

# 異次元金融緩和が企業金融に与えた影響

太田 珠美

## 要 約

金融政策は様々なチャネルを通じて企業の資金調達や資金使途に影響を与える。日本銀行が2013年4月に導入した量的・質的金融緩和は、企業の銀行借入れや株式増資、転換社債型新株予約権付社債発行による資金調達を増やし、キャッシュフローの改善につながっている。企業は調達した資金で設備投資や対外直接投資を増やし、賃金の引き上げや株主還元の強化にも取り組み始めた。課題は、金融政策の効果が波及しているのは大企業が中心であることから、中小企業にまでこの金融政策の効果を波及させることであろう。

日銀が出口戦略を検討するのは早くても2016年度以降になるとみられ、企業金融は今後も緩和的な状況が続くことが予想される。しかし、海外展開を行っている企業が増えていることもあり、海外中央銀行の金融政策の変更、特にFRBの出口戦略が先んじて行われることには留意が必要であろう。

金融緩和は資産価格の形成を歪めたり、非効率な投資を増やすといった弊害を生むこともある。金融緩和でなく、成長戦略による企業の収益性向上を実現することが求められる。

## 目 次

- 1章 金融政策が企業金融に与える影響
- 2章 企業の資金調達環境の変化
- 3章 企業の資金使途の変化
- 4章 今後の課題

## 1章 金融政策が企業金融に与える影響

日本銀行（以下、日銀）は「物価の安定」という目的を達成するため、金融政策を通じて金利や資産価格等を変化させ、家計や金融機関、企業など、各主体の経済活動に働きかけを行っている。日銀はこれまでもゼロ金利政策、量的緩和政策、包括緩和政策など、“非伝統的”といわれる様々な金融政策を行ってきたが、2013年4月に導入された量的・質的金融緩和政策（および2014年10月に実施された追加緩和）は、“異次元”とも評されるほど従来とは異なる枠組みで実施されている。

本稿ではこの異次元な量的・質的金融緩和の影響について、企業に焦点を当て、その効果を検証していきたい。

### 1. 基本的な波及経路

まず、一般的に金融政策の変更が企業にどのような影響を与えるのか、主要な経路を確認しておきたい。主なものとして、金利チャンネル、信用チャンネル、為替レートチャンネル、資産価格チャンネル（ポートフォリオ・リバランスチャンネル）、の4つが挙げられる<sup>1</sup>。金利や為替、資産価格は相互に影響し合うため、それぞれが独立して効果を発揮するわけではないが、一般的には次のような効果があると言われている。

#### 1) 金利チャンネル

政策金利の変更等により短期金利の変化を通じて長期金利を変化させ、企業の投資行動をコントロールする経路が金利チャンネルである。企業の投資は“投資を行うことによって得られる収益率”と“投資に必要な資金を調達するコスト”との関係で決定されるため（資本の限界効率）、金融政策を通じて金利＝資金調達コストを下げれば（上げれば）、投資は増加（減少）することになる。

#### 2) 信用チャンネル

信用チャンネルは、企業と資金の出し手の間の情報の非対称性に基づくリスクプレミアムを変化させることで、資金調達コストを変化させ、投資行動をコントロールする経路である。資金の出し手が企業の実際の経営状況を判断することは非常に難しい。経営者が悪い情報を隠してしまう可能性もある。そのため、情報の非対称性が大きいほど資金の出し手は投融資を渋るため、その分資金調達コストを高く設定しなければならない。

金融政策によりこのリスクプレミアムを変化させる手段は2つある。企業側から見たバランスシートチャンネルと、資金の出し手側から見た貸出チャンネルの2つである<sup>2</sup>。

##### ① バランスシートチャンネル

少なくとも財務が健全な企業ほど、返済可能性は高くなり、資金調達コストに付加されるリスクプレミアムは縮小する（資金調達コストは低くなる）はずである。バランスシートチャンネルは、金

1) ここでは Mishkin (1995)、翁・小田 (2000) の分類を参考に基本的な考え方を整理する。金融政策の波及経路については様々な見解があり、近年では政策金利の変更や金融市場調節といった伝統的な金融政策に加え、量的緩和政策など非伝統的な金融政策も取り入れられていることから、その経路は複雑化している。

2) 信用チャンネルについては永幡・関根 (2002) を参照した。福永 (2006) はバランスシートの変化を通じた経路を広義の信用チャンネルとし、銀行貸出の変動を通じた経路を狭義の信用チャンネルと位置付けている。

融政策を通じて資産価格を上げる（下げる）ことで、企業の資産価値を上げ（下げ）、リスクプレミアムを低下（上昇）させる経路である。また金利が低下（上昇）すれば既存債務の利払いが減り（増え）、企業のキャッシュフローおよび財務内容が改善（悪化）することも、リスクプレミアムの低下（上昇）に寄与する。

## ②貸出チャンネル

資金の出し手の貸出余力には限界がある。例えば銀行であれば、預金量や準備預金の水準などの制約を受ける。限られた資源をできるだけ優良な貸出先に提供したいというのが一般的な資金の出し手側の思いであろう。貸出チャンネルは金融政策を通じて資金の出し手の貸出余力をコントロールするチャンネルである。方法としては、例えば準備供給の調整等を行うことで、銀行貸出余力を増減させることが挙げられる。貸出余力が増えれば（減れば）、銀行の貸出態度は積極化（消極化）し、企業の資金調達コストのプレミアムは低下（上昇）することが見込まれる。

## 3) 為替レートチャンネル

金融政策を通じた為替レートの変動により、純輸出に影響を与えて、総需要を変化させるのが為替レートチャンネルである<sup>3</sup>。為替レートチャンネルは企業収益に影響を与える。

為替レートが円安（円高）になると輸出企業の収益は改善（悪化）することが多く、輸出企業を起点とした企業間取引の増加（減少）や、輸出企業に勤務する労働者の賃金が上昇（減少）する効

果等が見込まれる<sup>4</sup>。為替レートの変動は、企業間取引の増減を通じて国内企業全体に波及し、また賃金の増減は消費を変化させ、国内企業全体の収益に影響することになる。

## 4) 資産価格チャンネル

資産価格が上昇（下落）すると、その資産に対する期待投資収益率が上昇（下落）し、現預金の実質価値が下落（上昇）するため、企業は投資を増やそうとする（減らそうとする）。ベースマネー供給量の調整や資産の買入れ等により資産価格に影響を与え、企業の投資行動を変化させるのが資産価格チャンネルである。

資産価格の変動を起点とする点では前掲のバランスシートチャンネルと同じであるが、バランスシートチャンネルは企業の財務健全性の変化を軸とした考え方であり、資産価格チャンネルは企業の資産ポートフォリオの変化を軸とした考え方である。また、資産価格の上昇は家計の保有資産残高を増加させるので、消費が刺激され、企業収益にも影響することになる。

## 2. 量的・質的金融緩和の狙い

2013年4月に日銀が導入した量的・質的金融緩和の効果の波及経路について、黒田総裁は①長期国債やETF（上場投資信託）、J-REIT（日本版不動産投資信託）の買入れにより長めの金利の低下を促し、資産価格のプレミアムに働きかける、②長期国債の大量買入れにより、投資家や金融機関の運用を株式や外債等のリスク資産ヘシフトさせたり、貸出を増やす、③デフレ期待を払拭

3) 翁・小田（2000）は「自国通貨の名目為替レートを安定的に減価させられれば、短期的に物価が大きく変わらないとして実質為替レートも減価する結果、純輸出が増加して総需要を刺激する。」と述べている。

4) 為替変動の影響と企業収益の関係は橋本（2014）を参照。

することで実質金利の低下などを通じて民間需要を刺激する——の3点を挙げた<sup>5</sup>。

前掲の基本的な経路に基づけば、企業行動に関しては以下の3点の変化が生じることが期待される。1点目は、長期金利の低下および実質金利の低下（①および③）により、金利チャネルを通じて設備投資が増えることである。2点目は、資産価格の上昇および金融機関の貸出姿勢の積極化（①および②）により、信用チャネルおよび資産価格チャネルを通じて設備投資が増えることである。3点目は、デフレ期待の払しょく（③）により、企業が販売価格を引き上げやすくなることから、企業収益の改善が期待され、信用チャネル（バランスシートチャネル）を通じて設備投資が増えることである。また、日銀にとって設備投資の増加はそれ自体が目的ではなく、最終的にはデフレマインドの転換により、価格の緩やかな上昇を起点として、企業収益の改善、賃金の上昇、消費の活性化が実現し、それがまた価格の緩やかな上昇という形で循環することにある。

なお、為替チャネルに関しては、日銀の金融政策は、為替を円安（もしくは円高）に誘導することを直接の目的とはしていない。日銀の黒田総裁は量的・質的金融緩和の導入を決定した直後に行った記者会見で「一般的に言って、この緩和が円安につながるのかどうか、どうお考えなのか伺います。」という質問に対し、「為替について具体的に申し上げることは、中央銀行のマンデートを超えているので申し上げかねます。一般論として、他の事情が等しければ、金融を大幅に緩和した国の為替レートが下落する傾向があることはその通

りだと思いますが、それ以上に、何か具体的に為替の動向について申し上げることは控えたいと思います。」と述べている（2013年4月4日）。

直接の波及経路として為替チャネルは示されなかったものの、金融を大幅に緩和した国の為替レートが下落する傾向があることは認めており、為替チャネルを通じた輸出の増加、企業収益の改善は、量的・質的金融緩和により期待される効果の1つということになる<sup>6</sup>。

## 2章 企業の資金調達環境の変化

企業の資金調達手段は、借入れや社債発行、株式増資といった外部からの調達と、留保利益を中心とする内部調達に大きく二分される。金利の低下や資産価格の上昇は資金調達コストの低下につながり、外部調達を増やす要因になる。また、企業収益の改善は留保利益の増加につながり、内部調達を増やす要因になる。

