

2017年1月27日 全11頁

# マイナス金利が企業の資金調達に与えた影響

## 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入後1年を振り返る

金融調査部  
主任研究員 太田珠美

### [要約]

- 2016年1月に日本銀行の金融政策決定会合で「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入され、企業の資金調達コストには幾分かの低下が見られた。ただし、リスクプレミアム（資金調達をする主体の信用リスクに応じて市場金利に上乘せされる金利）は拡大している。
- 企業の金融機関からの借入残高は増加が続いているものの、伸び率に鈍化が見られる。主因は大企業であり、企業収益が好調で内部留保が潤沢にあることから、手元資金を運転資金や設備資金に充てているものとみられる。ただし、長期資金を調達するために年限の長い社債を発行したり、財務健全化のために劣後債・劣後ローンを利用する企業は増えている。中堅・中小企業では設備資金を中心に借入残高の増加が続いている。
- 2013年4月に量的・質的金融緩和が導入され、それ以降の企業の資金調達環境は概ね良好である。設備投資や賃金も緩やかであるが増加している。その傾向は足元においても継続しているが、マイナス金利政策の導入でその状況が一層改善されたとは言い難い。
- マイナス金利政策導入の目的が“企業コンフィデンスの維持”であることに鑑みれば、目的は達成していると言える。しかし、世界経済の先行き不透明感が高まる中、今後企業コンフィデンスが悪化していくリスクも高まっている。マイナス金利政策導入後の1年を振り返る限り、今後一層の金融緩和を実施したとしても、その効果は限定的なものになる可能性が高い。官の政策としてできることは、成長戦略に着実に取り組んでいくことだろう。

## 1. マイナス金利政策導入の影響

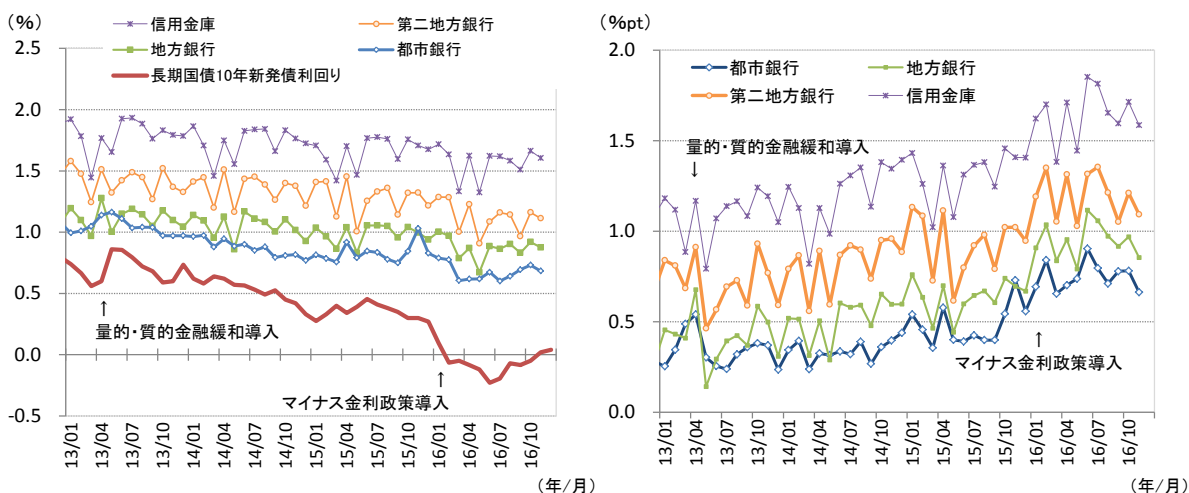
### (1) 金利は低下するも、負債調達リスクプレミアムは拡大

日銀が2016年1月に開催した金融政策決定会合において「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」（以下、マイナス金利政策）を導入してから1年が経過した。導入以降、企業の資金調達・運用にどのような影響が生じたか整理していきたい。

マイナス金利政策の導入により日銀当座預金の一部にマイナス金利が適用されることになった。従来行っている大規模な長期国債買入れとあわせて、イールドカーブの起点を引き下げ、金利全般により強い下押し圧力を加えることを目的としている。金利低下は企業にとって負債調達（借入や社債発行）コストの低下につながるはずだが、その効果は限定的であった。借入金利（金融機関側からすると貸出金利）はマイナス金利政策導入前より低下傾向は見られるものの、市中金利のベンチマークとなる国債金利と比べ、低下幅は小さい（図表1左図）。社債利回りはマイナス金利政策導入直後に低下が見られたものの、2016年11月に米国で次期大統領にトランプ氏が選出された頃から世界的な金利上昇が起き、日本の社債利回りにも上昇が見られた（図表2左図）。2016年9月には「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」も導入されているが、明確な企業の資金調達コストの低下は確認できない。

