

2015年6月5日 全9頁

2014年度の企業の資金調達動向

銀行借入れは増加したが、資本市場を通じた資金調達は限定的

金融調査部 主任研究員
太田珠美

[要約]

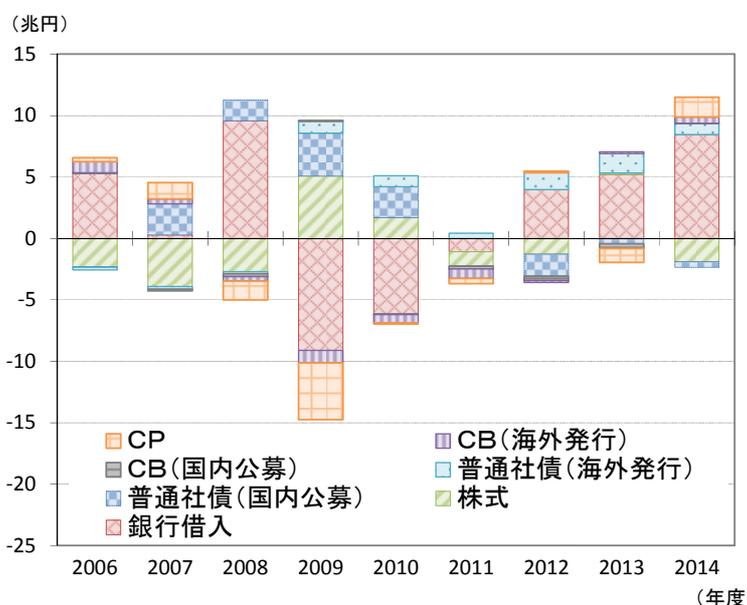
- 2014年度は企業が積極的に資金調達する傾向が見られたが、銀行からの借入れが中心であり、資本市場からの資金調達（社債発行や株式増資等）は限定的であった。ただし、リキャップCB（転換社債型新株予約権付社債のうち資金用途が自社株買いであるもの）の発行は顕著に増えている。
- 2014年2月に策定された日本版ステewardシップ・コードや、2015年6月から実施されているコーポレートガバナンス・コードにより、企業に対し資本効率性の向上を求める声が強まっている。CBや種類株式など、発行条件が柔軟に設定できるものについて、企業の資本政策の一環として、利用が増える可能性がある。

1. 2014年度の企業の資金調達は銀行借入れを中心に増加

2014年度は銀行からの借入れを中心に、企業の資金調達が増加した（図表1）。海外市場で普通社債・転換型新株予約権付社債（以下、CB）を発行し、資金調達をするケースも増えている。またリキャップCBと呼ばれる、自社株買いの実施と同時にCBを発行する手法の利用も増えている。一方、株式増資や国内での普通社債・CBの起債は、調達額より流出額が多く（株式は増資以上に自社株買いが行われており、また普通社債・CBは発行以上に償還が行われている）、資金フローは流出超となっている。

企業の資金調達意欲は全体としては旺盛であるものの、全ての調達方法が活発に利用されているわけではなく、資本市場を通じた資金調達は限定的である。以下、資金調達手段ごとに2014年度の動向を確認していきたい。

図表1 企業の資金調達フロー



(注) 普通社債・CB・CPは発行額から償還額を減じた数値、銀行借入は国内銀行貸出金残高の前年度末との差、株式は公募増資額から自社株買い実施額（普通株式のみ、子会社からの取得を除く）を減じた数値。海外発行は私募を含む。

