
金融自由化の下での企業金融のマクロ的動向

[要 旨]

1. 1980年代半以降の企業の実物投資と金融活動の関係には、以前とは異なる側面が目立っている。すなわち、従来は、企業の設備投資が増加に転じるにつれ手元流動性は取崩されていたが、80年代後半には、企業の設備投資が積極化するなかでも手元流動性の積み増しが進み、そのため実物・金融資産の両面から資産規模は急速に拡大した。
2. 手元流動性のこうした展開には、折からの株価の上昇と金融自由化の進展の影響がうかがわれる。その大幅な積み増しは、金融資産の収益率（運用利回り）が資金調達コストに比べ、相対的に高かったことを背景に行われたが、この収益率の相対的高位には、株価上昇の影響に加え、大口定期預金などの収益性の高い金融商品による運用が拡大したことが響いている。また、自由金利商品の裾野が拡大するにつれ、企業の金融資産の収益率は市場金利との連関を強めてきた。こうした状況の下、企業は単に取引動機に基づく支払い準備としてではなく、資産のポートフォリオ選択の観点から、手元流動性を厚めに保有するようになってきているものとみられる。
3. 他方、企業の設備投資の急テンポな拡大については、活発な技術革新や経済構造転換をうけ実物資産の収益率が高位で推移する一方、インフレ期待の落ち着きの下で進められた金融緩和によって、資金調達コストが低かったことが基本的な背景となっていた。この間、金融投資の収益率が高まるにつれ、その収益率は設備投資の機会費用として認識され、その結果、設備投資を幾分制限する効果をもった。また、大企業を中心に盛行をみたエクイティ・ファイナンスによって調達された資金は、その多くの部分が手元流動性の増大につながったかたちとなっている。
4. 90年代に入り、金利が一般的に上昇するなかで、企業の借入れの伸びが鈍化し、手元流動性も依然高い水準にあるものの頭打ち傾向を示している一方、設備投資は引続き堅調に推移している。こうした展開を各種収益率や金利の動向に照らしてみると、設備投資の堅調は、基本的には、実物資産収益率が資金調達コストをなおかなり上回っていることを反映していると考えられ、また、手元流動性の増勢鈍化の背景としては、新規の資金調達より手元流動性取崩しによるファイナンスが有利であるというマクロ的金融情勢が指摘できよう。
5. 80年代半以降に進展したこのような企業金融の変化は、短期的には金融の量的指標と实体经济との関係を以前よりも複雑化しているが、その一方で、金融投資の企業経営上の重要性が高まり、その収益率と市場金利との連関が強まるにつれ、企業の実物・金融投資の両面で、金利が一層重要な役割を果たすようになってきていると考えられる。金融市場の機能を高め、市場参加者の金利観が正しく金利形成に反映されることは、こうした状況の下で特に重要であり、日本銀行としては、そうした観点も踏まえ、金融市場の整備・拡充に努めている。

(目 次)

はじめに

1. 近年における企業財務面の特徴
2. 企業の手元流動性と実物・金融投資行動
 - (1) 近年の手元流動性保有の特徴
 - (2) 金融自由化の影響
 - (3) 市場金利との連関

はじめに

1980年代、特にその後半、わが国では、金融の自由化、国際化、情報化が急速に進展し、そうしたなかで、企業の金融取引も、大口定期預金やエクイティ・ファイナンスの拡大などにみられるように、資産・負債両面で多様化かつ活発化していった。その後90年代に入り利上げ効果が次第に浸透するにつれ、企業の金融取引の増勢は鈍化しつつある。この間、実物取引面では、規制緩和や国際化、さらにはプラザ合意以降の産業構造変化を経るなかで、企業投資が活発化し、現在に至っている。こうした実物・金融両面における企業活動の展開には、それぞれに固有の原因あるいは背景があり、すでに検討もなされているが(注1)、

3. 設備投資拡大の金融的側面

- (1) 設備投資と金利
- (2) 設備投資とエクイティ・ファイナンス
結びに代えて

本稿はそうした個別の論点には立入らず、むしろ両者の相互関係に焦点をあてることによって、手元流動性と実体経済との関係や、経済成長の原動力である設備投資と金融情勢との関係を明らかにし、それらを通じ金融政策上の含意を探ろうとするものである。以下では、まず第1章で最近の企業の資産・負債構成の特徴について概観したあと、第2章で企業の手元流動性を金融投資の側面から検討する。次に第3章では設備投資と金融環境との関係について検討し、最後にこれらの検討から得られる結論とその金融政策上の意味についてとりまとめる。

(注1) 設備投資と技術革新の影響、企業の財務動向については、それぞれ日本銀行調査月報1990年10月号掲載論文「近年における研究開発の活発化とその影響について」および同11月号掲載論文「大型景気の下における企業経営動向について」参照。

1. 近年における企業財務面の特徴

はじめに80年代以降最近に至るまでの企業の資産・負債構造について、その特徴点を探ってみよう（図表1）。まず第一に特徴的なことは、資産・負債規模の急テンポの拡大である。すなわち、企業の総資産は、1970年代初以降10年弱の間売上高の伸びを下回る伸びにとどまり、その結果総資産／売上高比率は低下を続けたが、80年代に入って徐々に上昇傾向に転じ、後半に至って急拡大した。こうした資産規模の拡大は、大企業、中小企業を問わずみられるところである。次に、これを資産項目別にみると、80年代入り後の規模拡大が主に有形固定資産、すなわち企業設備ストックと、手元流動性の増加によってなされたことが特徴的である。負債面では、70年代に売上高に比して相対的に減少した自己資本ならびに借入れが、80年代入り後ともに増加に転じ、後半に至って特にその増加が顕著であった。すなわち、70年代には、第一次オイルショックのあとの「減量経営」志向の下で設備や借入れの圧縮がみられたが、80年代には、設備、手元流動性が目立って拡大し、これに応じ、負債・自己資本がともに増加するという際だった対照を示したのである。この間、企業規模別にみれば、実物・金融資産の拡大は大・中

小企業を問わずみられたものの、負債・資本面ではエクイティ・ファイナンスへのアクセスの差を反映し、大企業が自己資本を増大させた一方、中小企業では借入れの急ピッチな拡大が目立ったところである。