リスクプレミアム（資金調達をする主体の信用リスクに応じて市場金利に上乗せされる金利）という観点では、むしろ拡大している（図表1右図および図表2右図）。2013年4月の量的・質的金融緩和を導入する際には、その効果の1つとしてリスクプレミアムの縮小が掲げられていた。社債のリスクプレミアムに関して縮小が見られたものの、貸出金利についてはほとんど変化がなく、2016年1月のマイナス金利政策導入後に関しては社債利回りも貸出金利も、リスクプレミアムは拡大傾向にある。

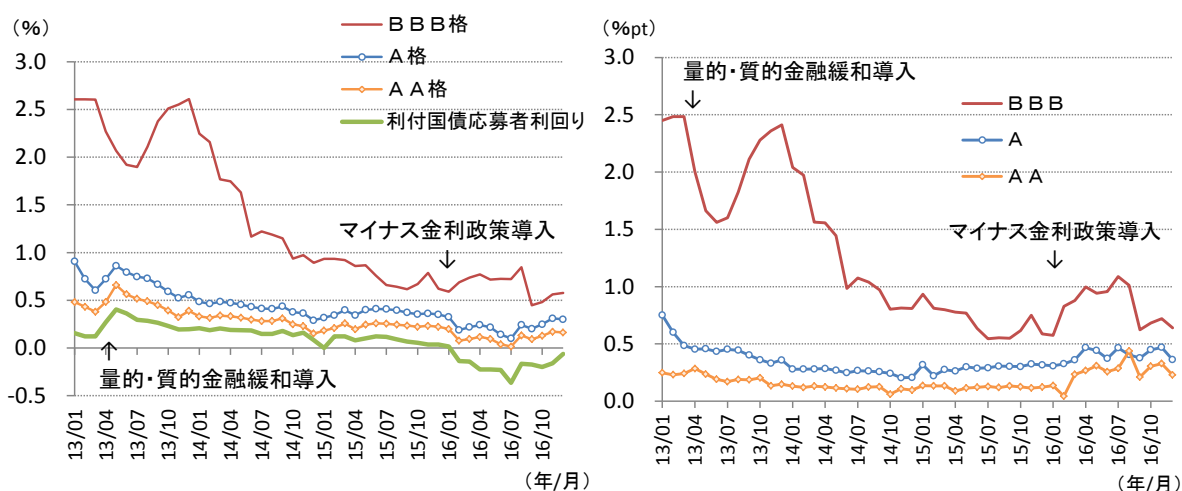
図表1 貸出約定平均金利（左図）および国債利回りとのスプレッド（右図）



(注) 貸出約定平均金利は新規・長期のもの。右図のスプレッドは左図の各貸出約定平均金利から国債利回りを減じたもの。

(出所) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」、日本相互証券株式会社「主要レート推移」より大和総研作成

図表2 5年社債利回り（左図）および国債利回りとのスプレッド（右図）



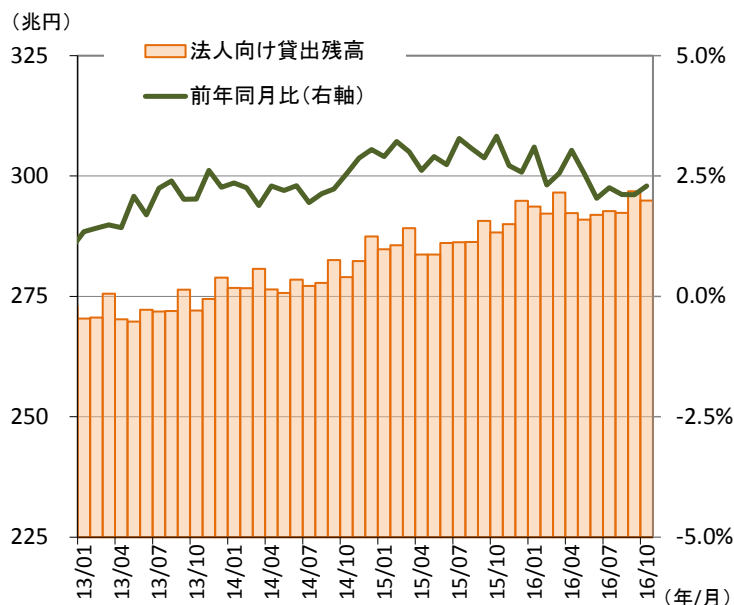
(注) 格付けは格付投資情報センター (R&I) によるもの。右図のスプレッドは左図の各社債利回りから国債利回りを減じたもの。