(出所) 日本銀行、日本証券業協会、証券保管振替機構、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

(1) 銀行借入れ ～大企業は運転資金、中堅・中小企業は設備投資資金の需要が増加～

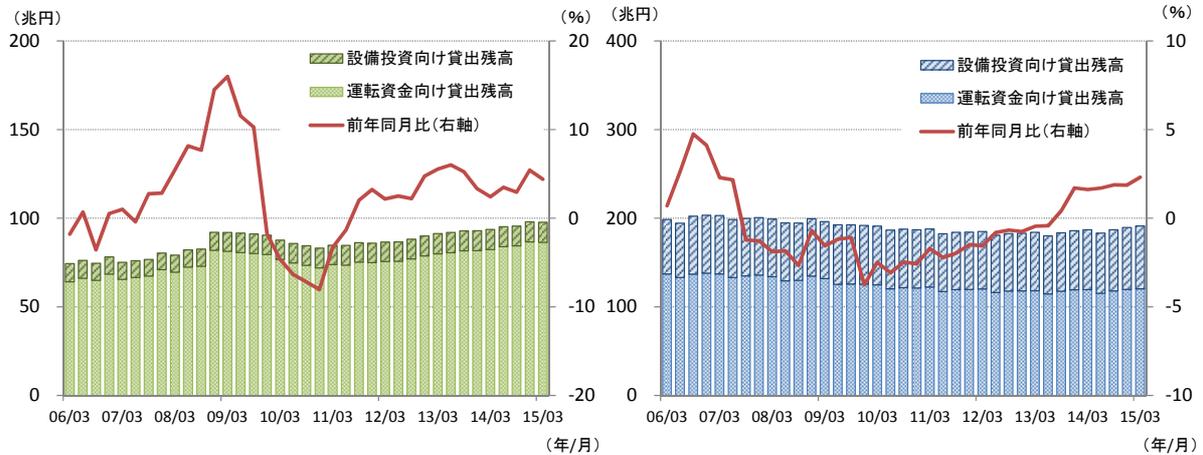
企業の銀行借入れは大企業¹が2011年の後半から、中堅・中小企業²が2013年後半から、増加傾向にある（図表2）。増加の主因は大企業の運転資金需要の増加、および中堅・中小企業の設備投資資金需要の増加である。貸出先を業種別にみると、大企業では金融業、保険業の増加が

¹ 資本金10億円以上かつ常用従業員300人超（卸売業・各種サービス系業種は100人超、小売業・飲食業は50人超）の企業。

² 大企業に該当しない企業。

顕著であり、中堅・中小企業では金融業、保険業に加え、不動産業の伸びが全体をけん引している（図表3）。

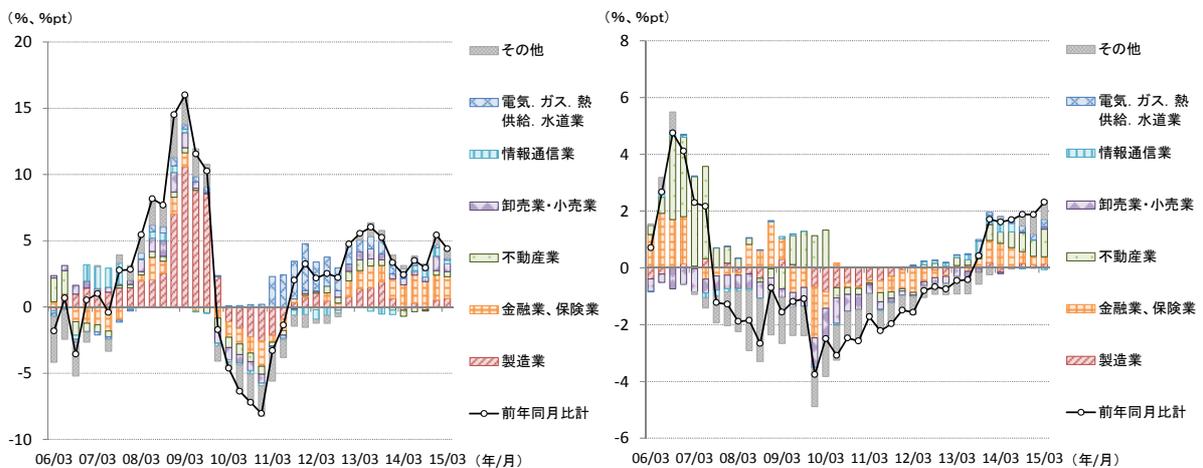
図表2 法人向け貸出残高の推移（左図：大企業、右図：中堅・中小企業）



（注）前年同月比は設備投資・運転資金合計の値。法人には金融を含み、国内銀行3勘定（銀行・信託・海外店勘定）の数値。

（出所）日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

図表3 法人向け貸出残高(前年同月比)の業種別寄与度(左図：大企業、右図：中堅・中小企業)