こうした80年代の展開は、90年入り後、金融面を中心に幾分様相を変化させている。資産面では、企業設備ストックの伸び率が幾分緩やかになる一方で、手元流動性については頭打ち傾向を示している。また負債面では、自己資本の増加テンポに歯止めがかかっているほか、企業の借入れについても、金融機関与信の推移などを反映して、増勢が鈍化している。企業規模別には、大企業は手元流動性を徐々に取崩す一方、借入比率も落としているのに対し、中小企業では借入れを温存するなかで手元流動性比率が低下している。この結果、中小企業の金融資産の債務に対する比率は、大企業とは異なり低下を続けているが、最近の手元流動性比率の水準自体は、企業規模を問わず、歴史的にみてなお高いレベルを維持している。

このような最近における金融資産と負債の増勢鈍化が今後の実体経済活動にいかなる意味をもつのかを探る意味からも、これまでの展開の背景についてやや詳細に検討してみよう。

(図表1)

企業のバランス・シートの変化

(対売上高〈月商〉比)

| | | 1970 年度 | 75 | 80 | 83 | 85 | 86 | 87 | 88 | 89 | 90/9 月末 | |
|------------------------------|-------|------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------------|------|
| 全 規 模 | 総 資 産 | 8.82 | 8.69 | 7.67 | 8.06 | 8.30 | 8.98 | 8.98 | 9.34 | 10.03 | 9.93 | |
| | 資 産 | 手元流動性 (a) | 1.12 | 1.34 | 1.20 | 1.31 | 1.36 | 1.57 | 1.67 | 1.75 | 1.95 | 1.81 |
| | | 有形固定資産 | 1.93 | 1.59 | 1.42 | 1.57 | 1.74 | 1.84 | 1.79 | 1.80 | 1.88 | 1.78 |
| | 負債・資本 | 借入金・社債 (b) | 3.28 | 3.57 | 2.98 | 3.34 | 3.52 | 3.92 | 3.94 | 4.21 | 4.51 | 4.49 |
| | | 自 己 資 本 | 1.55 | 1.23 | 1.20 | 1.42 | 1.58 | 1.75 | 1.78 | 1.88 | 1.98 | 1.95 |
| 大 企 業 | 総 資 産 | 10.34 | 9.91 | 8.43 | 8.88 | 9.24 | 10.42 | 10.51 | 10.98 | 11.08 | 10.71 | |
| | 資 産 | 手元流動性 (a) | 1.08 | 1.32 | 1.20 | 1.28 | 1.30 | 1.63 | 1.84 | 2.02 | 2.10 | 1.95 |
| | | 有形固定資産 | 2.48 | 1.95 | 1.73 | 1.90 | 2.24 | 2.57 | 2.51 | 2.54 | 2.38 | 2.25 |
| | 負債・資本 | 借入金・社債 (b) | 4.12 | 4.34 | 3.41 | 3.67 | 3.79 | 4.39 | 4.48 | 4.70 | 4.67 | 4.45 |
| | | 自 己 資 本 | 1.95 | 1.44 | 1.48 | 1.82 | 2.14 | 2.54 | 2.62 | 2.80 | 2.86 | 2.78 |
| 中 堅 企 業 | 総 資 産 | 8.00 | 8.44 | 7.32 | 7.81 | 8.02 | 8.51 | 8.34 | 8.41 | 9.21 | 9.70 | |
| | 資 産 | 手元流動性 (a) | 1.22 | 1.49 | 1.25 | 1.34 | 1.46 | 1.55 | 1.60 | 1.51 | 1.51 | 1.55 |
| | | 有形固定資産 | 1.56 | 1.41 | 1.19 | 1.41 | 1.40 | 1.50 | 1.36 | 1.34 | 1.44 | 1.44 |
| | 負債・資本 | 借入金・社債 (b) | 2.81 | 3.45 | 2.80 | 3.24 | 3.53 | 4.00 | 3.81 | 3.91 | 4.21 | 4.52 |
| | | 自 己 資 本 | 1.23 | 0.98 | 0.94 | 1.08 | 1.12 | 1.16 | 1.17 | 1.24 | 1.15 | 1.27 |
| 中 小 企 業 | 総 資 産 | 6.59 | 6.85 | 6.85 | 7.06 | 7.13 | 7.60 | 7.73 | 8.11 | 9.22 | 8.94 | |
| | 資 産 | 手元流動性 (a) | 1.09 | 1.23 | 1.14 | 1.32 | 1.37 | 1.53 | 1.53 | 1.61 | 2.13 | 1.83 |
| | | 有形固定資産 | 1.19 | 1.13 | 1.15 | 1.24 | 1.27 | 1.22 | 1.30 | 1.29 | 1.52 | 1.37 |
| | 負債・資本 | 借入金・社債 (b) | 2.08 | 2.37 | 2.51 | 2.94 | 3.13 | 3.28 | 3.44 | 3.79 | 4.53 | 4.51 |
| | | 自 己 資 本 | 1.07 | 1.11 | 1.01 | 1.13 | 1.14 | 1.27 | 1.29 | 1.28 | 1.42 | 1.26 |
| (参 考) (a) / (b) (単位 %) | 全 規 模 | 34.1 | 37.5 | 40.1 | 39.1 | 38.6 | 40.2 | 42.3 | 41.8 | 43.3 | 40.4 | |
| | 大 企 業 | 26.1 | 30.4 | 35.3 | 34.7 | 34.4 | 37.1 | 41.1 | 43.0 | 44.9 | 43.8 | |
| | 中堅企業 | 43.4 | 43.0 | 44.7 | 41.4 | 41.4 | 38.8 | 41.9 | 38.6 | 35.8 | 34.2 | |
| | 中小企業 | 52.5 | 52.0 | 45.3 | 44.8 | 43.7 | 46.5 | 44.5 | 42.6 | 47.0 | 40.6 | |

