

2011年12月16日 全11頁

12月日銀短観から読み解く企業の資金繰り

資本市場調査部
太田 珠美

改善傾向だが依然厳しい中小の資金繰り、いざという時の備えを

[要約]

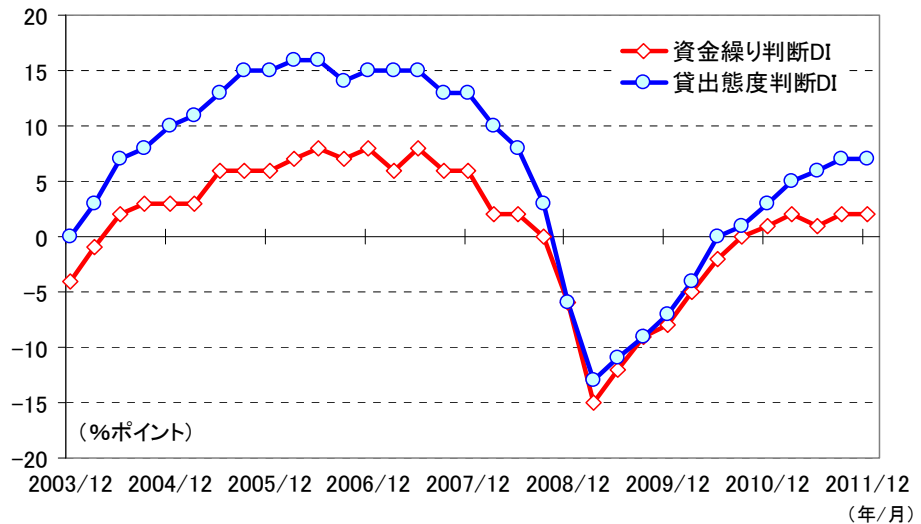
- 日本銀行から全国企業短期経済観測調査（2011年12月調査）が発表された。当該調査の企業金融の項目をみると、企業の資金繰り判断DIは2%pt、金融機関の貸出態度判断DIは7%ptと、ともに前回の9月調査から横ばいであった（全産業・全業種）。両DIは企業規模が大きいほど数値が高くなる（資金繰りが楽である・金融機関の貸出態度が緩い）が、前回調査に比べれば企業規模間の差が縮まる傾向がみられた。
- 借入金利水準判断（最近）も-5%ptと前回調査から横ばいであったが、先行き調査は1%ptであり、先行きの借入金利水準上昇を予想する企業がわずかに多い。
- 日本銀行が四半期に一度発表している「主要銀行貸出動向アンケート調査」の貸出運営スタンスDIは近年、過去3ヶ月、先行き3ヶ月ともにプラスで推移しており、銀行は貸出に積極的な姿勢をみせている。ただ、貸出運営スタンスDIは企業規模が小さいほど高く、全国企業短期経済観測調査の金融機関の貸出態度判断DIの結果とは逆である。資金を調達したい企業と、金融機関が資金を貸したい企業がうまく合致していない可能性が示唆される。
- 一般的に、企業規模が大きいほど信用力が高く、資金調達に複数の選択肢を持っており、資金の出し手も多い。中小企業への資金の出し手は、金融機関を除くと基本的に縁故者に限られてしまうものの、社債の発行等、資金調達経路の複線化により、資金調達コストの比較および削減を行うことは可能である。大企業に限らず、借入以外の資金調達経路の検討が必要ではないだろうか。

資金繰り判断DI、貸出態度判断DIともに横ばい

企業の資金繰り、金融機関の貸出態度はともに変化なし

日本銀行（以下、日銀）から全国企業短期経済観測調査（2011年12月調査）（以下、短観）が発表された。資金繰り判断DIは2%pt、金融機関の貸出態度判断DIは7%ptと、前回の9月調査から横ばいであった（図表1）。資金繰り判断DIは数値が高いほど「資金繰りが楽である」と回答した社数の割合が高いことを意味し、金融機関の貸出態度判断DIは数値が高いほど「金融機関の貸出態度が緩い」と回答した社数の割合が高いことを意味する。

図表1 資金繰り判断DI、貸出態度判断DIの推移



(注1) 全規模・全産業の値。年月は調査年月。

(注2) 資金繰り判断DIは資金繰りが「楽である」と回答した社数の構成比(%)から、「苦しい」と回答した社数の構成比(%)を減じたもの。貸出態度判断DIは金融機関の貸出態度に関して「緩い」と回答した社数の構成比(%)から「厳しい」と回答した社数の構成比(%)を減じたもの。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