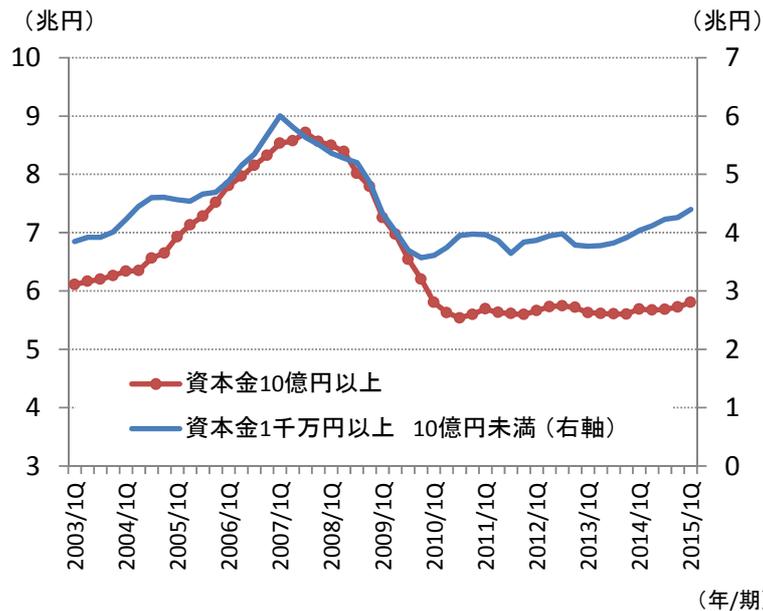


（注）国内銀行3勘定（銀行・信託・海外店勘定）の数値。

（出所）日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

大企業の設備投資向け貸出残高も前年度末比で増加しているものの、中堅・中小企業ほどの勢いはない。財務省が公表している法人企業統計を見ると、設備投資額は資本金10億円未満の企業で特に増加傾向が窺え、これが資金需要の差にもつながっていることが推測される（図表4）。また、大企業の中には留保利益を潤沢に保有していたり、有利な条件で資本市場から資金調達ができる企業も存在する。資金調達手段が多様であることから、運転資金のように回収期間が短い資金需要は銀行借入れで、設備投資のように回収期間が長期にわたる資金需要は留保利益や資本市場からの調達で対応するといったように、資金調達手段を使い分けているものとみられる。

図表4 設備投資額の推移



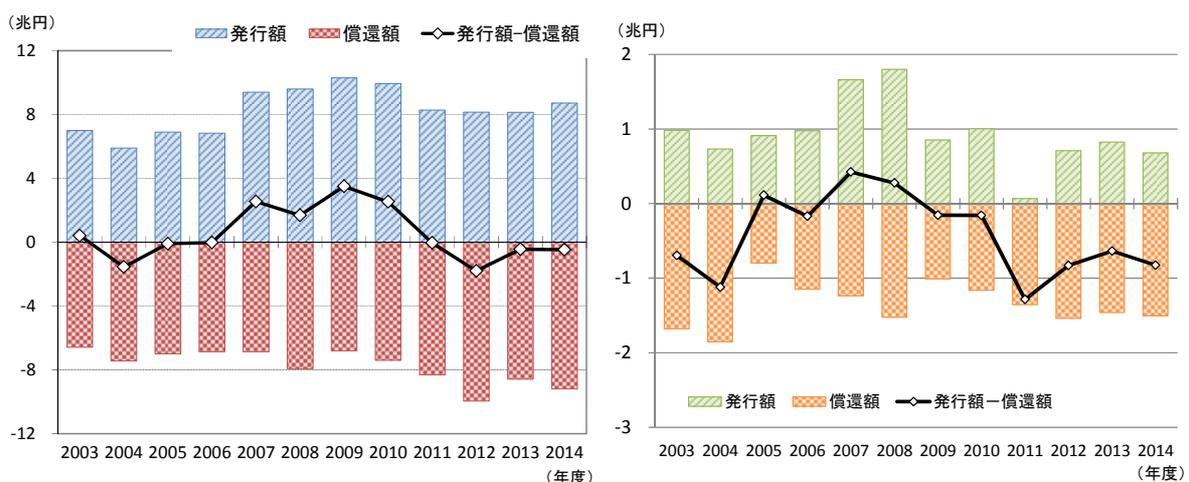
(注) 後方四半期移動平均。集計対象は全産業（金融業、保険業を除く）。
 (出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