(注) 1. 年度データは各四半期末の平均値。

2. 大企業は資本金10億円以上、中堅企業は同5千万円以上10億円未満、中小企業は同1千万円以上5千万円未満。

3. 有形固定資産は土地を除くベース。

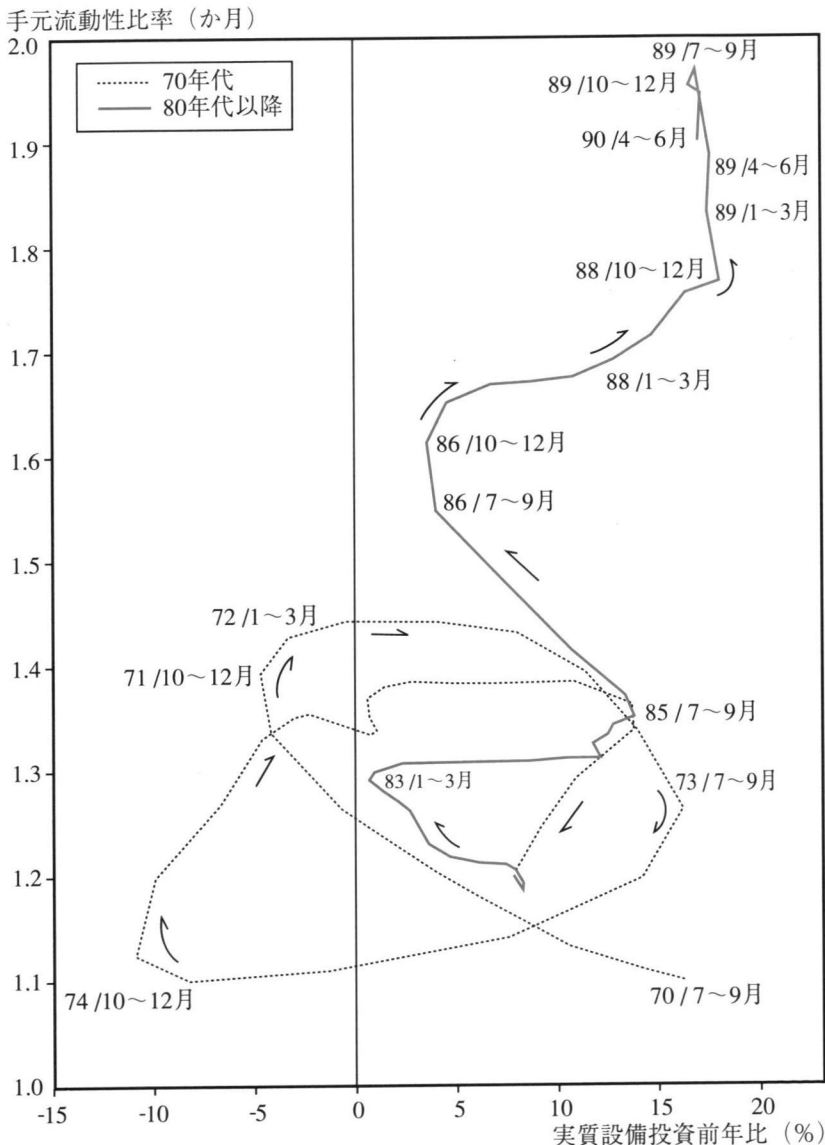
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

2. 企業の手元流動性と実物・金融投資行動
 (1) 近年の手元流動性保有の特徴

80年代後半の手元流動性増加には、それまでの時期にみられなかった際だった特徴がある。すなわち、80年代半以前は設備投資が減退するにつれ、手元流動性が増加し、その後設備投資が盛上るとともにこれが減少する

という傾向がうかがわれた(図表2)。しかしながら、80年代後半にはそうしたサイクルが崩れ、設備投資が盛上がる中でも手元流動性がむしろ積み増されるという状態が現れた。さらに、やや視点を変えて、実物資産収益率と金融資産収益率(注2)(運用利回り)との格差、いわば金融資産としての手元流動

(図表2) 手元流動性と設備投資

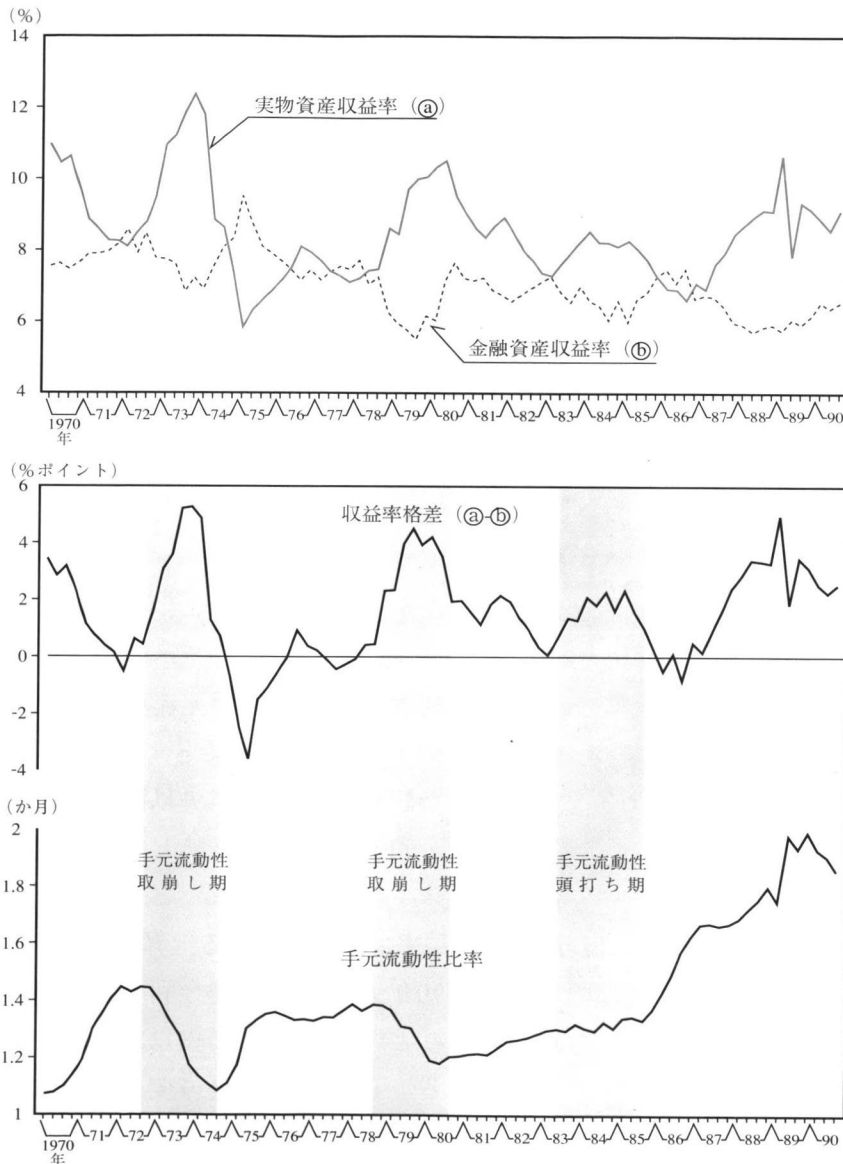


(注2) ここで、金融資産収益率は図表3の注のとおりであるが、近似的には、手元流動性の収益率に相当するものとみることができる。

性保有の収益と機会費用の関係という観点から手元流動性の動向をみても、かつては金融資産収益率が実物資産収益率を上回ると手元流動性が積み増され、下回ればこれが取崩されるという関係が明瞭に観察されたが(注3)、