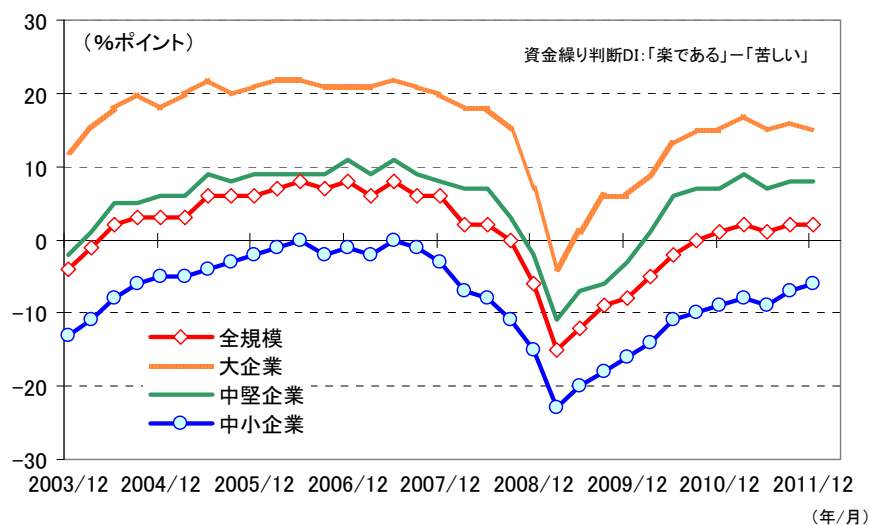
資金繰り判断DIの概要

資金繰り判断DIは企業規模が数値の大小に表れる

資金繰り判断DIを企業規模別で見ると、大・中堅企業ではプラス、中小企業はマイナスであり、企業の規模が資金繰りに影響していることがみてとれる（図表2）。企業規模が信用力に与える影響は大きく、一般的に、金融機関からの借入条件は規模が大きい企業の方がよい。全体のトレンドに大きな変化はないものの、今回は大企業が15%ptで前环比1%ptの下落、中堅企業が8%ptで横ばい、中小企業が-6%ptで1%pt上昇と、企業規模間の差が縮まる結果となった。

短観の「売上・収益計画」によれば、大企業・製造業は2011年度の売上高の年度計画を1.6%下方修正した（上期は1.5%、下期は1.7%の下方修正）。特に輸出額の影響が大きく、欧州財務問題等による世界経済への不透明感が販売に与える影響、タイの洪水が生産に与える影響、そして円高の影響を織り込んだものと思われる。反面、中堅企業・製造業の売上高年度計画の下方修正はわずかであり、中小企業・製造業はむしろ上方修正している（どちらも下期だけみれば下方修正）。こうした売上高の見通しの違いが資金繰り判断DIに影響している可能性がある。

図表 2 資金繰り判断DIの企業規模別推移



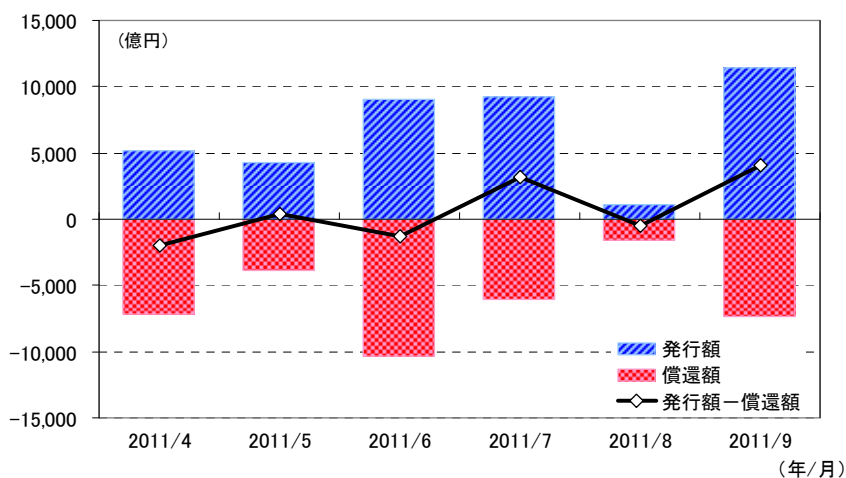
(注) 全規模・全産業の値。年月は調査年月。大企業は資本金 10 億円以上、中堅企業は 1 億円以上 10 億円未満、中小企業は 2 千万円以上 1 億円未満の企業。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

大企業は資金調達手段に選択肢がある

大企業の資金繰り判断が「楽である」傾向が強いのは、信用力の高さに加え、資金調達手段が銀行からの借入だけでなく、市場からの調達など複数の選択肢を持つことが背景にある。市場からの調達手法としては主に株、社債、転換社債の発行などがあるが、今年 4 月以降の企業の資金調達動向をみると、社債の発行が堅調である(図表 3)。発行額が償還額を下回っている月もあるが、今年度は沖縄電力以外の電力債が発行されていないことを鑑みれば¹、例年より企業の社債による資金調達意欲は旺盛ともいえる。2011 年 4 月～10 月に電力債の償還が 9,000 億円程度あったものと推測されるが、これらは新たな電力債の発行ではなく、電力会社の手元資金や借入金などで償還されたことになる。

