

わが国企業による有利子負債の圧縮と利益配分策

嶋谷毅・中嶋基晴・上野陽一・馬場直彦

Bank of Japan Review

2005年5月

1990年代以降、わが国企業の資金調達行動は大きく変化した。東証1部上場企業を対象に行った実証分析の結果を総合すると、以下の姿がみえてくる。比較的格付けの高い企業の負債・資本比率は、借入の抑制などを通じて適正な水準へと近づきつつある。一方、比較的格付けの低い企業は、依然として過剰負債の状態にある。こうした企業は、借入の抑制に加えて、自社の株価が上昇する局面で、増資や転換社債を発行することにより、負債・資本比率の調整を行ってきた。過剰負債の調整を終えたと考えられる企業の中には、設備投資や配当・自社株消却といった株主に対する利益配分策の実行よりも、内部留保のさらなる積み上げを愛好する企業も多い。この要因として、先行きの業況見通しに関する不確実性が依然として残存していることから、経営者が手元に資金を滞留させておこうとする強いインセンティブを有している可能性を挙げるができる。もっとも、今後、一段と収益が好転する場合には、有利子負債の圧縮が進捗した企業を中心に、各々の財務特性に見合ったかたちで、利益配分を積極的に行っていく可能性がある。

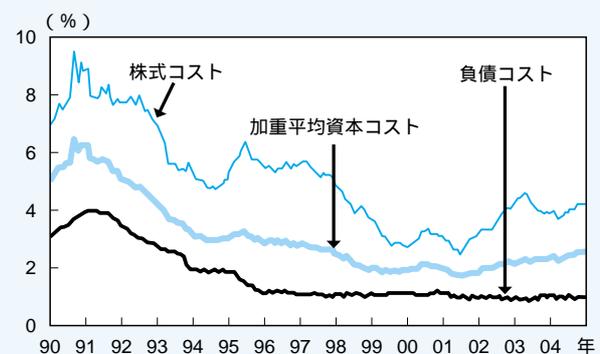
はじめに

1990年代以降、わが国企業の資金調達行動は大きく変化した。本稿では、適宜マクロ・データを参考にしながら、東証1部上場企業（銀行・保険・証券を除く）のうち、1990年代から2003年度にかけて継続的に連結ベースの財務諸表を公表してきた企業約600社を対象に行った分析結果¹を基に、わが国企業による有利子負債の圧縮状況や、有利子負債圧縮後の資金用途について考察する。

資本コストの動向

最初に、資本コストの動向を振り返る（図表1）。まず、負債コストは、1990年代前半に短期金利の低下を受けて低下した後、近年では概ね横這いで推移している。一方、株式コスト²は、企業収益の低迷を主因として90年代にほぼ一貫して大きく低下した後、2001年以降は、企業収益に対する回復期待とともに、株価の上昇期待が高まりつつあったことなどから、幾分上昇傾向にある。この結果、負債コストと株式コストの加重平均値である資本コストは、90年代を通じて低下したのち、2001年以降は、小幅な上昇に転じている。

【図表1】資本コストの推移



(注) 負債コストは、借入金利と社債利回りの加重平均として、株式コストはEBOモデルを基に、算出。また、負債コストは、利子支払いの節税効果を控除している。

(出所) 中嶋・馬場 [2005]

資金調達動向

次に、資金循環統計から、1990年度以降の非金融法人企業の資金調達動向（簿価ベース）をみると（図表2）、資金調達総額は、93年度にピークをつけた後、緩やかな減少に転じ、99年度以降は大きく減少している。内訳をみると、資金調達総額の約6割を占める借入が、94年度以降、趨勢的に減少している。また、株式・出資金は緩やかな増加基調にある一方、社債は、90年代に増加した後、2000年度以降は概ね横這いで推移している。

【BOX】資金調達方法の選択に関する代表的な理論仮説

最適資本構成の理論

負債対資本（株式）という二分法で、負債と株式の最適な構成比率（以下、最適負債比率）を考える。まず、負債は、企業清算時における資金返済の順位が株式に比べて高いことから、元来、株式対比でコストが低いことに加えて、利子支払いには節税効果（税控除）がある。これらの効果は企業に負債比率を高めるインセンティブを与える（下図・ の効果）。しかし、その一方で、負債比率が上昇すると倒産の可能性が高まる。これは、負債比率を抑えるインセンティブとなる（下図・ の効果）。これら相反する効果を勘案しつつ、企業は資本コストの最小化を通じて企業価値を最大化する最適負債比率を達成するという考え方が「最適資本構成の理論」である。