80年代後半には景気回復に伴い、実物資産収益率が金融資産収益率をかなりの程度上回っても、なお手元流動性の蓄積が進むという従来とは異なる現象がみられた(図表3)。

(図表3) 手元流動性と収益率



(注) 実物資産収益率は、営業利益を時価調整後の実物資産ストックで除し(算出方法については、日本銀行調査月報1987年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」参照)、金融資産収益率は、営業外利益を、手元流動性および企業間信用与信で除して、それぞれ算出した(いずれも法人企業統計季報ベース、季節調整済)。

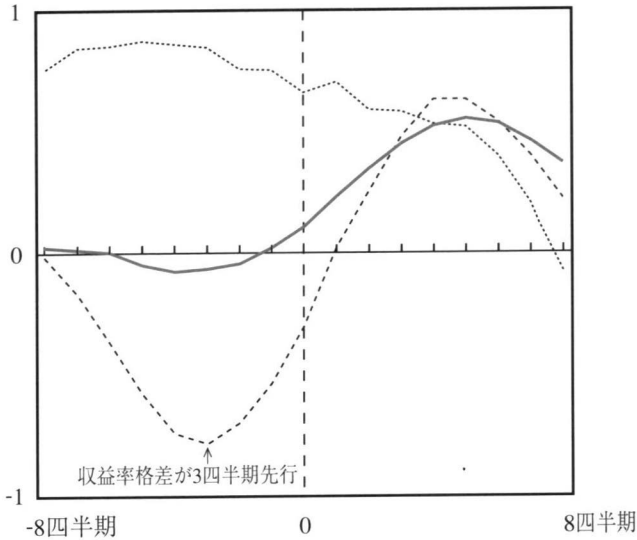
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」等

(注3) ちなみに、金融資産と実物資産の収益率の格差と手元流動性比率の関係を統計的にみると、80年代前半までについては、両者の間に3四半期のラグを伴った明瞭な逆相関がみられる。さらに、こうした格差と流動性比率の変化幅の間には同時の逆相関がみられる。これらの事実は、企業は手元流動性保有にかかる収益と機会費用の変動をうけ、直ちに手元流動性の調整にはいるが、その調整に3四半期を要していたことを示唆している。しかしながら、80年代後半以降このような明瞭な時差相関は崩れている(図表4)。

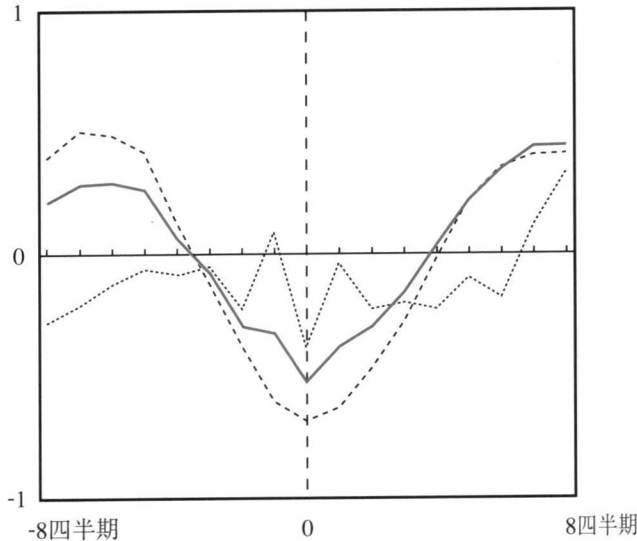
(図表4) 手元流動性比率と機会費用

(注)

(手元流動性比率の水準と収益率格差との時差相関)



(手元流動性比率前期比変化幅と収益率格差との時差相関)



— 70/1-3月～90/7-9月
--- 70/1-3月～85/7-9月
..... 85/10-12月～90/7-9月

(注) 収益率格差=実物資産収益率-金融資産収益率。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」等

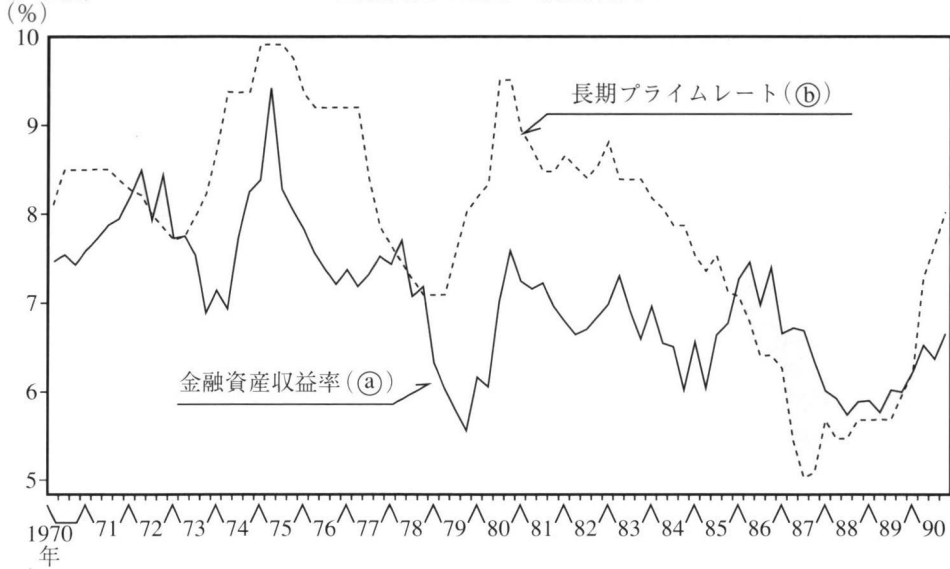
こうした現象は、一見不可解であるともみられがちであるが、手元流動性の蓄積が進行した80年代後半においては、金融資産の運用利回りが資金調達コストを上回っていたという事実に着目すれば、合理的な企業行動の結果であると考えられる。すなわち、金融資産収益率と長期プライムレートとの関係をみると(注4)、80年代前半までは総じて前者が後者を下回っていたが、80年代半以降は金融緩和等を反映して調達金利が大幅に低下した(注5)一方、金融資産収益率の低下幅が相対的に小さく、この結果両者の関係は逆転した(図表5)。こうした利回り・金利の相対的關係の下では、企業は実物投資などの資金需要を、手元流動性の取崩しにより対応するよりも、むしろ新規のファイナンスで賄うインセンティブが強かったと考えられる。さらに、この時期、株価上昇の下でエクイティ・ファイナンスが盛行をみたが、後述のように、そうした新規の資金調達により金融資産への投資を活性化する動きが目立ち、手元流動性の増大につながったとみることができよう。