図表 3 社債の発行額および償還額の推移



(注) 集計対象は国内かつ公募で発行された社債。発行日ベース。償還額はマイナスで表記している。

(出所) 日本証券業協会より大和総研作成

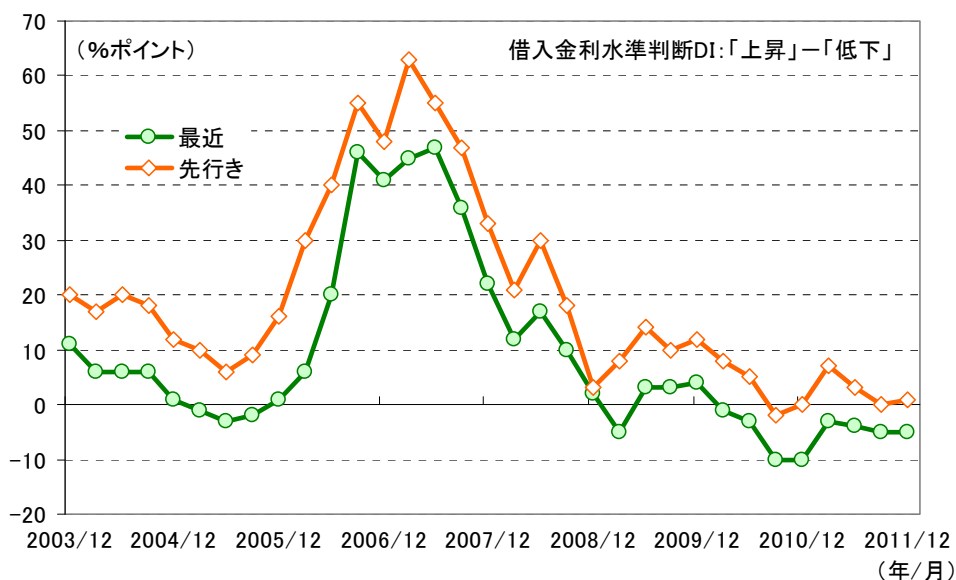
¹ 今年度は東日本大震災の影響で、原子力発電所を持たない沖縄電力以外、電力会社による社債の発行は行われていない(本稿執筆時点)。

投資家からすれば、社債市場で現存額の約 2 割を占める電力債に代わる投資対象が必要であり、需給バランスからみると需要側が強い状態であったことから、供給側の発行体は相対的に低コストで社債による資金調達ができる環境であった。また、短観の 3 月調査および 6 月調査の借入金利水準判断 DI（先行き：3 ヶ月後までの変化）では先行き金利の上昇を予想する企業がやや多かった（図表 4）。社債による資金調達コストが低いことと、将来の金利上昇（社債による調達コスト増）懸念から、社債発行が堅調であったと考えられる。

借入金利水準は足元
低下だが上昇観測も

今回の短観（12 月調査）では、借入金利水準判断 DI（最近）は-5%pt と、前回調査から横ばいながら 8 回連続のマイナスであった。反面、同（先行き）は 1%pt とプラスであった（図表 4）。足元では借入金利の低下が続いているものの、将来的には金利が上昇すると考える企業がわずかに多い。足元の金利低下が止まった場合、長期固定金利で資金調達しようと、社債への移行が進む可能性がある。

図表 4 借入金利水準判断 DI の推移



(注 1) 全規模・全産業の値。年月は調査年月。

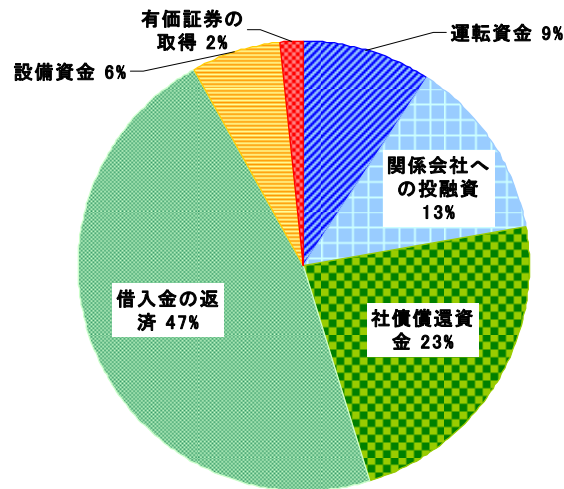
(注 2) 借入金利水準判断 DI は、借入金利について「(3 ヶ月前と比べた) 最近 (回答時点) の変化」および「先行き (3 ヶ月後まで) の変化」について、「上昇」と回答した社数の構成比 (%) から、「低下」と回答した社数の構成比 (%) を減じたもの。数値が高いほど「借入金利が上昇した (する)」と考えている企業が多いことを意味する。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

社債で調達した資金
のおよそ半分は借入
金の返済に

社債の発行が堅調であるとはいえ、国内で公募発行された社債をみると、社債の 4 割以上は「借入金返済のため」に発行されたものである（図表 5）。社債償還資金も含めると、7 割は既存の負債を返済するための資金調達であり、新たな投資を行うための資金調達は限られる。設備投資に用いられるのは発行額の 6%程度である。