量的・質的金融緩和の導入により、企業の資金調達環境はどのように変化したのか、資金調達手段ごとに見ていきたい。

### 1. 外部調達

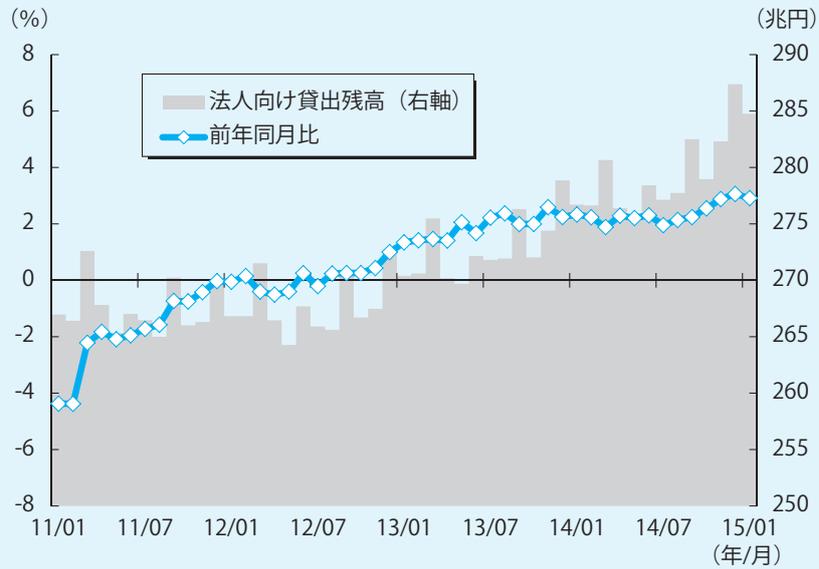
#### 1) 銀行借入れは増加、資金調達コストは下げ止まり

銀行の法人向け貸出残高を見ると、量的・質的金融緩和導入前の2012年の半ばから回復傾向にあり、量的・質的金融緩和の導入以降も堅調に増加している。設備投資目的の貸出も増加している（図表1、2）。

5) 日本銀行「量的・質的金融緩和—読売国際経済懇話会における講演—」（2013年4月12日）より。

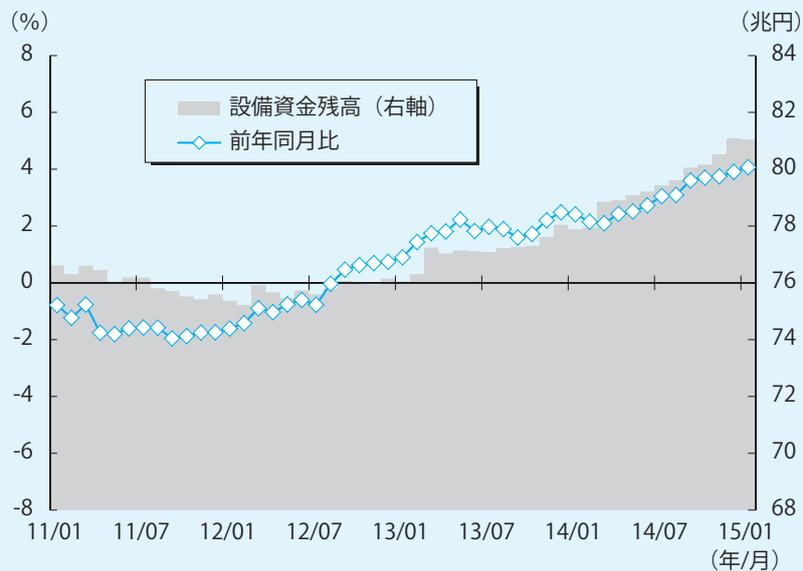
6) 日銀の岩田副総裁は講演会等で波及経路の1つとして、予想実質金利の低下が円高の修正につながり、輸出の増加や企業収益の増加につながることを示している。詳細は岩田（2013）を参照。

図表1 法人向け貸出残高の推移



(注) 国内銀行3勘定合計 (銀行勘定・信託勘定・海外店勘定)  
 (出所) 日本銀行から大和総研作成

図表2 設備資金貸出残高の推移



(注) 国内銀行3勘定合計 (銀行勘定・信託勘定・海外店勘定)  
 (出所) 日本銀行から大和総研作成

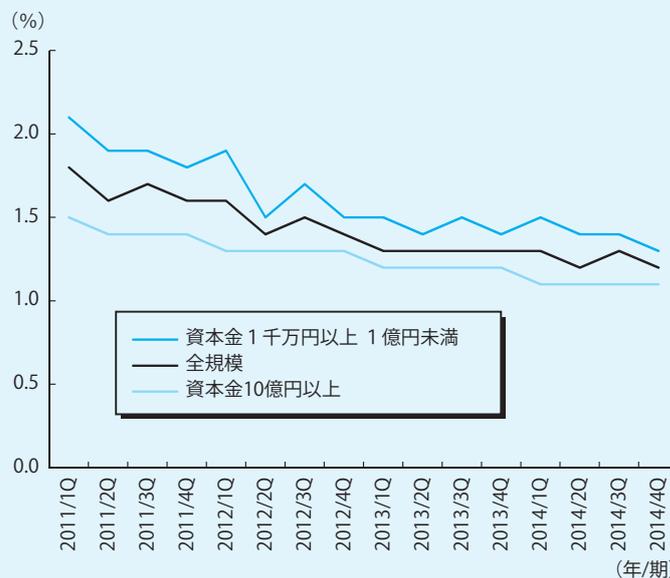
また、業種別に見ると、貸出残高の増加をけん引しているのは2012年までは電気、ガス、熱供給、水道業であり、これは2011年3月の福島第一原子力発電所の事故を受け、電力各社が社債の発行をしづらくなったため、資金調達手段を銀行からの借入にシフトさせた影響が大きかった。しかし、2013年以降の増加をけん引しているのは、金融業、保険業（特に銀行とノンバンク向けの貸出）と不動産業である。

国全体として経済活動が活発になり、資金需要が増えたことで、銀行やノンバンクが積極的に資金調達を行っているものとみられる。また、不動産業の資金需要が増加した背景としては、REITによる不動産取得が活発化したことや、消費税率の引き上げ前の駆け込み需要で住宅の新設が増

加したことが挙げられよう。

企業の資金調達コストとして、借入金利子率の推移を見ると、量的・質的金融緩和の導入以前から低下傾向にあったが、導入後も引き続き低下している（図表3）<sup>7</sup>。ただし、金利はこれ以上の低下の余地はなくなりつつあるようで、特に金利水準が低い大企業に関しては2014年10月の追加緩和による借入金利の低下は見られなかった。なお、日銀短観の『『企業の物価見通し』の概要』を見る限り、2014年中において企業経営者が予想する物価上昇率に大きな変化は見られないことから、将来の予想物価も考慮した実質金利という意味でも、低下している様子はない。

図表3 借入金利子率の推移



(注1) 全産業の数値（金融業・保険業を除く）

(注2) 借入金利子率 = 支払利息等 ÷ [短期・長期借入金 + 社債 + 受取手形割引残高] × 100 (%) (分母はいずれも期首・期末平均)

(出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

7) 図表3の借入金利子率は、金融機関以外からの借入金や社債、受取手形割引残高も含んだ数値であるが、金融機関からの借入金が全体の6割～7割を占めていることから、変動は金融機関からの借入金の利率の影響を最も受ける。

## 2) 社債発行額は横ばいだが年限が長期化

次に、社債発行について見ていきたい。社債発行金額は量的・質的金融緩和の導入前後で特に大きな変化は見られない。月ごとに発行額と償還額を比較してみると、導入以前から発行額を償還額が上回る月が多く、導入後もその傾向は変わらない（図表4）。

社債現存額は量的・質的金融緩和の導入前（2013年3月末時点）は60.3兆円であったが、2015年1月末時点では58.9兆円と約1兆円減少している。2011年3月以降、電力債の発行が減少している影響が大きい。電力債以外の普通社債の発行額を見ても2012年度が7.4兆円、2013年度が7.3兆円であり（2014年度は12月

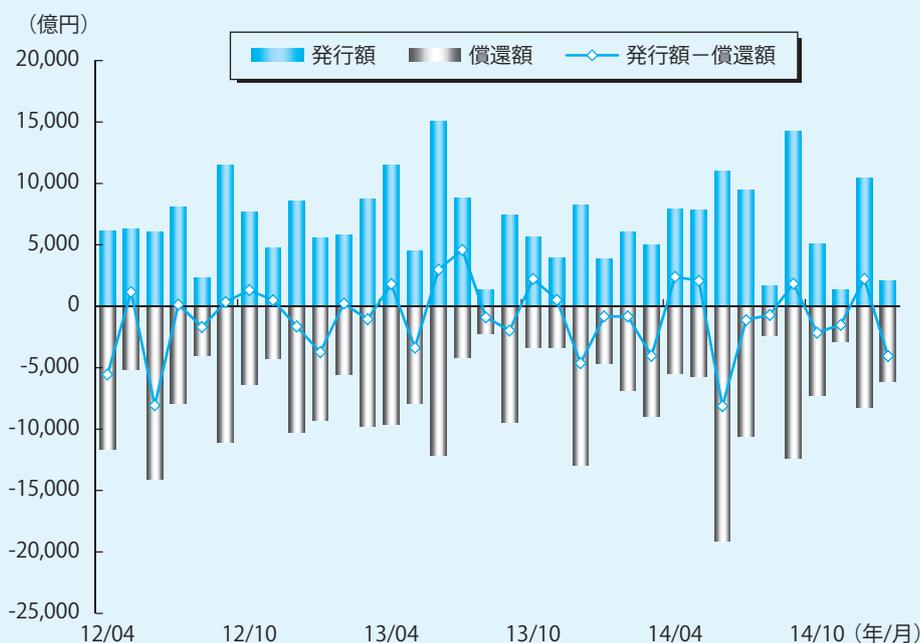
までの実績で6.4兆円）、ほぼ横ばいである。

社債に関しても、調達コストは低下している。社債の流通利回りを見ると、いずれの格付けでも低下が見られ、特にリスクが相対的に高いBBB格の利回りの低下が著しい（図表5）<sup>8</sup>。