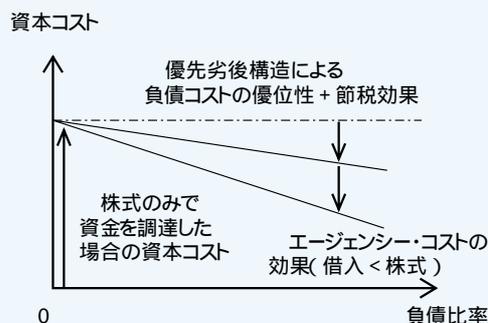
ベッキング・オーダー仮説

企業経営者は、資金調達の容易さに従って予め資金調達方法の優先順位を決めているとする考え方をベッキング・オーダー仮説という。この仮説のもとで企業は、コストが最も低い内部留保を最優先に使用し、次いで、情報の非対称性にかかるエージェンシー・コストが相対的に小さい借入を利用する。そして、次に、社債や株式といった市場性の資金調達を行う。このように、借入は株式と比べてエージェンシー・コストが低い（右図・ の効果）。そのため、利益率が高く、内部留保が潤沢な企業ほど、相対的に返済が容易な借入をまず減少させる選好を有する。

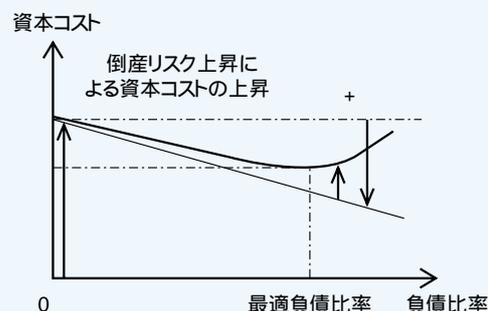
マーケット・タイミング仮説

自社の株価が上昇した局面を捉えて、株式や転換社債を発行するという考え方をマーケット・タイミング仮説という。

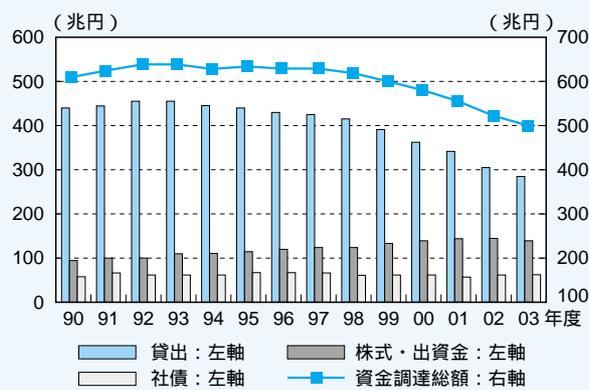
【負債の節税効果とベッキング・オーダーを勘案】



【倒産リスクも勘案】



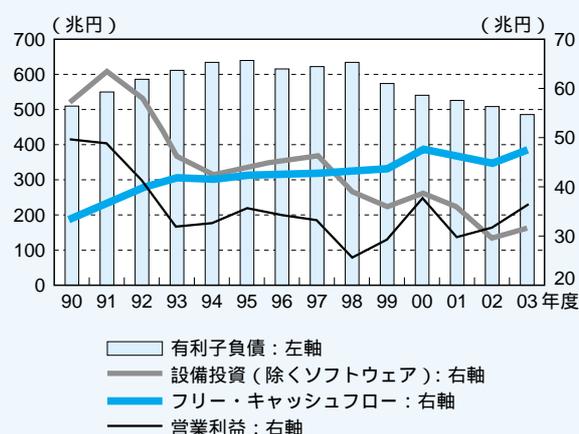
【図表2】非金融法人企業の資金調達動向



この間、企業のフリー・キャッシュフローは、収益の回復に加えて減価償却費の増加もあって、増加基調にある（図表3）。フリー・キャッシュフローは、営業キャッシュフローと設備投資や有価証券投資などから生じる投資キャッシュフローの和として定義される、企業経営者が自由に使用し

