

低成長下における企業財務活動の動向と課題

渡 邊 昌 彦*

1. 企業経営及び企業財務を取り巻く環境の変化

(1) 高度成長時代から低成長時代（成熟型経済の時代）へ

堅調な成長を続けてきた日本経済は92年度以降低成長が続いている。（92～02年度の11年間の実質国内総生産（GDP）成長率1.1%）⁽¹⁾この低成長は長く続く可能性が高い。

(2) 中国をはじめとする新興国の市場参入による国際的な競争の激化

中国の2000年の実質 GDP は10800億ドル（90年の2.9倍）、90～2000年の年間実質 GDP 成長率は9.6%、01年輸出額は2666億ドル（90年の4.3倍）と急速な成長を遂げている。⁽²⁾

(3) 企業活動の国際化

日本の企業は現地生産拡大による国際的な企業活動を展開している。代表的な産業である自動車業界の海外生産工場は02年末現在75工場に達している。また02年の海外生産台数は765万台（85年：89万台）となった。⁽³⁾

(4) 金融システムの脆弱化と回復の長期化、相次ぐ銀行の合併・統合

日本の銀行の財務内容の悪化が著しい。都市銀行の内部留保額は03年3月末1.8兆円で94年（ピーク時）8.4兆円から大幅に減少している。⁽⁴⁾加えて多額の不良債権、繰延税金資産を抱えている。また合併・統合が相次ぎ90年に23行あった都市銀行をはじめとした主要銀行は03年には7グループに集約された。

(5) 国際的な資金移動の激化（金融・資本市場の一体化）

株式取引における外国人投資家の売買シェアは25%を超える水準に達している。⁽⁵⁾また国境を越えた激しい資金移動の結果、為替・金利・株価も短期間に大きく

* 広島経済大学経済学部教授

変動している。

(6) 資産価値の大幅且つ継続的な下落

全国市街地価格指数（全用途平均）は、91年のピーク対比45ポイント低下した⁽⁶⁾。また日経平均株価は89年末の38915円から02年末の8579円まで大幅に下落し時価総額で380兆円を失った⁽⁷⁾。

(7) 会計ビッグバン

連結ベースでの開示（00年3月期）、時価主義会計の導入（02年3月期）、年金債務積み立て不足の損益への反映（02年3月期）、減損会計の導入（06年3月期〈予定〉）などグローバル基準での開示が必要となった。

2. 企業における財務状況の変化

(1) 売上高の低迷

企業の売上高は右肩上がりで増加してきたが、バブル経済崩壊直後である91年度以降低迷を続けている。（91年度1474兆円→02年度1327兆円⁽⁸⁾）今後とも右肩上がりの増加は期待できない。

(2) 資産効率の悪化

高度成長型の資産構成の中で、業績は低迷しその結果、総資産純利益率（ROA: Return on Asset）はバブル崩壊後0～1%と低水準で推移、株主資本純利益率（ROE: Return on Equity）も2%レベルの低水準で推移している。企業における事業再構築活動により総資産は01年度1243兆円と95年度（ピーク）比100兆円削減、純利益は02年度6兆円で回復傾向（01年度は0.4兆円の赤字）にあるものの一層の改善が必要である⁽⁹⁾。

(3) 財務構成の悪化

高度成長期に借入金にウエートを置いた資金調達を行ってきた結果（有利子負債は95年度には641兆円に達した。）有利子負債・株主資本比率（D/E レシオ: Debt/Equity Ratio）は2.5倍レベルの高水準で推移してきた。企業における近年の事業再構築活動により01年度1.7倍まで低下したがより一層の改善が必要である⁽¹⁰⁾。

(4) 資金調達リスクの増大

金融機関の自己資本の劣化による貸出余力が大きく低下している。また相次ぐ銀行の合併・統合により資金調達先が減少している。さらに地価の大幅且つ継続的な下落により土地担保による借入が困難となっている。今後、直接金融による資金調達を中心としていく必要があるが投資家は投資に際して格付けを重視する。低位格付けでは資金調達が出来ないケースがあるうえに、金額、期間、利率などの調達条

