

2017年6月1日 全11頁

2016年度の企業の資金調達動向

低金利下で負債調達が堅調、株式市場では投資家に資金を戻す動き

金融調査部
主任研究員 太田珠美

[要約]

- 2016年度は銀行借入を中心に、企業の資金調達が増加した。金利が低水準で推移し続けていることから、国内公募普通社債の発行額は7年ぶりに10兆円を超えた。負債調達が堅調である一方、既上場企業による株式市場での資金調達（公募増資）は低迷している。株主還元や資本効率等の観点から自社株買いが活発であり、投資家に資金を戻す動きの方が強い。
- 企業の資金調達が増加した背景には、人手や設備に対する不足感が強まっていることや、海外展開を拡大するための資金需要が高まったことがありそうだ。人手や設備に対する不足感は継続するものとみられ、今後も企業の資金調達は堅調に推移することが期待される。

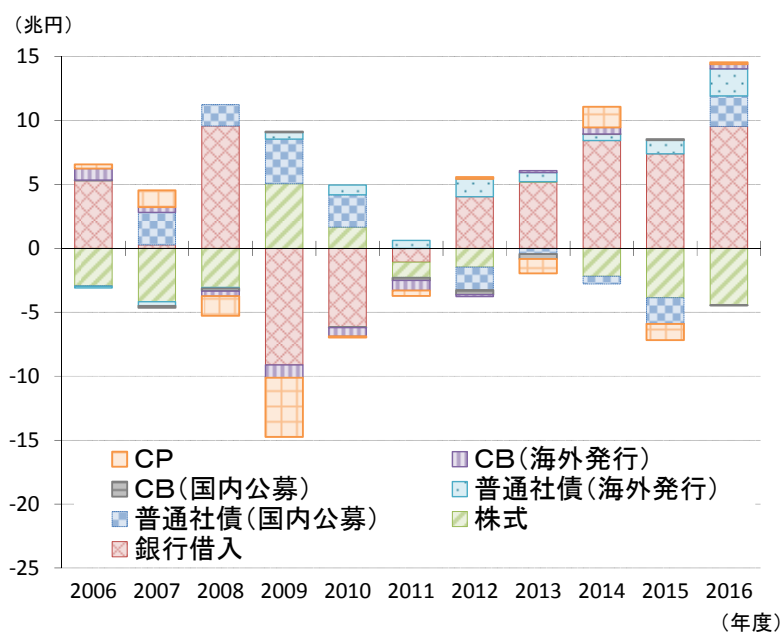
2016 年度の企業の資金調達には銀行借入を中心に増加

2016 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）。日銀の金融政策の影響で金利が低水準で推移し続けていることから、負債調達が全体的に増えており、国内公募社債の発行額は 7 年ぶりに 10 兆円を超えた。金融機関を中心に、海外で社債を発行する動きも活発であった。

一方、負債調達が行いやすい環境であることから、既上場企業による株式市場での資金調達（公募増資）は限定的である。コーポレートガバナンスに対する意識の向上等を受け、株主還元や資本効率等の観点から自社株買いが活発であり、むしろ投資家に資金を戻す動きの方が強い。近年、企業業績が堅調であり、内部留保が増加基調にあることも、株主資本を減らす動機の 1 つであろう。

以下、資金調達手段ごとに、2016 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



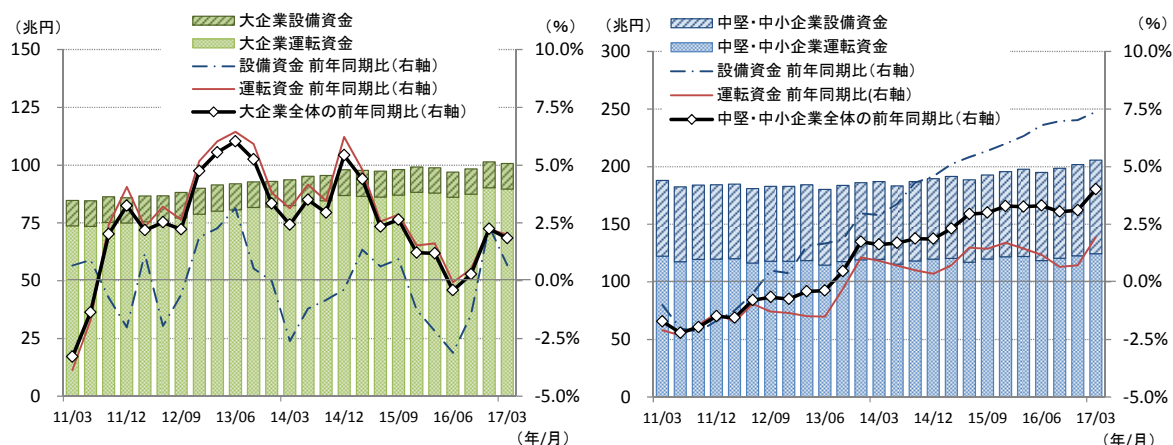
(注) 普通社債・CB・CP は発行額から償還額を減じた数値、銀行借入は国内銀行貸出金残高の前年度末との差、株式は公募増資額から自社株買い実施額（普通株式のみ）を減じた数値。海外発行は私募を含む。