(出所) 日本証券業協会、財務省より大和総研作成

## (2) 金融緩和の効果は中堅・中小企業にも波及

ただし、負債調達コストの低下が限定的（リスクプレミアムはむしろ拡大）であっても、企業による金融機関からの借入は増加が続いている（図表3）。

図表3 法人向け貸出残高および前年同月比



(注) 国内銀行（銀行勘定、信託勘定、海外店勘定合計）の貸出残高。法人には金融機関を含む。

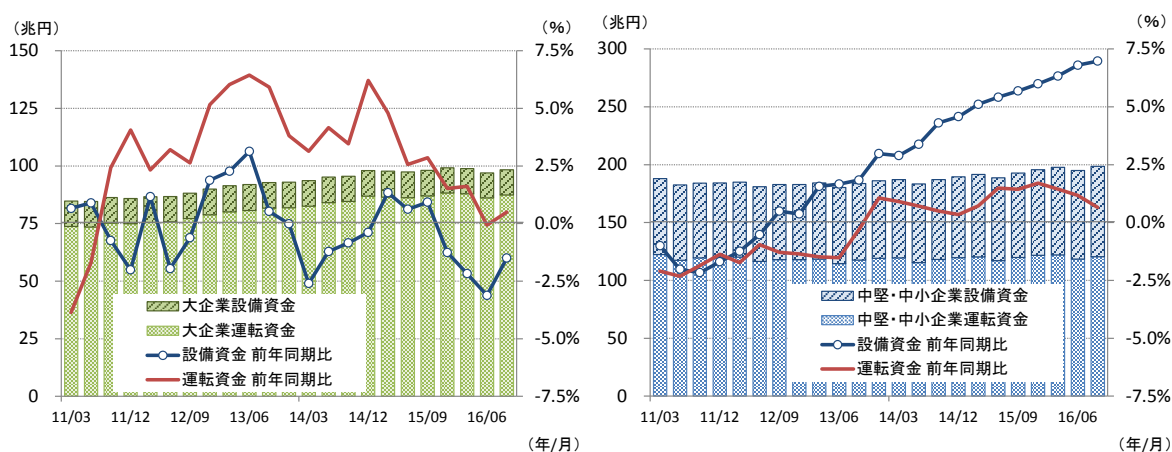
(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

伸び率（前年同月比）は2016年の後半あたりから若干の低下が窺える。これは大企業の設備

資金の借入残高が減少していることが影響しているようだ（図表4左図）。運転資金の借入も2015年まで増加が続いていたが、2016年に入ってからほぼ横ばいで推移している。大企業の企業収益は堅調に推移しており、内部留保が潤沢にある。また、社債も発行しやすい環境であったことから、金融機関からの借入への依存度を下げている可能性がある（社債市場の動向については後述）。日銀の「主要銀行貸出動向アンケート調査（2016年7月、同10月、2017年1月公表）」を見ても、いくつかの金融機関は「大企業の資金需要が減少している」と感じており、その要因として相対的に重要だと認識されていたのは「他の調達手段へのシフト」であった。

中堅・中小企業に関しては運転資金・設備投資ともに借入が増え続けている（図表4右図）。特に設備資金の借入残高は伸び率も上昇傾向にある。量的・質的金融緩和導入の影響は当初大企業を中心に見られたが<sup>1</sup>、中堅・中小企業にも堅調に波及しているようだ。前掲の「主要銀行貸出動向アンケート調査」を見ても、中堅・中小企業の資金需要の増加要因として相対的に重要だと認識されていたのは「設備投資の拡大」である<sup>2</sup>。

図表4 大企業の借入残高（左図）、中堅・中小企業の借入残高（右図）



(注) 大企業は資本金 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（個人企業含む）。

(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

### (3) 社債市場では金利低下に加え、発行年限が長期化

量的・質的金融緩和導入後も社債市場はあまり活況とは言えず、発行額よりも償還額が上回る状況が続いていたが、2016年の後半以降は発行額が償還額を上回っており、発行残高の増加が確認できる（図表5）。大企業による借入が減る一方で社債発行残高が増えているのは、長期資金が低利で調達できることに加え、発行額の一部が自己資本とみなされる劣後債の発行が増加したことによる（劣後債については後述）。