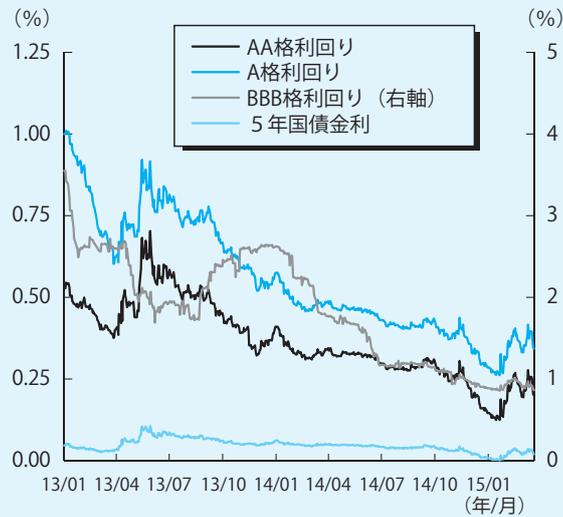
発行年限を長期化する動きも見られる。従来、全体の1～2割を占めていた3年程度の社債発行が相対的に減少傾向にあり、5年～7年程度の社債発行件数が増加している（図表6）<sup>9</sup>。

過去最低水準の利率で発行できることから、長期固定金利で資金を調達しようとする動きが強まっているものと推測される。なお、これは債券を運用する投資家側のニーズでもありそうだ。社債全体の金利があまりにも低下しているため、債

図表4 社債発行額・償還額の推移（月次）

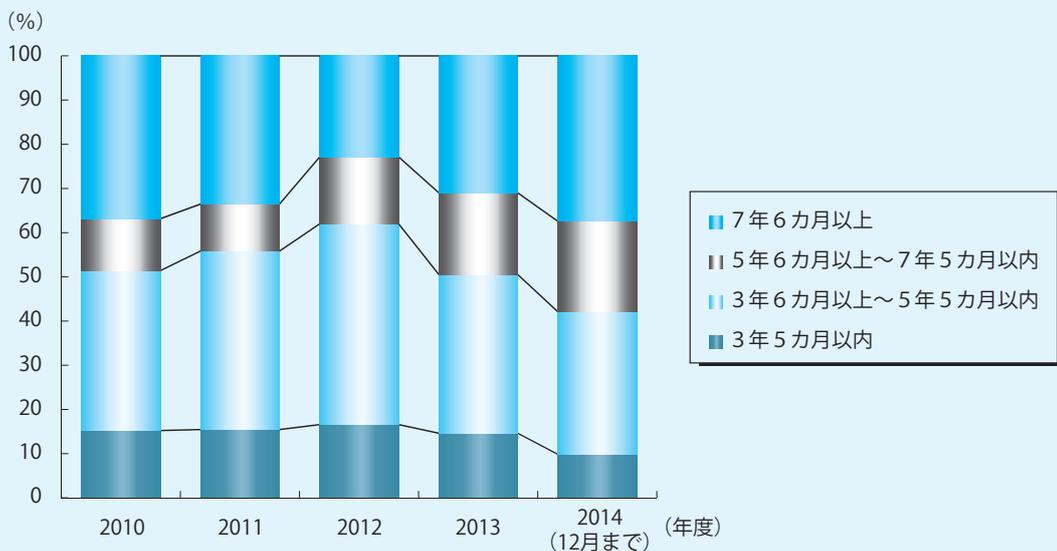


図表5 格付け別の社債利回り



(注) 格付けはR & Iによる  
(出所) Bloombergから大和総研作成

図表6 社債発行の年限別割合



(注) 国内で発行された公募普通社債、件数ベース  
(出所) アイ・エヌ情報センターから大和総研作成

券投資家は少しでも利回りの高い債券を求め動きを見せている。発行年限を長くすればするほど、リスクプレミアムが加算されて発行利回りは高くなる。低金利で長期の資金調達をしたい発行体と、

利回りを求める投資家のニーズが、発行年限の長期化の一因となっているものとみられる。

### 3) 資産価格効果によりエクイティ関連の資金調達が回復

2012年12月に安倍政権が誕生してから株式相場は上昇に転じ、量的・質的金融緩和の導入後も堅調に推移をしている。そうした環境下、エクイティ関連の資金調達（株式や転換社債型新株予約権付社債〈以下、CB〉の発行等）も増加傾向にある（図表7）。

エクイティ関連の資金調達は、株式相場が堅調に推移すると増加する傾向にある。理論的には、株式の資金調達コストは株主の期待収益率であるため、株価が上昇すれば株主の期待収益率も上がり、資金調達コストも上昇することになる。調達した資金を設備投資に回すなど、より高い利益率を達成しなければ株主の期待に応えられず、株価は下落することになるだろう。しかし一方で、株価が低迷している時は株主の期待収益率も低下しており、増資の引受手が見つかりにくい。株価が高い（低い）ほど一株を発行するにあたって受け取る金額が多く（少なく）なるため、同じ金額を集めるのであれば、株価が高い時に増資を行った

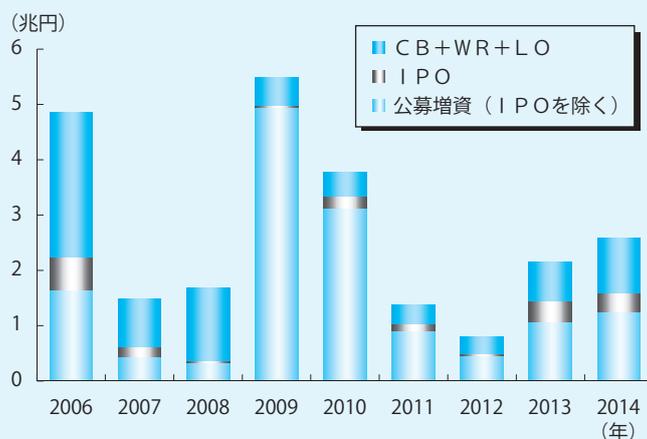
方が、既存株主の権利の希薄化も防ぐことができる。CBに関しても、将来の値上がり期待がなければ投資家に購入してもらえないため、株式相場が堅調に推移している時の方が発行しやすい。これらの理由から、エクイティ関連の資金調達は株式相場が上昇している時に増える傾向にあり、量的・質的金融緩和の導入により株式相場が上昇したことは、企業の資金調達にとってプラスに働いたということになる。

## 2. 内部調達（留保利益）

量的・質的金融緩和導入後の企業収益について財務省が公表している「法人企業統計」で確認すると、国内消費の回復等により、企業全体の売上高は2013年第3四半期以降、安定して前年同期比プラスで推移している（図表8）。2014年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要も業績押し上げに貢献しているものとみられるが、2014年第2四半期以降も、売上高は前年同期比でプラスを維持している。

経常利益は2012年第1四半期以降、前年同期

図表7 エクイティ関連の資金調達金額の推移



(注1) 海外で発行されたものを含む

(注2) CBは転換社債型新株予約権付社債、WRは新株予約権付社債、LOは新株予約権証券（コミットメント型ライツ・オフアリング）

(出所) 日本証券業協会から大和総研作成

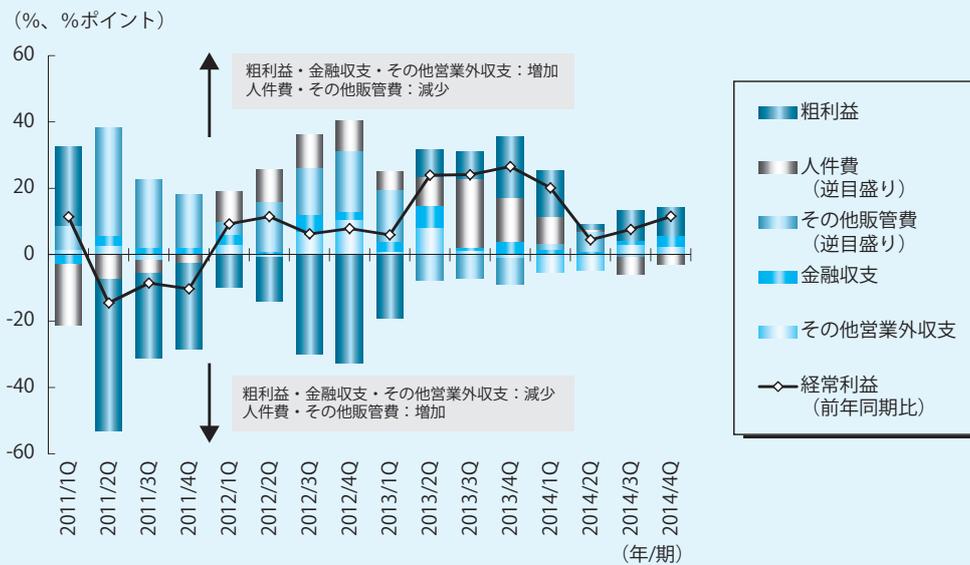
比プラスで推移しているが、これは主に販管費(販売費及び一般管理費)、特に人件費の削減による  
 ところが大きく、粗利益(売上高-売上原価)の増加が寄与し始めたのは2013年の第2四半期以降である(図表9)。つまり、2013年第1四半期まではコスト削減による増益、それ以降は本業が好調になったことに増益の要因があるといえるだろう。

図表8 売上高、営業利益、経常利益の推移(前年同期比)



(注) 全規模・全産業(金融業・保険業を除く)  
 (出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