(2) 普通社債の発行

① 国内発行 ～発行年限が長期化～

2014年度の社債発行額（公募）は8.7兆円であった。償還額が9.2兆円あったため、年度末時点の現存額は0.5兆円減の59.3兆円となった（図表5）。現存額の減少は電力債³の純減が主因であり、電力債を除けば発行額が償還額をわずかに上回っている。

図表5 社債の発行額・償還額（左図）および電力債の発行額・償還額（右図）



(注) 電力債の償還額は全て満期償還となったことを前提に推計。

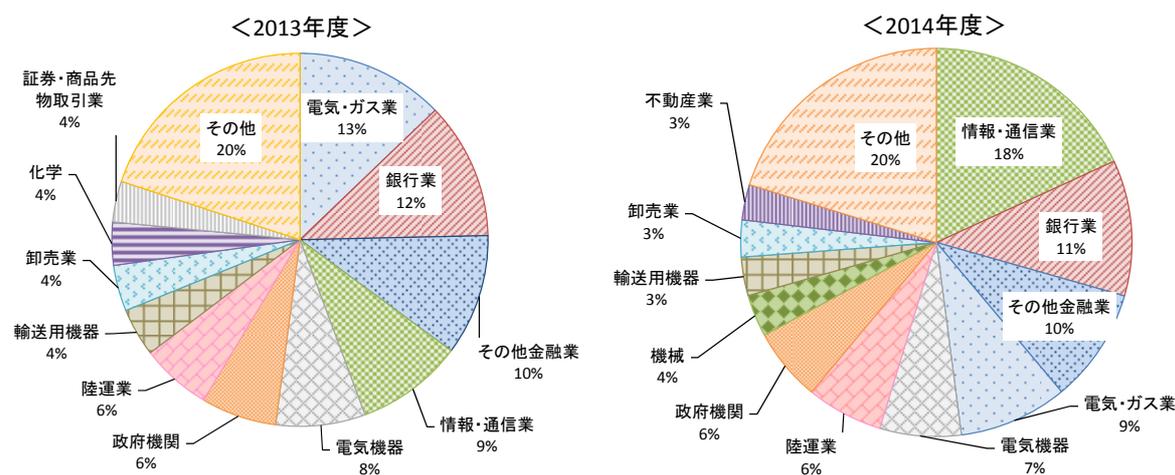
(出所) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

³ 本稿では電力債の集計対象を、東京電力・中部電力・関西電力・中国電力・北陸電力・東北電力・四国電力・九州電力・北海道電力・沖縄電力の大手10社が発行した公募社債とする。

業種別にみると、発行額は情報・通信業の発行額が最も多かった（図表6）。これはソフトバンクが年度内に合計1兆5,500億円の社債を発行したためである。発行企業（法人）数でみると、情報・通信業は2社のみ（ソフトバンクとKDDI）であり、2013年度比で発行企業数は減少している。最も発行体の数が多かったのは不動産投資法人（REIT）で、22法人が社債を発行している（2013年度は18法人が発行）。2014年度中にREITが発行した社債の約3分の2が長期債⁴であり、平均償還期限は8.4年と、前年度より1.4年ほど長期化した。

償還期限の長期化はREITに限らず、社債全般にみられる動きである。2014年度に発行された社債の償還期限の平均は7.7年と、前年度比で0.8年ほど長期化した。過去最低水準の利率で発行できる環境であったことから、長期固定金利で資金調達をしようとする動きが強まったものと推測される。また、資金の出し手である債券投資家も利回りを求めており、償還期限を長くすれば、その分発行利回りが高くなることから、双方のニーズが合致し、償還期限の長期化につながったものとみられる。