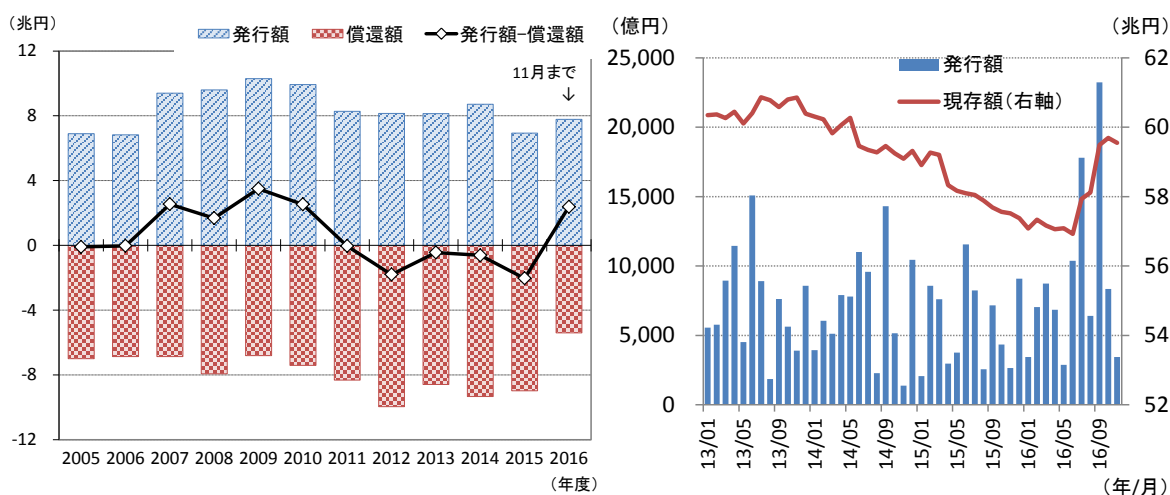
<sup>1</sup> 量的・質的金融緩和導入当初の企業への影響については太田珠美「異次元金融緩和が企業金融に与えた影響」『大和総研調査季報』2015年春季号（Vol. 18）（URL：[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150601\\_009739.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150601_009739.html)）を参照。

<sup>2</sup> ただし、中堅・中小企業向けの資金需要は「手許資金の積み増し」や「資金繰りの悪化」が重要な要因と回答している金融機関もあり、総じて設備投資に積極的というわけではないようだ。

マイナス金利政策導入後、社債市場でも一部の銘柄がマイナス金利で取引されるようになった。新発債の応募者利回りに関してはプラスを維持しているものの<sup>3</sup>、2016年10月にトヨタファイナンスが発行した社債は年限が3年、利率0.001%、発行価格が100.002円（額面100円を上回るオーバーパー）で発行された。その後、日本電産や三井不動産、ホンダファイナンス、資生堂などがオーバーパーで発行され、利回りの低下が進んだ。

年限の長期化も進んだ。2016年度（4月～12月まで）に発行された社債の償還までの平均期間は10.8年で、2015年度の8.9年から約2年伸びている<sup>4</sup>。償還までの期間が長いほどリスクプレミアムが上乘せされる（利回りが相対的に高く設定される）ことになるが、発行体にとっては現在の好条件のもとで長期資金が調達でき、投資家にとってはより利率の高い債券で運用できることから、双方のニーズに合致した動きと言えるだろう。

図表5 社債の発行額・償還額（年度別）（左図）、および発行額・現存額（月別）（右図）



(注) 集計対象は国内公募社債のみ。

(出所) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」より大和総研作成

#### (4) 債権の「劣後化」が進む

前項で社債発行が増えた一因に劣後債発行の増加を挙げたが、借入に関しても劣後ローンの利用が増えている。2016年の劣後債の発行は5兆円を超えた（図表6）。劣後ローンによる資金調達は報道や各社公表資料で確認する限り、2016年に10社以上が利用し、調達額は1.5兆円を超えている。どちらも前年の実績を上回り、過去と比較しても最高水準に達しているとみられる。

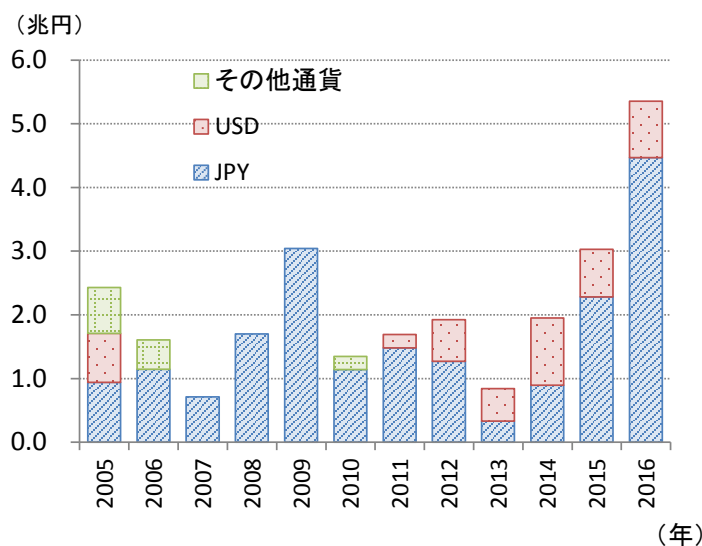
これらは一般的な社債や借入に比べ、元金金の支払い順位が低く、株式に近い性質を持つことからハイブリッド証券／ハイブリッドローンとも言われる。投資家にとってみれば、一般的な社債や融資に比べると弁済される可能性が低く、リスクが高いことから、利回りは相対的に

