

今次金融緩和期における企業金融の特徴について

〔 要 旨 〕

1. 55年夏以降の今次金融緩和期における企業の資金繰り状況をみると、58年前半までは景気停滞の長期化を反映した滞貨金融の必要や内部資金調達の停滞などから企業の資金需要が比較的高水準のまま推移したことを主因に、緩和感の浸透テンポは前回緩和期(50年～54年春)に比べ緩やかにとどまっていた。

もっとも、58年後半以降、とくに59年入り後には大企業を中心に資金繰り緩和感が急速な拡がりを見せている。これは、とくに大企業では、景気回復に伴う自己金融力の強まりなどから資金需要が総じて低水準にとどまる一方、金融機関借入れや内外資本市場における資金調達も一層順便となっているためである。

2. こうした大企業での資金繰り緩和進展に対し、中小企業ではごく最近まで引締り感が根強く残存するなど、企業規模別にみた緩和感の浸透度合に相違がみられたが、これには第2次石油危機後の長期間にわたる景気停滞と需要構造の変化のもとで、中小企業の売上げ、収益が低調に推移したことの影響が大きい。

3. この間、内外金融各面の自由化や企業活動の国際化進展などを背景に、主として大企業において資金調達・運用の両面で基調的な変化が生じつつある。まず、調達面では、企業の資金コスト意識の強まりから①外部資金調達を全体として抑制するなかで、②外債発行等外貨による調達と③時価発行増資や転換社債など直接・間接に自己資本充実に資する手段での調達がウエイトを高めている。また運用面では、①手許流動性の保有を全体として圧縮させつつ、その内容としては、②現金や規制金利下にある預貯金のウエイトを低める一方、③自由金利商品(公社債、CDなど)や外貨建資産での運用を急増させている。

今後金融の自由化・国際化がさらに進展する過程では、企業の資金調達・運用行動が金利動向に一層敏感に反応する方向で変化していくものと予想され、金融政策の運営に際しても、金利機能の活用が従来にも増して重要とならう。

〔目 次〕

はじめに	(3) 企業規模別にみた緩和感の跛行性
1. 企業金融の緩和状況とその背景	(4) 58年後半以降の緩和進展
(1) 企業の資金繰り推移の特徴	2. 最近における資金調達・運用行動の変化
(2) 58年前半までの緩やかな緩和とその背景	(外部資金調達の抑制と調達ルートが多様化)
(大企業の資金需要動向)	(自由金利商品での運用増大)
(大企業の資金調達環境と手許流動性の動向)	むすび

はじめに

近年、企業の金融行動を巡る環境は大きく変化している。2度にわたる石油危機を経て成長率が趨勢的に低下し、また国債の流通市場拡大や内外資金交流の活発化を軸に長短金融市場での自由化が急速に進展しつつある。こうした構造的ともいえる環境変化の中で、実体経済面では3年に及ぶ景気停滞のあと58年春以降景気は回復過程に入っているが、それは輸出増加に大きく支えられたという側面が強く、また財政支出の抑制もあって、業種間の業況の跛行性が根強く残存してきた。一方、金融面をみると、為替市場では米国高金利を背景とするドル高円安の状況が56年以来約3年にわたって続き、これが金融政策の運営を制約したことから国内の金利水準も前回緩和期に比べ高目の推移を示してきた。

このような内外諸条件の下、企業金融面には従来の緩和期とは異なる特徴的な動きがみられている。本稿は、今次緩和期の企業金融の動向について、まず緩和感の浸透状況を検討し、次いで企業の資金調達・運用行動にみられる大きな変化とその背景について若干の分析を行なったものである。

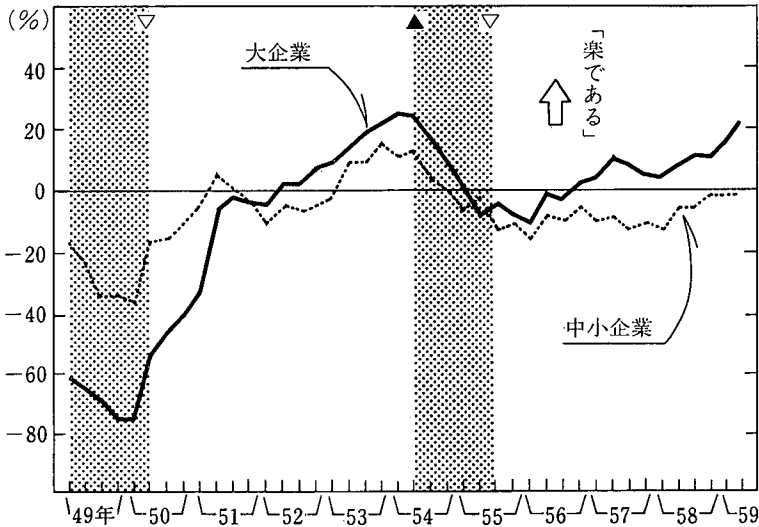
1. 企業金融の緩和状況とその背景

(1) 企業の資金繰り推移の特徴

今次金融緩和期における企業の資金繰り状況を日本銀行「主要企業短期経済観測調査」等における「資金繰り判断D. I.」（「楽である」—「苦しい」、第1図）でみると、まず第1に、58年前半までは資金繰り緩和感の浸透テンポが前回緩和期

〔第1図〕

資金繰り判断 D. I. の動向



(注) 1. 全産業ベース。

2. シェード部分は引締期(以下同じ)。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」、中小公庫「中小企業動向調査」

と比べて緩やかなものにとどまったことが指摘できる。これには、今次緩和に先立つ54～55年の引締期において企業金融の引締り度合いが軽微にとどまっていたという、いわば発射台の違いによる面もあるが、今回は緩和期にもかかわらず同D. I. が悪化するような局面もあり、全体として改善テンポが鈍かった。

第2には、その後58年後半以降とくに59年入り後には大企業を中心にそれまでとは対照的に資金繰り緩和感が急速に広がっているのが特徴である。この結果、大企業の資金繰りは、最近では前回緩和期末の状況に近い緩和状態となっている。

今回緩和期の第3の特徴は、大企業ではテンポはともかく緩和進展をみているのに対し、中小企業では緩和期初来引締り感が根強く残存し、その解消に長期間を要するなど、企業規模別にみた緩和感に大きな差異がみられたことである。上掲図で中小企業の「資金繰り判断D. I.」の推移をみると、前回は緩和期後半にプラス(「楽である」が「苦しい」を上回る状態)に転じていたのに対し、今回はマイナスがほぼ解消したのは最近になってからである。

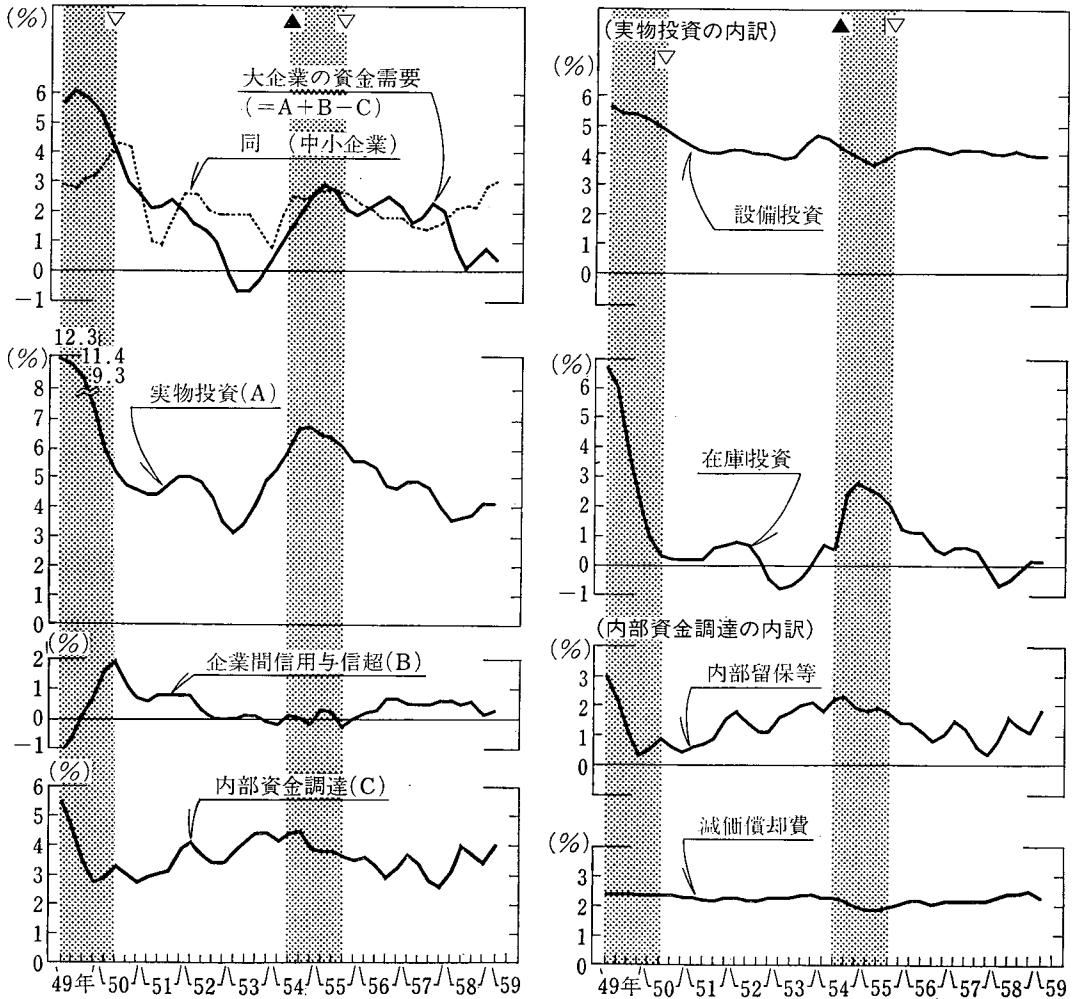
以上のような今回の金融緩和感の浸透パターンの特徴はどのような要因によるものであろうか。以下では、58年前半までの時期とそれ以降に分けて検討することにしてしよう。