図表5 社債で調達した資金の用途別割合

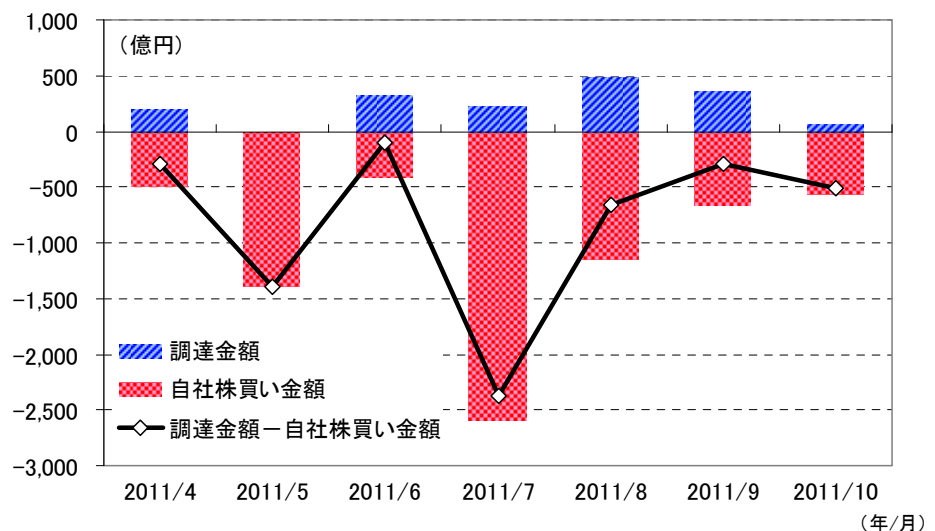


(注) 集計対象は2011年4月～11月に国内で公募発行された普通社債。金融機関や政府関係機関、投資法人が発行した社債を除く。資金用途が複数あり、かつ用途別の金額内訳の記載がないものに関しては、それぞれの資金用途に等分に使用するものとして集計した。
(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

株式による資金調達は低水準

世界的に株価水準が低く、かつ欧州財政不安による先行き不透明感も強いことから、株式による資金調達は低調である。株式に関しては、資金を調達するより、むしろ自社株買いによって株主へ資金を返還する動きの方が強い(図表6)。

図表6 株式による資金調達金額および自社株買い金額の推移



(注) 集計対象は国内で行われたもの。調達金額は発行日、自社株買い金額は異動日ベース。自社株買い金額はマイナスで表記している。
(出所) 日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

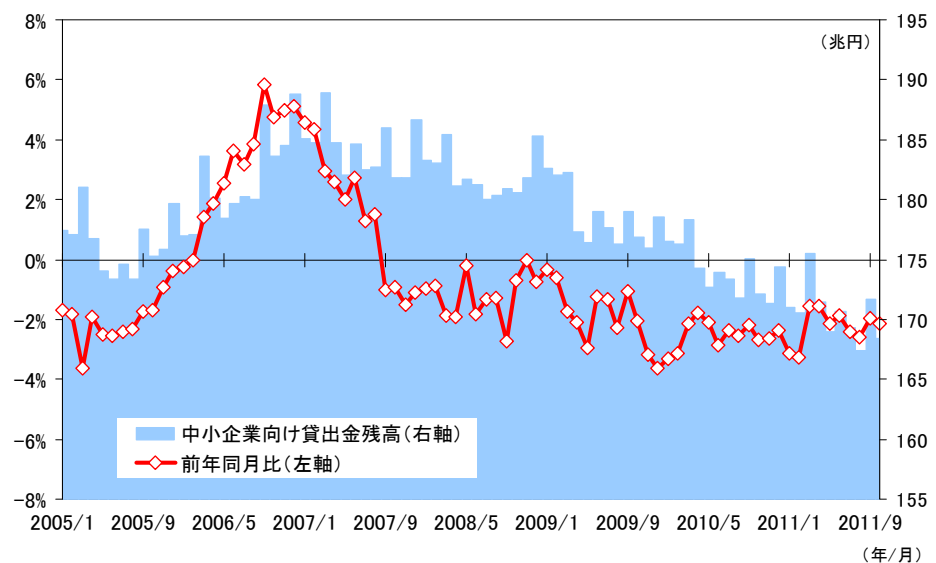
金融機関の貸出姿勢は積極的でも苦しい中小企業の資金繰り

大企業が「資金繰りが楽である」という回答が多いのに反し、中小企業は「資金繰りが苦しい」という回答が多い。中小企業は借入以外の資金調達手段が少ない上に、金融機関からの借入審査が規模の大きい企業と比較すると相対的に厳しいことが背景としては挙げられる。

中小企業向けの貸出残高の推移をみると、前年同月比で減少が続いている（図表 7）。一般的に、貸出残高の減少には、企業の資金需要が低迷もしくは金融機関の貸出態度の厳格化が要因として考えられるが、中小企業が「資金繰りが苦しい」と感じている以上、資金需要が著しく低迷しているとは考えにくい。しかし、金融機関も貸出に対して積極的な姿勢をみせていることから（金融機関の貸出態度については後述）、「資金需要がある企業」と「金融機関が貸出をしたい企業」が合致していない可能性が考えられる。

なお、銀行別の中小企業向け貸出をみると、都市銀行は前年同月比マイナスが続いているが、地方銀行および第二地銀の中小企業向け貸出は 2011 年 3 月以降、下げ止まっている。東日本大震災の影響によるものと思われるが、この動きが一過性で終わるか、今後も継続するか、注意しておく必要がある。