<sup>3</sup> コマーシャルペーパー（CP）は表面利率がマイナスで発行されているものもある。

<sup>4</sup> 永久債は除いて集計した（劣後債は含む）。

高く設定される<sup>5</sup>。例えば2016年9月にソフトバンクグループが発行した劣後債は償還までの期間が25年、当初利率が3.0%（機関投資家向け年限27年のものは3.5%）という高水準で発行され<sup>6</sup>、話題となった。

図表6 劣後債発行額の推移



(注) 集計対象は国内外で発行された社債で、私募を含む。  
(出所) Bloomberg より大和総研作成

劣後債や劣後ローンの利用が増えているのは、長期資金が低利で調達できることに加え、財務体質の改善に寄与するためだ。従来、劣後債の発行は金融機関（主に銀行）が中心だった。金融規制上、金融機関は自己資本の維持が求められる。そのため、一定の要件を満たす劣後債を発行し、規則に基づいて自己資本に算入している。

近年の傾向としては、事業会社による劣後債・劣後ローンの利用も増えている。金融機関と異なり、事業会社は法令諸規則で自己資本への算入が定められているわけではないが、格付会社から株式との類似性（劣後順位や償還までの期間、利払いの設定条件など）について審査（資本性評価）を受けることで、劣後債や劣後ローンで調達した資金の一部が自己資本に“みなされる”ことになる。例えば前掲のソフトバンクグループの劣後債は格付機関から資金調達額の50%について資本性認定を受けている。

劣後債や劣後ローンはバランスシート上で自己資本の部に計上されるわけではないが、格付けの取得や借入を行う際の審査において自己資本として扱われるため、格付けの維持・向上や借入条件の改善が期待できる。増資ではないので、株式を希薄化させずに実質的な財務体質強化が実現できることが、利用増加の背景にあるようだ。

<sup>5</sup> 一般的に劣後債は償還までの期間が長く、発行体が任意で期限前償還できる条項が付されている。一定期間経過後に利率が上がる設定（ステップアップ）にすることが一般的であり、利率が上がる前に期限前償還をするケースが多い（発行体からすれば一定期間経過後に利払いが増えることになるため）。

<sup>6</sup> ソフトバンクグループのウェブサイト（URL：[http://www.softbank.jp/corp/news/press/sb/2016/20160909\\_01/](http://www.softbank.jp/corp/news/press/sb/2016/20160909_01/)）（2016年9月9日）より。

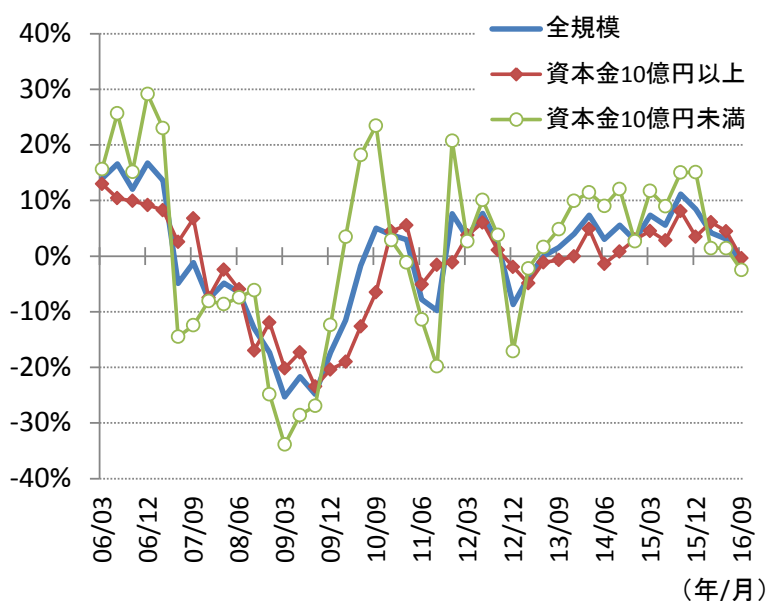
## 2. 企業の投資意欲に変化はあったか

### (1) 緩やかに増加する国内設備投資と人件費

ここからは調達した資金が何に使われているのか見ていきたい。企業が保有する現預金の使い道に対しては、投資家を中心に高い関心が持たれている。日本銀行の資金循環統計によれば、民間非金融法人企業が増やした現金・預金は2016年1-3月期から同年7-9月期までの3四半期分の合計で18.8兆円と、過去の同期比で最高額となった。これは外部調達を増やした結果というより、企業収益が改善したことによる内部留保<sup>7</sup>の増加が主因と考えられる。