(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 ～中堅・中小企業を中心に不動産向け貸出が増加～

銀行による法人向け貸出残高は 2017 年度末時点で 306 兆円と、前年度比で 10 兆円増加した。特に増加が顕著なのは中堅・中小企業の設備資金貸出である（図表 2）。貸出先を業種別に見ると、大企業では金融業、保険業が、中堅・中小企業では不動産業の伸びが全体をけん引している（図表 3）。

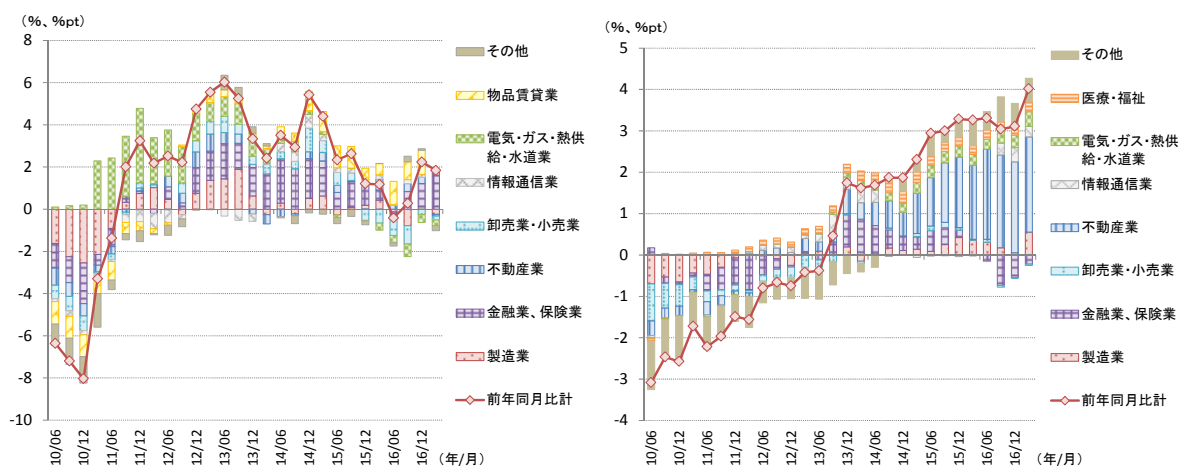
図表2 法人向け貸出残高の推移（左図：大企業、右図：中堅・中小企業）



(注) 法人には金融を含む。国内銀行3勘定（銀行・信託・海外店勘定）の数値。大企業とは資本金10億円以上かつ常用従業員が卸売業・物品賃貸業で100人超、小売業・飲食業で50人超、それ以外の業種で300人超の企業。中小企業は卸売業で資本金1億円以下または常用従業員100人以下、物品賃貸業等で資本金5,000万円以下または常用従業員100人以下、小売業・飲食業で資本金5,000万円以下または常用従業員50人以下、それ以外の業種で資本3億円以下または常用従業員300人以下の企業。中堅企業は大企業および中小企業のいずれにも該当しない企業。なお、地方公共団体向けや海外向け、個人向け貸出の値は除いている。

(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) 運転資金・設備資金の合計。国内銀行3勘定（銀行・信託・海外店勘定）の数値。企業規模の区分等は前掲図表2と同様。

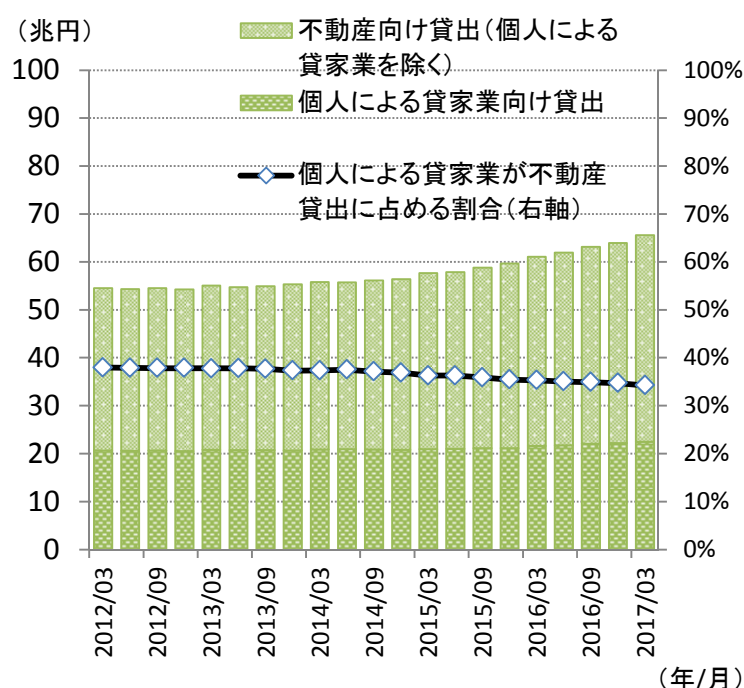
(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