図表9 経常利益率の増減要因



(注1) 全規模・全産業(金融業・保険業を除く)  
 (注2) 金融収支は受取利息等から支払利息等を減じたもの、人件費は役員および従業員の給与、従業員賞与、福利厚生費の合計  
 (出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

企業の増収増益により、2013年度の企業の留保利益（当期純利益－株主配当）は23兆円と、前年度の10兆円を大きく上回る水準であった（金融業・保険業を除く全規模・全産業の数値）。企業の手元流動性資産（現預金と売買目的有価証券）もわずかではあるが、増加している。ただし、実際に手元資金として使えるという意味でのフリーキャッシュフローは、留保利益の増加額ほどは増えていない<sup>10</sup>。

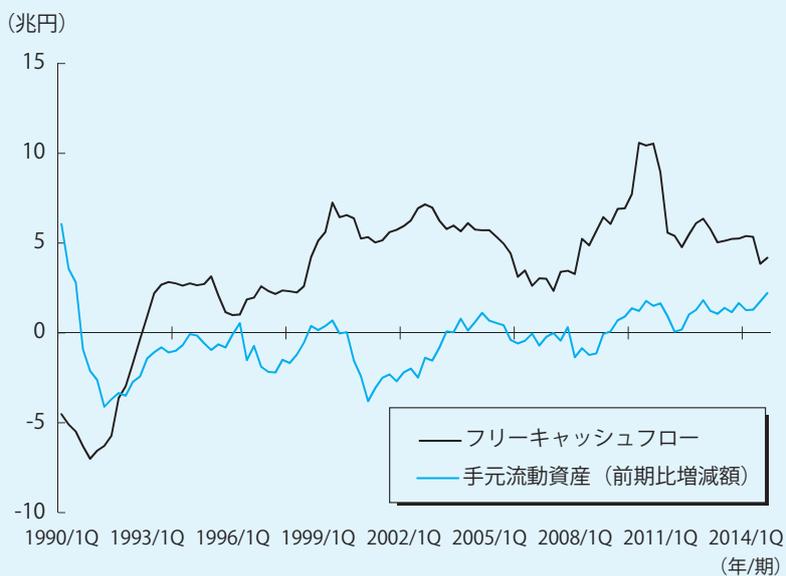
フリーキャッシュフローは、おおむねプラスで推移しているものの、足元では若干水準が低下している（図表10）。これは営業利益の増加以上に、設備投資額の増加と運転資本（売上債権＋棚卸資産－買入債務）の増加が大きかったためである。

### 3. 信用チャネルの効果は限定的

これまで見てきたように、量的・質的金融緩和の導入後、社債を除いて企業の資金調達が増えてきている。金利チャネルを通じた資金調達コストの低下に加え、資産価格チャネルや為替レートチャネルを通じた企業収益の拡大により、資金需要が増えていることが背景としては考えられる。

一方で、信用チャネルの効果は、導入当初と比べ、低下が見受けられる。金利は資金の出し手側の資金調達コストに加え、企業の信用リスク、貸出期間、担保の有無等を加味して決定されるため、必ずしも国債金利に連動して上下するものではないが、市場金利のベンチマークである国債金利が動けば、企業の資金調達コストも変化するの

図表10 フリーキャッシュフロー、手元流動資産の推移

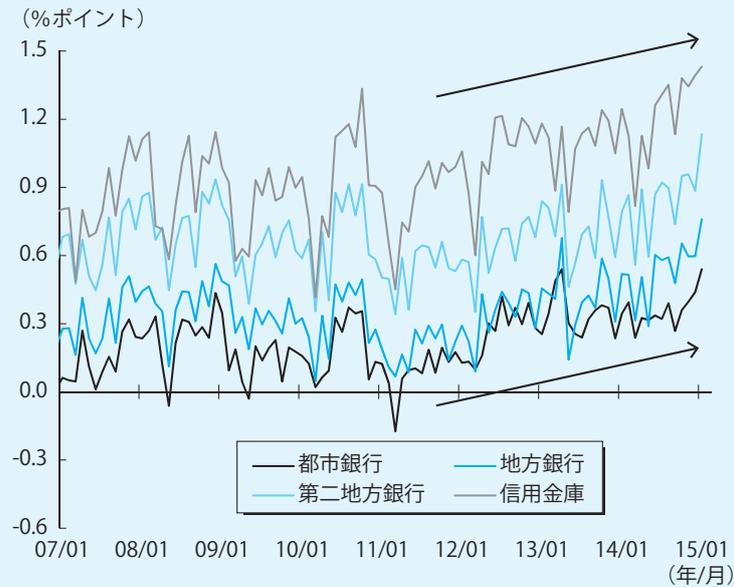


(注1) 全規模・全産業（金融業・保険業を除く）  
 (注2) フリーキャッシュフロー＝営業利益（100％－税率）＋減価償却－設備投資－運転資本増減額（後方4四半期移動平均、税率は一律で40％と仮定、運転資本増減額は在庫投資の前期比増減額と企業間信用差額の前期比増減額の合計値）  
 (注3) 手元流動資産＝現預金＋短期保有有価証券（後方4四半期移動平均）  
 (出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

10) フリーキャッシュフローの考え方については太田（2013）を参照。

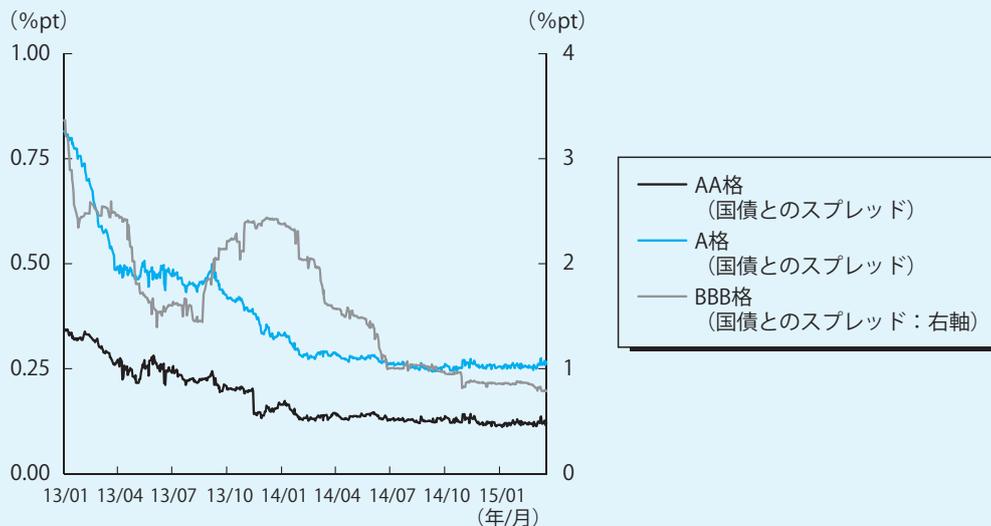
が一般的である。しかし、貸出金利と社債利回りについて国債とのスプレッドを見てみると、貸出約定平均金利のスプレッドに関しては2011年・2012年ごろから拡大に転じており（図表11）、社債金利のスプレッドに関しても2013年は年間を通して低下が見られたが、2014年に入ってから横ばいで推移している（図表12）。国債との金利差縮小には限界が見られ、“企業

図表11 新規貸出約定平均金利（長期）－長期国債10年新発債利回り



(注) 全貸出先の平均数値であり、企業向けに限った貸出金利ではない  
(出所) 日本銀行から大和総研作成

図表12 社債スプレッド（社債利回り－国債利回り）



(注) 格付けデータはR & Iによる（前掲図表5と同じデータを使用）  
(出所) Bloombergから大和総研作成

と資金の出し手の間の情報の非対称性に基づくリスクプレミアムを縮小させる”という、信用チャネルを通じた金融政策の効果が効きにくくなっているようだ。

企業部門は全体としてみると資金余剰主体であり、資金需要よりも資金調達（留保利益を含む）が多い状態が続いている。自己資本比率は過去と比較して上昇しており、財務体質の健全化も進んでいる。金融機関側も貸出残高の減少および預貸率の低迷により、以前から積極的に貸出しを行う姿勢であった。量的・質的金融緩和政策の導入以前から、信用リスクプレミアムについては相当縮小していたものとみられ、信用チャネルを通じた波及効果は時間の経過とともに小さくなっているようだ。

### 3章 企業の資金使途の変化

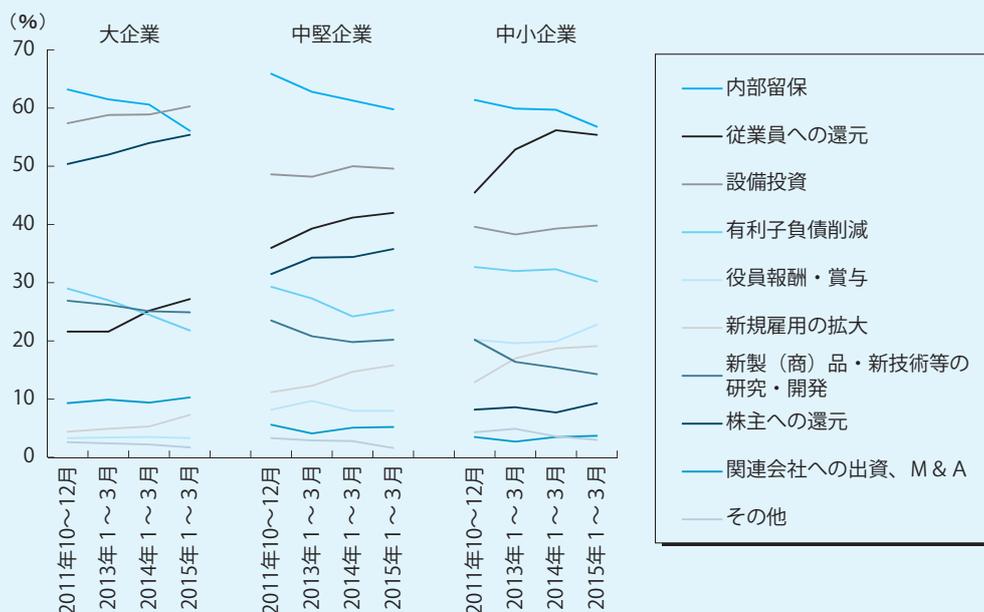
金融政策の効果が波及した第一段階が資金調達

の増加・企業収益の改善だとすれば、第二段階は設備投資等の増加である。企業の設備投資は日本のGDPの1～2割程度を占め、世間からの注目度の高い項目である。しかし企業が生産性を向上するためには、他にも研究開発であったり、人材育成であったり、海外進出であったり、様々な投資の形が考えられる。