図表6 社債発行額の業種別割合



（出所）アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

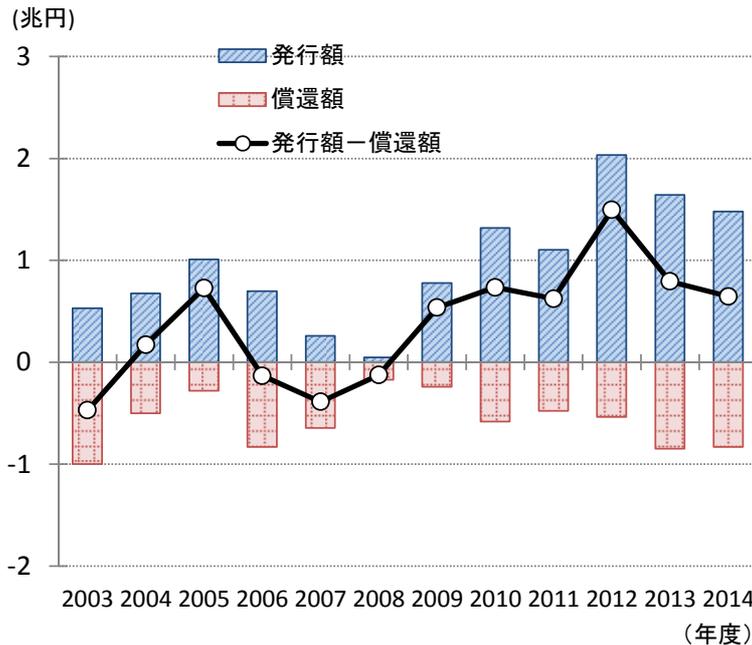
② 海外発行 ～旺盛な外貨需要により金融機関による外貨調達が堅調～

2014年度に海外市場で起債された社債は1.5兆円と、前年度比で0.2兆円減少したが、償還額を上回る水準であった（図表7）。発行通貨でみると、USドル建てが最も多く、次いで日本円建て、オーストラリアドル建てであった。

2000年代後半から海外市場での起債が増加傾向にある。海外市場での起債は金融機関によるものが大半であり、2014年度は全体の約8割を占めた。日本企業の海外展開が増加していることに加え、金融機関自身も海外向け投融资を増やすなど海外展開を行っていることから、外貨（特にUSドル）の需要が増加しているものとみられる。

⁴ 本稿では償還年限が10年程度かそれ以上の社債を長期債として集計した。

図表7 海外で発行された社債の発行額と償還額

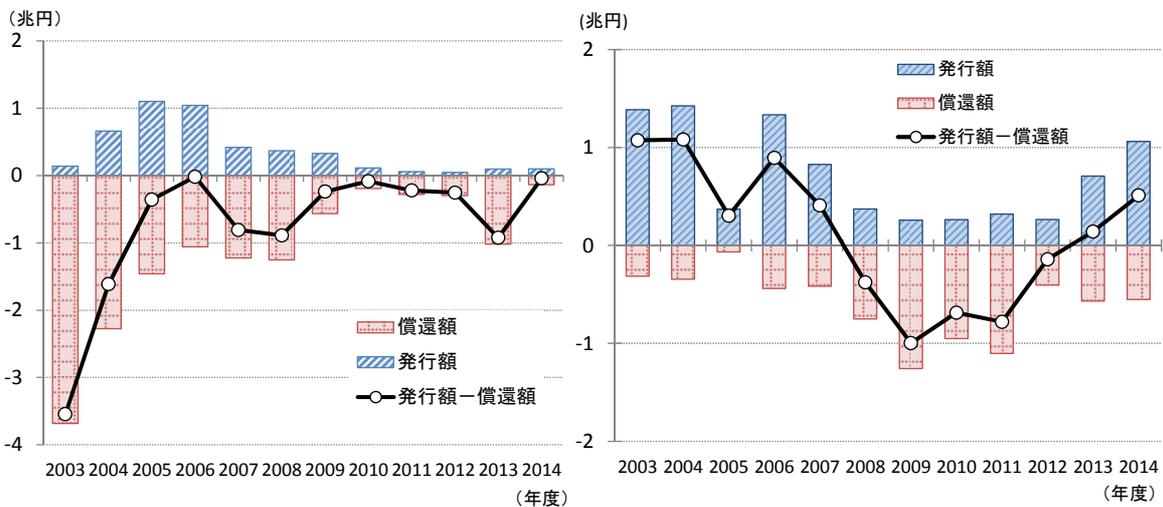


(注) 私募債を含む。償還額は全て満期償還となったことを前提に推計。
 (出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

(3) CB発行 ～リキャップCBの利用が大幅に増加～

国内で発行されたCBは0.1兆円で、前年度よりわずかに増加したが、発行額は2000年代後半から低迷しており、発行残高の減少が続いている(図表8)。一方、海外で発行されたCBは1.1兆円で、前年度比で0.4兆円増加している。国内と海外を合わせれば、CBの利用は増えていることになる。海外での起債が増えている背景としては、CBの投資家層が海外に多いこと、また条件決定が国内より海外の方が柔軟に行えることなどが考えられる。