(2) 58年前半までの緩やかな緩和とその背景

58年前半にかけての緩和進展が比較的緩やかなものにとどまった背景には様々な要因が絡み合っていると考えられるが、企業金融の繁閑に直接関連するのは、企業の生産・投資に関連した資金の需要動向、そうした資金の調達可能度合(アベイラビリティ)、さらに両者のいわば緩衝役としての手許流動性の水準、という3つの要因である。そこで、こうした要因をまず大企業について以下順次検

[第2図]

大企業の資金需要の動向 (対売上高比率、3期加重移動平均)



(注) 1. 大企業は資本金10億円以上の企業、中小企業は資本金1千万円～1億円の企業、いずれも全産業、季節調整済み。「法人企業統計季報」ベースについては、以下とくに断らない限り同じ。

2. 資金需要=実物投資+企業間信用与信超-内部資金調達

実物投資=設備投資+在庫投資

内部資金調達=内部留保等(内部留保・引当金)+減価償却費

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

討することにしてしよう。

(大企業の資金需要動向)

まず、金融・資本市場に直接あらわれる企業の資金需要^(注1)の動向を大企業についてみると(対売上高比率、法人季報ベース、資本金10億円以上全産業、第2図)、前回緩和期には当初からほぼ一貫して低下したのに対し、今回は、一高一低はあるものの緩和開始後約2年間にわたって比較的高い水準のまま推移したことが特徴的である。このように、今回は緩和局面入り後も比較的長期間にわたって企業の資金需要が全体として衰えず、このことが企業の資金繰り緩和感の改善を遅らせた資金需要面での要因であったと考えられる。

そこで、次に大企業の資金需要を規定する実物投資、企業間信用与信超、内部資金の各要因についてその推移をやや仔細にみると(同図左下および右)、まず実物投資面では、今回は在庫投資が①緩和期初において高水準であったこと(滞貨資金需要)に加え、②56年秋以降の輸出減退に伴う在庫の積上り(いわゆる在庫の2段調整へと発展)によって、金融緩和開始後約2年間にわたって高水準を続け、このため実物投資が全体として前回緩和期と比べてかなり高目の水準で推移したことがわかる。また企業間信用の与信超幅(ネットでの売上債権および受取手形)についても、やや長い目でみると売上債権、買入債務ともその対月商比率が低下傾向を示す^(注2)(第3図)なかで、今次緩和期には56年から58年初にかけて売上債権の対月商比率が上昇したことから大企業にとって資金需要押し上げ要因となったのが特徴である(これは、後述するように、中小企業での業況の長期低迷を反映して大企業における受取手形のサイクルが長期化するなど資金回収条件が悪化したことを示している)。一方、内部資金については、減価償却費には目立った変化がうかがわれないが、内部留保等(内部留保および各種引当金)は、前回緩和期(企業収益の順調な回復に見合って漸次増加)とは対照的に、景気停滞の長期化^(注3)や56~57年の円安の影響などによる企業収益の悪化から57年末にかけては

(注1) 下記のように、実物投資と企業間信用与信超の合計から内部資金調達を差引いたものが企業部門のこうした資金需要である。

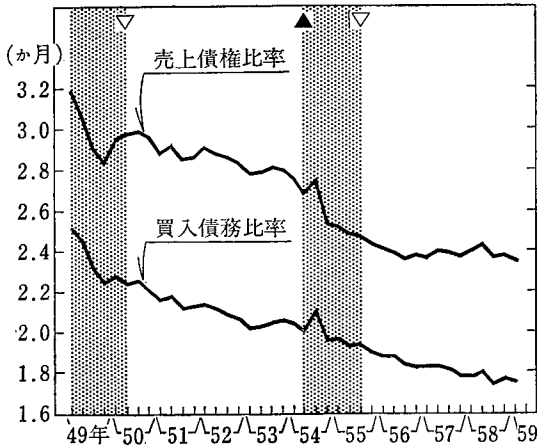
$$\begin{aligned} \text{資金需要} &= \text{実物投資(設備投資・在庫投資)} \\ &+ \text{企業間信用与信超} - \text{内部資金調達(減価償却費・内部留保等)} \end{aligned}$$

(注2) このように企業間信用が縮小傾向にあるのは、受信側の中小企業からすればそのコストが通常の金融機関借入に比してかなり割高であることによる面が大きいとみられる。

(注3) 前回緩和局面には短期間の景気後退局面(経企庁の景気基準日付けによれば52年1月から同10月までの9ヵ月)が含まれるに過ぎないのに対し、今次緩和期はその大半が景気後退の期間(同55年2月から58年2月までの36ヵ月)に対応。

〔第3図〕

企業間信用の動向



(注) 1. 大企業、全産業ベース。

$$2. \text{売上債権比率} = \frac{\text{売上債権}}{\text{月商}} = \frac{\text{受取手形(含む割手)} + \text{売掛金}}{\text{月商}}$$

$$\text{買入債務比率} = \frac{\text{買入債務}}{\text{月商}} = \frac{\text{支払手形} + \text{買掛金}}{\text{月商}}$$

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

対して外部資金調達の高難易度(アベイラビリティ)はいかに推移したであろうか。企業の外部資金調達ルートは多様であるが、対外面を含め各種規制の弾力化、自由化が進展している近年のような状況下では、各市場相互間の裁定関係も次第に強まる方向にあるので、各市場のアベイラビリティは達観すれば同方向に動くと考えられる。こうした考え方に基づき、企業にとっての資金の調達環境を集約して表わすと考えられる指標として、企業からみた場合の「金融機関の貸出態度判断D. I.」(主要企業短観、「ゆるい」―「きびしい」、第4図)をみると、今回についても従来のパターンと同様、緩和期初から総じて上昇を示し、56年後半以降は、「ゆるい」とみる企業の割合が「きびしい」とみる企業の割合を上回る状態になっている。ただ、貸出態度のこうした緩和感も前回緩和期後半との比較では幾分マイルドなものにとどまっている。これが、前述したような資金需要の相対的な高水準推移とともに58年前半まで企業の資金繰り緩和感を比較的緩やかなものにしてきた一つの要因と考えられる。

では、以上のように、企業からみて金融機関の貸出態度弾力化が前回に比べて緩やかなものにとどまってきたのはなぜだろうか。まず第1に、第2次石油危機

減少傾向を示した。

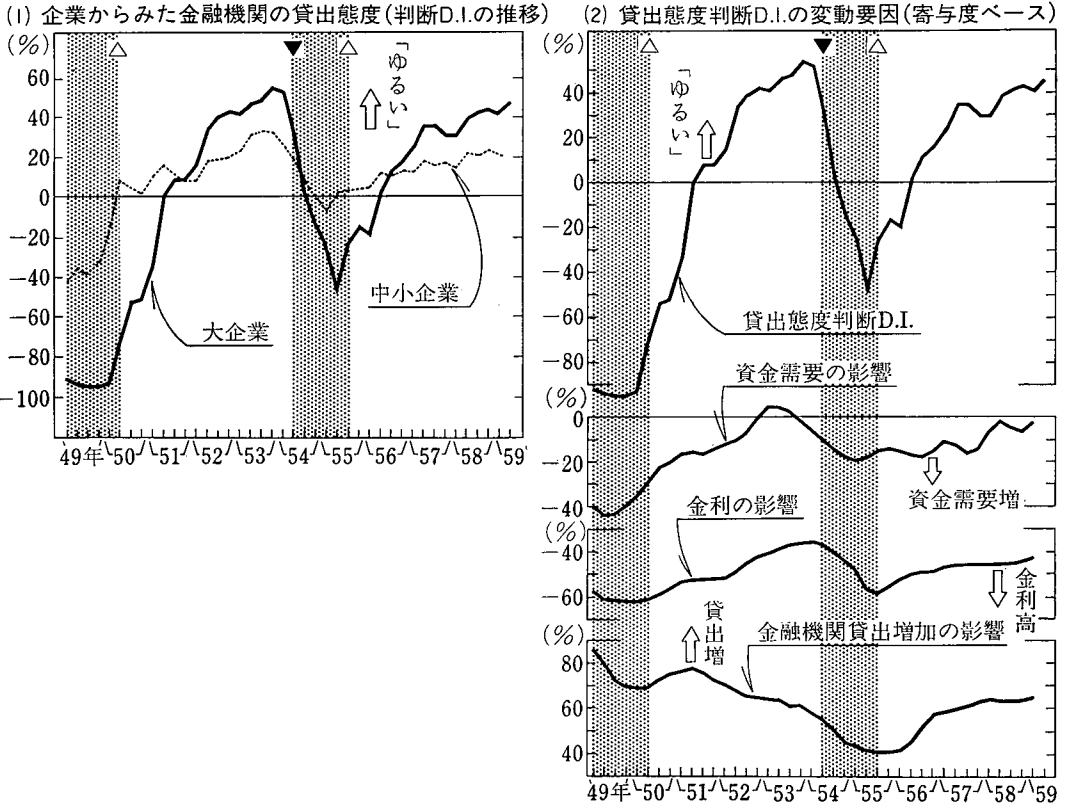
以上のように、大企業の資金需要が今回は緩和期初から約2年間にわたって高水準で推移したのは、景気後退がこれまでになく長期化したことから滞貨資金需要が根強く尾を引くとともに、業況不芳をかこつ中小企業に対する与信超幅も高水準を続けた一方、収益低迷の長期化から内部資金が先細りを示したためであり、その意味ではこの間の景気展開の特徴をいわずに集約的に反映した現象ともいえよう。

