益はどうであろうか。決算として計上されたキャピタルゲイン・ロスの大きさをみるために、法人企業統計（大蔵省）から全産業について営業利益に対する特別損益の比率（％）を計算してみた。各年度の数字を列挙すると、1975年度（5.5％）、1980年度（1.7％）、1985年度（0.2％）、1986年度（2.3％）、1987年度（0.8％）、1988年度（-0.4％）、1989年度（0％）、1990年度（-0.1％）、1991年度（-1.8％）、1992年度（-4.8％）、1993年度（-7.1％）、1994年度（-9.2％）となっており、個々の企業はともかくとして全体でみると資産売買から利益を得るよりも損失を被っていることが多いことがわかる。さらに資産からのフローとしての利益をみると、営業外利益（営業外収益-営業外費用）の推移から明らかなように、80年代後半において企業が保有する土地や株式が増加するにつれて確かに収益が上昇しているが、借入等の資金調達コストがそれ以上に上昇し、結果として営業外利益はかえってマイナスになっている。

図9 資産評価損益と営業余剰



資料 経済企画庁『平成2年規準改訂 国民経済計算報告』より作成

この節をまとめてみると、地価や株価が上昇しキャピタルゲインが期待できるとき、企業は確かに土地や株式の保有を増加させる。しかしそれを巧みに売買して実際にゲインを得ているかということ、個々の企業はともかくとして全体でみると売却のタイミングを逸し損失を被る結果となったといえよう。

結 語

本稿では1980年代のデータを中心に、企業金融を概観してきた。そのなかで得られた結論は次の通りである。まず一つは、企業は本業における利潤最大化を図るだけでなく、チャンスが提供されれば土地や株式の投機等を含め、積極的な資産選択によって利益を求めることが分かる。つまり、事業規模に見合った金融資産が生産要素として取り込まれその費用最小化が図られるのではなく、様々な資金調達・運用手段を駆使して利潤を求める行動がとられるということである。それはバブル期の常軌を逸した企業行動であるとの見方もあろうが、約20年前の列島改造ブームの頃も企業の土地や株式投機がみられ、機会があればいわゆる財テクも行なうというのが実際の企業行動のように思える。二つ目に、財テクと設備投資が同時進行したことをみて明らかなように、金融緩和が単線的に設備投資と結びつくのではなく、緩和による資産価格上昇をうけて転換社債で資金調達し株式投資を行なうなど、金融環境と企業行動は複線的に結ばれていることが分かる。三つ目に、80年代を概観してみると金融自由化がその途中にあったということもあって各金融市場間の裁定取引が十分ではなく、一部の優遇された企業の鞘取り行動がバブルを助長させた可能性がある。つまり、大企業はエクイティ・ファイナンスで調達し、設備投資資金を安く賄っただけでなく、大口定期で運用して安全確実の利益を得ることができた。それは結果として過剰な設備投資という非効率性に結びついたが、同時に公平性の面でも問題があるといえよう。バブルの原因を金融自由化にみるむきもあるが、それよりは金融自由化が中途半端であったことが問題のように思える。

以上本稿の要点をまとめてみたが、それは限られた資料にもとづく結論にすぎないこと、それから金融の自由化は同時に国際化でもあったが、海外金融子会社設立等の問題を取り上げることができなかったことも本稿の一つの制約といえよう。

参考文献

1. 井出正介『日本の企業金融システムと国際競争』、東洋経済新報社、1994年
2. 植竹晃久「エクイティ・ファイナンスと株式所有構造－2－わが国における株式所有構造の特質と現況」、三田商学研究（35-5）、1992年12月
3. 川北英隆「バブルの傷跡＝ワラント危機が始まった」、エコノミスト（69-32）、1991年7月
4. 及能正男「本邦企業の海外金融子会社の現況と問題点」、西南学院大学経済学論集（23-3.4）、1989年3月
5. 協和銀行調査部「企業財テクの行方」、調査月報（397）、1988年2月
6. 金融機構研究会「データ分析 株バブルを演出した大企業たち」、エコノミスト（69-32）、1991年7月
7. 坂本恒夫「財務収益とリスク管理」、創価経営論集（12-3）、1988年3月
8. 鹿野嘉昭『変貌する日本の金融制度』、東洋経済新報社、1996年
9. 柴田典男；高田義幸「エクイティ・ファイナンスと株式持ち合い」、企業会計（42-7）、1990年7月
10. 新保恵志「現代日本企業の財務戦略」、経済セミナー（419）、1989年12月
11. 高田光明「わが国によるエクイティ・ファイナンスの進展」、駒大経営研究（24-1.2）、1992年9月
12. 高島成功「財テク時代と信託銀行」、信託（150）、1987年5月
13. 対馬和也「財テクの運用と管理－上－タテホ化学工業事件を素材として」、旬刊商事法務（1126）、1987年11月

14. 対馬和也「財テクの運用と管理－下 〃タテホ化学工業事件を素材として」, 旬刊商事法務（1127）, 1987年11月
15. 西村清彦『日本の地価の決まり方』, 筑摩書房, 1995年
16. 野口悠紀雄『バブルの経済学』, 日本経済新聞社, 1993年
17. 原田恒敏「財テク・余資運用」, 企業会計（39-2）, 1987年2月
18. 渡部毅彦「80年代企業金融の変化と展望」, 経済セミナー（454）, 1992年11月号