また、投資以外の資金使途として、企業は財務戦略の一環で、株主への配当支払いや、債務の返済や自己資本の拡充等による財務体質の改善等を行うことがある。財務省が公表している「法人企業景気予測調査」によれば、企業の利益配分は内部留保にするという回答が多いものの、最近は大企業では設備投資や株主への還元、中小企業では従業員への還元や新規雇用の拡大という回答が増えつつある（図表13）。

本3章では、量的・質的金融緩和の導入前後で企業の資金使途にどのような変化が生じたかを確

図表13 企業の利益配分のスタンス



(注) 横軸は調査時期、1社3項目以内の複数回答による回答者数構成比、金融業・保険業を含む全産業 (出所) 財務省「法人企業景気予測調査」から大和総研作成

認していきたい。

## 1. 海外展開と人材への投資で本業強化

### 1) 生産性向上・事業拡大のための投資

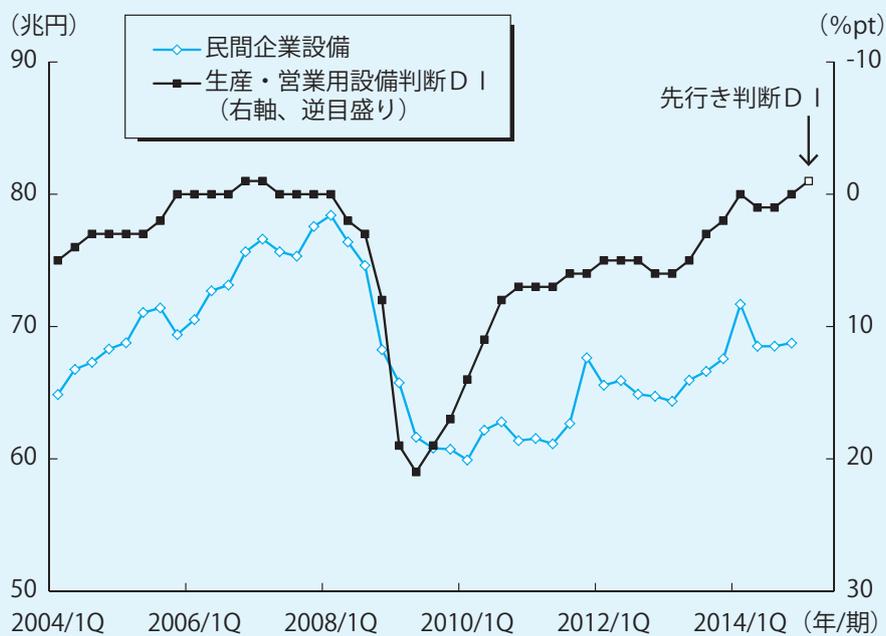
企業の設備投資額を見ると、足元では緩やかな回復傾向にあるが、2000年代半ばの水準には達していない（図表14）。2008年の金融危機以降、経済の落ち込みから、企業の設備は過剰感が強かったが、2013年の第2四半期から徐々に過剰感が薄まり、日銀短観の2014年12月調査では、先行き3カ月の見通しがマイナスとなった（設備が過剰と回答した企業より、不足と回答した企業が多かった）。今後、設備投資額が増えていく余地はまだありそうだ。

一方、企業は海外展開のための投資（対外直

接投資）を大きく増やしている。財務省および日本銀行が公表している国際収支統計によれば、2013年度の対外直接投資（フロー）は13.9兆円と過去最高を更新した。2014年度の実績に関しては本稿執筆時点で12月分まで公表されており、10.0兆円と2013年度の同期間の投資額（11.3兆円）より若干低い水準ではあるが、引き続き高水準である。直接投資残高は2014年末時点で141兆円と、過去最大となった（図表15）。

企業が海外展開を進める理由は主に3つ挙げられる。1つ目は良質で安価な労働力の確保、2つ目は海外の旺盛な製品需要もしくは需要拡大への期待、3つ目は海外に製造拠点を移した取引先との関係維持である。以前は1つ目の労働力確保を目的としたものが多かったが、近年は2つ目の海

図表14 民間企業設備投資額と生産・営業用設備判断D I

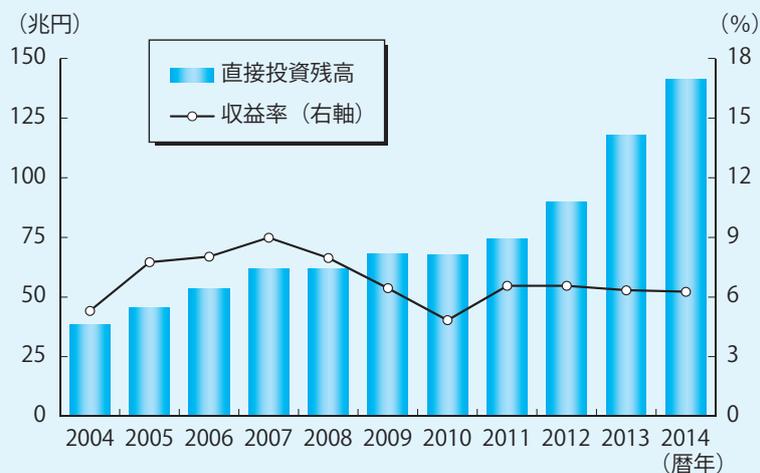


(注1) 生産・営業設備判断D I = 過剰 (回答社数構成比) - 不足 (回答社数構成比)

(注2) 全規模・全産業の数値、民間企業設備は年率換算した名目・季節調整値

(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」から大和総研作成

図表15 直接投資残高と収益率の推移



(注) 直接投資残高は年末時点 (2014年末は速報値)。  
 収益率は出資所得÷直接投資残高 (前年と当年の平均)  
 (出所) 日本銀行・財務省「本邦対外資産負債残高」および「国際収支」から  
 大和総研作成

外需要の取り込みを目的とするケースが増えている。

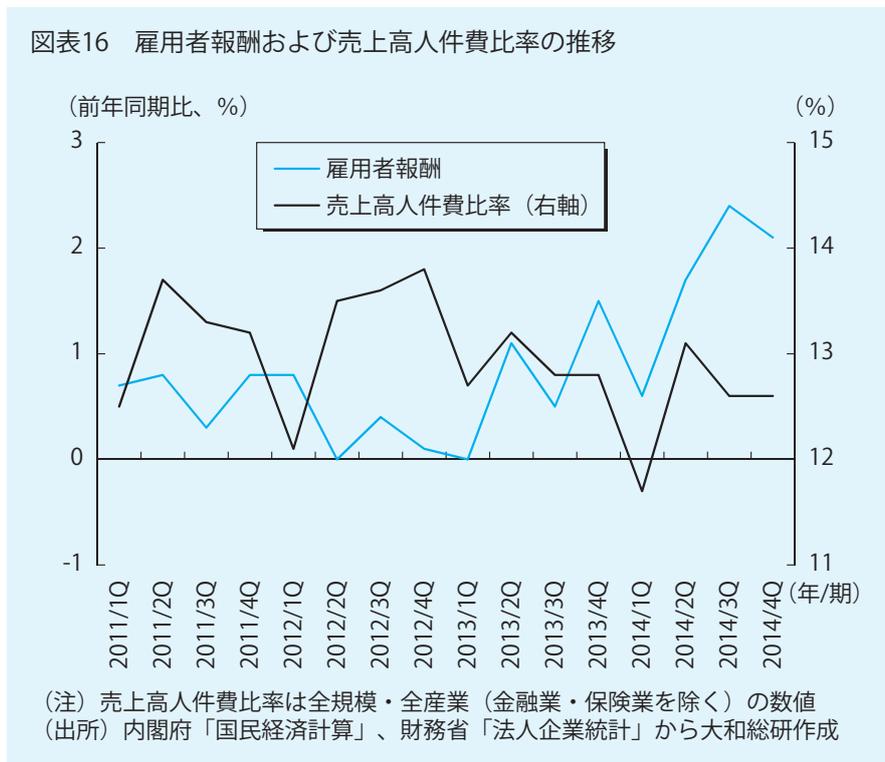
2000年代半ばは海外展開が増えた背景の1つとして為替の円高を指摘する声も多かった。2012年12月の第二次安倍政権誕生後、量的・質的金融緩和の後押しもあり、為替は円安に推移しているが、足元では国内回帰の動きは限定的である。海外に進出した理由がコスト削減のためであれば、円安は海外における人件費等のコスト上昇につながるため、国内に戻す動きも起こり得る。しかし、海外の需要を取り込むために海外展開する場合、その目的は現地のマーケティングであったり、販路の確保であったり、広告宣伝であったりと、コストの高低だけに左右されるものではなく、為替が円安になったからといって、容易に国内に回帰するものとは考えにくい。採算が合わなくなって現地から撤退したとしても、必ずしも国内でその機能が代替できるわけではない。今後も企業の海外向け投資は増えていくことが予想される。

## 2) 人材への投資

企業収益の改善に伴い、賃金には上昇傾向がみられる。内閣府の国民経済計算における雇用者報酬の推移を見ると、2013年後半から伸び率が上昇している。これは企業が利益配分のうち人件費に割く割合を増やしたというより、企業収益の回復による影響が大きいものと推測される。財務省の法人企業統計によれば、売上高に占める人件費比率の割合に大きな変化はない (図表 16)。