不動産向け貸出残高の増加を懸念する声もあり、例えば金融庁は2016年10月に公表した「平成28事務年度 金融行政方針」の中で、金融機関の不動産向け与信の増加に対して、経済・市場環境が変化した場合に金融機関の健全性に悪影響を及ぼさないか検証することを示し、また日銀は2017年3月に公表した「2017年度の考査の実施方針等について」の中で、貸付不動産向けを中心とする不動産関連貸出の点検強化に言及している。当局が不安視する背景には、相続税対策などで、銀行から融資を受けてアパートやマンション経営を行う個人が増加しているとみられ、実需に伴わない融資が増えている可能性があること、また、他の業種向けの貸出の中に

も不動産投資に回っている資金があるものとみられ、実態が見えにくいことがあるようだ。

中堅・中小企業の不動産向け貸出のうち、個人による貸家業¹は日銀の量的・質的金融緩和が始まる前の2013年3月末から2017年3月末までに1.7兆円増加しているが、不動産向け貸出に占める割合は2017年3月末時点で34%であり、低下傾向にある（図表4）。個人による貸家業の増加が不動産向け貸出増加の主因とは必ずしも言えないが、将来、経済・市場環境が変化したときに不良債権が急増するような事態になれば、金融システム全体に混乱が生じかねない。昨年から今年にかけて金融庁や日銀が相次いでメッセージを発したのは、早めにリスクを抑えようという意思の表れだろう。当局のメッセージを受け、金融機関の貸出姿勢が変化するかどうかが、今後の注目点となりそうだ。

図表4 中堅・中小企業の不動産向け貸出



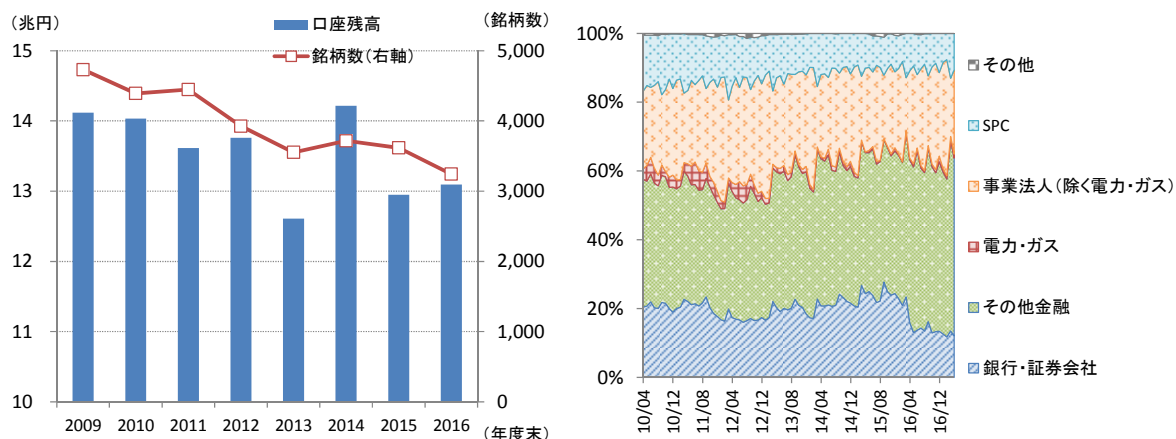
(注) 中堅・中小企業の分類等は前掲図表2・3と同じ。
(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成。

2. CP

コマーシャルペーパー（CP）の口座残高は2016年度末時点で13.1兆円と、前年度末比で0.1兆円増加した（図表5左図）。発行者内訳をみると、低金利で資金調達できる環境下ではあることから、ノンバンクや事業会社による発行が増加した（図表5右図）。一方、銀行は2016年1月に日銀がマイナス金利政策の導入を決定して以降、日銀当座預金を積み増すことをできるだけ避けようとしており、CP発行を減らしている。

¹ 個人向け貸出のうち事業用資金に分類できるものはそれぞれの業種に分類されることになっており、アパートやマンション経営のために個人が借入れた資金は中小企業の不動産向け貸出に分類されることになる。