やすい資金である。更に、近年は収益が好転するなか、設備投資を抑制し、有利子負債の返済を優先させてきたことがわかる。

【図表3】フリー・キャッシュフローと有利子負債残高



(注)「有利子負債」は借入金と社債の合計。「フリー・キャッシュフロー」は、間接法に基づく(後方5年移動平均)。

(出所)財務省「法人企業統計年次別調査」

有利子負債の適正水準を巡る議論

上でみたように、有利子負債の圧縮は1990年代中央以降、ほぼ一貫して続いている。そのため、「企業は有利子負債をどこまで圧縮し続けるのか」という点に関心が集まっている。この問題に答えるためには、企業にとっての適正な負債・資本比率（以下、負債比率）を導出する必要がある。この点に関して、資本コストの最小化を通じて、企業価値の最大化を図るという観点から接近する考え方が、「最適資本構成の理論」である。これによると、企業は、負債比率をコントロールすることによって、負債・資本の資金調達コストの加重平均値である資本コストを最小化することを目指す（詳しくは、BOX参照）。

ここで、再び資本コストの動向をみると、株式コストは一貫して負債コストより高水準にあるものの、1990年代後半は、負債コストの低下幅に比べて、株式コストの低下幅の方が大きかった（前掲図表1）。そのため、純粋にコスト面からみると、負債による資金調達の相対的な優位性は低下していた。この間、負債による資金調達が減少し、株式による資金調達は増加していることと重ね合わせると（前掲図表2）、コスト面の動きと資金調達の動きは、概ね整合的であったと考えられる。

しかし、2001年以降は、負債コストが横這いで推移するなか、株式コストが上昇に転じているにもかかわらず、負債による資金調達の減少は止まっていない。これは、近年については、純粋な最適資本構成の理論だけでは、現実の負債比率の動きを説明することは困難であり、他の要因による影響も考慮する必要があることを示唆している。

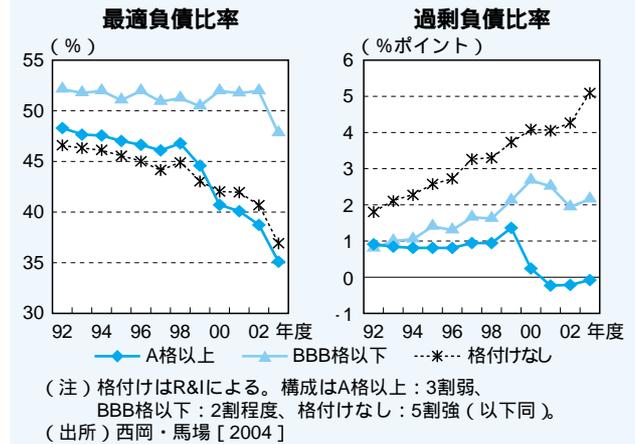
そこで、西岡・馬場〔2004〕は、「最適資本構成の理論」の枠組みの下で、負債比率に影響を与え得る他の様々な要因の影響をコントロールしたうえで、各企業にとっての最適な負債比率を推計し、実際の負債比率との乖離（以下、過剰負債比率）を観察している（資金調達方法の選択に関する代表的な理論仮説については、BOX参照）。

まず、企業毎に推計された最適負債比率の格付け別の平均値の推移をみると、最適負債比率は、1990年代以降低下傾向にあり、近年特に低下ペースが速まっていることがわかる（図表4左）。この主な要因として、90年代後半は、前述の負債・資本間のコスト面での相対的な優位性の変化を挙げることができる。また、2000年以降は、収益の好転と設備投資の抑制による内部留保の増加から、経営者が内部留保との代替性が高い借入を減少させるインセンティブを有したことによるものとみられる（BOX参照）。

次に、過剰負債比率の推移をみると（図表4右）、

A格以上の企業では、過剰負債は2000年以降急速に解消され、近年では、ほぼゼロとなっている。一方、BBB格以下の企業も、近年は過剰負債比率が低下しているものの、いまだ負債比率は過剰な領域にある。また、格付けなしの企業については、負債比率の低下が最適負債比率の急速な低下に追いつかず、過剰負債比率は依然として拡大を続けている。