厚生労働省が公表する毎月勤労統計によれば、2014年に支払われた1人当たりの現金給与総額 (事業所規模5人以上) は、前年比で0.8%の増加となったが、伸びが大きかったのは所定外給与や特別給与であり、所定内給与は前年比でほぼ横ばいであった。所定外給与の増加は、事業活動が活発になり、時間外労働 (残業) が増えたことによるものと推測される。また、特別給与については、企業収益の改善に伴い、一時金 (ボーナス) の支給額が増えているようだ。

図表16 雇用者報酬および売上高人件費比率の推移



企業収益の改善を従業員に還元する場合、企業側からすると一度上げた所定内給与は下げることが難しいため、まず特別給与を上げることが多い。しかし、金融政策の目標達成のためには、所定内給与の増加が望ましく、このため2013年9月から、政府と労働界、経済界で「経済の好循環実現に向けた政労使会議」が開催されており、政府、日本経済団体連合会、日本商工会議所、全国中小企業団体中央会および日本労働組合総連合会による賃金上昇に向けた取り組み等が検討されている。日本労働組合総連合会の集計によれば、2015年の春闘ではベースアップ額の平均が2,466円（昨年同時期比1,187円増）と前年を上回る水準となるなど、具体的な動きも出ている<sup>11)</sup>。これらの取り組みが着実に実行されていくことが期待される。

## 2. 株主還元強化の兆し

企業の業績拡大により、大企業に関しては株主還元として配当支払いや自社株買い実施が増加傾向にある。2013年度における上場企業の配当総額は8.0兆円、自社株買い総額は2.0兆円であり、株主還元総額は合計すると10.0兆円となった。これは2008年度以来の水準である（図表17）。

総還元性向は2013年度実績で35%と、過去の水準からは若干低くなっている。2009～12年度の配当性向は金融危機や東日本大震災の影響などで企業収益が安定しない状況下であったため、比較してもあまり参考にはならないが、企業収益が良好であった2006～07年度においても総還元性向が50%近い水準であったことに鑑みれば、まだ株主還元を増やす余地はありそうだ。

11) 第1回回答集計結果（2015年3月20日公表）。平均賃金方式（全ての組合員数による加重平均）のうち、賃上げ分が明確に分かる509組合の集計値。

図表17 上場企業による株主還元



(注1) 金融業を含む全産業  
 (注2) 総還元性向＝当期利益÷(配当総額＋自社株買い実施額)×100(%)、  
 2008年度は当期利益がマイナスのため総還元性向は表示していない  
 (注3) 自社株買いの集計対象は普通株式のみ  
 (出所) 東京証券取引所「決算短信集計(連結)」、アイ・エヌ情報センター  
 から大和総研作成

実際、2014年度はさらに株主還元が増える見込みである。本稿執筆時点ではまだ2014年度3月期決算が公表されていないため、最終的な数値は不明であるが、報道によれば上場企業の配当は1割程度増加する見込みとのことである<sup>12</sup>。また、自社株買いに関しては2015年2月末までで既に3兆円を超えていることから、2014年度の株主還元総額は前年度を上回る水準になることは確実と見てよいだろう。

### 3. 財務体質の改善

前掲図表13のとおり、企業の利益配分スタンスにおいて、内部留保は上位に位置している。企業が内部留保を増やすメリットとしては、企業の財務健全性を高めることにより負債の調達コスト

が低下することが挙げられる。企業の留保利益が増えると、株主資本(利益剰余金等)への蓄積が増えるためである。

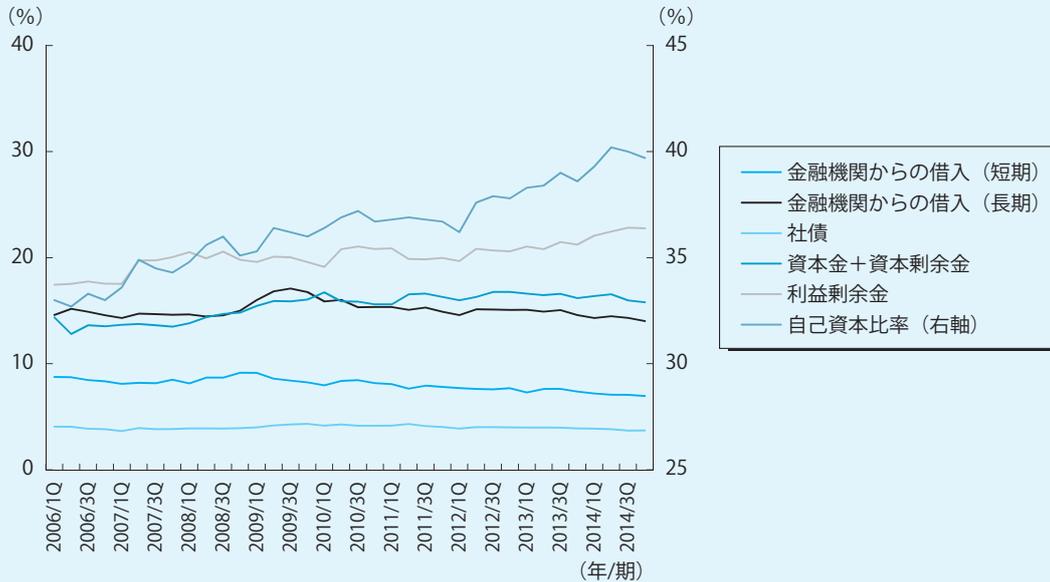
企業の自己資本比率の推移を見ると、2000年代半ばには30%台前半であったものが、2014年度に入って40%前後で推移している(図表18)。負債を減らしても自己資本比率は上昇するが、負債を減らす動きは見られず、企業収益の改善による自己資本部分の増加によるものとみられる。

企業の財務体質の改善は格付けにも表れている。格付け機関であるR&I(格付投資情報センター)が2011年度以降に格下げした企業数、格上げした企業数の推移を見ると、2013年度下期までは格下げが多かったが、2014年度上期からは格上げされた企業数の方が多くなっている(図表19)<sup>13</sup>。

12) 日本経済新聞「上場企業の3割が増配、車や電機、好業績で還元、今期、配当総額最高の7.4兆円」(2015年2月15日朝刊)より。この数値は金融業を除いたものであり、2013年度の金融業を除いた配当総額は6.7兆円である。

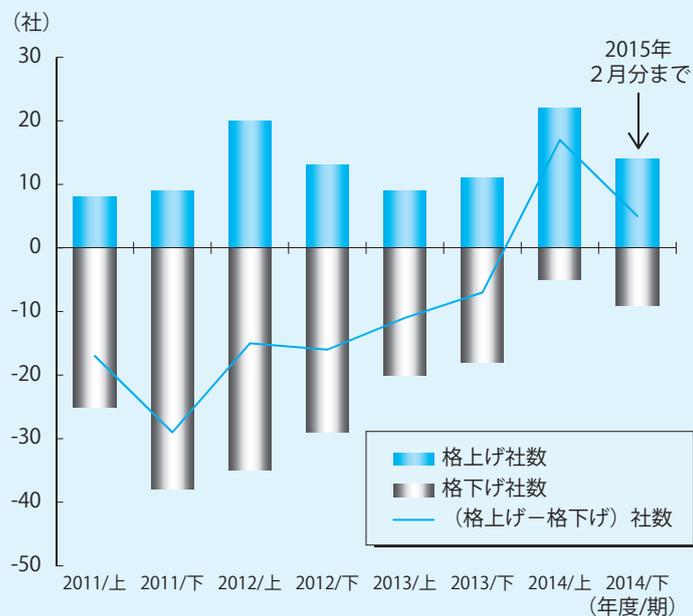
13) 日本のもう一つの大手格付け機関であるJCR(日本格付研究所)では、2013年度上期まで格下げされた企業が格上げされた企業より多かったが、2013年度下期から格上げされた企業の方が多くなっている。

図表18 主要勘定科目の総資本（負債および純資産）に占める割合



(注) 全規模・全産業（金融業・保険業を除く）  
 (出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

図表19 R &amp; Iによる社債の格上げ・格下げの状況



(注) 同一企業が期中に連続して格下げ・格上げされるケースは、期中であれば1社として計上し、別の期であればそれぞれ1社として計上している（例えば2011年度上期に2回、2011年度下期に3回格下げされた企業は2011年度上期・下期でそれぞれ1社として計上）

(出所) Bloombergから大和総研作成

## 4章 今後の課題

ここまで量的・質的金融緩和導入前後の企業の資金使途を見てきたが、日本企業全体としては、国内の設備投資、対外直接投資、人件費、株主還元などいずれも増えており、財務体質の改善も図られている。

今後の課題は、この効果がまだ十分に浸透していないとみられる中小企業（地方経済）に、いかに広げていくかということであろう。また、経済のグローバル化により、日本企業がFRB（米連邦準備制度理事会）やECB（欧州中央銀行）の金融政策の変更に影響を受けることも増えており、リスクとして認識しておく必要があるだろう。

### 1. 中小企業、地方への波及は道半ば

#### 1) 中小企業はコスト削減で業績改善している

中小企業の業績も、量的・質的金融緩和の導入以降、改善傾向が見られる。堅調な国内消費に支えられ、売上高は前年同期比で増加傾向にある（図表20）。2014年第2四半期は消費税率の引き上げの影響で売上高は前年同期比でマイナスに転じたものの、その後緩やかに回復を続けている。