図表5 CPの口座残高および銘柄数（左図）、発行者内訳の推移（右図）



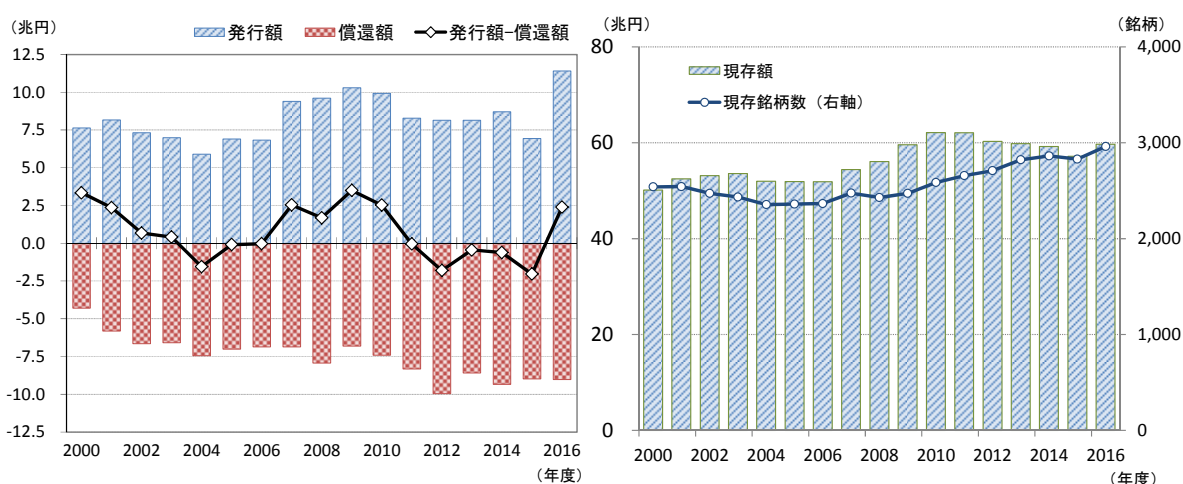
(出所) 証券保管振替機構より大和総研作成

3. 普通社債の発行

(1) 国内発行 ～7年ぶりに10兆円を突破～

2016年度に国内で発行された社債（公募）は11.4兆円（前年度比+4.5兆円）と大きく増加した（図表6左図）。発行額が10兆円を超えるのは2009年度以来、7年ぶりである。発行額は償還額を上回り、2016年度末時点の現存額は59.6兆円と、前年度末時点から2.4兆円増加した（図表6右図）。また、2016年度末時点の現存銘柄数は2,962本と高水準であった。年度内の発行銘柄数が多かったことに加え（2016年度内に発行された銘柄数は546本で、1998年度以来の高水準である）、近年社債の発行年限が長期化していることから、現存する銘柄数が増加傾向にあるようだ。

図表6 国内公募社債の発行額と償還額の推移（左図）、現存額・現存銘柄数（右図）



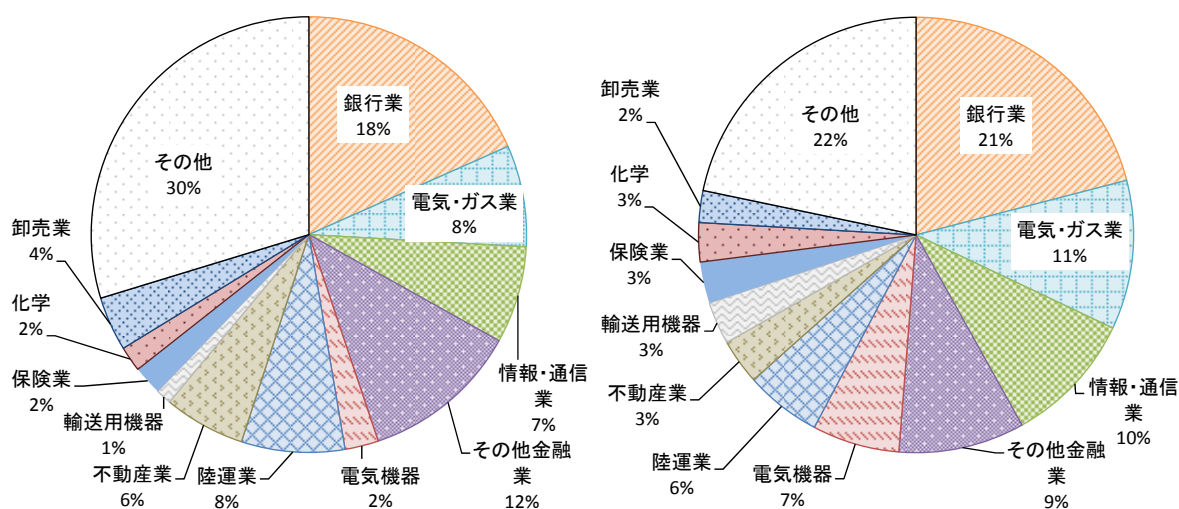
(注) 償還額は買入償却額を含む。

(出所) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額」より大和総研作成

業種別に見ると、発行額が大きかったのは銀行業や電気・ガス業、情報・通信業であった（図表7）。銀行業では大手銀行を中心に、バーゼル規制上自己資本に算入可能な劣後債の発行が活発に行われた。電気・ガス業では大手電力10社（東京電力を除く）による超長期債（償還までの期間が10年以上）の発行が増えた。また2017年3月には東京電力ホールディングスの送配電事業子会社である東京電力パワーグリッドによる初めての社債発行が行われた。情報・通信業ではソフトバンクグループが年度を通じて9,710億円の社債を発行しており、これは発行体別で見ると2016年度の中で最高額であった。