(大企業の資金調達環境と手許流動性の動向)

以上のような企業の資金需要に

〔第4図〕

企業からみた金融機関の貸出態度とその背景



(注) 全産業ベース。

(資料) 1. 大企業は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」。

2. 中小企業は中小公庫「中小企業動向調査」における「短期借入難易判断」、「長期借入難易判断」を加重合計して作成(ウェイトは大蔵省「法人企業統計季報」における資本金1千万円～1億円の企業の長短借入比率を使用)。

〔参考〕 要因分解に用いた推計式

$$\begin{aligned}
 (\text{貸出態度判断D. I.}) &= -7.07 \times (\text{資金需要} / \text{売上高}) && (1.7) \\
 &- 6.53 \times (\text{都銀貸出約定平均金利}) && (2.0) \\
 &+ 6.68 \times (\text{都銀貸出残高前年比}) && (4.7)
 \end{aligned}$$

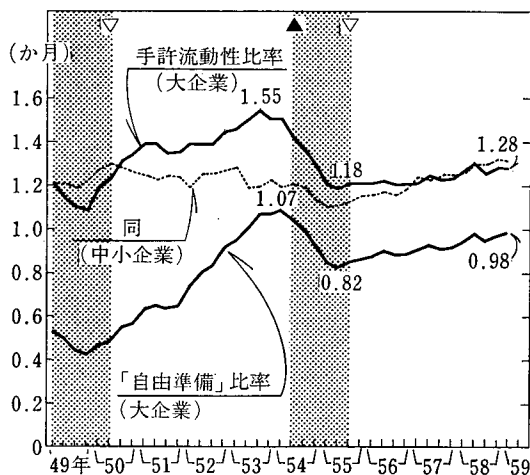
$$\left. \begin{aligned}
 \bar{R}^2 &= 0.93 \\
 \text{D. W.} &= 1.18 \\
 \hat{\rho} &= 0.91 \\
 \text{計測期間} &: 45 / \text{I} \sim 59 / \text{I} \\
 &\text{コ克蘭・オーカット法を使用}
 \end{aligned} \right\}$$

後における産業構造ないし需要構造の変化に対して資本ストックや雇用の面でなお十分調整しきれていない業種(化学、石油精製等の素材業種や小売業等)においては業況の低迷から容易に脱し切れず、つれて金融機関借入れもさほど容易化し

ないといった実体経済面の要因を反映した面が少なくなかったからである。また企業は金融機関借入れについて難易度を判断する場合、その量的側面とコスト面(金利水準)とを総合的に勘案すると考えられるが、今回緩和期にあっては、量的緩和が比較的早目に行われた(注4)一方、金融機関の貸出金利は米国高金利や国債の大量発行など内外の諸制約条件の下で前回緩和期に比べると長期・短期金利とも高目の水準での推移を余儀なくされてきた。このため、企業においては、金利水準が高目にあった分はその限りで資金調達量を前回緩和期より抑制する要因になり、この結果、資金のアベイラビリティ改善にも自ずから限界があったと考えられる。ちなみに企業からみた金融機関の貸出態度判断(大企業)は、①資金需要の動向に加え、②貸出の量的側面(都銀貸出残高前年比)ならびに③貸出金利の動向(都銀貸出約定平均金利)によって決定されるとの考え方に基いて回帰式を計測してみると(第4図(2))、今回58年前半にかけては、資金需要が前回に比べ幾

〔第5図〕

手許流動性の推移



- (注) 1. 手許流動性比率

$$= \frac{\text{現預金} + \text{短期所有有価証券}}{\text{月商}}$$
2. 自由準備比率

$$= \frac{\text{手許流動性} - \text{借入金} \times \text{拘束性預金比率}}{\text{月商}}$$
3. 拘束性預金比率(対借入金比率)は、公正取引委員会「拘束性預金の実態」による。
- (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

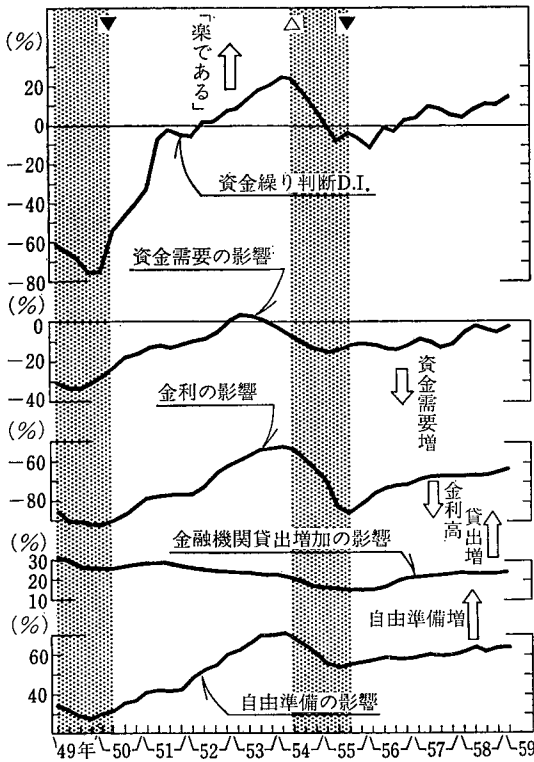
分高どまりしたことのほか、貸出金利も高目に推移したことから、企業からみた金融機関の貸出態度が前回ほどには弾力化しなかったとの見方が一応妥当性を持つとの結果が得られる。

この間、企業の資金需要と調達のいわば緩衝役ともいえる手許流動性の動向をみると、今回緩和局面における企業の手許流動性比率(現預金および短期所有有価証券の対月商比率、第5図)は前回緩和期をかなり下回る水準で推移してきている。また手許流動性のうち企業が自由に取崩し可能な流動性の準備(拘束性預金を差引いた

(注4) 例えば、日本銀行が金融機関貸出について行なう窓口指導については、今回は第1回公定歩合引下げ後約1年半経過した57年1～3月以降、各金融機関の自主計画を全面的に尊重する方針に移行した(前回と同2年強経過後の52年7～9月以降原則として自主計画を尊重)。

いわば「自由準備」、企業はこの動向によって現預金水準を判断する度合いが強い(注5)についてみた場合にも、50年代入り以降、企業の対金融機関交渉力の強まり(拘束性預金比率の低下傾向)

〔第6図〕
資金繰り判断D. I.の変動要因
(大企業寄与度ベース)



〔参考〕 要因分解に用いた推計式
(資金繰り判断D. I.)

$$= -5.43 \times (\text{資金需要/売上高})$$
 (2.7)

$$- 9.62 \times (\text{都銀貸出約定平均金利})$$
 (6.6)

$$+ 2.46 \times (\text{都銀貸出残高前年比})$$
 (7.2)

$$+ 0.65 \times (\text{自由準備比率})$$
 (6.6)

$$\bar{R}^2 = 0.84$$

$$D. W. = 0.39$$

 (計測期間: 49/I ~ 59/I)

などを背景に自由準備の対月商比率は傾向的に上昇しているが、今次緩和期においてはサイクルとしての上昇が比較的小幅にとどまった(最近時点でもその水準は前回緩和期末に比べかなり低位にとどまっている)。手許流動性がこうした水準にあったことは、企業の資金繰りの緩和進展が上記のように比較的緩やかにとどまったことを示す面があると考えられる。ただ、今次緩和期には、後述するような資金の調達ルート多様化に伴うアベイラビリティ向上や企業の金利コスト意識の高まりなどを背景にむしろ手許流動性を極力圧縮する動きが強まっているので、手許流動性比率の動向自体が企業の資金繰り状況を反映する度合いは一頃に比べ小さくなってきているとみることができよう。

以上の検討結果から考えると、今次金融緩和期において大企業の資金繰り緩和の進展が58年前半にかけて緩やかなものにとどまったのは、基本的には、資金需要がか

(注5) ちなみに相関係数を計測すると次のとおり(計測期間は50年代)。
 企業の「現預金水準判断D. I.」と手許流動性比率 0.32
 " と自由準備比率 0.82