【図表4】最適負債比率と過剰負債比率



企業による資金調達方法の選択

最適資本構成の理論では、資金調達方法は大きく負債と資本（株式）に分けて議論されていた。しかし、負債には借入や社債に加え、資本性の強い転換社債などもある。そこで以下では、企業は、最適負債比率の達成に向けて、実際にはどのような資金調達方法を用いて負債比率の調整を行ってきたのかという点について考察する。

嶋谷・川井・馬場〔2005〕は、借入、社債、転換社債の発行、増資など、資金調達の選択肢が多数存在する場合に、個々の企業が、どのような要因に基づいて意思決定を行っているのか、という点を多項ロジット・モデル³により分析している。

これによると、最適資本構成の理論（BOX参照）が示すように、過剰負債比率の高い企業ほど、借入を抑えようとするインセンティブを持つことが確認された。加えて、資金調達の意思決定には、

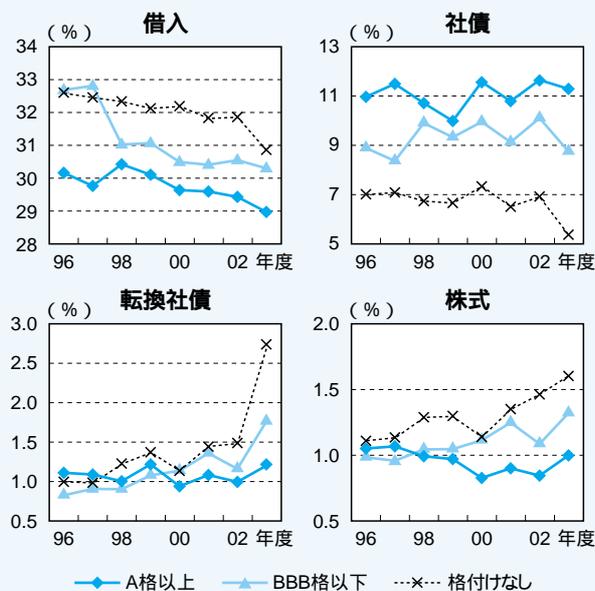
資金調達の優先順位を「内部留保」、「借入」、「その他の市場性の資金」とするペッキング・オーダー仮説（BOX参照）や、当該企業の株価が市場対比で上昇したときに転換社債や株式による資金調達を選択するとするマーケット・タイミング仮説（BOX参照）が影響を与えている。これは、企業は、転換社債を発行する際に、負債としてよりもその資本性に注目していることを示唆する。このほか、借入以外の市場性の資金調達方法は、企業規模が大きな企業を中心に選択されていることも確認された。

次に、多項ロジット・モデルの推計結果を基に資金調達方法毎の選択確率を算出し、格付け別の平均値の推移をみた（図表5）。これと上述の結果を併せると、格付け毎に以下のような姿が浮かび上がる。

A格以上の企業は、過剰負債をほぼ解消した上に、内部留保も潤沢に有していることから、借入や転換社債、株式による資金調達を控える傾向がある。しかし、社債については、資金調達の多様化などの観点から、発行を抑えるインセンティブは有していない。

一方、BBB格以下もしくは格付けなしの企業は、相対的に過剰負債比率が高いことから、負債圧縮のインセンティブは強い。しかし、これらの企業は、内部留保がさほど潤沢ではないことに加え、A格以上の企業に比べて社債発行が容易でない。そのため、借入に対する依存度は近年下がりつつあるが、依然として高い状態が続いている。もっとも、選択確率の水準は低いものの、自社の株価が上昇した時に、転換社債などを発行することで、先行きの負債比率の低下を図る行動もみられている。

【図表5】資金調達方法の選択確率の推移



（出所）嶋谷・川井・馬場 [2005]

過剰負債圧縮後の資金使途

以上みてきたように、わが国企業の負債圧縮状況や資金調達方法の選択は、格付け毎に様相が大きく異なっている。比較的格付けの低い企業は、これまでのところ過剰負債の圧縮が十分に進んでおらず、今後も同様の状況が続く可能性が高い。これに対して、比較的格付けの高い企業の中には、過剰負債の圧縮が一段落し、次のフェーズに移行しようとしている企業もあるように窺われる。