件も不利となる。

(5) 為替相場・金利・株価の大幅且つ急激な変動が企業業績・資金調達に大きな影響を与える。

(6) 会計ビッグバンにより企業グループの全貌が明らかになるとともに、いわゆる「含み益経営」は不可能になった。

3. 企業経営及び財務上の課題—グローバルスタンダードでの経営—

これまでのように「金は後からついてくる」ことはない。「必要な資金をいつでもどこからでも低利で調達できる」ように企業の財務内容を良好に維持することが必要である。このためトップマネジメントと財務部門の緊密な連携による経営活動が重要となっている。また企業は単なる会計上の利益ではなく企業価値（株主価値）の最大化を目指した経営を進める必要がある。具体的な課題は以下のとおりである。

(1) 規模の追求ではなく効率を追求した経営の推進

低成長時代で売上が低迷する中、安定的に利益を確保していくためには高度成長型資産構成を出来るだけ早く是正して小回りが効く効率の良い経営体制を築く必要がある。（フロー管理に加えストック〈バランスシート〉管理の徹底）

(2) キャッシュフロー（現金収支）重視の経営

国際的な投資家はキャッシュフローを重視する。資産の効率的な活用によるキャッシュフローの創出に加え利益計画・新規プロジェクトの決定・推進に際しても投資家が納得するキャッシュフローを生み出すかどうかを慎重に検討・チェックする必要がある。

(3) 有利子負債の削減と再拡大防止の必要性

デフレ傾向が続く中、有利子負債のコストは表面以上に高く、経営を圧迫する。

D/E レシオなどの財務構成の改善も非常に重要である。収益の改善・資産圧縮などによるキャッシュフローで有利子負債を削減しなければならない。また新規プロジェクトによる資金需要もまず保有資産の有効活用を図り有利子負債の増加を回避すべきである。

(4) 企業グループ全体の効率性を追求した経営，資金繰り及び資金調達が求められる。

(5) 為替相場など経営の前提となる様々な相場の変動への対応

現地化などビジネス構造の変革，変化に即応できる経営体質・社内体制の確立，持合株の解消など資産運用の見直しを推進する。

(6) 資金調達リスクへの対応

- ①直接金融をスムーズに実施するためには株価、格付けを良好に維持しなければならない。

上記(1)～(5)の確実な実施、経営戦略・財務状況の正確、適時なディスクロージャー、投資家への経営トップによる積極的なIR(Investors Relation)活動(株式投資家だけでなくデット投資家へも)が必要である。

- ②銀行との良好な関係の維持(直接・間接間でバランスの取れた資金調達)

資金調達源を直接金融だけに頼るのは危険である。貸出余力が少なくなったとはいえ、銀行は巨額の資金を保有している。新規借入先の開拓による調達先の拡大も良好な関係を維持すればスムーズに行える。

- ③資金調達方法の多様化の実現

4. 企業における最近の資金調達の動向

以上のような企業を取り巻く環境変化、それに伴う経営上の課題を踏まえ企業は資産圧縮による財務構造の改善、資金調達方法及び調達先の多様化が実現できる調達スキームにウエートをかけた資金調達活動を行っている。

(1) シンジケートローン(協調融資)

- ・02年度の融資実績は1085億ドル(5年前に比べ967億ドル増加(9.2倍))に達している⁽¹¹⁾。
- ・シンジケートローンは企業が斡旋人(アレンジャー)を通じて複数の銀行と同一条件、同一契約書で行う借入形態。
- ・メリット
(企業)

斡旋手数料、期中の管理手数料を支払う必要はあるが資金調達の多様化、少時間・低コストでの多額の資金調達と調達先の拡大、決算報告など借入期間中の管理コストの削減、証券取引法上の規制がなく社債発行のような煩雑な手続きが不要などのメリットがある。

(銀行)

特定企業への融資リスクの分散、企業の信用度に応じた客観的な金利設定、斡旋人(期中管理のエージェントを兼ねるケースが多い)は斡旋手数料、期中管理手数料など手数料収入による収益拡大、地方銀行などの資金余剰行は優良新規貸出先の容易な獲得などのメリットがある。