図表8 CBの発行額・償還額(左図:国内、右図:海外)

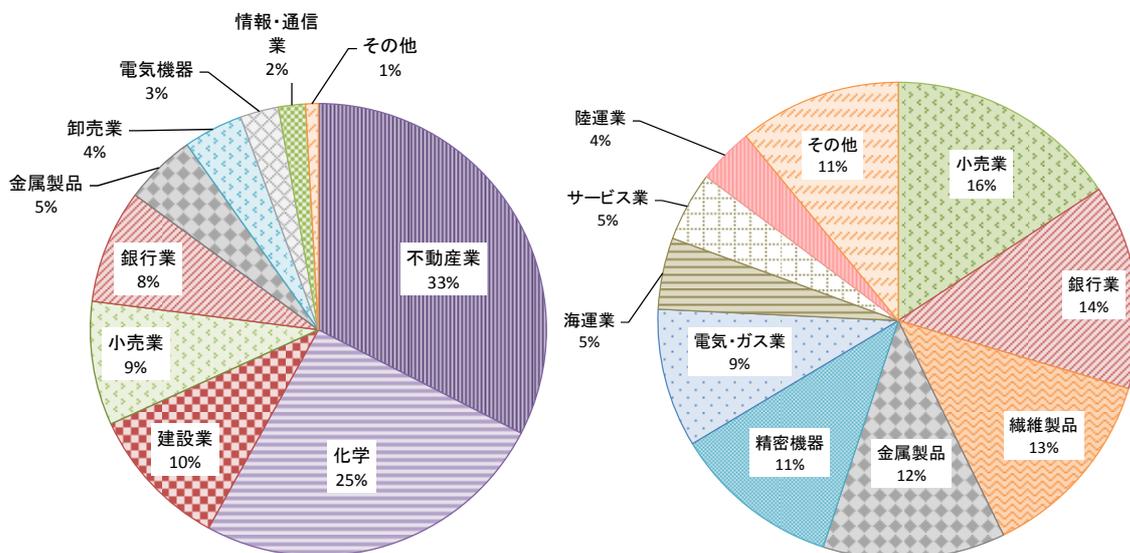


(注) 私募債を含む。償還額は全て満期償還となったことを前提に推計。
 (出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

普通社債と異なり、CB は事業会社による利用が多い（図表 9）。また、海外で起債された CB は、ほとんどが円建て発行される。外貨調達を目的としたものではなく、投資家層の拡大や、調達コストを抑える目的で CB を利用しているものとみられる（銀行が近年海外で発行している CB は外貨建てであり、これは外貨調達を目的としたものと推測される）。

2014 年度に発行された CB のうち、約半数が自社株買いも併せて実施する“リキャップ CB”であった⁵。リキャップ CB は一時的に自己資本比率を下げ、ROE を改善する効果がある。投資家から株主還元や ROE の向上を求める声が強まっていることから、リキャップ CB の利用が増加しているものとみられる。

図表 9 2014 年度の CB 発行額の業種別割合（左図：国内、右図：海外）



（出所）アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

（４）株式増資

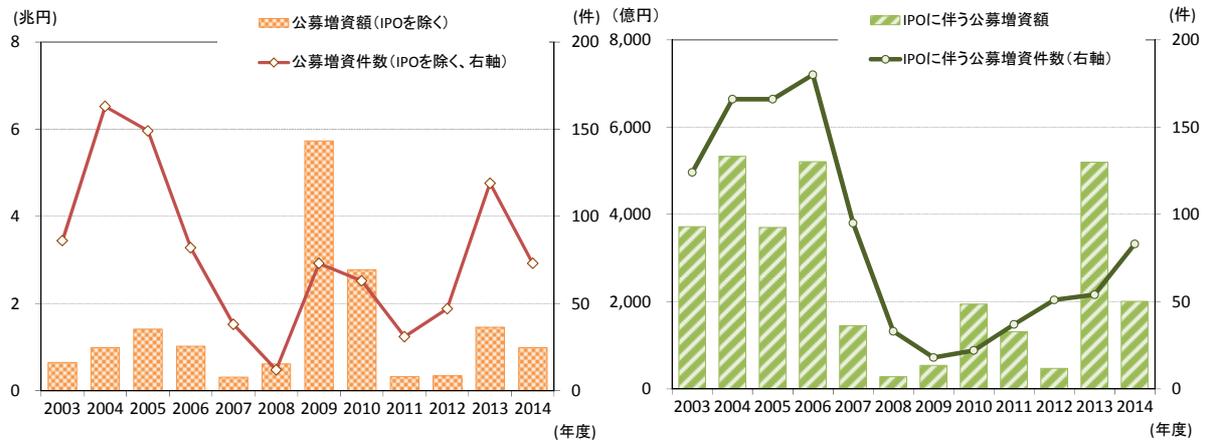
2014 年度の公募増資による資金調達額は新規公開（IPO）に伴わないものが 1.0 兆円、IPO に伴うものが 0.2 兆円と、いずれも前年度比で減少した（図表 10）。IPO に伴う公募増資件数は増加しているが、半数以上が東証マザーズへの上場で 1 件あたりの規模が小さく、金額としては前年度比で減少している。