そこで、今後の企業金融の動向を考える上での参考として、西岡・馬場 [2004] で得られた各企業別の過剰負債比率の推計値を基に、企業を、既に過剰負債の圧縮を終了した企業群と、未だ過剰負債を抱えている企業群に分け、それぞれの企業群のうち、設備投資、内部留保の積み上げ、自社株消却や増配、負債圧縮を行った企業の割合を観察した（図表6）。

【図表6】過剰負債解消後の資金使途

（％、％ポイント）

	過剰負債を 解消した企業 に占める 割合 (a)	過剰負債を 抱える企業 に占める割合 (b)	(a)-(b)
設備投資	54	46	+8
内部留保の増加	66	61	+5
自社株消却	9	6	+3
増配	24	21	+3
有利子負債圧縮	58	65	7

（注1）1996～2003年度

（注2）設備投資は有形固定資産、内部留保は資本合計 - 資本剰余金 - 資本金。各項目の前年度との差を増減としている。

これをみると、過剰負債を解消した企業は、過剰負債を抱えている企業と比較して、設備投資、内部留保の積み上げ、自社株消却、増配の順に資金を使用していることがわかる。一方、一段の負債圧縮を行う傾向は薄れてきている。

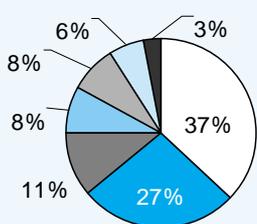
資金使途の決定要因

それでは、企業はどのような要因によって、設備投資、内部留保の積み上げ、株主に対する利益配分策（以下、利益配分策）といった、資金使途に関する選択を行うだろうか。選択の基準をこれまでどおり、自社の企業価値の最大化とすると、以下のような整理が可能である。

- （1）資本コストを上回る期待収益率を有する有望な投資案件があれば、設備投資を行い事業を拡大する。
- （2）有望な投資案件がない企業は、増配や自社株消却により利益配分を行ったり、将来の借入余地を拡大させることを企図して更なる有利子負債の圧縮を行う。
- （3）ただし、先行きの収益見通しに関する不確実性が高い場合は、資金を内部留保として手元に置き、先行きの見通しがある程度明らかになったところで、改めて資金使途に関する意思決定を行う⁴。

上記の点につき、日本政策投資銀行が2004年11月に実施した「設備投資行動等に関する意識調査結果⁵」は、興味深い結果を示している（図表7）。「有利子負債が適正水準達成後の負債圧縮にかわる資金使途」という問いに対し、37%の回答企業が「国内設備投資の増加」、27%が「一層の有利子負債圧縮」、11%が「配当増、自社株買い等の株主還元」と回答している。上の整理のように、設備投資は将来に対する積極的な見方を反映し、一層の負債圧縮や利益配分は将来に対する消極的な見方を反映していると考え、企業の先行きの見通しは強弱入り混じった状態にあると推測される。

【図表7】有利子負債が適正水準達成後の負債圧縮にかわる資金使途



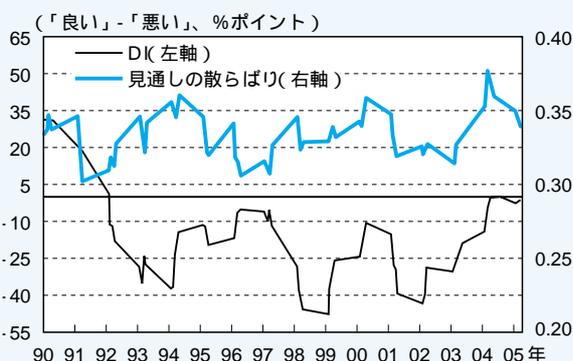
国内設備投資の増加、一層の有利子負債圧縮
配当増、自社株買い等の株主還元
海外投資の増加、金融資産の増加
その他、国内M&A

（出所）日本政策投資銀行

企業の先行き見通し

そこで日銀短観を用いて、企業の先行きの見通しをみる（図表8）。先行きの業況見通しを「良い」と回答した比率から「悪い」と回答した比率を引いたDIは、1992年以降、マイナスの領域で推移しているが、2002年以降、顕著な改善を示し、2004年にはほぼニュートラルな水準にまで戻ってきている。