なり長期にわたって高水準で推移した一方、金利の高さをも勘案した資金の Availability が前回ほどには緩和しなかったことにあるといえよう。ちなみに、以上の分析をまとめる意味で、「資金繰り判断 D. I.」（大企業）を①企業の資金需要、②金利水準（都銀貸出約定平均金利）、③金融機関貸出（都銀貸出残高前年比）、④企業の自由準備（対月商比率）によって説明する回帰式を計測すると、こうした見方を支持するまづまづの計測結果が得られる（第 6 図）。

（3）企業規模別にみた緩和感の跛行性

以上のような大企業の資金繰り動向に対して、中小企業では冒頭にみたように資金繰り緩和感の浸透テンポがきわめて緩慢なものにとどまり、金融緩和開始後も 4 年近くにわたって「苦しい」とみる企業が「楽である」とみる企業を上回る状況が続いてきた（最近に至ってようやく両者相半ばに近い状況）。このように企業規模別にみて緩和感の跛行性が生じたのは、中小企業では資金需要の水準が目立って低下をみることがなかった一方、資金の Availability の面でも大企業のような調達ルートが多様化が進みにくい事情にあったことが響いているが、基本的には、第 2 次石油危機後の長期間にわたる景気停滞と需要構造変化のもとで、中小企業の売上げ、収益が不振を続けたことによるものである。

すなわち、まづ中小企業で資金需要が高水準のまま推移している（前掲第 2 図の点線グラフ参照）のは、第 2 次石油危機後の景気調整過程においては個人消費、住宅投資といった中小企業に関連が深い需要の不振が目立ったことから、中小企業（とくに卸・小売業、建設業等）の業況が全体として悪化し（注 6）、このため、これら企業の中には自己資金による対応が思うに任せなかった向きが少なからずみられたことを反映している。一方、中小企業からみた金融機関の貸出態度については、貸出金利水準が高どまりするもとで比較的緩やかな緩和にとどまってきた点は大企業の場合とほぼ同様である（前掲第 4 図の点線グラフ参照）が、手許流動

（注 6） とくに 55、56 年度には中小企業に関係の深い家計部門の需要が停滞し、中小企業の業況落込みが目立った。

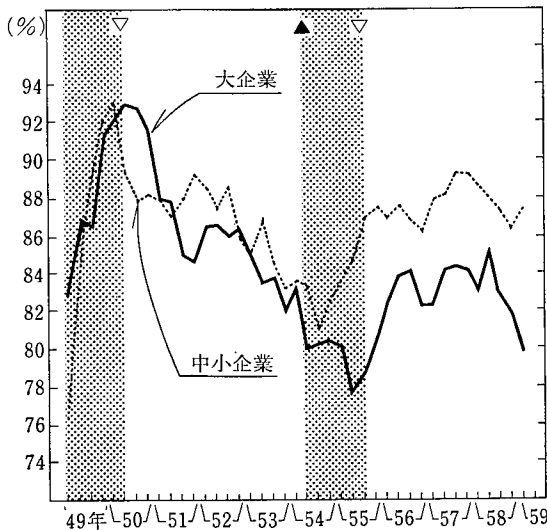
(%)

	実質 GNP 前年度比伸び率	（うち 個人消費 住宅投資 の寄与度）	売上高経常利益率 (法人季報ベース)		
			大企業(A)	中小企業(B)	(B-A)
54年度	5.3	(2.6)	3.05	3.11	+0.06
55	4.6	(△ 0.2)	3.12	2.43	△0.69
56	3.5	(0.6)	2.52	2.33	△0.19
57	3.3	(2.5)	2.42	2.08	△0.34
58	3.7	(1.1)	2.76	2.36	△0.40

性(対月商比率、前掲第5図の点線グラフ参照)については、大企業の場合とは対照的に今次緩和期を通してかなり明確な上昇傾向がみられる。こうした中小企業の手許流動性比率の上昇については、これを直ちに資金繰り緩和の要因とみなすことは適当ではなく、むしろ今次金融緩和局面における中小企業の財務体質の改善遅延といった問題の一端を示す面が大きいと考えられる。というのは、中小企業の中には、上述したような売上げの落ち込みが続く状況においても人件費や金融

費用の圧縮といった財務体質面での改善がそれに見合うだけ進捗した企業が必ずしも多いとはいえず、そうしたなかで後向き資金需要に対応した借入れが増大したことからこれに伴って担保としての預金差入れも増加し、結果的に手許流動性比率が上昇を続けた面もあったと推察されるからである。ちなみに、企業の経営体力の一面(売上げ減少時の収益の安定度合)を示す指標である損益分岐点比率をみると(第7図)、50年代前半には大企業、中小企業とも減量経営努力を反映して低下傾向をたどつたが、55年以降は大企業では比較的低下水準でおおむね横ばいの推移を示しているのに対し、中小企業では再び50年代前半の高い水準に戻っている。こうした中小企業の財務体質の改善遅延には、固定費の中でウエイトの大きい人件費の増大によるところが大きいのが、同じく固定費の一項目である金融費用面での改善度合が大企業に比べなお不十分にとどまったことも一

〔第7図〕
損益分岐点对売上高比率の推移



〔参考〕 損益分岐点对売上高比率の変動要因(期中平均値)

		前回緩和期 (A)	今回緩和期 (B)	(B)-(A)
大企業	損益分岐点比率	86.7 %	82.6	%ポイント △4.1
	うち人件費要因	51.8	49.4	△2.4
	金融費用要因	20.2	18.4	△1.8
中小企業	損益分岐点比率	86.9	87.6	+0.7
	うち人件費要因	67.0	68.6	+1.6
	金融費用要因	12.3	11.7	△0.6

(注) 損益分岐点对売上高比率

$$= \frac{\text{固定費}}{1 - \text{変動費} / \text{売上高}} \div \text{売上高} \times 100$$

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

因とみられる(注7)。

なお、このところ景気回復が進むなかで企業倒産が増加傾向にあるが、その背景には上述したような一部中小企業での経営体力の改善が進んでいないことに関連があるものとみられる。

(4) 58年後半以降の緩和進展

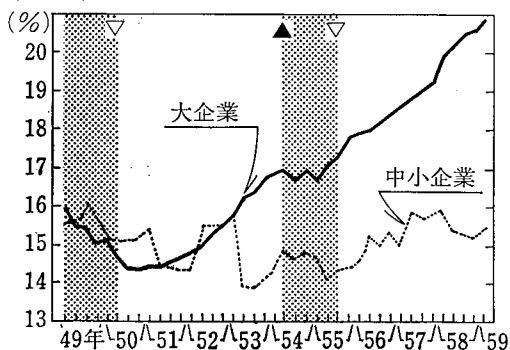
58年後半以降の企業の資金繰りは、前述したように、大企業を中心にとりわけ59年入り後急ピッチで緩和感が強まっており、最近の緩和状況は前回緩和期末に近いものとなっている(前掲第1図)。

(注7) 企業の経営体力をストック面からとらえる場合の代表的な指標である自己資本比率をみても、大企業と中小企業との差異は53~54年以降きわめて明瞭になっている(第8図(1))。大企業において自己資本比率が目立って上昇しているのは、資金調達に際して自己資本充実に資する度合の大きい方法(時価発行増資や転換社債発行、次章で詳述)を指向する傾向が強まっていることのほか、借入金圧縮を含めた減量経営推進効果が収益確保(自己資本となる剰余金の増加)に寄与していることによるところが大きい(同図(2))。

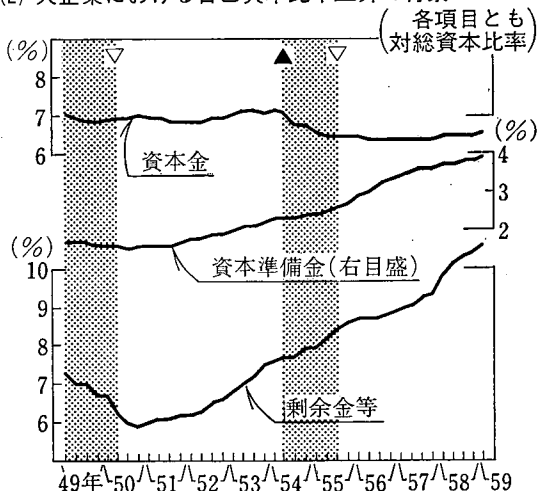
〔第8図〕

自己資本比率の動向

(1) 自己資本比率の推移



(2) 大企業における自己資本比率上昇の背景



(注) 自己資本比率 = $\frac{\text{自己資本}}{\text{総資本}} = \frac{\text{資本金} + \text{資本準備金} + \text{剰余金等}}{\text{総資本}}$

資本準備金、剰余金等については大蔵省「法人企業統計年報」に基づいて推計。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