2016年度は東京電力パワーグリッドの他、債務不履行後初の社債発行を行った日本航空、再上場後初の社債発行を行った西武ホールディングスといった、“復活組”による社債発行が見られた。また、ヤフーやアシックス、リクルートホールディングスなど、初めて社債発行を行う企業もあり、多くの企業が社債発行による資金調達を行った。発行体の裾野が広がっているのは、社債発行による資金調達コストが非常に低い水準となっていることが一因だろう。2013年4月の量的・質的金融緩和導入以来、社債の発行金利は低下しており、企業にとっては低コストで資金調達可能な環境が続いている。

図表7 社債発行額の業種別割合（左図：2015年度、右図：2016年度）



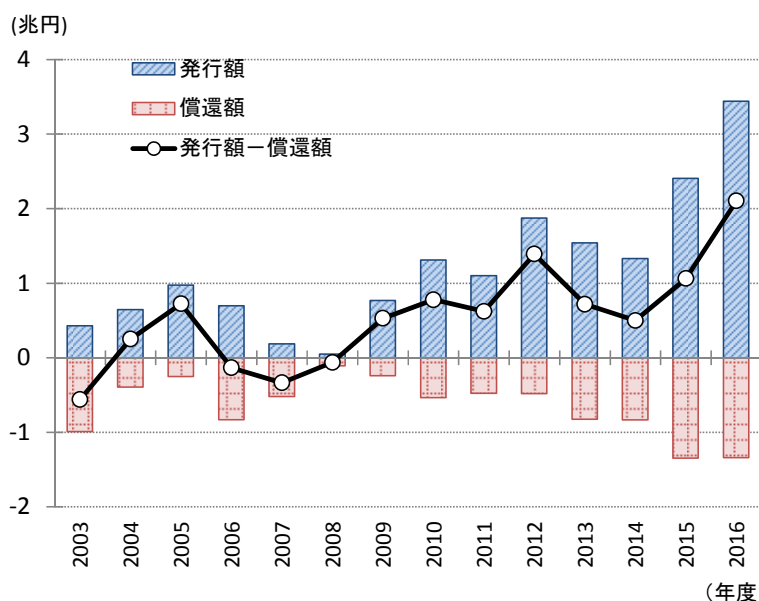
（注）集計対象は国内公募債のみ。

（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 ～金融機関の発行が増加～

海外市場での社債発行（私募を含む）は3.4兆円と、前年から約1兆円増加した（図表8）。主因は金融機関による発行が増えたことである。金融機関が自己資本を充実させるために、自己資本に組み入れ可能な社債の発行を積極的に行っている。また、事業会社の海外展開が引き続き堅調であることに加え、金融機関自らも海外展開を積極化させており、外貨需要（特にUSドル）が増加していることが、外貨建て社債発行増加の背景にあるものとみられる。

図表8 社債の海外発行額の推移



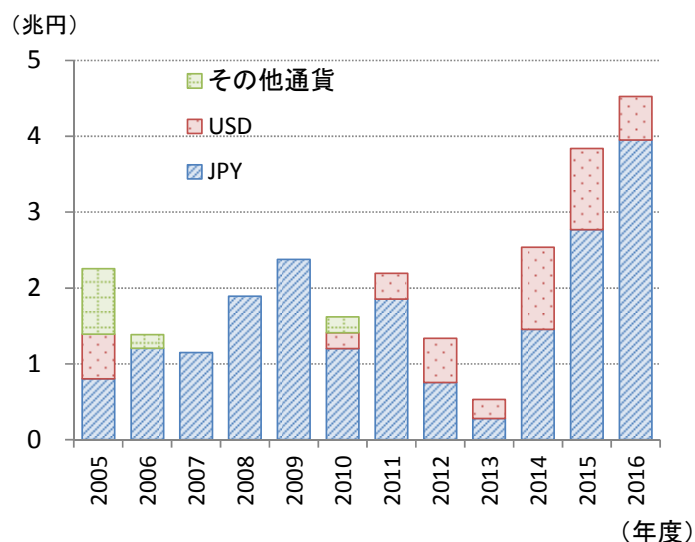
(注) 私募債を含む。償還額は全て満期償還となったことを前提に推計。

(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

(3) 社債の長期化・劣後化

2016年度に行われた社債発行の特徴として、長期化・劣後化が挙げられる。国内で発行された公募社債の償還までの平均年限は10.5年で、2015年度の8.9年から1.6年ほど長期化した。また、劣後債の発行も高水準であった(図表9)。

図表9 劣後債の発行状況



(注) 私募および海外で発行されたものを含む。

(出所) Bloombergより大和総研作成

劣後債を発行するのは、これまで金融機関が大半であったが、2016年度は、例えば三菱商事やソフトバンクグループ、イオンといった事業会社による劣後債の発行が見られた。社債だけ

でなく、借入れについても劣後ローンの利用が見られ、各社が公表している資料から推計すると、劣後ローンの利用社数・利用金額ともに、2016年度は前年度を上回る水準であった²。

社債を発行するにあたり、償還までの年限が長いほど、また返済順位が劣後するほど、発行金利は高くなる。発行金利の上昇は、発行体にとって資金調達コストの上昇を意味する。それでも社債の長期化・劣後化が見られるのは、発行体が「多少資金調達コストを多く払ったとしても、現在の低金利環境下で長期の資金調達を行っておけば、将来金利が上昇した後で資金調達をするより、全体としてはコストが抑えられる」と考えているからだろう。