こうした観点から、89年半以降の状況を見ると、金利の上昇等を反映して企業の資金調達コストが上昇傾向をたどる一方、金融資産収益率はそれを下回る上昇にとどまったため、90年入り後は調達金利と金融資産運用利回りとの関係が85年以前の状態に復している。こうした背景の変化を反映して、ここへきて手元流動性比率も頭打ちか

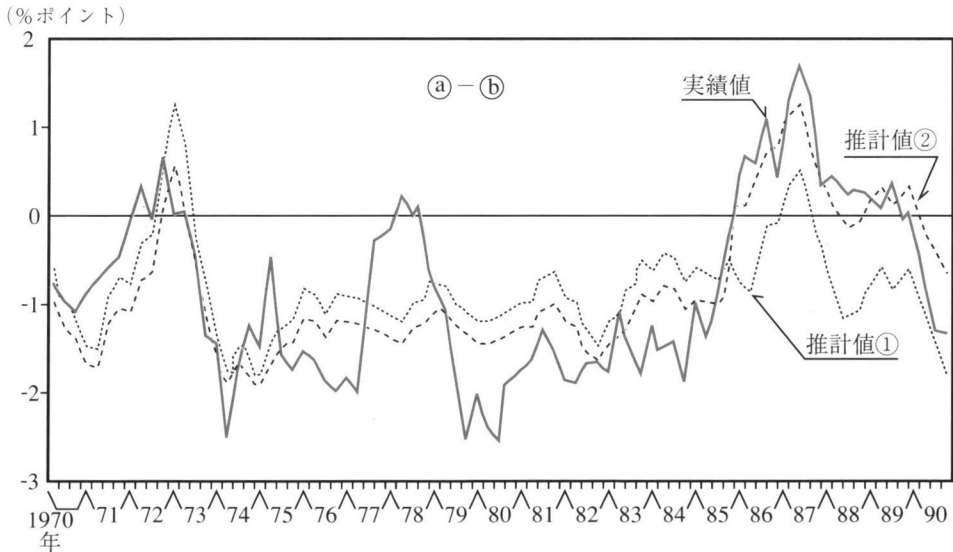
(注4) 本来、企業の資産選択は、限界的な運用利回りとコストの比較によってなされると考えられるが、限界利回りの推計が困難であることから、平均利回りである金融資産収益率で代用した。

(注5) 借入金利低水準の背景については、後記3、(1)参照。

(図表5) 金融資産の運用・調達利回り



(注) シャドー部分は金融資産収益率が長期プライムレートを上回っていることを示す。



推計値①……東証株価指数前年比（キャピタルゲイン要因の代替変数）を説明変数としたもの
(計測式)

$$\text{金融資産収益率} - \text{長期プライムレート} = -1.250 + 0.026 \times \text{東証株価指数前年比}$$

$$\bar{R}^2 = 0.29 \quad D.W. = 0.38 \quad S.E. = 0.84$$

推計値②……東証株価指数前年比と構造変化ダミー（85年第4四半期～）を説明変数としたもの
(計測式)

$$\text{金融資産収益率} - \text{長期プライムレート} = -1.482 + 0.022 \times \text{東証株価指数前年比}$$

$$1.274 \times \text{構造変化ダミー}$$

$$\bar{R}^2 = 0.58 \quad D.W. = 0.61 \quad S.E. = 0.64$$

() 内は t 値

(計測期間 70年第1四半期～90年第3四半期)

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」等

ら低下に向かっているとみることができる。ただ、直近の手元流動性比率の水準については、80年代前半以前のピーク水準を依然として大幅に上回っており、企業の手元流動性が全体としてなお潤沢であることに変わりはない（前掲図表3）。

（2）金融自由化の影響

前述のような80年代後半の金融資産収益率の相対的な高位には、この時期の株価の上昇によって特金、ファントラなどの運用利回りが上昇したことがかなりの程度影響している。そうした事情に加えて、この時期に進展した金利自由化の影響も無視し得ない。なかでも85年10月に導入された自由金利の大口定期預金は、従来の短期金融資産よりも高めの金利が設定されていたことから、金融資産収益率を高めるのに寄与したものとみられる。現に、大口定期預金での運用は、こうした金利面での優位性を反映して、導入以降漸次その最低預入単位や満期に関する規制が緩和されるにつれ大幅に増加し、最近では企業の金融資産の3割強を占めるに至っている。これらを念頭において、金融資産収益率と調達コストの格差を回帰式で推計してみると、株価の上昇がかなりの部分を説明すると同時に、大口定期預金導入時に構造変化があったことを示す結果が得られる（前掲図表5）。こうした諸点からみて、80年代後半の手元流動性

の蓄積には、自由化進展の下で金融資産の運用利回りが比較的有利であったことがその背景にあったと考えられる（注6）。

金融の自由化が企業の手元流動性に及ぼした影響は、こうした利回り面に限られない。特に大口定期預金については、収益性が高いうえ、元利が保証され、さらに比較的短期（1か月以上）から自由に満期が設定できるという性質を持つため、運用資産と決済準備資産としての性格を併せ持つ。現実には企業は余裕資金の運用のほか、大口支払のための資金の一時的な運用先としてこれを利用しており、こうした側面からも手元流動性を高める方向に作用したものとみられる。