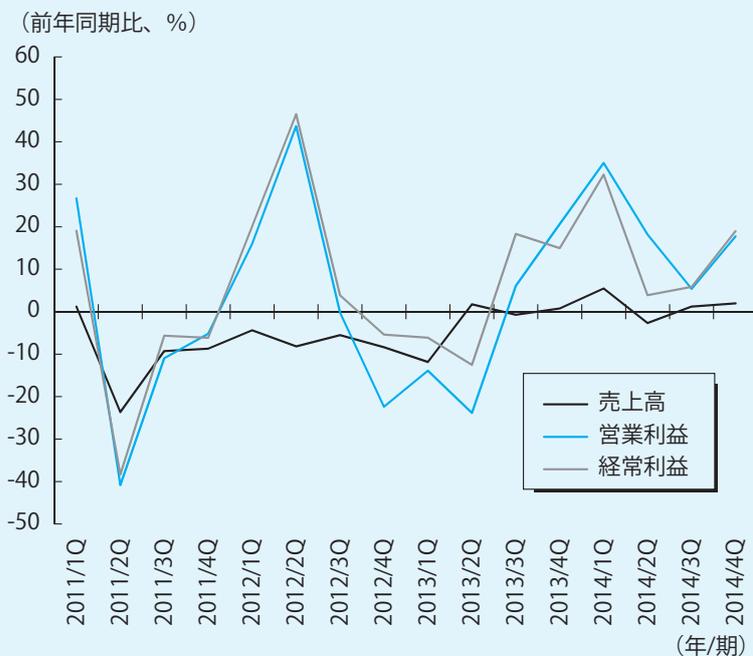
営業利益および経常利益は増減を繰り返しながらも、2013年第3四半期以降、前年同期比でプラスが継続している。しかし、その変動要因をみると、人件費や販管費の削減で利益を確保していた状況がうかがえる（図表21）。

粗利益はほとんどの期間でマイナスに寄与して

おり、これは前掲図表9とは大きく異なる。この背景には、中小企業が売上高を確保するため、販売価格を下げている、もしくは仕入価格の上昇を販売価格に転嫁せずにいる可能性が考えられる。一般的に、規模が小さい企業ほど価格交渉力が弱く、販売価格を上げづらい。結果、仕入価格の上昇分は人件費やその他販管費の削減でカバーするという構図になりがちである。

例えば、中小企業庁が2014年10月に実施した「ここ1年の中小・小規模企業の経営状況の変化につ

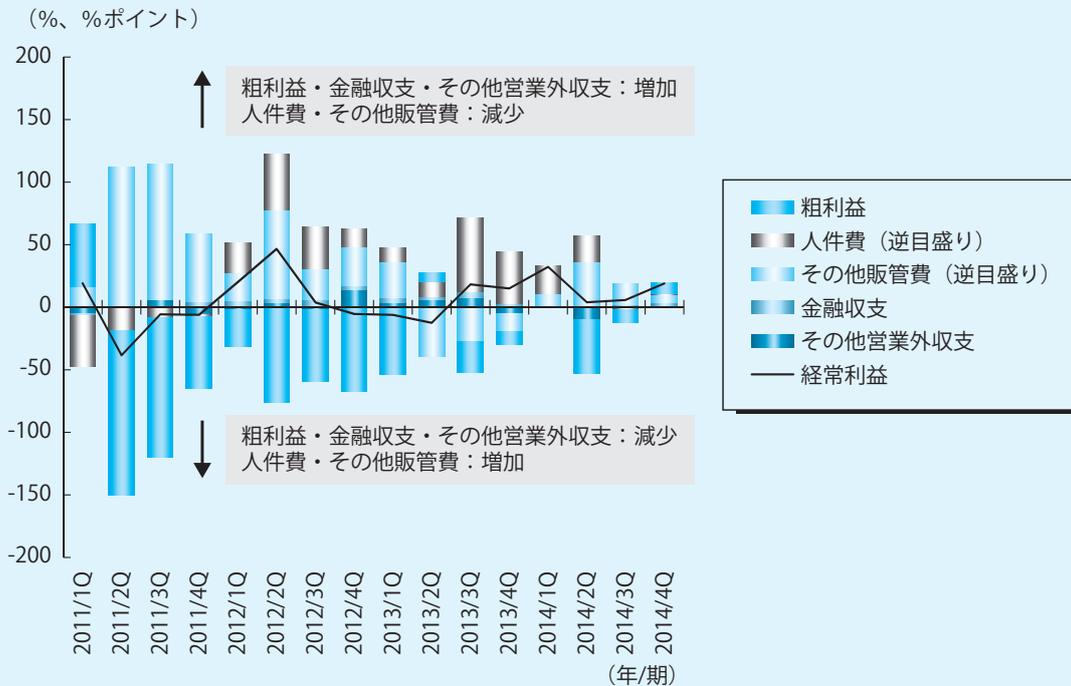
図表20 中小企業の売上高、営業利益、経常利益の推移



(注) 集計対象は全産業（金融業・保険業を除く）、資本金1千万円以上1億円未満の企業

(出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

図表21 中小企業の経常利益の増減要因



(注1) 集計対象は全産業（金融業・保険業を除く）、資本金1千万円以上1億円未満の企業とした

(注2) 金融収支は受取利息等から支払利息等を減じたもの、人件費は役員および従業員の給与・従業員賞与・福利厚生費の合計

(出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

いて」では、1年前と比べた足元の原材料・エネルギーコスト増加の商品・サービスの販売価格への反映状況について、全体の5割程度の企業が価格転嫁できていないと回答している<sup>14</sup>。

大企業と比べると、中小企業は海外展開もしづらく、海外の経済成長の恩恵も受けづらい。前述のとおり、金融政策の経路に鑑みれば、円安は輸出企業等の収益拡大につながり、それが国内の企業間取引の増加、日本企業全体の業績改善・キャッシュフロー改善につながるはずなのだが、現状ではまだその段階に達してはいないようだ。近年では大企業を中心に海外進出が進んでいることか

ら、以前に比べると金融緩和政策による国内の企業間取引の押し上げ効果が相対的に低下している可能性も考えられる。

日銀が公表する短観や、財務省が公表する法人企業景気予測調査によれば、金融機関の貸出姿勢については企業規模にかかわらず「緩い」と回答する企業の割合が多いのだが、資金繰りに対しては、大企業が「良い」と回答する企業が相対的に多いのに対し、中小企業は「悪い」と回答する企業が多い。これは先に述べたとおり企業収益の回復が大企業より遅く、キャッシュフローの改善にまで至っていないことが一因と考えられる。

14) 調査結果の公表は2014年11月。「ほとんど、もしくは半分以上価格に反映できている」と回答した企業も3割程度存在する。なお、消費税率の引き上げに関しては価格転嫁への取り組みが進んでおり、7～8割程度は転嫁できているとのことである（経済産業省「平成27年2月末までの消費税転嫁対策の取組状況について」より）。

中小企業の資金繰りに対する不安感を払しょくするためには、例えば動産・債権担保融資（A B L：Asset Based Lending）や電子記録債権の利用促進などにより、企業が保有する資産を現金化しやすくすることで、中小企業の資金繰りを支援することが考えられる。

また、中小企業が利益を生み出せるよう、適正な価格で商品・サービスの提供が行える環境づくりも重要である。中小企業に対する代金の支払遅延や減額、買ったたき等、不適切な取引に対しては、現状既に様々な取り組みが行われているが、前述の調査結果のとおり、仕入価格の上昇を販売価格に転嫁できる企業はわずかである。量的・質的金融緩和政策により期待インフレ率が上昇すれば、企業が販売価格を引き上げやすくなり、企業収益が改善されるはずであり、この効果を中小企業にまで波及させることが求められる。

## 2) 地方で効果が実感されにくい背景

量的・質的金融緩和の効果が中小企業に十分行き渡らなければ、地方でもその効果は実感されにくい。企業の景況感自体は都市部と地方で大きな差があるわけではなく、例えば2015年3月に各財務局から公表された法人企業景気予測調査を見ても、特に都市部の方がよいということはない(図表22)。一方、企業規模別に見ると、地域にかかわらず、相対的に大企業の方が景況感は良いと感じており、中小企業は悪化したと感じている(沖縄を除く)。また、これは資金繰りに関しても同様で、大企業は改善傾向にあるようだが、中小企業には悪化の傾向が見られる。地方であっても、大企業の景況感は良いし、都市部であっても中小

企業の景況感は悪いということである。

企業数で見ると東京都でも資本金10億円を超える大企業は全体の1%を占めるにすぎない<sup>15)</sup>。しかし、従業員数ベースで見ると、東京都では企業に勤める従業員数のうち、5割弱が大企業勤務である。そして、2割が中堅企業(資本金1億円以上10億円未満)勤務で、中小企業(資本金1億円未満)勤務は全体の3割程度しかいない。千葉県や神奈川県、愛知県、大阪府、京都府、福岡県などの都市部では比較的大企業・中堅企業に勤める従業者数の割合が高いが、それ以外の道・県は中小企業に勤める従業者数が圧倒的に多く、いずれの道・県においても、従業者数の7割以上が中小企業に勤めている<sup>16)</sup>。

先に述べたとおり、大企業には企業収益の改善やキャッシュフローの改善がうかがえるが、中小企業にはまだ十分波及しているとは言い難い状況である。また、賃金の引き上げも大企業が中心であり、中小企業はそもそも人件費比率が相対的に高いことから、賃金引き上げが難しい状況にある。これらのことから、大企業に勤めている人は量的・質的金融緩和の効果を実感しやすいが、中小企業に勤めている人は実感しづらく、地方に効果が波及していないと言われる背景になっているのではないか。大企業だけでなく、中小企業にもその効果が及べば、地方でも量的・質的金融緩和の効果が実感できるようになるだろう。