このように、景気回復の進展と歩調を合わせるかたちで緩和感が強まってきたのは、大企業では、まず資金需要が58年初にかけて急減したあと景気回復が続くなかでも総じて低水準にとどまってきたこと(前掲第2図)がひとつの要因である。すなわち、58年初頃以降は、それまで高水準を続けた在庫(滞貨)資金需要が減産や輸出の急伸を背景とした在庫調整の進捗から急速に減退したうえ、その後の景気回復に伴う在庫増しも緩やかなものにとどまり、また中小企業向け信用供与も58年前半における中小企業の業況底入れに伴って縮小をみた。一方、企業収益が生産増加に加え原油価格低下や製品市況の持直しなどから急速に改善したことを反映して、内部留保を中心とする内部資金調達が目立って回復し(自己金融力の強まり)、このため、大企業の資金需要は景気回復が一段と着実さを加えるなかにあっても引続き盛上りをみることなく推移してきている。資金需要がこうした動きをしたのに対し、金融機関の融資態度は一層弾力化してきていること(前掲第4図)、また借入金利も貸出市場のこうした需給緩和状態や昨秋の公定歩合引下げなどを反映して低下傾向を続けてきたこと、さらには内外資本市場における資金調達も諸規制の緩和(本年4月以降、完全無担保普通社債および転換社債の適債基準が緩和されたほかユーロ円債の発行基準も緩和)から一段と容易化していることなど、資金調達面では順便化傾向が強まっている。こうしたことから、58年後半以降は大企業では上記のように資金繰りの緩和が順調に進展してきている。

一方、中小企業の資金繰りも、大企業の場合とおおむね同様、58年後半以降は都銀をはじめとする金融機関の融資態度積極化(注8)を背景に緩和が進む方向で推移している(前掲第1図)。もっとも、その緩和テンポは大企業に比べると引続き幾分緩やかなものにとどまっている。これは、資金調達のルートが大企業ほどには多様でないといった面もあるが、上述したような一部企業での経営体質改善の遅れ(後向き資金需要の残存)といった事情のほか、一部サービス業(各種リース等)や金融周辺業(信販等)など成長過程にある業種や景気回復の進む製造業(とく

(注8) 全国銀行の企業規模別貸出(残高、前年比、%)をみると、中小企業向けは大企業向けの場合とは対照的に増勢を強めている。

	56年12月末	57年12月末	58年12月末	59年3月末
大企業向け	8.8	8.5	6.8	4.2
中小企業向け	8.6	11.8	14.8	15.9

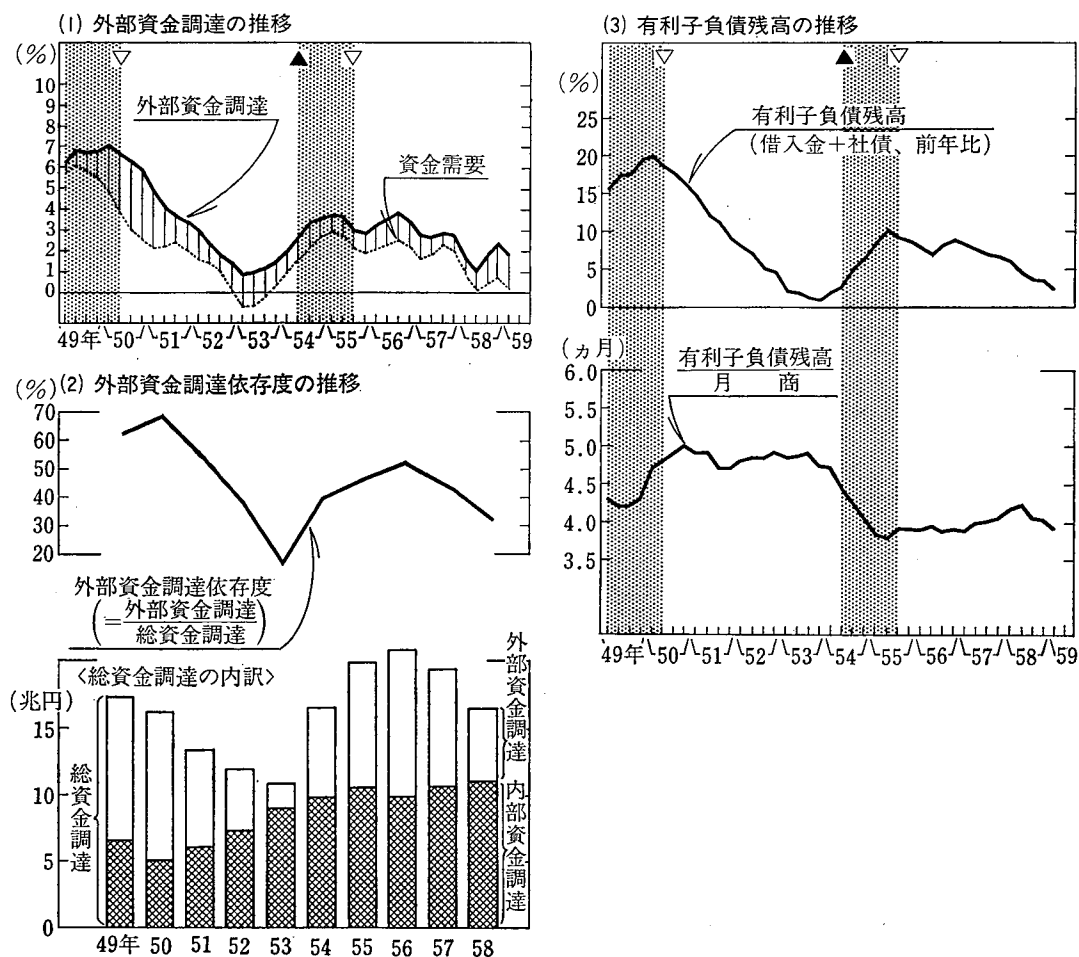
に電気機械、自動車部品等の関連)において設備資金等の需要が増加していること(前掲第2図)によるところが大きいとみられる。

2. 最近における資金調達・運用行動の変化

以上のような金融緩和期としての種々の特徴に加え、50年代以降とくに最近3～4年顕著となっている内外金融の自由化・弾力化や、これに伴って成長しつつある新しい資金調達・運用手段の拡大などから、企業金融面には基調的な変化が

[第9図]

大企業の外部資金調達の動向



- (注) 1. 大企業、全産業ベース。
 2. 総資金調達＝内部資金調達＋外部資金調達
 3. (1)は、対売上高比率、3期加重移動平均。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

生じつつある。以下では、近年における金融環境の変化が今次金融緩和過程を通じて企業の資金調達および運用面にどのような特徴をもたらしているかについて大企業を中心に検討してみよう。

(外部資金調達の抑制と調達ルートの多様化)

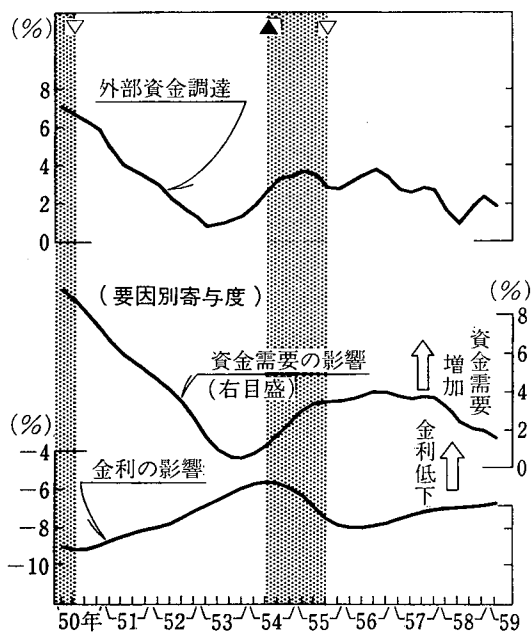
資金調達面での第一の特徴は外部資金調達を極力抑制しようとする姿勢が目立つことである。いま大企業の外部資金調達(対売上高比率、第9図(1))の推移をみると、全体としておおむね資金需要に見合った動きを示しているが、前回緩和期と対比すると今回は資金需要の規模に対して外部資金調達が抑制されていること、すなわち資金運用の圧縮を図るかたちで外部資金調達が行われていることがわかる(注9)(ちなみに、同図(1)の2つのグラフの乖離幅によって示される資金運用増加幅をみると、前回緩和期中平均の1.6%ポイントに対し今回は同1.0%ポイント)。また、内部資金調達を含む総資金調達に占める外部資金調達の比率(外部資金調達依存度、同図(2))の推移をみても、内部資金調達が50年代入り後ほぼ一貫した増勢をたどっているため、外部資金調達依存度は循環的な変動を伴いつつも趨勢としては低下傾向にある。さらに今回緩和期においては、フローとしての外部資金調達を全体として抑制するだけでなく、その内容についても株式や転換社債といった自己資本増加に結びつく手段での調達のウエイトを高めていること(後述)もあって、有利子負債(借入金+社債)についてはその残高が圧縮される傾向が次第に顕著になっている(前年比伸び率の低下テンポ自体は前回よりむしろ緩慢であるが、有利子負債残高の対月商比率は前回緩和期中平均の4.81ヵ月に比べ今回は同3.99ヵ月と大幅に低下。同図(3))。このように外部資金調達(とくに有利子負債による調達)が抑制されてきたのは、今回の場合には前回と比べて借入金利水準が全般的に高目の推移を示したこともある程度影響したものと考えられる。ちなみに、大企業の外部資金調達額(対売上高比率)を①資金需要要因、②金利要因の2変数と③調整のタイム・ラグ(前期における外部資金調達額)とによって説明する回帰式を計測すると、全体としてかなり説明力の高い計測式が得ら