業種別にみると、公募増資額（IPO を除く）は不動産業、保険業、電気・ガス業が上位に挙げられているが、これはそれぞれ三井不動産、第一生命保険、電源開発が 1,000 億円を超える調達を行った影響が大きい（図表 11）。IPO に伴う公募増資に関しては、リクルートホールディングスが 1,000 億円超の資金調達を行っており、この影響で IPO に伴う公募増資額のうち、5 割超がサービス業となっている。件数では情報通信業が最も多く、次いでサービス業、小売業、不

⁵ リキャップ CB については太田珠美「CB 発行+自社株買い=リキャップ CB」（2014 年 4 月 8 日）（URL：http://www.dir.co.jp/library/column/20140408_008404.html）を参照。

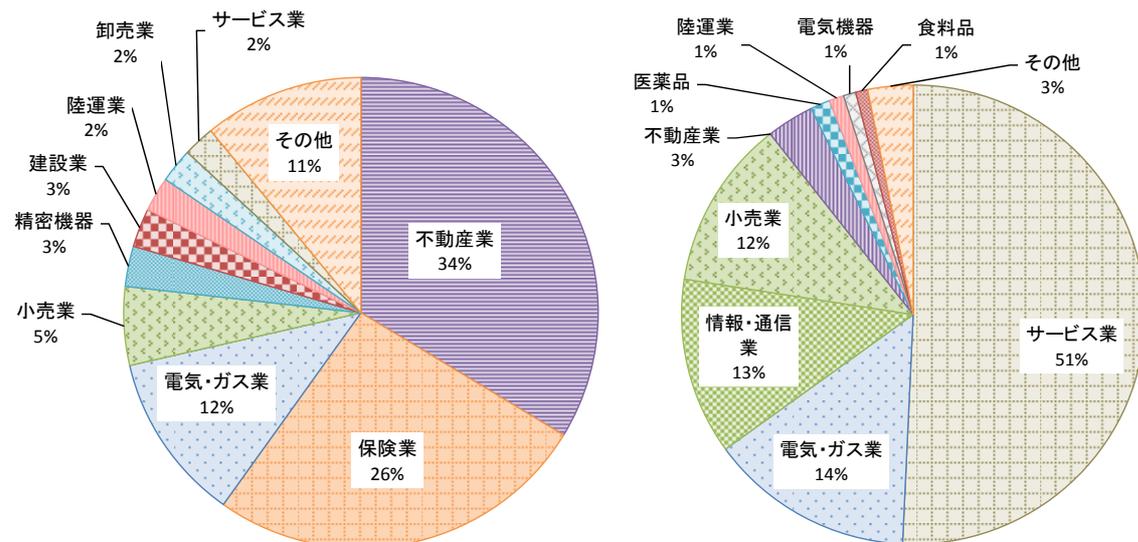
動産業となっている。

図表 10 公募増資額（IPO を除く）と IPO に伴う公募増資額



(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

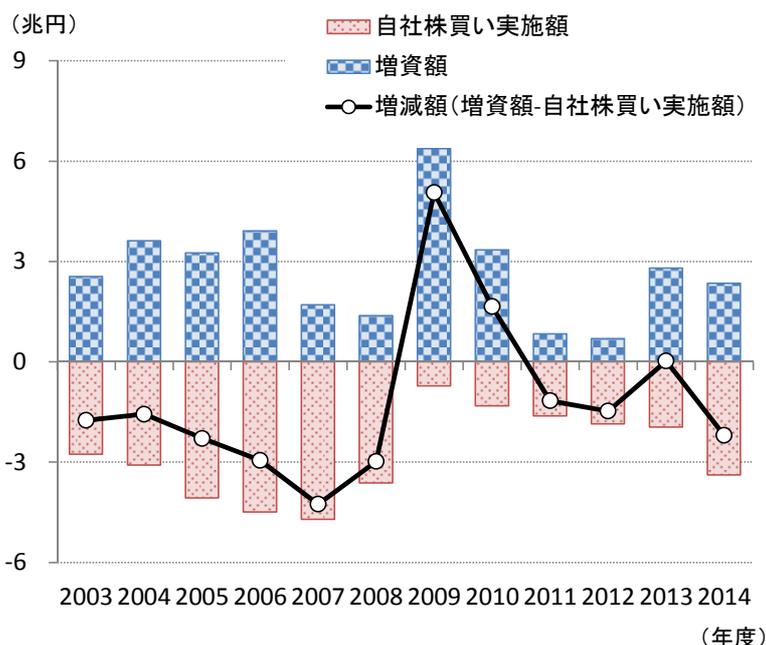
図表 11 2014 年度の公募増資額の業種別割合（左図：IPO を除いたもの、右図：IPO に伴うもの）



(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

株式相場が堅調に推移していることから、新興企業を中心に株式市場で資金調達を行う意欲がみられる。一方で、自社株買い実施額も増加しているため、株式市場全体のフローとしては、市場から資金を引き揚げる動きの方が強かった（図表 12）。2014 年度中には、NTT ドコモや日本電信電話、トヨタ自動車、三菱 UFJ フィナンシャル・グループなどが大型の自社株買いを実施した。上場企業の業績が回復に向かっていることを受け、株主還元を強化する動きが強まった。株主還元に加え、ROE への意識の高まりも自社株買いを増やす要因になったものとみられる。企業業績が回復すると、社外流出分を除いた留保利益が増え、自己資本が増えることが一般的である。自己資本の増加は自己資本利益率（ROE）の低下要因となるため、ROE を維持・改善すべく、自社株買いにより自己資本を減らす動きが増えたものとみられる。

