

「ここ数年、日本の大企業の資金繰りはどうだったか」と問われれば、「金余りの状態にある」と答えるのが常識だった。二〇〇〇年前後、企業は金融システム不安と貸し渋りを経験した。また、収益力を向上させる必要に迫られたことから、バブル期に積み上げた過剰債務を解消することを余儀なくされた。このため企業は、期中に生み出したキャッシュフローを設備投資に用いずに、借入の返済に優先的に充当してきたというわけだ。

実際、民間企業（金融機関を除く）の借入と社債の残高推移をみると（図）、八五年に三〇〇兆円程度だったものが、その後のバブル期に倍増し、六〇〇兆円を超えた。しかし九〇年代後半から減少を開始し、昨年九月末には四一四兆円にまで減少している。ピーク時と比べ、三分の二にまで縮小したことになる。

マクロ経済的に言えば、家計（個人）、民間企業が金余りで貯蓄もしくは債務の削減を行い、政府が大幅に債務を積み上げ、また海外も日本から資金を調達する状態にあった。家計が貯蓄を行うのは当然だが、企業の金余りは望ましいとは言えない。そのような

状態が長期間続けばなおさらである。企業に適切な投資機会が見つからないことを意味し、経済全体が沈滞していることを示唆しているからだ。しかし、この望ましくない状態に終わりが見えてきた。先の図をもう一度見ていただきたい。足元、昨年九月末に民間企業の債務残高が、わずかながらも増加に転じた。もちろん、まだ一期だけの反転であり、これが今後も続くのかどうか、予断を許さない。とはいえ、少なくとも債務を削減しようという意欲が弱まってきたから、昨年九月末の反転があったのだと評価したい。

ファイナンスの観点から述べれば、企業が債務を用いて資金調達する理由は明確である。資金のコストが安いからだ。資金を供給する側からすると、企業が倒産しない限り、貸した資金の元利金は確実に返済される。だから高いコストを要求しない。また、

MARKET EYE

マーケット・アイ

企業資金調達の反転

川北英隆
同志社大学政策学部 教授

債務に対する金利は税務上の費用として認識されるため、税効果が働く。これに対して株式で調達した資金のコストは高い。配当の確実性はないし、元本の返済は原則として行われなければならない。また配当は税務上、企業の利益処分ではない。なお、株式での資金調達に内部留保が含まれることに注意しておきたい。内部留保した資金が貸借対照表上、資本の部に入れられるのが端的な証拠である。もともと、企業側からすると、株式で資金を調達していれば、業績が悪くなった場合の融通が効く。配当は もちろん、資金の返済も不要だからである。コストが高いだけに、メリットもあると言える。

資金調達において、コストと安定性のどちらを選ぶのか、財務担当者は常に決断を迫られている。現在、企業が債務の返済を優先させてきた分だけ、株主資本比率が高くなり、上場企業の平均で三四％、製造業では三九％に達した。今後の企業経営を考える場合、資金の安定性よりもコストに重点を置いた決断が必要な段階に入ってきたのではないだろうか。この意味で、債務残高が反転してきたことは、日本の経済全体にとって望ましい現象だと評価できる。

表上、資本の部に入れられるのが端的な証拠である。もともと、企業側からすると、株式で資金を調達していれば、業績が悪くなった場合の融通が効く。配当は もちろん、資金の返済も不要だからである。コストが高いだけに、メリットもあると言える。

資金調達において、コストと安定性のどちらを選ぶのか、財務担当者は常に決断を迫られている。現在、企業が債務の返

●民間企業（金融機関除く）の借入・社債の残高推移