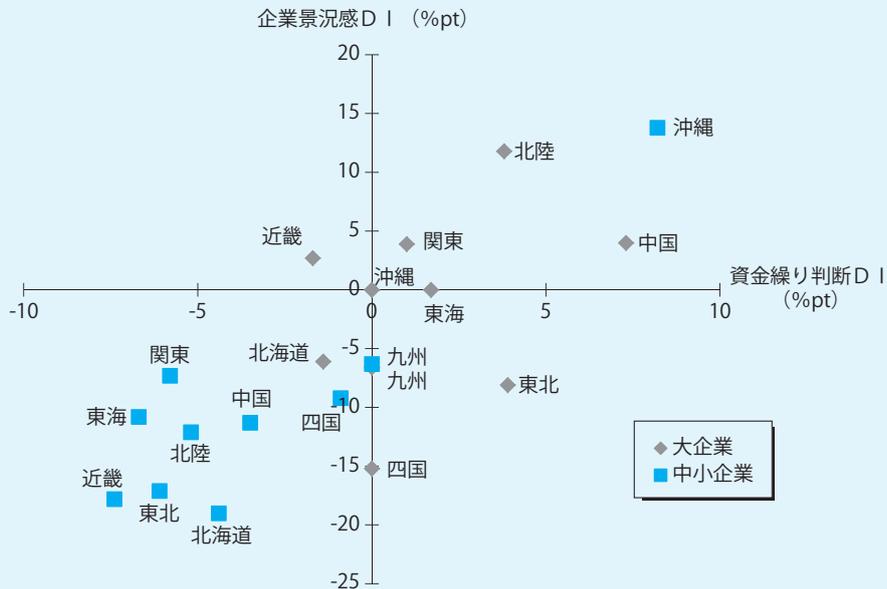
## 2. 海外の金融政策変更注意到意

現状、量的・質的金融緩和により、日本企業の資金調達コストは低下し、設備等への投資も増えている。量的・質的金融緩和の目標である物価上

15) 2009年時点。総務省「平成21年経済センサス基礎調査」より。

16) 母数はそれぞれの都道府県にある企業に勤務する従業者であり、居住者ベースではない。

図表22 地方別の企業景況感D Iと資金繰り判断D I  
(2015年1～3月調査結果)



(注) 企業景況感D I = 前期比で「上昇」と回答した企業の構成比 - 前期比で「下降」と回答した企業の構成比、資金繰り判断D I = 前期比で「改善」と回答した企業の構成比 - 前期比で「悪化」と回答した企業の構成比  
(出所) 各財務局公表の「法人企業景況予測調査」から大和総研作成

昇率2%程度を達成するのは2016年度以降になることが予想され<sup>17)</sup>、当面、この環境は維持されるものと推測される。

留意事項としては、海外の中央銀行による金融政策変更の影響が挙げられる。日本企業の海外展開は過去に比べ増えており、海外の金融政策と無縁ではいられなくなっている。米国ではFRBが2014年10月に資産買入れの終了を決定し、以降は金利を引き上げるタイミングをうかがっている。一方で、ECBは2015年1月に量的緩和政策の導入を決定し、同年3月から開始した。

米国の金融引き締めは、米国現地法人の資金調達コスト上昇、設備投資の抑制につながる。例えば、米国内の商業銀行の企業向け融資の金利は過去と比較して歴史的な低水準で推移しているが、好景

気だった2000年代半ばは、現在の倍以上の金利を支払わなければ借入れができなかった(図表23)。

また消費抑制につながれば、現地法人の業績に悪影響が生じることも予想される(その場合、日本国内企業からの輸出も減少することになるだろう)。最終的には現地法人から親会社への利益還流(配当支払い等)が減少することになる。

また、上昇を続けてきた米国内の資産価格に変化が生じた場合(上昇のペースが落ちたり、下落に転じる等)、米国投資家がリスク回避的な投資行動に転換し、日本株式の売却に動くことも起こり得る。日本は対内直接投資残高が少ないため、投資家の資金引き揚げの影響は証券市場にとどまることが予想されるものの、株式相場下落は株式市場を通じた日本企業の資金調達を抑制する方

17) 2015年1月に公表された日銀の政策委員による消費者物価指数の見通し(中央値)は、2015年度が前年度比1.0%増、2016年度が2.2%増となっている。

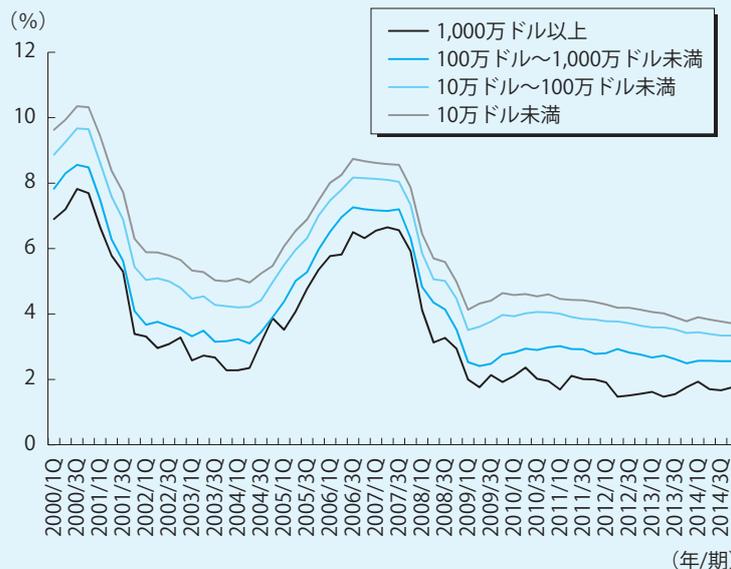
向に働くだらう。

近年は社債発行やC B発行もグローバル市場で行う（国内だけでなく海外投資家も含めて販売を行う）ことが増えており、米国投資家の投資行動

が変化することは日本企業の資金調達に直接影響する（図表 24）。

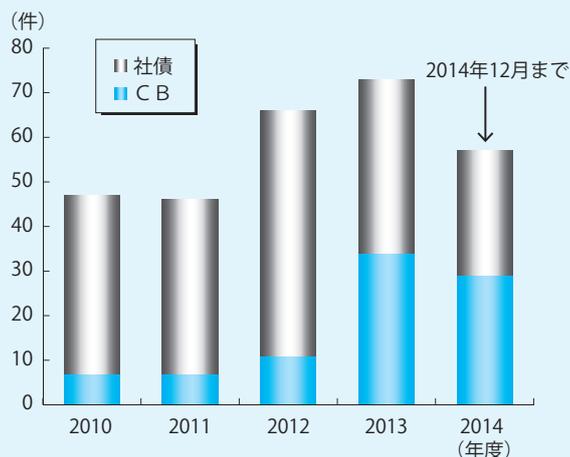
一方、E C Bは量的緩和政策を開始して間もない。米国とは逆に、現地法人はユーロの調達コストが下

図表23 米国における企業向け融資の金利（貸付金額別）



(注) 米国内全商業銀行の企業向け融資（加重平均値）  
(出所) F R Bから大和総研作成

図表24 海外投資家向けに発行された社債・C Bの件数



(注) 集計対象は日本企業（政府機関を除く）が海外市場で起債した社債・C B  
(出所) アイ・エヌ情報センターから大和総研作成

18) 2004年以降、米国では利上げによる金融引き締めを行っていたが、短期金利は上昇しても長期金利が低水準で推移してしまい、住宅ローン金利も低く抑えられていた。

がることで設備投資が促進され、また消費が増加すれば企業収益も改善する。また、ユーロ圏内の資産価格が上昇に向かえば、欧州投資家の投資行動がリスクオンに転換し、日本企業の株式や社債、C Bへの投資が増加することが考えられる。

### 3. 金融緩和が出口戦略に転換するために必要な成長戦略

金融緩和はあまりにも長く続くと、資産価格の形成を歪めたり、過剰投資を増大させるといった弊害を起すこともある。例えば、比較的記憶に新しいのは2007年に顕在化したサブプライムローン問題である。2002年から05年にかけて、欧米の緩和的な金融環境が続いたことにより、住宅ローン金利が低く抑えられたことや、サブプライムローンを原資産とする証券化商品に資金が流れ込んだことなどが原因で発生したとされている<sup>18</sup>。さらにさかのぼれば、1980年代後半に日本で起きた“財テクブーム”も、背景の1つには大幅な金融緩和の継続があった。資金調達コストの低下により企業が投資を増やしたとしても、それが本業の収益性向上を伴わないものであれば、企業の持続的な成長にはつながらない。

量的・質的金融緩和はアベノミクスの第1の矢として実施されたが、これは第2の矢である財政政策とともに応急処置的に行われたものである。何度も際限なく実施できる政策ではない。第3の矢である成長戦略で企業の収益性を高め、金融政策は出口戦略に、財政は健全化を進める方向に、できるだけ早く転換する必要がある。2015年央には日本再興戦略の改訂が予定されているが(2013年6月公表・2014年6月改訂)、この中に掲げられている様々な取り組みが、着実に進められていくことが求められる。

#### 【参考文献】

- ・岩田規久男『『量的・質的金融緩和』のトランスミッション・メカニズム —『第一の矢』の考え方— 京都商工会議所における講演(2013年8月) 日本銀行
- ・太田珠美「企業は本当にお金を溜め込んでいるのか」(2013年11月) 大和総研
- ・翁邦雄・小田信之「金利非負制約下における追加的金融緩和策:日本の経験を踏まえた論点整理」(2000年12月)『金融研究』第19巻第4号、日本銀行 pp.145-186
- ・永幡崇・関根敏隆「設備投資、金融政策、資産価格—個別企業データを用いた実証分析—」(2002年5月) Working Paper 02-3、日本銀行調査統計局
- ・橋本政彦「円安の波及効果と企業収益に与える影響」(2014年12月) 大和総研
- ・福永一郎「資本市場の不完全性下の金融政策」(2006年7月) 日銀レビュー・シリーズ
- ・Frederic S. Mishkin “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism” (1995年11月)

[著者]

太田 珠美 (おおた たまみ)



金融調査部  
研究員  
担当は、金融・資本市場  
コーポレートファイナンス