また劣後債は、返済までの期間が長く、返済順位が一般の借入れや社債に劣後するという、資本に近い性質の資金であるので、財務の健全化にも寄与する。金融機関に関しては、一定の条件を満たすことで劣後債を自己資本とみなすことが、制度上認められている。事業会社に関しては制度で認められているわけではないが、格付機関が資本性評価をすることで、一部を資本とみなした上で、融資や格付け審査が実施されるようになる（資本と“みなす”だけであり、法律上は負債のままである）。劣後債の利用が増えているのは、設備投資等のための資金調達というより、財務の健全化（格付けの維持）が主目的とみられる³。

こうした発行体側のニーズに加え、投資家側にも、現在の長期にわたる低金利の市場環境下で、できるだけ運用利回りを確保したいというニーズがあることから、劣後債の利用増加は、資金を調達する側・運用する側、双方のニーズが反映された結果と言えるだろう。

4. 転換社債型新株予約権付社債（CB） ～リキャップCBの利用は伸びず～

国内で発行されたCB（公募）は0.1兆円で、前年度比で減少した（図表10左図）。発行額は2000年代半ばから低迷が続いている。発行残高は2016年度末時点で0.3兆円である。海外で発行されたCB（私募を含む）は0.7兆円であり、前年度（0.5兆円）からわずかに増加している（図表10右図）。国内より海外での起債が多い背景としては、CBの投資家が海外に多いこと、また条件決定が海外の方が柔軟に行えることなどが考えられる。

普通社債と異なり、CBは事業会社による利用が多い。また、海外で起債されたCBは、普通社債と異なり、ほとんどが円建て発行されている。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ことが主目的とみられる。

CB発行により調達した資金で自社株買いを実施（いわゆるリキャップCB⁴）する企業も2割程度見られた。リキャップCBは、CB発行により負債を増やし、自社株買いにより自己資本を圧縮することで、財務レバレッジを高め、また株主還元も同時に行うことができる。投資家から株

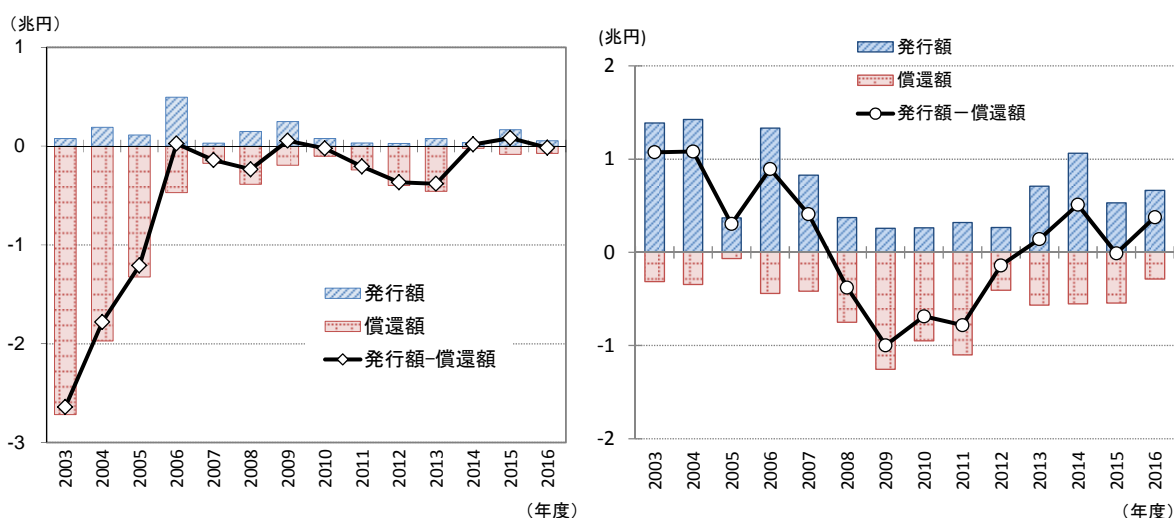
² 劣後ローンの利用については統計データが存在せず、また利用企業に公表が義務付けられているものではないため、全体像の正確な把握は困難であるが、自主的に公表する企業が多いことから、それを以てある程度のトレンドを知ることは可能である。

³ 劣後ローンも資本性認定に関しては同じ仕組みであり、やはり利用の主目的は財務の健全化とみられる。

⁴ 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 大和総研コラム、URL：http://www.dir.co.jp/library/column/20140408_008404.html）を参照。

主還元や ROE の向上を求める声が強まっていることから、2014 年度頃から利用企業が増加している。ただし、リキャップ CB の利用には批判の声もある。CB は将来的には株式に転換される（つまり再び負債が減り、自己資本が増える）可能性があることや、自社株買いを実施する原資として CB により調達した資金が適切なのか、といったことなどに疑問を感じる投資家も少なくないようだ。東京証券取引所は 2017 年 3 月に「資本政策に関する株主・投資家との対話のために～リキャップ CB を題材として～」を公表し、上場企業に対して利用上考慮すべき事項を提示している。リキャップ CB を利用する企業は、投資家に対し、これまで以上に丁寧な説明が求められるだろう。