財務省が公表している「法人企業統計」によれば、企業全体の設備投資伸び率は、2013年の半ばから前年同期比で増加し続けていたが、2016年7-9月期に前期比でマイナスに転じた(図表7)。前述のとおり、大企業の設備資金の借入伸び率はマイナスに転じ始めている。中堅・中小企業の設備投資伸び率もマイナスに転じていることから、高い伸び率を維持している設備資金の借入も、今後は伸び悩む可能性がある<sup>8</sup>。

図表7 設備投資の前年同期比



(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

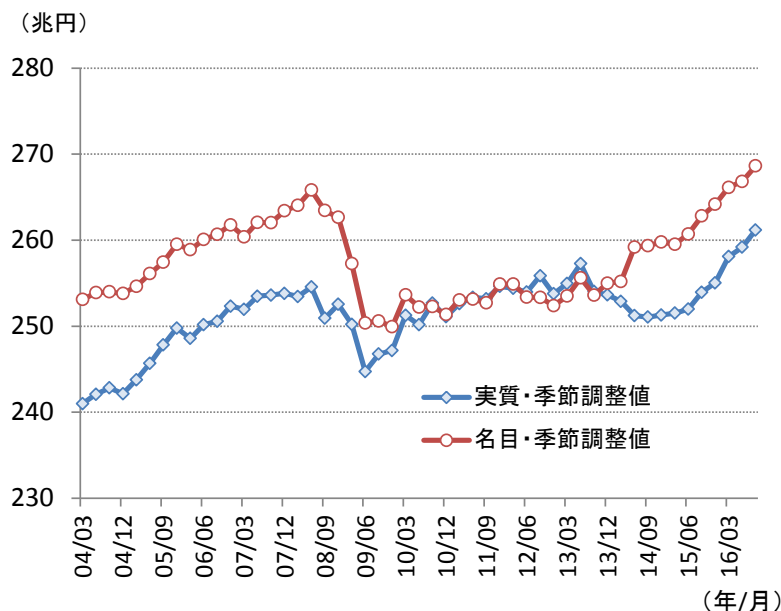
第2次安倍政権の誕生以降、賃金の引き上げが毎年のように議論になるが、少なくとも2013年4月の量的・質的金融緩和が実施された翌年(2014年)から雇用者報酬の総額は前年比で増加を続けている(図表8)。2016年以降(四半期ベース)も高い伸びを見せている。雇用者報酬には社会保険料負担(年金や医療・介護保険、雇用保険等の制度で雇用主が負担する費用)も

<sup>7</sup> 企業が稼いだ利益から配当等の社外流出分を除いたもので、来年度以降の事業活動資金に回すことになる。なお、内部留保は毎年度発生するフローをさす場合と、そのストック(利益剰余金)を指す場合があるが、ここでは前者の意味である。

<sup>8</sup> 日銀の統計では企業規模を資本金だけでなく従業員の数も考慮して区分している。法人企業統計は資本金のみの区分である。

含まれるため、純粋な賃金ではないが、企業が雇用に伴い支払う費用という意味では上昇が続いている。

図表 8 雇用者報酬の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

## (2) 堅調な海外投資と自社株買い

企業の海外投資は堅調に増加している(図表9)。対外直接・証券投資を見ると、2016年9月末時点の残高は2015年度末からほぼ横ばいだが、これは為替等の影響があるためで、フローで見れば投資が高い水準で継続されていることが確認できる。成長が期待できる海外市場への進出を積極化する動きは以前からみられたが、足元でもその意欲は高いようだ。