(注9) 事後的には次の関係式が成立するので、外部資金調達が資金需要を上回る部分は資金運用の積増し部分に等しくなる。

$$\begin{aligned}
 \text{外部資金調達} &= \text{総資金調達} - \text{内部資金調達} \\
 &= (\text{実物投資} + \text{企業間信用与信超} + \text{資金運用}) - \text{内部資金調達} \\
 &= (\text{実物投資} + \text{企業間信用与信超} - \text{内部資金調達}) + \text{資金運用} \\
 &= \text{資金需要} + \text{資金運用}
 \end{aligned}$$

〔第10図〕

大企業の外部資金調達背景



(参考) 外部資金調達抑制の要因分解 (%ポイント)

		前回緩和期	今回緩和期
外部資金調達(対売上高比率)の変化幅		△5.9	△0.9
寄与度	資金需要減少の影響	△7.7	△1.8
	金利低下の影響	+1.8	+0.9

(注) 前回緩和期は50/Ⅱ(公定歩合引下げ)
 ~53/Ⅰ(外部資金調達のボトム)
 今回 " は55/Ⅲ(公定歩合引下げ)
 ~59/Ⅰ(最近期)

〔推計式〕(外部資金調達/売上高)

$$= 0.43 \times (\text{資金需要} / \text{売上高})$$

$$(4.8)$$

$$- 0.27 \times (\text{都銀貸出約定平均金利})$$

$$(3.1)$$

$$+ 0.76 \times (\text{外部資金調達} / \text{売上高})_{-1}$$

$$(13.8)$$

$$+ 1.88$$

$$(3.1)$$

$$\left(\begin{array}{l} \bar{R}^2 = 0.96 \\ D.W. = 1.12 \\ \text{計測期間: } 45/Ⅰ \sim 59/Ⅰ \end{array} \right)$$

れ、これによると、今回緩和期においては金利低下による外部資金調達の増加度は前回に比べ幾分小さいとの試算結果が得られる(第10図)。

第2の特徴は、インパクト・ローン取入れ、外債発行といった外貨による調達のウエイトが急上昇していることである。大企業の資金調達形態の推移をみると(第1表)、40年代後半にはほとんどが円による調達(国内調達)であったが50年代に入り徐々に外貨調達が増加し、最近4~5年はとくにそのテンポを速めた結果、58年には大企業の外部資金調達全体のうち外貨による調達が実に4割強を占める(円による調達は5割強に後退)に至っている。とくに社債発行については、スイス・フラン市場(外債発行に占めるシェアは58年中73.8%、主体は転換社債)を中心に外債発行が急増、58年にははじめて国内債の発行額を凌駕するまでになったのが目立っている(58年中の社債発行総額<普通社債、転換社債、ワラント付き社債の合計>33,123億円のうち外債18,273億円、国内債14,850億円)。こうした外債発行企業を業種別にみると、業績急伸を続ける電気機械等機械関連業種や国内社債市場で高水準

(第1表)

大企業の外部資金調達ルートが多様化

(増減額構成比・%)

	45~49年	50~54年	55~58年	56	57	58	(50~54)	(55~58)
	平均	平均	平均				年平均	年平均
外部資金調達	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	—	—
借入金	83.9	63.8	64.7	69.0	63.1	45.4	+ 0.9	%ポイント
円貨借入	82.5	60.7	51.1	54.5	50.0	24.4	△ 9.6	
インパクト・ローン	1.4	3.1	13.6	14.5	13.1	21.0	+10.5	
社債	5.9	17.7	11.4	6.9	14.7	21.9	△ 6.3	
国内債	6.0	13.7	3.8	4.2	4.7	△ 1.0	△ 9.9	
外債	△ 0.1	4.0	7.6	2.7	10.0	22.9	+ 3.6	
株式	10.2	18.5	23.9	24.1	22.2	32.7	+ 5.4	
本邦株式	10.2	17.9	22.4	22.2	20.8	31.2	+ 4.5	
D R	△ 0.0	0.6	1.5	1.9	1.4	1.5	+ 0.9	
円による調達	98.7	92.2	77.3	80.9	75.5	54.7	△14.9	
外貨による調達	1.3	7.8	22.7	19.1	24.5	45.3	+14.9	

(注) 1. 大企業、全産業ベース。

2. 借入金および社債の内訳、ならびに株式については大蔵省「国際金融局年報」等から推計。

3. 株式には転換社債からの株式転換分を含む。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

の発行がつづく電力等のシェアが上昇しており(注10)、また企業規模別には従来の大企業に加えて最近では中堅企業の起債も増加する(注11)など次第に広がりを見せているのが特徴である。

(注10) 主要業種別外債発行額の動向(大蔵省「国際金融局年報」により作成)

()内は構成比

外債発行額計(民間債、除く金融保険)	51~55年平均		56~58年平均	
	億ドル	%	億ドル	%
	23.3	(100.0)	52.7	(100.0)
うち電気機械	3.3	(14.3)	10.5	(20.0)
一般・輸送機械	3.6	(15.6)	8.3	(15.8)
小売業	2.5	(10.8)	3.2	(6.1)
鉄鋼	1.5	(6.4)	3.5	(6.6)
電力	0.6	(2.5)	3.3	(6.2)
建設	1.2	(5.3)	1.7	(3.2)

(注11) ちなみに、非上場企業による外債発行はこのところ次のように増加している。

	56年	57年	58年
発行件数(件)	3	9	13
発行額(百万ドル)	36	72	122

このように外貨による調達が増しているのは、直接的には55年末の外為法改正による対外取引の原則自由化(インパクト・ローン取入れ等が原則自由になったほか外債発行は常時要許可制から事前届出制に移行)を契機とするものであるが、より基本的な背景としては、①外貨による調達は通常は為替リスクを伴うが資金調達コストが国内調達に比べてかなり割安な場合が多いこと(後述)、②企業活動の国際化に伴って発生する外債建債権の増加に対する為替リスク・ヘッジの必要性が高まっていること(とくに電気機械、精密機械等輸出比率の高い業種)、③外債発行については国内債の場合と比べ諸手続が簡便なこと(物上担保不要等)、④外人投資家による本邦企業外債の需要もオイルマネー、欧米年金基金等を中心に根強いこと、などの事情が指摘できる(注12)。

第3の特徴は、資本市場からの調達(社債または株式の発行)によるウェイトは全体として大きな変化がみられない(外部資金調達全体に占める割合は50年代に入っておおむね3~4割で推移)が、株式についてはその発行形態として時価発行増資が定着したほか、社債発行については転換社債のウェイトが急上昇するなど、直接・間接に自己資本充実に資する手段での調達(注13)(いわゆる equity 関連での調達)ウェイトが高まっている点である。すなわち、株式発行による調達(増資)については、額面発行増資が減少し最近では時価発行増資がその大半を占めるに至っている(50~54年度平均 62.9%→58年度 86.7%)。また社債発行による調

(注12) 外貨債の発行動機については次のアンケート調査(重複回答)を参照。
(構成比、%)

資金調達の多様化をはかる	88.3
資金コストが安い	82.5
物上担保が不要である	33.9
起債手続が容易である	29.2
海外での企業の知名度アップを期待して	21.6
外貨資金が必要であった(為替リスク・ヘッジを含む)	14.6
発行条件面に企業業績が反映される	5.3
外貨債の償還資金に充当するため	1.8
その他	1.2
合計	100.0

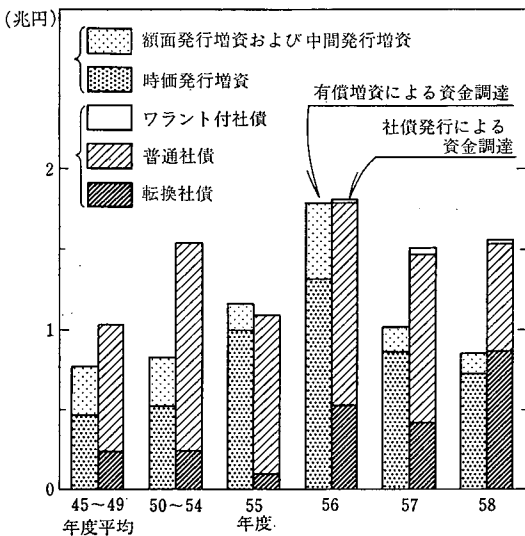
(資料) 公社債引受協会「社債発行に関するアンケート調査」(58/5月、上記設問に対する回答社数171社)

(注13) 時価発行増資は、額面発行増資と比べ、プレミアム(株式の発行価額と額面との差分)だけ資金を追加的に獲得できる。一方、転換社債の発行は、形式は社債ながらも大部分が償還期限前に株式に転換されるのでいわば迂回的な株式発行の性格を持つ。また、これが外貨建ての場合には、先行き自己資本充実効果が期待できることに加え、外貨建ての普通社債と比べた場合、株式への転換進捗に伴ってその分だけ元本償還および利払いにかかる為替リスクが回避されるというメリットもある。