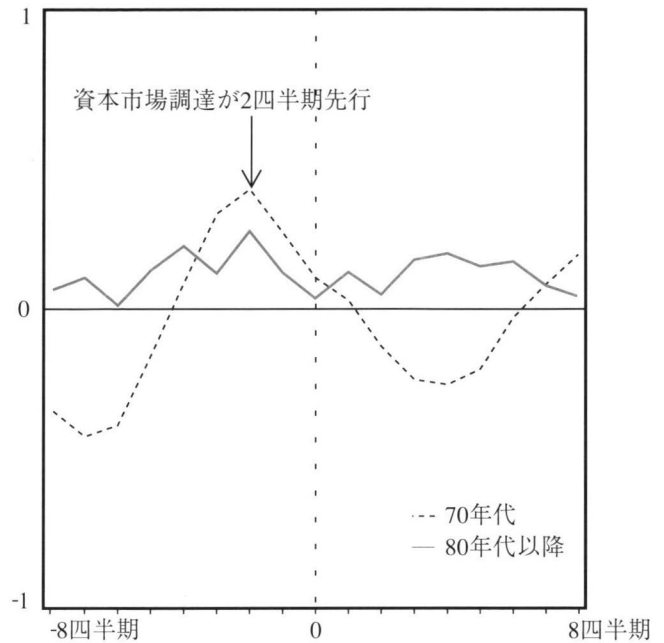
大口定期預金の金利、期間等の面での利便性の向上は、同時に、企業の資金調達と支払のタイミングに関する決定の自由度を高めていると考えられ、この点は企業の財務行動の観点から注目に値しよう。後述のように、80年代後半には、エクイティ・ファイナンスが盛行をみた。これは調達コストが低かったことが基本的背景となっているが、大口定期預金をはじめとする短期金融資産の利便性・収益性の高まりによって、企業は資金調達を設備投資などの大口資金需要の発生時期と離れて行い、資金を実際の支払時まで短期運用するという、いわば、動態的なファイナンスを行っても、この間市場金利並みの収益が得られるため、機会損失は小さくて済むように

（注6）前述のとおり、ここへきて金融資産収益率が資金調達コストを下回っているが、これには、株価の下落に伴う運用利回り低下に加え、金融機関のコスト意識の強まり等から、ひとことと比べ大口定期預金のオファー条件が厳しくなったことも影響しているものとみられる。

なったことも影響している（注7）。金融先物などの発達によって金利変動に関するリスクのヘッジが行いやすくなっていることも、こうした動的なファイナンスを容易にしているものとみられる。ちなみに、企業の資金調達額と実物投資との関係をも、近年両者の間の時間的な関係が弱まる方向にあり（図表6）、企業の資金調達行動の自由度がこの面で高まっていることを示唆している。

こうした企業の金融資産の利用面での変化は、日本銀行の「主要企業短期経済観測調査」（以下「短観」という）からもうかがえる。前述のように、企業の手元流動性比率は、80年代後半に急速に高まり、最近もなおかなりの高水準にあるが、これに対する企業の判断は従来と大きく異なっている。すなわち、80年代後半には手元流動性比率が高い伸びを示したにもかかわらず、企業の支払準備としての充足度を示すとみられる手元水準判断D.I.は従来ほどは高まっていない（注8）（図表7）。この時期の好調な景気や金融緩和感の広がりからみて、資金調達に関する先行きの不透明感がこの原因であったとは考えにくく、やはり、企業が金融自由化の進展を反映した金融資産の収益性等の向上を眺め、単に先行き支払の準備（取引動機）としてではなく、資産のポートフォリオ選択の観点から、手元流動性を厚めに保有していた証とみることができよう。

（図表6） 設備投資と資本市場調達
（時差相関係数）



（注）設備投資は実質設備投資（GNPベース）前年比。
資本市場調達は有価証券による資金調達額（資金循環勘定ベース）前年比。
（資料）経済企画庁「国民所得統計」、
日本銀行「資金循環勘定」

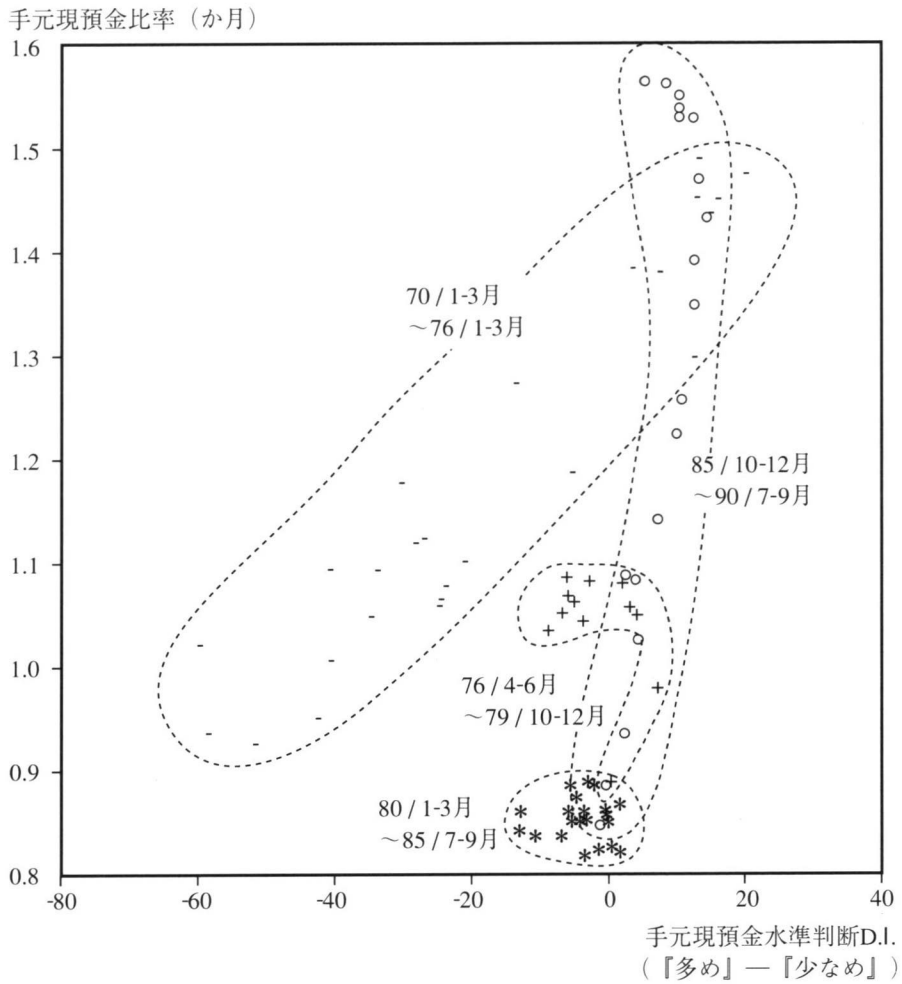
（3）市場金利との連関

金融自由化の進展の下で、企業の手元流動性が自由金利の金融資産で保有される割合が上昇するにつれ、金融資産収益率は、必然的に市場金利との連関を強めてきた。この点は、前掲図表5でも観察されるが、さらに長短市場金利と金融資産収益率との回帰分析などか