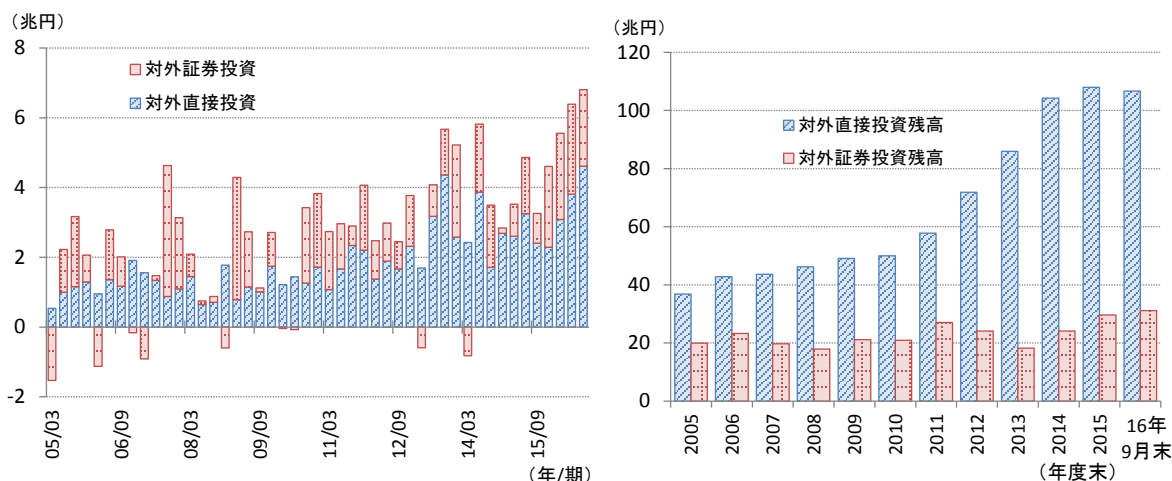
また、もう1つ企業の資金使途として挙げられるのは自社株買いである。自社株買いは実施額・実施企業数ともに2013年度以降増加が続いており、2016年度も高水準で推移している(図表10)<sup>9</sup>。2014～2015年に策定された日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが契機となり、企業の資本効率に対する意識の高まりが自社株買い増加の一因となっているものとみられる<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> 本稿執筆時点における自社株買いの取得枠の設定状況から、2016年度の実施額が前年度を上回るかは不透明である。実施企業数に関しては本稿執筆時点でほぼ前年度の水準に達していることから、前年度を上回るものと推測される。

<sup>10</sup> コーポレートガバナンス意識の高まりと自社株買いについては太田珠美「自社株買い増加の背景と今後の動向」(URL: [http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150724\\_009962.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150724_009962.html)) (2015年7月24日、大和総研レポート)を参照。

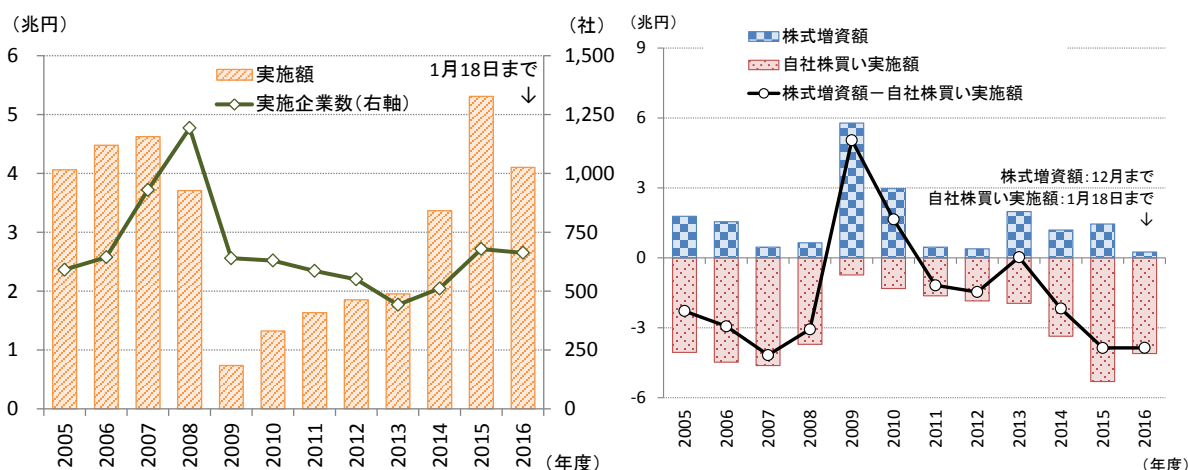


図表9 企業の対外直接・証券投資のフロー（左図）、対外直接・証券投資の残高（右図）



(注) 民間非金融法人企業の値。  
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表10 自社株買い実施額・実施企業数（左図）、株式増資額と自社株買い実施額の比較（右図）



(注) 右図の自社株買い実施額はマイナス表記（左図の数値を反転させている）。株式増資の集計対象は国内外で実施された公募増資。  
 (出所) 日本証券業協会およびアイ・エヌ情報センターより大和総研作成