達(外貨建てを含む)についても、転換社債が普通社債を上回るまでになっており(社債発行額に占める転換社債のウェイトは50~54年度平均25.6%くち外貨建て14.4%)→58年度62.4%(同34.2%)、とくに、わが国資本市場における企業の資金調達手段としては、転換社債は58年には株式発行(増資)を上回る重要な位置を占めるに至っている(第11図)。このほか、わが国においては新しい資金調達手段であるワラント付き社債(新株引受権付き社債、56年10月の商法改正によって導入)を利用した資金調達も散見されるようになってきている。

【第11図】

国内資本市場における企業の資金調達

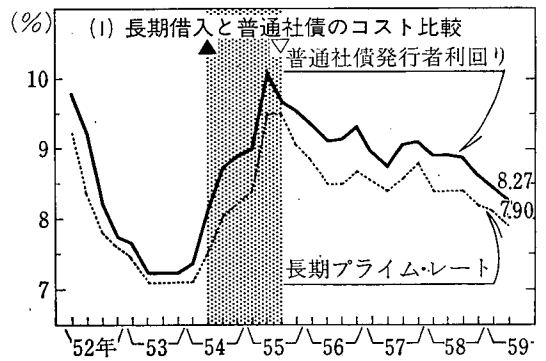


- (注) 1. 社債発行は国内での普通社債、転換社債、ワラント付社債の合計。
 2. 有償増資は全国上場企業ベース。時価発行増資についてはプレミアム額をもとに推計。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、東京証券取引所「東証統計月報」

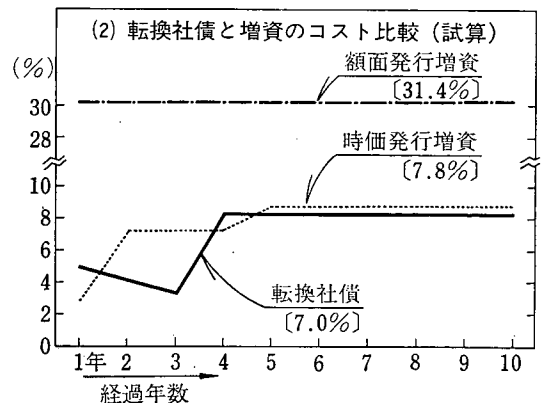
【第12図】

外部資金調達のコスト比較



(注) 普通社債発行者利回りは、AA格(10年もの)、企業担保のケースについて以下の算式にて算出。

$$\text{普通社債発行者利回り} = \frac{(\text{支払} + \text{発行} + \text{当} + \text{初} + \text{期} + \text{中}) + \text{平均}}{\text{発行額} - (\text{発行差額} + \text{当初コスト})} \times 100$$



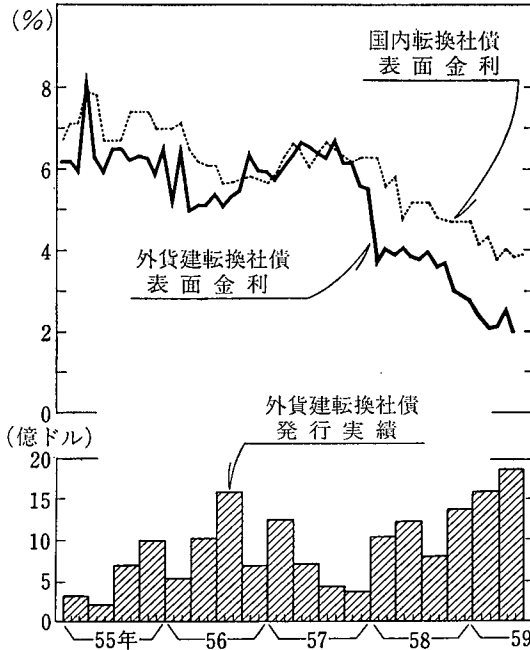
- (注) 1. ()内は10年間の平均金利。
 2. 増資による資金調達および転換社債からの株式転換はともに自己資本の増大であり、本来期限の概念はないが、ここでは一応10年で区切って調達コストを試算。なお、留意点等については注14を参照。
 3. 算出方法の詳細については付注を参照。

以上のように、大企業では外部資金調達を全体として抑制するなかで調達手段の多様化を図るとともに、自己資本の充実を指向するといった動きを示しているのが最近の特徴である。企業のこうした資金調達行動は、基本的には資金調達のコストと企業財務の安定性(自己資本の調達か負債による調達か)という2つの側面を考慮して決まってくるものと考えられるが、ここでは主要調達手段についての資金調達コストが上記のような調達動向とどう関連しているかを考えてみよう。まず国内における資金調達手段についてみると、長期の負債調達に関連したコストとして長期借入金利(新規実行ベースの金利が望ましいが統計上の制約からここでは長期プライム・レートを採用)と普通社債の発行者コストを比較すると(第12図(1))、金融情勢の如何でかなりの差異はあるものの54~55年以降は普通社債による調達が長期借入に対し割高度合を高めており、これが最近における普通社債の伸び悩まないしウエイト低下(前掲第11図)のひとつの背景と考えられる。次に自己資本調達に関連する諸手段の調達コストについては、調達方法ごとに資金コストの性格が大きく異なるので比較すること自体に元来大きな無理が伴うが、試みに58年下期中に転換社債を発行した企業について資本市場における各種調達手段のコスト(10年間で区切った調達コスト)を一定の前提を置いて試算してみると(第12図(2))、平均的な姿としては①額面発行増資はこれらの中では最も高コスト(約31%)であったこと、②株式転換権の付いた転換社債やプレミアムの期待できる時価発行増資はともに額面発行増資より低コストであるが、両者のうちでは転換社債の方が幾分コスト安であったこと(転換社債7%程度、時価発行増資8%弱、さらに③転換社債、時価発行増資の調達コストはいずれも上述の長期借入金利(長期プライム・レートの58年下期平均8.3%)に比べ有利であったこと、などの結果が得られる。以上はあくまでコスト面に限定した事後的な一応の試算にすぎないが(注14)、前述したような転換社債や時価発行増資の盛行のひとつの背

(注14) とくに転換社債や時価発行増資については、資金コストが每期一定でない点(プレミアム還元の実施や株式転換の進捗如何で各期のコストがかなり変動。第12図(2)参照)に注意する必要があるほか、この試算はあくまで58年下期中に転換社債を発行した企業についての平均的な諸条件(転換社債のクーポンレート、株価、配当率)の下で、株式転換率、プレミアム還元の方式、諸手数料等に一定の前提を置いて実施したもの にすぎない点に留意する必要がある。また金融機関の借入金利については、上記のような長期金利だけでなく割安な短期借入とのミックスや拘束性預金の動向をも勘案した実効金利の方が企業の資金調達を考える上でよりの確かな資金コストと考えられる。さらに、各種調達コストの先行き予想の差が調達手段の選択にかなりの影響を与える可能性も大きく、また、各種調達手段の特性(負債調達か自己資本調達かという問題のほか、調達額のロットや調達期間、調達の継続可能性等)にも注意を払う必要があるが、これらの点について検討を加えることは今後の課題としよう。

〔第13図〕

内外転換社債の発行条件と発行実績



(注) 表面金利は発行実績の単純平均。

(資料) 大蔵省「国際金融局年報」、公社債引受協会「公社債月報」

景がこうした資金コスト面にあることを示唆するものといえよう。次に国内と海外(外貨)での調達についてコスト面の動向を比較してみると、外貨での資金調達はとくに長期資金の場合には為替変動リスクを伴う場合が多いことから資金コストが確定できず、したがって両者を直接比較することはできない(短期インパクト・ローンの場合は為替先物カバーによって当初からコストを確定できる)。ただ、最近増大の目立つ転換社債について円貨調達と外貨調達の場合の実現された資金調達コストを比較してみると(第13図)、あくまで事後的な姿ではあるが、外貨調達が円貨調達より有利な局面(55年後半から56年央、57年末から最近時)では外貨建て発行が増勢を示し、そうでない場合(56年央から57年末)にはそれが減少するといった関係がかなり明瞭にうかがわれ、この限りでは内外資金調達手段の選択に際しても、企業がその資金コストの高低を重要視していることを示している。

(自由金利商品での運用増大)

以上のような資金調達の動向に対し、大企業は資金運用面では前述したように手許流動性の保有を抑えるスタンスで臨んでいるが、そうした中でその運用資産の選択については次のような特徴があらわれている。

まず第一に、現金や規制金利下にある預貯金(規制金利商品)での運用を大幅に圧縮している一方、公社債(現先が中心)、CD(CD現先を含む)、TB、外貨預金など自由金利商品での運用を急増させていることである。試みに、法人季報等から大企業の資金運用形態の推移を推計してみると(増減額構成比、第2表)、50年代央にかけて代表的な自由金利商品であった短期所有有価証券(公社債現先が中心)はその後頭打ち気味であるが、CD(54年5月創設)、外貨預金(55年12月

(第2表)

大企業の資金運用の動向

(増減額構成比・%)