（注7）手元流動性のうち決済性預金の節約が、データ処理・通信面での技術革新によって可能となり、より収益性の高い金融資産で流動性を保有できるようになったことも、こうした動きを助長しているものとみられる。なお、決済性預金の節約の進展に関しては、日本銀行調査月報1990年10月号掲載資料「わが国の流動性預金について」参照。

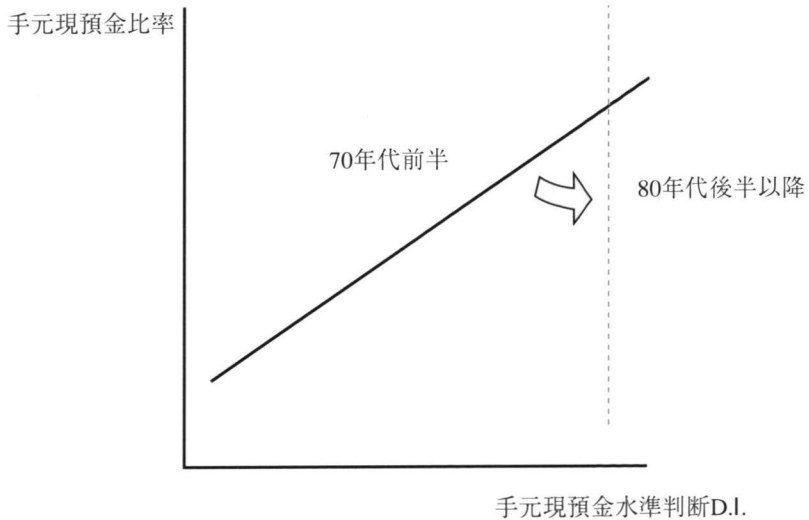
（注8）企業の手元流動性判断D.I.は、70年代後半から80年代前半にかけ、手元流動性の管理技術の進歩やインフレ期待の低下を背景に低い手元流動性比率でもそれ以前に比べ不足感に乏しい状態となっていた。

(図表7) 手元現預金と手元現預金判断D.I.



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

(概念図)



(図表8) 金融資産収益率と長短金利の関係

| 計測期間 | 説明変数 | | | | | |
|-----------------------|-----------------------|------|------|----------------------|------|------|
| | 短期金利 (コール・手形平均レート) | | | 長期金利 (利付金融債発行利回り) | | |
| | \bar{R}^2 | D.W. | S.E. | \bar{R}^2 | D.W. | S.E. |
| 70/1-3月 ~85/7-9月 | 0.32 | 0.47 | 0.61 | 0.32 | 0.45 | 0.61 |
| 70/1-3月 ~75/10-12月 | 0.44 | 1.19 | 0.42 | 0.33 | 1.12 | 0.46 |
| 76/1-3月 ~80/10-12月 | 0.42 | 0.75 | 0.51 | 0.60 | 0.97 | 0.42 |
| 81/1-3月 ~85/7-9月 | 0.30 | 1.59 | 0.29 | 0.45 | 1.80 | 0.26 |
| 85/10-12月 ~90/7-9月 | 0.89 | 2.72 | 0.19 | 0.88 | 2.68 | 0.19 |

(注) 金融資産収益率 (y) を長期・短期金利 (x) でそれぞれ回帰、ラグはシラー・ラグを使用。

$$\text{計測式: } y_t = \alpha_0 + \sum_{i=0}^7 \beta_i x_{t-i} + \varepsilon_t$$

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、
日本銀行「経済統計月報」

らも確認できることである(図表8)。同時に、前項で述べたエクイティ・ファイナンスの機動的な実行などにより、企業の資金調達に関するアヴェイラビリティ制約も、趨勢としては小さくなってきているとみられる。このような資金運用・調達両面での変化は、設備投資などの実物投資(注9)に対する金利変動の影響経路を拡げるものであろう。これは、趨勢としては資金の量的制約が弱まる一方で、金融資産投資の効率性が高まることに伴い、実物資産収益率と比較する機会費用として金融資産の収益率がより重要な意味をもつようになると考えられるからである。

この間、手元流動性が市場金利並みの収益率を保証するからといって、インフレ期待が盛上るといった場合に、財への支出が十分

制限され、インフレを遮断するように作用するとは限らない点には留意しておく必要がある。もちろん、市場金利がインフレ期待の上振れに十分反応し、かつ金融投資の利回りもこれに速やかに感応し上昇する場合には、上昇しにくい場合に比べ、インフレ遮断効果が相対的に大きいとはいえるであろう。しかしながら、金融自由化によって企業のもつ金融資産の流動化の余地は高まっているため、個々の企業の目からみれば財支出に用いやすくなっている側面も無視できない。そうした下でインフレ期待が盛上がる場合は、企業の財購入に振向けられるスピードは早くなっている可能性がある。このような点からみれば、金融自由化の進展の下でもインフレ防止の観点から、手元流動性の動向は常に注視しておくことが必要である。ただ、その評価にあたっては、従来にも増して金利の動向やインフレ期待もあわせてみていくことが重要である。