### 3. 今後官の政策は成長戦略に重きをシフトすべき

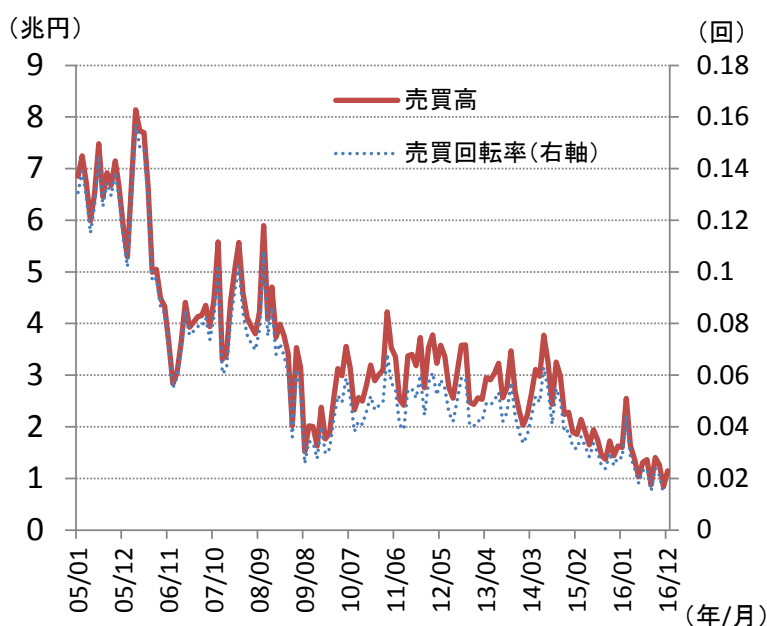
日銀が2013年4月に導入した量的・質的金融緩和以降、企業は資金調達を増やし、キャッシュフローの改善もあったことから、設備投資の増加や賃金の引き上げを実施、対外直接投資を増やし、株主還元の強化にも取り組んできた。そういった企業行動は2016年1月のマイナス金利政策導入後も継続されている。しかし、設備投資や大企業の金融機関からの借入の伸び率が低下するなど、以前ほど力強い動きではなくなっている。

日銀の黒田総裁は2016年1月の金融政策決定会合後の記者会見で、マイナス金利政策を導入した背景に「企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調

に悪影響を及ぼすリスクが増大している」ことを挙げた<sup>11</sup>。その後の講演会では「企業収益は史上最高水準にあり、労働市場は完全雇用の状態にあります。(中略) もっとも、これだけの企業収益の水準と労働市場の引き締まりの割には、程度の問題として、経済全体でみた賃金や設備投資など支出面への波及がやや弱いことも事実です。(中略) 現段階では、海外経済の不透明感などによって企業のコンフィデンスが低下すれば、デフレ的な企業行動に逆戻りしてしまうリスクが大きいことを十分に認識しなければなりません。」と述べている<sup>12</sup>。マイナス金利政策の導入の目的が積極的に企業行動を変えるのではなく、デフレ的な企業行動の防止であるとするならば、現時点でその目的は達成されていると言ってよいだろう。

しかし、世界経済の先行き不透明感が高まる中、今後企業コンフィデンスが悪化していくリスクも高まっている。マイナス金利政策導入後の1年を振り返る限り、一層の金融緩和を実施したとしても、その効果は限定的なものになる可能性が高い。量的・質的金融緩和およびマイナス金利政策導入による副作用もある。金融機能に関することでは、社債市場の流動性の低下が挙げられる。従来、社債市場の流動性が低いことから、社債市場の活性化には流動性の向上が必要であるといわれているが、一連の金融緩和策により全体的に利回りが低下し、投資家の投資対象となり得る商品が少なくなったことから、社債市場の流動性は大きく低下している(図表11)。

図表11 社債の売買高と売買回転率



(注) 売買回転率＝売買高÷現存額。現存額は前月末と当月末の残高の平均値。

(出所) 日本証券業協会「公社債種類別店頭売買高」より大和総研作成

<sup>11</sup> 2016年1月29日の総裁記者会見。(URL : [http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2016/kk1602a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2016/kk1602a.pdf))

<sup>12</sup> 2016年2月3日の「きさらぎ会における講演」。(URL : [http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2016/data/ko160203a1.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2016/data/ko160203a1.pdf))

また、確定給付型の退職年金制度を導入する企業の退職給付債務の増加も懸念される。企業全体としての影響は軽微とみられるが、既に割引率を下げ、退職給付債務を積み増している企業もあり、損失の計上や財務状況の悪化などの事態が生じている<sup>13</sup>。マイナス金利が深掘りされれば、今後影響を受ける企業が増加することになりかねない。

金融政策の効果が逡減していけば、それだけ副作用が意識されるようになっていく。官の政策は、金融政策から成長戦略の取組みに重きをシフトしていくべきだろう。

---

<sup>13</sup> 企業は、将来退職者に支払う年金（企業にとって債務）に対して、現時点でいくら用意すべきか“割引率”を用いて計算している。この割引率は安全性の高い長期債の利回りを基準に、企業ごとに設定している。割引率が下がるほど将来退職者に支払う年金に対して現時点で用意しておくべき金額が増え、企業の債務が増加することになる。