図表 7 中小企業向け貸出金残高および対前年同月比



（注 1）中小企業は資本金 3 億円（卸売業は 1 億円、小売業、飲食業、物品質貸業等は 50 百万円）以下、または常用従業員 300 人（卸売業、物品質貸業等は 100 人、小売業、飲食業は 50 人）以下の企業（法人および個人企業）。

（注 2）貸出金残高は国内銀行（銀行勘定+信託勘定+海外勘定）の月末値。

（出所）日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

規模が小さい企業の 資金調達手段は限られる

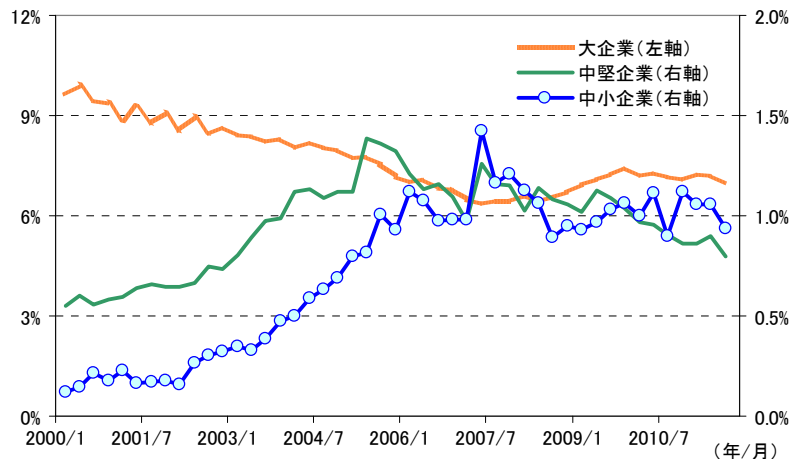
規模の小さい企業は、資金調達手段に限られる。そのため、中堅・中小企業の資金調達の多様化を図るべく、私募債発行に関しては 2000 年には特定社債保証制度²が創設され、2002 年には当該制度の適債基準が緩和³されるなど、制度面での体制整備が行われ、2000 年代前半から半ばまでは私募債の発行は増加傾向にあった。

中堅・中小企業のみが発行した私募債に関する統計はないが、中堅・中小企業の総資産に対する社債の比率は 2000 年代前半までは上昇傾向であった（図表 8）。しかし、近年は社債の割合は低下に転じており、2011 年 9 月末現在、1%未満となっている。

² 一定の基準（純資産額や自己資本比率等）を満たしている中小企業に対し、信用保証協会と金融機関が共同で社債（私募債）の保証を行う。社債発行額の 8 割を保証し（保証金額上限 4 億 5,000 万円）、原則、保証金額 2 億円までは無担保で発行することが可能。

³ 保証を行う要件の 1 つである企業の純資産額を 5 億円以上から 3 億円以上に引き下げた。その後も引き下げが行われており、現在は純資産額 5,000 万円以上となっている。

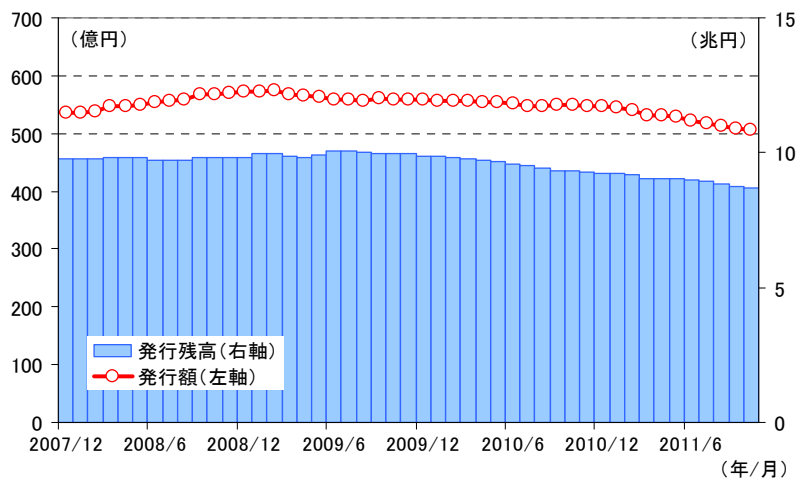
図表 8 企業規模別、総資産に対する社債の比率



(注) 集計対象は全産業（金融機関を除く）。大企業は資本金が 10 億円以上、中堅企業は 1 億円以上 10 億円未満、中小企業は 1 億円未満の企業。
 (出所) 財務省「法人企業統計季報」より大和総研作成

こちらも企業規模別の数値ではないが、証券保管振替機構が発表している「一般債振替制度 債券種類別発行償還状況」によれば、社債（非公募）は 2009 年の半ばから発行額・発行残高ともに減少している（図表 9）。