図表 12 公募増資額と自社株買い実施額



(注) 集計対象は普通株式のみ。

(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

2. 資本政策実現のために資本市場を利用するケースが増える可能性

2014 年度は銀行借入れを中心に企業の資金調達が増えた。しかし、資本市場を通じた資金調達が積極的に行われたとは言い難い。資本市場の利用主体である大企業の資金需要は、銀行借入れの状況を見る限り、回収期間が短い運転資金需要の増加が主因とみられ、資本市場を通じた資金調達が増えるには、回収期間が長い設備投資等の資金需要が増える必要があるだろう。

資本市場を通じた資金調達で増えているのは、リキャップ CB の発行である。近年の ROE に対する関心の高まりから、利用が増えているようだ⁶。2015 年度に入り、トヨタ自動車の中長期保有を志向する新たな株主層を開拓するため、譲渡制限等を付した AA 型種類株式の発行を公表した⁷。CB や種類株式は発行条件が柔軟に設定でき、純粋な資金調達目的だけでなく、企業の資本政策の一環として利用されることがある。2014 年 2 月に公表された日本版スチュワードシップ・コードや、2015 年 6 月から実施されているコーポレートガバナンス・コードにより、企業の資本効率性が従来以上に投資家から問われるようになった。これに応えるため、今後 CB や種類株式の利用が増える可能性がある。ただし、これらはその複雑さゆえに投資家からすれば理解しづらく、企業は発行にあたって投資家へ丁寧な説明を行い、理解を得る必要がある。

⁶ ROE を巡る最近の動向については太田珠美・中田理恵「ROE の性質と利用する際の注意点」(2015 年 5 月 29 日) (URL: http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150529_009770.html) を参照。

⁷ 詳細はトヨタ自動車公表資料 (URL :

http://www.toyota.co.jp/jpn/investors/stock/share_2015/pdf/commonstock_20150428_02.pdf) を参照。定款の一部変更を伴うため、2015 年 6 月 16 日開催の定時株主総会の決議を経ないと発行できず、本稿執筆時点では実際に発行されるか未定である。