【図表8】先行き(3か月後まで)の業況見通し



（注）「見通しの散らばり」は、「悪い」を「0」、「さほど良くない」を「1」、「良い」を「2」と数値化し、各選択肢にかかる回答比率を度数とした分散を計算することで、「散らばり」の指標としている。全規模合計ベース。

（出所）日本銀行「短観（全国企業短期経済観測調査）」

しかし、回答企業の見通しの散らばり度合いは、2004年に1990年以降で最も高い水準となった後、最近でも高水準で推移している。これは、2002年以降、「さほど良くない」と回答する企業数が大きく変わらないなか、その他の回答をした企業数が、「良い」、「悪い」でほぼ2分されていることを反映している。

このように、企業の先行きの見方は、総じてみれば改善方向にある。一方、企業間での見通しの散らばりは、依然高水準ながら、足許は縮小傾向にある。

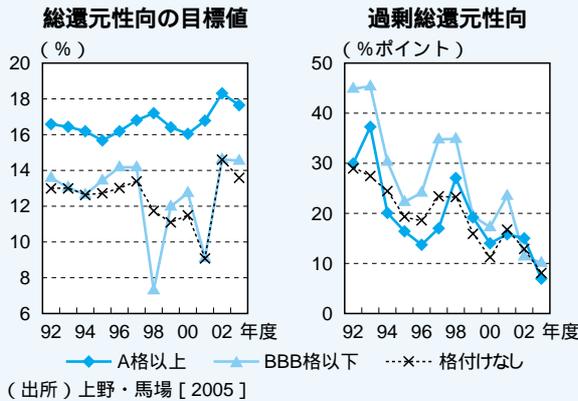
株主に対する利益配分策の決定要因

では、企業が、今後、配当や自社株消却といった利益配分策を積極的に行う可能性はあるのだろうか。この問題に接近するためには、企業はどのような要因を考慮して、利益配分策を決定しているのかという点を整理する必要がある。配当および配当と自社株消却の和として定義した総還元に関する分析を行った、上野・馬場〔2005〕⁶の主要な結論は以下のとおりである。

- （1）配当・総還元性向の目標値（当期利益に対する配当・総還元額の目標比率）は、営業利益率が高く、営業利益の変動が小さく、企業規模が大きく、有利子負債比率が低い企業ほど高くなる。
- （2）配当・総還元性向の目標値は、収益の好転、有利子負債の圧縮傾向などを受けて、緩やかながらも上昇傾向にある。ただし、BBB格以下もしくは格付けなしの企業では、営業利益の変動の影響を強く受けて大きく変動している（図表9左）。
- （3）利益配分策、特に配当政策には、強い硬直性がある。すなわち、企業経営者は配当政策の決定に際し、自社の財務特性に基づいて目標値を設定しているものの、現実には株主に対する配慮などもあり、減益時や赤字決算時に配当額を引き下げることには抵抗感を有していた。ただし、近年、こうした減配に対する抵抗感は、薄れる傾向にある。一方、収益力が向上し、有利子負債の圧縮を進めてきた規模の大きな企業ほど、自社株消却によって積極的に利益配分を行っている。
- （4）実際の総還元性向と総還元性向の目標値の乖離として定義される過剰総還元性向は、減益時や赤字決算時にも例年通り配当を行ってきた企業が多かったことなどから、プラスで推移してきたが、近年大幅に縮小している（図表9右）。これは、わが国企業の利益配分策が、徐々に、財務特性に基づいて行われつつあることを示唆している。

これらの結果を踏まえると、今後、一段と収益が好転する場合、有利子負債の圧縮が進捗した企業を中心に、各々の財務特性に見合ったかたちで、利益配分を積極的に行っていく可能性がある。

【図表9】総還元性向の目標値と過剰総還元性向の推移



終わりに

1990年代以降、わが国企業は過剰負債の圧縮を続けてきた。こうした傾向は、今後も比較的格付けの低い企業を中心に、しばらくは続く可能性がある。しかし、その一方で、比較的格付けの高い企業の中には、過剰負債の調整を終えた企業もみられるようである。