図表 9 私募債の発行残高および発行額推移



(注) 月末値。発行残高は実質金額ベース。集計対象は一般債振替制度の対象となっているもののみ。
 (出所) 証券保管振替機構より大和総研作成

資本調達コスト削減
 のためには資金調達
 経路の多様化を

中堅・中小企業が公募で社債や株式を発行することは事実上不可能であるため、借入以外の資金調達を行うとしても、資金の出し手は金融機関や取引先など縁故者などに限られてしまう（私募債を発行しても、基本的に取引金融機関や取引先、経営者親族などの縁故者が引受けるため、公募債と違い、資金の出し手を複数化することは困難である）。しかし、社債は発行条件の設定次第で、長期間かつ固定金利での資金調達が可能である。また、株式は返済の義務がなく、株主への配当支払いも業績に応じた額にできる。複数の資金調達手段を持てば、自社にとって一番有利な調達手段を検討することができる。

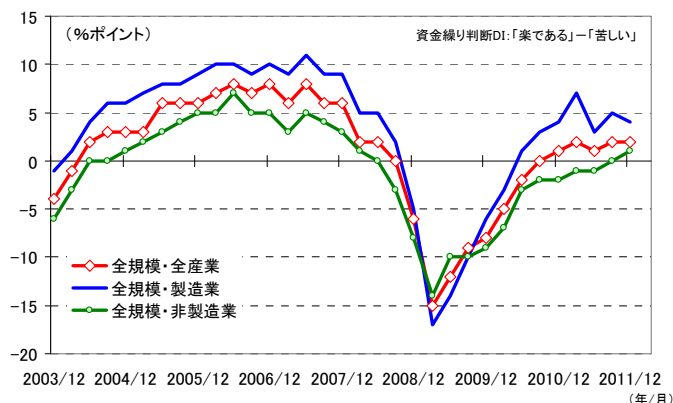
現在、銀行の貸出金利は低水準で推移しているものの、借入金利水準判断DIを企業規模別にみると、中小企業（先行き・全業種）も1%ptとわずかにプラスであり、金利上昇を予測する企業がわずかに多い。金利上昇局面に備え、大企業に限らず、資金調達方法の複線化を検討しておくべきであろう。

資金繰り判断DIは製造業>非製造業だがこちらも差は縮小

資金繰り判断DIを業種別（全規模）でみると、製造業は4%pt、非製造業は1%ptと、製造業の方が数値は高かった（図表10）。しかしながら、製造業が前回調査と比べ1%ptマイナスになっているのに対し、非製造業は1%ptプラスになっている。先にも触れた売上高の2011年度年度計画だが、製造業が下方修正となっているのに対し、非製造業は上方修正であった。売上高の見通しが資金繰り判断にも影響したものと考えられる。

また、社債が発行できないことから、大企業のうち電気・ガス業の資金繰り判断DIがマイナスに転じた（図表11）。大手電力会社（沖縄電力を除く）は社債の発行を見合わせており、銀行からの借入やCPの発行で資金調達を行っている。過去に発行した社債の償還はこれからも続くため、社債が発行できない状況が続くと、今後さらに資金繰りが厳しくなる。