	45~49年	50~54年	55~58年	56	57	58	(50~54年 年平均)→(55~58年 年平均) 変化幅
	平均	平均	平均				
資金運用増加額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	—
現預金	61.1	40.4	50.6	58.9	42.0	34.6	+10.2 ^{ポイント}
うち C D	—	3.9	13.4	12.4	11.0	18.5	+ 9.5
外貨預金	2.2	0.9	21.9	9.2	22.7	34.1	+21.0
短期所有有価証券	6.7	36.3	14.6	8.2	16.4	33.4	△ 21.7
投資有価証券	32.2	23.3	34.8	32.9	41.6	32.0	+11.5
規制金利商品での運用	59.0	35.5	15.3	37.3	8.2	△18.0	△ 20.2
自由金利商品での運用	12.1	35.0	50.2	30.8	47.2	85.8	+15.2
株式での運用	28.9	29.5	34.5	31.9	44.6	32.2	+ 5.0
外貨による運用	2.8	2.4	29.9	14.1	31.4	47.8	+27.5

(注) 1. 大企業、全産業ベース。

2. 規制金利商品での運用とは現金+預金(除くCD、外貨預金)、自由金利商品での運用とは公社債+CD+外貨預金。

3. 「短期所有有価証券」とは貸借対照表における「流動資産」に計上されている有価証券、「投資有価証券」とは同「固定資産」に計上されている有価証券。

4. CD、外貨預金については推計値。

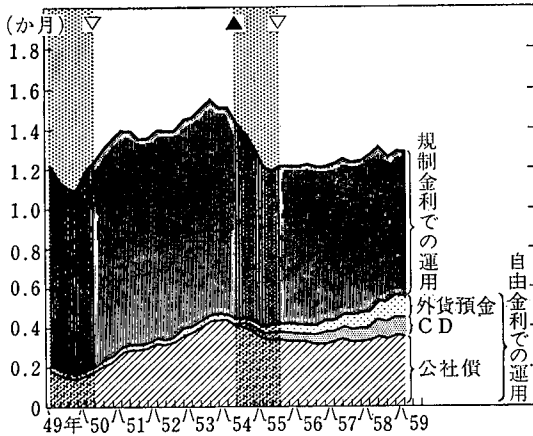
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、同「国際金融局年報」、日本銀行「預金者別預金統計」

の外為法改正に伴い保有が原則自由化)の著増を中心として自由金利商品での運用はこのところ急増、58年には大企業の資金運用増加額全体の8割強がこうした金融商品によつて占められている。こうした傾向は資金運用残高をみても明瞭であり、とくに規制金利商品保有の圧縮度合が自由金利商品の保有増加を上回ることを通じて、全体として抑制度合を強めるかたちとなっているのが特徴的である(資金運用残高<株式を除く>に占める自由金利商品のウエイトは前回手許流動性ピーク時3割弱→最近時4割強、第14図)。

いまひとつの特徴は、運用通貨の種類別にみた場合、外貨での運用(外貨預金および外貨債券)が急増していることであり、58年中の資金運用増加額のうち、こうした外貨建ての運用が5割弱のシェアを示している(上掲第2表)。

以上のような資金運用対象の傾向的な変化は何も大企業に限つたことではなく、中堅企業についても多かれ少なかれみられるようになっているのが最近の特

〔第14図〕
大企業の資金運用残高とその内訳



(注) 1. 大企業、全産業、株式による資金運用を除くベース。
2. 対月商比率。
(資料) 第2表に同じ

徴である。このように資金運用内容に変化が生じているのは、規制金利商品と自由金利商品との間の大きな利回り格差(注15)の存在や企業活動の国際化の進展が基本的な要因であることはいうまでもあるまい。

む す び

以上検討したように、企業の資金繰りは、大企業では当面さらに緩和感の浸透が進むとみられるほか、中小企業でも金融機関融資態度の積極化を背景に引続き緩和方向に動く予想される。

一方、企業の金融行動面では、資金調達・運用両面でここ数年来、自由化や国際化(外貨での調達、運用の拡大)が進展するなかで、金利の動向をより敏感に反映した行動がみられるようになってきている。こうした状況下では、引続き進展が見込まれる自由金利商品の拡大(国内CD発行の規制緩和、市場連動型の新型大口預金の導入など)は資金運用面においてそうした傾向をさらに強める要因であり、また居住者によるユーロ円債の発行条件緩和(本年4月以降)や居住者に対する短期ユーロ円貸付の自由化(本年6月以降)などは調達面において内外市場の

(注15) 利回り比較(59/6月末)

3か月定期預金	3.5%
6か月 "	4.75
現先(3か月)	6.32
CD(120日未満)	6.51
外貨預金	5.91~6.28
(大口、3か月、先物カバー付き)	

一体化を一段と促進することになる。このため企業は、今後、金利の動きやその先行き見通しにさらに大きく依存した資金調達・運用行動を示すことになると思われる一方、金利の動向が企業や金融機関の行動のみならず、国内の貸出市場や資本市場の動向を左右する度合も強まってこよう。こうした状況下においては、金融政策の運営に際しても金利機能の活用が従来にも増して重要な課題となってくることはいうまでもない。

付注、転換社債および増資のコスト試算方法〔第12図(2)〕

1. 転換社債のコスト

$$\left\{ \begin{array}{l} C_{CB} = (C_0 + C_x) \times \frac{1}{K} \\ C_x = C_B + C_s + C_P \\ \left\{ \begin{array}{l} C_B = (1 - a_t)M \times \{(1 + b)i_{CB} + c\} \\ C_s = \left(a_t M \times \frac{1}{P_C} \right) \times \rho \times \frac{1}{d} + (a_t - a_{t-1})M \times e \\ C_P = \left\{ (P_C - P_s) \times \frac{M}{P_C} \right\} \times \frac{1}{P_s} \times f \times \rho \times \frac{1}{d} \end{array} \right. \\ K = M - C_0 \end{array} \right.$$

C_{CB} : 転換社債コスト、 C_0 : 当初コスト(年平均)、 C_x : 期中コスト
 C_B : 残存社債分コスト、 C_s : 株式転換分コスト、 C_P : プレミアム還元分コスト、 K : 調達額(ネット)、 M : 転換価額、 P_s : 株式額面金額、 i_{CB} : 転換社債クーポンレート、 a_t : t 年目までの株式転換進捗率、 b : 利子支払手数料率、 c : 信託報酬率、 d : 配当税率、 e : 転換事務手数料率、 f : プレミアム還元率、 ρ : 一株当り配当金

ここで以下の前提を置いて算出。

- ① 発行金額 50億円
- ② クーポンレート 4.86%*
- ③ 発行価額 額面100円につき100円
- ④ 期限 10年(期限前償還は行われず)
- ⑤ 株式額面金額 1株につき 50円
- ⑥ 転換価額 1株につき 760円(株価690円*の10%アップ)
- ⑦ 配当金 1株当り 7.69円*
- ⑧ 株式転換率 毎年25%転換(4年で全額転換)
- ⑨ プレミアム還元 4年目の終りにプレミアムの20%を還元
- ⑩ 諸手数料率等 58年中の実績値を利用
- ⑪ 配当税率 50%と仮定

* 印を付したクーポンレート、株価、配当金の値は、58年下期に国内転換社債を発行した企業(39社)についての58年中平均値

2. 時価発行増資のコスト

$$\left\{ \begin{array}{l} C_{KC} = (C_0 + C_x) \times \frac{1}{K} \\ C_x = C_s + C_P \\ \left\{ \begin{array}{l} C_s = \frac{M}{P_s'} \times \rho \times \frac{1}{d} \\ C_P = \left\{ (P_s' - P_s) \times \frac{M}{P_s'} \right\} \times \frac{1}{P_s} \times f \times \rho \times \frac{1}{d} \end{array} \right. \\ K = M - C_0 \end{array} \right.$$

C_{KC} : 時価発行増資コスト
 C_s : 配当負担、 P_s : 株式発行価額
 その他の記号は転換社債の場合と同じ

ここで以下の前提を置いて算出。

- ① 発行金額 50億円
- ② 発行価額 1株につき 660円(株価690円*の4%ディスカウント)
- ③ 株式額面金額 1株につき 50円
- ④ 配当金 1株当たり 7.69円*
- ⑤ プレミアム還元 発行後2年目の終りにプレミアムの15%、4年目の終りに同5%を無償交付の形で還元
- ⑥ 諸手数料率 58年中の実績値を利用
- ⑦ 配当税率 50%と仮定

〔* 印を付した株価、配当金の値は前記転換社債の場合と同じ〕

3. 額面発行増資のコスト

$$\left\{ \begin{array}{l} C_{KF} = (C_0 + C_X) \times \frac{1}{K} \\ C_X = C_S = \frac{M}{P_S} \times \rho \times \frac{1}{d} \\ K = M - C_0 \end{array} \right.$$

〔 C_{KF} : 額面発行増資コスト

その他の記号は時価発行増資の場合と同じ〕

ここで以下の前提を置いて算出。

- ① 発行金額 50億円
- ② 株式額面金額 1株につき 50円
- ③ 配当金 1株当たり 7.69円*
- ④ 諸手数料率 58年中の実績値を利用
- ⑤ 配当税率 50%と仮定

〔* 印を付した配当金の値は前記転換社債の場合と同じ〕