こうした企業が今後、どのように資金を使っていくのか、といった点が今後の注目点である。資金用途には、設備投資、内部留保の積み上げ、配当の増額や自社株売却などの利益配分策、さらなる負債圧縮、と様々な選択肢がある。このうち各企業がどの選択肢を選択するのかは、本稿で述べたように、将来の業績に対する見方や不確実性の高さ、各社別の財務特性の相違を反映するものと考えられる。とりわけ、収益力が向上し有利子負債の圧縮が進捗した企業は、今後、株主に対する利益配分を積極化させる可能性がある。

参考文献

- 中嶋基晴・馬場直彦 [2005] 「低金利下における資本コストの動向～EBOモデルに基づく観察～」、日銀レビュー・シリーズ、No.05-J-2
- 西岡慎一・馬場直彦 [2004] 「わが国企業の負債圧縮行動について：最適資本構成に関する動学的パネル・データ分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.04-J-15
- 嶋谷毅・川井秀幸・馬場直彦 [2005] 「わが国企業による資金調達方法の選択問題：多項ロジット・モデルによる要因分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.05-J-3
- 上野陽一・馬場直彦 [2005] 「わが国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株売却のインセンティブを巡る実証分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.05-J-6

- 1 本稿が依拠する分析の詳細は、上記参考文献を参照。
- 2 株式コストは、投資家の立場からみると、当該株式の期待収益率である。期待収益率は、フローの期待インカム・ゲイン率と、株価の上昇期待である期待キャピタル・ゲイン率から成る。本稿で用いたEBO (Edwards-Bell-Ohlson) モデルでは、各期の利益のうち、株式コストを上回る部分 (残余利益) を、株式価値の源泉と捉えている。このモデルによると、期待インカム・ゲイン率はROE (株主資本に対する利益率) から、期待キャピタル・ゲイン率は株主資本の時価・簿価間の格差から算出される。詳しくは、中嶋・馬場 [2005] を参照のこと。
- 3 多項ロジット・モデルは、企業にとっての選択肢が2つ以上存在するときに、それぞれの選択肢を選択する確率を算出する手法である。確率算出の基になるのは、各々の選択肢 (本稿のケースでは、資金調達なし、借入、社債、転換社債、株式、またはこれらの組み合わせ) を選択することによって、企業が得ることができる効用である。これらの効用は、企業の財務特性などに依存しているという観点から定式化が行われている。企業の財務特性は、BOXで紹介した各理論仮説などと結びついている。
- 4 内部留保を積み上げることの価値は、内部留保の積み上げをリアル・オプション (延期オプション) と考えることによって評価できる。先行きの不確実性が高い場合、企業は、一旦、投資や負債の圧縮・利益配分などを控え、内部留保として資金を手元に積み上げる。この時、内部留保は、将来、不確実性が低下した後に、先行きの業績見通しが改善していればその時点から投資を行い、先行きの業績見通しが悪化していれば負債の圧縮や利益配分を行うことができるオプションとしての性質を有することになる。このように内部留保のオプション性を利用することで、企業は、不確実性の高い時点に投資や負債の圧縮・利益配分を行うことによって損失を被るリスクを軽減し、企業価値を高めることができると考えることができる。
- 5 回答企業は、日本政策投資銀行の設備投資計画調査の対象企業3,638社 (資本金10億円以上) のうちの、1,572社。
- 6 企業価値を最も高める配当・総還元性向が存在し、各企業はその目標性向に向けて徐々に実際の配当・総還元性向を調整していくという前提の下で分析を行っている。目標性向は、各企業の財務特性によって異なり、それぞれの財務特性が理論仮説と結びついている。代表的な理論仮説としては、以下のものがある。フリー・キャッシュフロー仮説：フリー・キャッシュフローを潤沢に保有する企業経営者には、企業価値を高めない裁量的な支出行動を行う傾向がある。こうした傾向を抑えるため、株主は、配当や自社株売却による利益配分を求める。成熟性仮説：黎明期から安定期へと移行した企業ほど、有望な投資機会が減少してくるため、利益を株主に配分するインセンティブを高める。バックギン・オーダー仮説：企業経営者は、資金調達方法として、エージェンシー・コストの最も小さな内部留保を選択するため、内部留保を潤沢に保有する企業ほど、利益配分を行う余力が大きい。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局 馬場直彦 (E-mail: naohiko.baba@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。