(2) コミットメントライン(融資枠)契約

- ・03年5月末の契約残高は16.5兆円と01年末から3.7兆円増加している⁽¹²⁾。

- ・契約した金額の範囲内であればいつでも借入が可能な借入契約形態である。ただし未借入の契約額に対してはコミットメントフィーを支払う必要がある。(契約期間は1年)
- ・契約は単独銀行で行う相対型と複数の銀行が参加するシンジケート型がある。大半のケースがシンジケート型であるが最近中小企業に対して相対型で契約するもの、契約期間内であれば長期の借入が可能であるものが開発されており従来からあった子会社でも、複数の通貨でも借入が可能な契約形態とあわせて多様化が進んでいる。

- ・メリット

- (企業)

- 組成時に斡旋手数料、未使用枠に対するコミットメントフィーを支払う必要はあるが契約額の範囲内であれば必要な資金がいつでも調達可能、不要な借入排除による財務構成の改善、シンジケートベースで契約することによる少時間・低コストでの巨額の資金調達枠、調達先の確保、コマーシャルペーパー（CP）のバックアップラインとすることによる安定的且つ低利でのCP発行などのメリットがある。

- (銀行)

- 未使用枠に関するコミットメントフィー、斡旋人（期中管理エージェント）に関する斡旋手数料、管理手数料などの手数料収入、シンジケートによる特定企業への融資リスクの分散、資金余剰行はシンジケート参加による優良貸出先の容易な確保などのメリットがある。

(3) 資産の証券化（資産の流動化）

保有資産の圧縮・有効活用による資金効率のアップ、財務体質の改善、資金調達の多様化の有効な手段として市場は大きく拡大している。02年度4.5兆円（対前年度28.6%増）*格付けが公表されたもののみ⁽¹³⁾

- ・対象資産

- 売掛債権、リース債権、ローン債権、不動産など投資家が満足できるキャッシュフローが生み出せる資産であれば対象となる。（最近は知的財産権も対象となっている。）

- ・基本パターン

- 様々なパターンがあるが特別目的会社（SPC: Special Purpose Company）方式、信託方式が主流である。企業など資産保有者はSPCを設立しSPCへ資産を売却（信託方式では資産を信託）し代金を入手。SPCは購入代金を投資家

から借入, CP, 社債, 出資などによって調達 (信託方式では信託受益権を投資家に売却)。元利, 配当の支払いは取得資産の運用によるキャッシュフローで支払う。

・トピックス

①不動産業界での取り組み

土地担保融資が困難となる中, 今後企業の信用力ではなく個別プロジェクトの成功可能性を評価し当該プロジェクトに対して融資を行うノンリコースローンが主流となると予想される。不動産業界はプロジェクト期間が長く資産が拡大しがちである。個別プロジェクト限定の SPC でノンリコースローンを取組むことにより本体の資産拡大が回避できるため盛んに行われている。

②不動産投資信託 (REIT: Real Estate Investment Trust)

幅広い投資家の不動産市場への参入により不動産取引を活性化する為, 01年9月に導入された。03年9月末現在で8法人が上場しており時価総額は約6000億円である。

・仕組み

不動産取得, 運用のための投資法人 (SPC) を設立。投資法人は不動産の取得資金を借入, 社債発行, 出資で調達。出資 (投資口) は個人投資家でも購入できるよう一口50万円程度に小口化して募集, 更に上場して流動性を持たせる。配当原資は取得物件から得られる利益であるが, 租税特別措置法により利益の90%を超えて分配すれば分配金への法人税は免除される。投資口の価格変動は小さくなく従ってキャピタルゲインは大きくないがこれまでの配当利回り実績は4~5%と高利回りである。

注

- (1) 内閣府「国民経済計算」より筆者集計
- (2) GDP, GDP 成長率は IMF「International Financial Statistics」
輸出額は国連「Monthly Bulletin of Statistics」
- (3) 自動車工業会「日本の自動車工業」
- (4) 日本銀行
- (5) 東京証券取引所「証券統計年報」
- (6) 日本不動産研究所
- (7) 東京証券取引所「証券統計年報」
- (8) 財務省「法人企業統計」
- (9) 財務省「法人企業統計」より筆者集計
- (10) 財務省「法人企業統計」より筆者集計
- (11) トムソンファイナンシャル
- (12) 日本銀行
- (13) みずほ証券 (03年5月2日 日経金融新聞)