図表 10 CBの発行額・償還額（左図：国内、右図：海外）



(注) 国内は公募債のみ。海外は私募債を含む。また、海外の償還額は全て満期償還となったことを前提に推計したもの。

(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

5. 株式発行

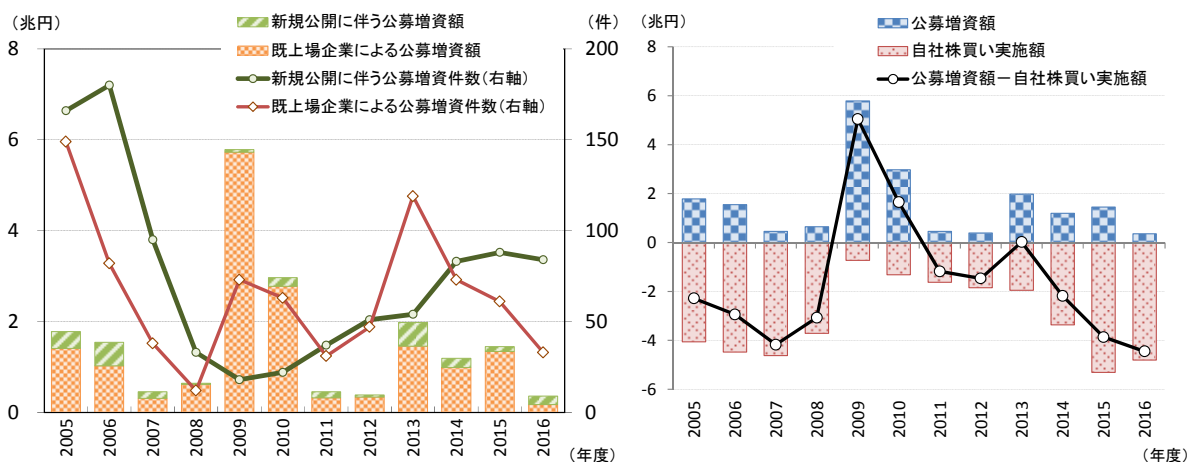
2016 年度の株式公募増資による資金調達額は、新規公開 (IPO) に伴うものが 0.2 兆円、既上場企業による公募増資が 0.2 兆円であった (図表 11 左図)⁵。

既上場企業による公募増資は件数・金額ともに前年度比で大きく減少している。これは、日銀の金融緩和政策により、借入れや社債発行といった負債調達のコストが低下していることから、株式市場を通じた資金調達が相対的に行われにくくなっているためとみられる。むしろ、資金調達ではなく、企業が投資家に資金を戻す動き (自社株買い) の方が強い。近年、コーポレートガバナンス強化の動きもあり、株主還元や ROE を意識した自社株買いが堅調である (図表 11 右図)。2016 年度は自社株買いの金額こそ前年度比で減少しているが、実施企業数で見れ

⁵ 本稿では企業の資金調達という観点で、既存株主等が保有する株式の売出しについては金額に含めていない (増資と同時に実施される場合、売出し分は除いた金額で計上している)。例えば、2016 年度は九州旅客鉄道やコメダホールディングスの大型の IPO や、リクルートホールディングス、三井住友フィナンシャルグループ、キーエンス、富士通などによる大型の公募売出しがあったが、これらはいずれも増資を行っていない。

ば前年度比で増加している。近年、企業業績が堅調であることから、企業の社内留保による自己資本の増加が見られる。資本コストの上昇や、ROEの低下を抑えるために、幅広い企業で自社株買の実施を行っているものとみられる。

図表 11 公募増資額・件数（左図）、公募増資額と自社株買いの比較（右図）

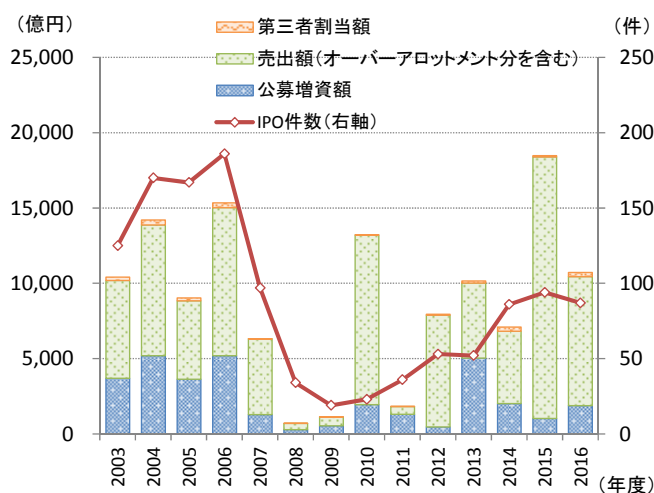


(注) 公募増資は海外募集を含む。金額・件数ともに、売出しのみの案件は含まない。自社株買い実施額はマイナスで表記している。

(出所) 日本証券業協会「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

既上場企業による公募増資が低迷する一方、IPOは堅調である。件数は前年度比で微減であったが、長期的に見れば2009年度を底にIPO件数は増加基調にある(図表12)。大半は新興市場への上場であり、成長過程にある企業の資金調達の間として、株式市場が一定の機能を果たしているということができるだろう⁶。