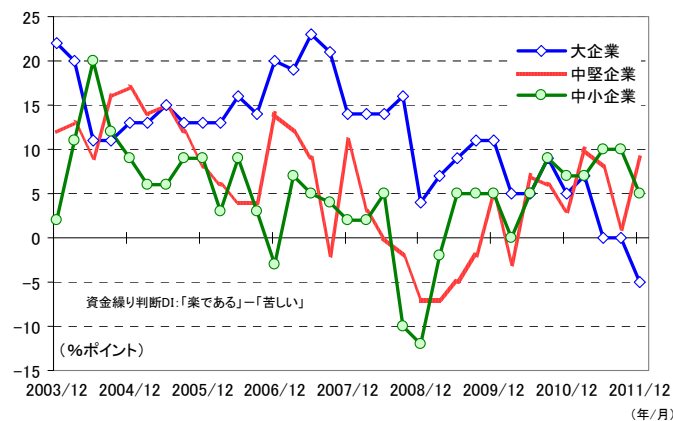
図表10 製造業・非製造業別の資金繰り判断DI推移



(注) 年月は調査年月。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

図表11 電気・ガス業の企業規模別資金繰り判断DI



(注) 年月は調査年月。

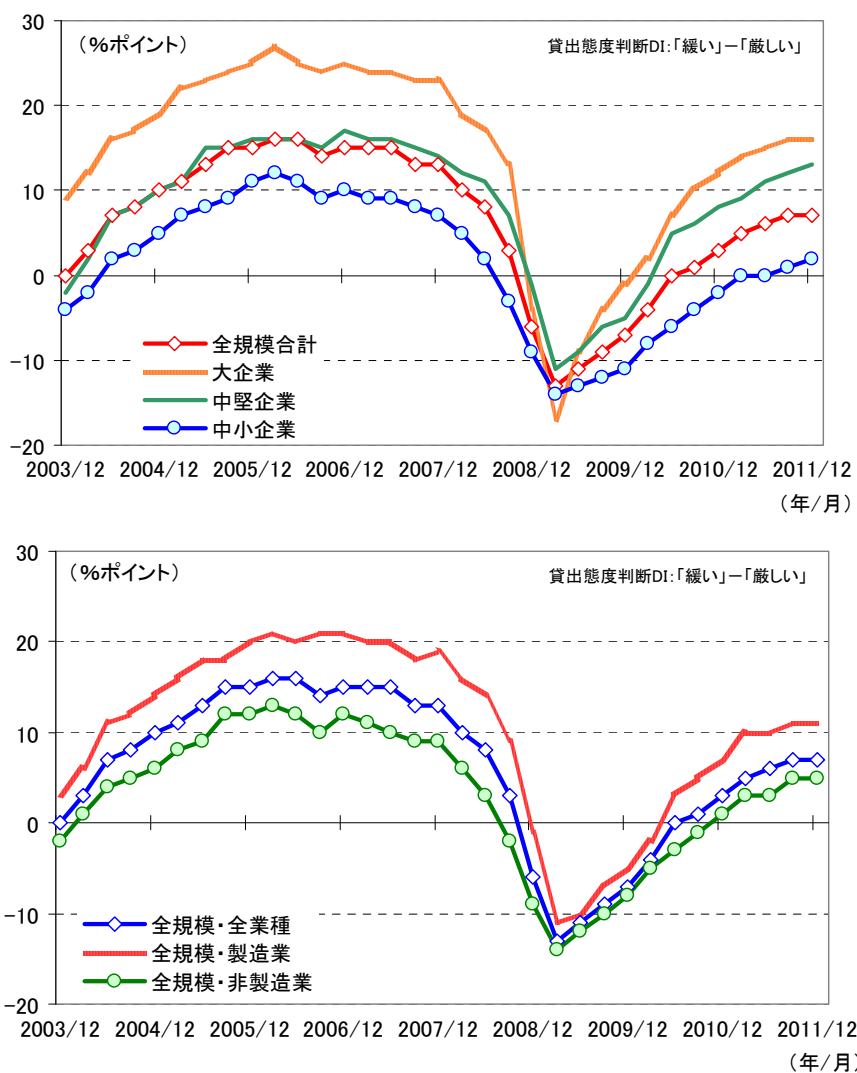
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

金融機関の貸出態度判断DIの概要

金融機関の貸出態度は中堅・中小企業で改善

金融機関の貸出態度判断DIは7%ptと、前回の9月調査から変わらず横ばいであった。金融機関の貸出態度判断DIは、企業規模が小さいほど数値が低く、製造業より非製造業の数値が低い(図表12)。これは資金繰り判断DIと同じ傾向(資金繰りが苦しいと回答した企業と金融機関の貸出態度を厳しいと回答した企業に同じ傾向がみられる)である。大企業は横ばいであったものの、中堅・中小企業に関しては前回からプラス幅が1%pt拡大しており、企業規模が小さい方に改善がみられるという点も、資金繰り判断DIとほぼ同様である。

図表12 金融機関の貸出態度判断DI



(注) 年月は調査年月。

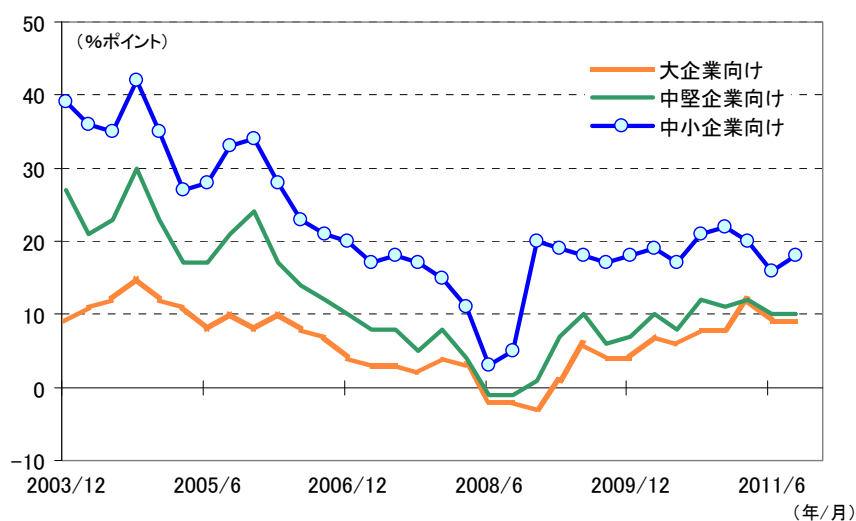
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より大和総研作成

金融機関の貸出態度が緩くなりつつあるとはいえ、企業規模が小さいほど資金繰りが厳しいことに変わりはない。一方、主要銀行貸出動向アンケート調査⁴では、

⁴ 日銀が四半期ごとに行っているアンケート調査。短観は回答者が企業であるのに対し、主要銀行貸出動向アンケート調査の回答者は主要銀行である。日銀と取引のある国内銀行および信用金庫の中から貸出残高を基準に50行庫に対して行われる。

貸出運営スタンス DI がプラスの状態が続いている（図表 13）。大企業や中堅企業より、中小企業に対し、より貸出を積極化しようとする姿勢がみられる。

図表 13 先行き（今後 3 ヶ月間）貸出運営スタンス DI



(注 1) 年月は調査年月。今後 3 ヶ月の貸出運営スタンスに関する調査結果。

(注 2) 貸出運営スタンス DI = (「積極化」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや積極化」とした回答金融機関構成比) - (「慎重化」とした回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや慎重化」とした回答金融機関構成比)。