図表 12 IPO件数とそれに伴う増資・売出額等の推移



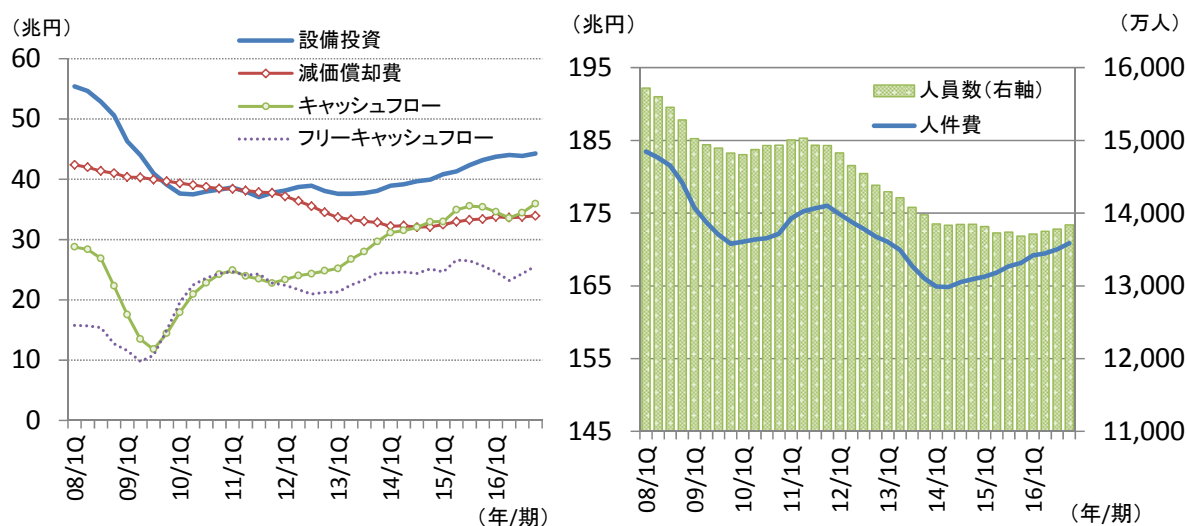
(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

⁶ 2000年代半ばに比べIPO件数は半数程度にとどまるが、その背景等については太田珠美「IPO市場の動向と国際化に関する比較」(2017年3月17日 大和総研レポート、URL: http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317_011828.html)を参照。

6. 今後の資金需要

企業の設備投資や雇用について最近の状況を見ると、足元では緩やかな増加基調にある（図表 13）。リーマン・ショック前の 2000 年代半ばの水準には達していないが、日本銀行が公表している全国企業短期経済観測調査（日銀短観）の 2017 年 3 月調査によれば、生産・営業用設備判断 DI、雇用人員判断 DI はともにマイナスとなっており、特に雇用人員判断は 2000 年代半ば以上に不足感が強い（図表 14）。海外の地政学的リスクや中国経済の減速といった不安要素もあるが、設備や雇用に対する需要に伴い、資金調達も堅調に行われることが予想される。日銀の低金利政策は少なくとも 2017 年度中は継続するものとみられ、資金調達は引き続き借入れや社債発行が中心となりそうだ。

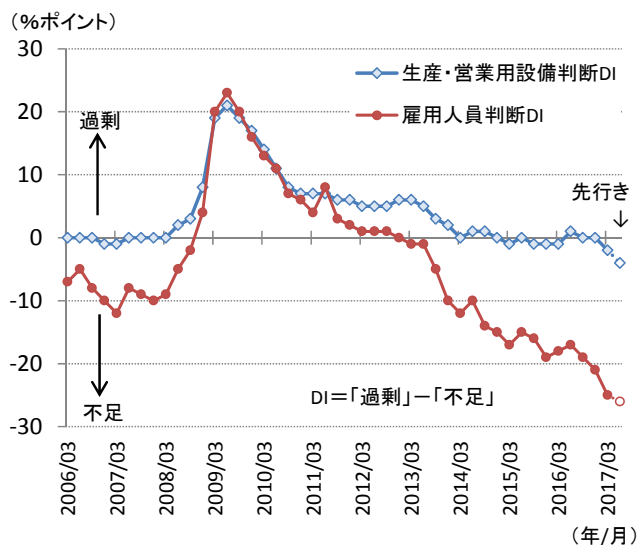
図表 13 設備投資の推移（左図）、人員数・人件費の推移（右図）



(注) 全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。後方四半期合計。

(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

図表 14 生産・営業用設備判断 DI と雇用人員判断 DI



(注) 全規模・全産業の数値。

(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