(出所) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」より大和総研作成

貸出積極化は日銀の政策も影響している可能性

同アンケート調査では過去 3 ヶ月の貸出運営スタンスについて調査を行っており、「過去 3 ヶ月に貸出運営スタンスを積極化（もしくはやや積極化）させた」と回答した行庫に対し、その要因についてアンケートを行っている。2011 年 10 月に発表された調査結果では、積極化させた要因として一番重要とされたものは「成長分野への取り組み強化」であった。これは、日銀が 2010 年 6 月に導入を決定した「成長基盤強化を支援するための資金供給」の影響が大きい。

「成長基盤強化を支援するための資金供給」は「アジア諸国等における投資・事業展開」や「環境・エネルギー」、「医療・介護・健康関連事業」など 18 の成長分野に関する民間金融機関の融資・投資実績に応じ、当該金融機関に対し、日銀が低利で資金を供給する融資制度である（貸出枠は 3 兆円）。さらに 2011 年 6 月には「成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則」が策定され、成長分野に関する出資や動産・債権担保融資（いわゆる ABL）を行う金融機関に対し、融資を行う制度も導入された（貸出枠は 5,000 億円）。

2011 年 12 月 7 日時点の貸付残高および貸付先数の見込み⁵は、本則に関しては貸付残高 3 兆円（大手行 13,280.5 億円、地域金融機関 13,598.8 億円、その他 3,120.7 億円）、貸付先は 138 先（大手行 12 先、地域金融機関 119 先、その他 7 先）⁶であり、特則に関しては貸付残高 527.5 億円（大手行 295.4 億円、地域金融機関等 232.1 億円）、貸付先は 22 先（大手行 5 先、地域金融機関等 17 先）となっている。

⁵ 詳細は日銀「成長基盤強化を支援するための資金供給（新規第 6 回等）の実施結果」（2011 年 11 月 30 日）参照。

⁶ 大手行は、みずほ、三菱東京 UFJ、三井住友、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそな、三菱 UFJ 信託、みずほ信託、中央三井信託、住友信託、新生、あおぞらの 12 行。地域金融機関は、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫。その他は、系統上位金融機関、政府系金融機関、外国金融機関、証券会社等。なお、特則に関しては地域金融機関とその他が「地域金融機関等」として表記されている。

企業の資金繰りは安定的だが、いざという時の備えを

企業の資金繰りは安定的だが中小企業の先行きには注意

日銀短観の企業金融に関する結果によれば、企業の資金繰りおよび金融機関の貸出態度は、全体として前回調査時から変化はないものの、中小企業には改善がみられた。金融機関の貸出態度では中堅企業にも改善がみられた。中小企業には厳しさが残るものの、金融機関の貸出態度が積極化していることもあり、企業の資金繰りは安定しているといえる。借入金利水準が低下傾向にあることも、企業の資金繰りが安定している要因であろう。

しかしながら、来年3月に中小企業金融円滑化法が期限切れとなることには注意が必要である。同法に基づく中小企業向け融資の条件変更（実行されたもの）は累計で225万件、62兆円（2011年9月末現在）にのぼる⁷。期限切れ後は資金繰りが苦しくなる中小企業が増加する可能性が高い（今後、同法が延長される可能性もあるが、本稿執筆時点では方向性は明らかになっていない）。金融庁は2011年11月22日に資本性借入金⁸に関して金融検査マニュアルの運用を明確化⁹し、制度の活用を促している。中小企業金融円滑化法が期限切れとなった後の中小企業の資金繰り救済策として、今後活用が進む可能性がある。

また、借入金利水準の上昇にも留意が必要であろう。資金調達経路の複線化は急にできるものではない。必要な手続きを確認したり、資金の出し手を探したり、相応の事前準備が必要である。また、過去の実績の有無で資金の出し手の印象も異なるため、社債や株式等による資金調達経路の複線化は、大企業に限らず検討すべきであろう。“備えあれば憂いなし”は事業活動だけでなく、それを支える資金繰りにも必要である。

⁷ 農業協同組合・漁業協同組合の数値を除く速報値。詳細は金融庁HP (<http://www.fsa.go.jp/policy/chusho/enkatu.html>) を参照。

⁸ 金融機関と取引先企業で協議の上、「十分な資本的性質が認められる借入金」を資本とみなす。これまでは金融機関・債務者双方にとって償還までの期間が長すぎるほか、コストを賄うだけの金利設定ができないことから活用が進んでいなかった。財務内容が改善され金融機関からの新規融資が受けやすくなることや、業績連動型の金利設定が基本であるため業況悪化時は金利が低く設定できること、金融機関が支援を行うことで対外的な信用向上が期待される、などのメリットがある。

⁹ 明確化されたのは資本性借入金を資本とみなすことができる条件で、従来は特定の貸付制度が例示されているのみであったが、条件が直接明記されることになった。償還期間（従来は15年と例示されていたが5年超と明記された）、貸出金利（従来は業績悪化時の最高金利0.4%と例示されていたが事務コスト相当の金利設定が可能と明記された）、担保（従来は無担保と例示されていたが必ずしも担保解除を要しないと明記された）の3点。