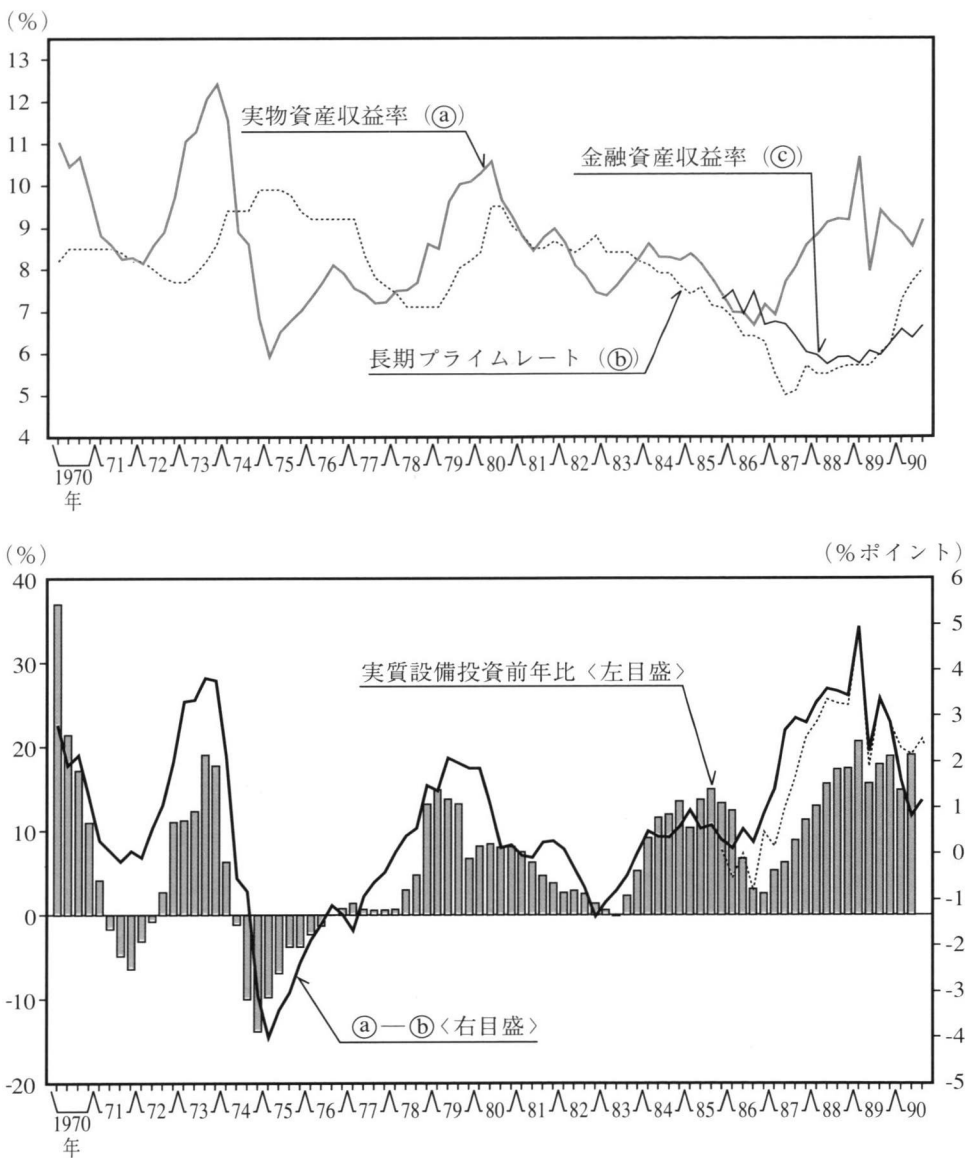
3. 設備投資拡大の金融的側面

(1) 設備投資と金利

企業の設備投資は、1980年代後半に拡大傾向を明らかにして以来、最近に至っても引続き堅調に推移している。これを企業金融面からみると、実物投資の収益率が資金調達コストを大きく上回ってきたことが基本的背景となっている。ちなみに、実物資産収益率と長期プライムレートを比べると、80年代後半の両者の格差はかつてない程大きく、89年末頃以降金利全般が上昇するなかで、両者の格差は縮小したが、最近でも依然80年代前半までの設備投資拡大局面に並ぶ程度の水準を保つ

(注9) 近年の実物投資の動向のうち在庫投資については、日本銀行調査月報1990年6月号掲載論文「在庫投資の構造変化を巡って」参照。

(図表9) 実物資産のネット収益率と設備投資



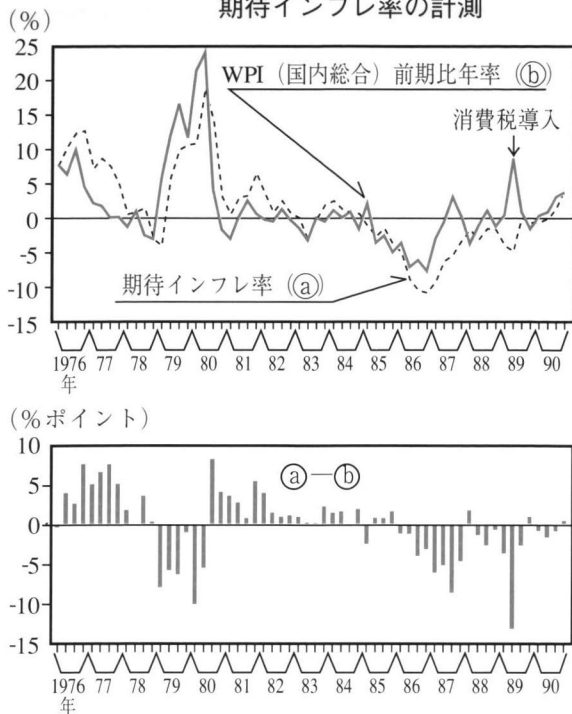
(注) 下図の点線部分は実物資産収益率 (a) - 金融資産収益率 (c)。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、
 経済企画庁「国民所得統計」

ている (図表9)。

両者のうち実物資産収益率の上昇については、研究開発投資の奏功や製品の高付加価値化など資本の生産性の上昇を反映したものであり、最近の設備投資拡大は、将来の競争力強化をも視野に入れた実物資産サイドの要因に支えられた腰の強いものであると考えられ

る (注10)。一方、借入金利が低水準であったことも、特に80年代後半については、実物資産収益率との格差拡大の要因であった。これに関しては、もちろんこの間の金融緩和を反映したものであるが、同時にその背景にはインフレ期待の落ち着きがあったとみられる (注11)。その後、89年末頃から長期金利は上昇したが、

(図表10) カールソン・パーキン法に基づく
期待インフレ率の計測



(注) 期待インフレ率は、製商品価格判断D.I. (主要短観ベース、先行き) および製造業産出物価指数をもとに計測 (計測期間: 76/1~3月-90/10~12月)。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

これは製品・労働需給の一段のタイト化等を背景にインフレ期待が上昇に向かったことを反映したものと考えられる。この点は、「短観」の製商品価格判断D.I. が上昇幅を拡大してきたことでも裏付けられるところである。ただし、インフレ期待は過去の物価のパフォーマンスに影響される傾向が強い点(注12)には十分留意しておく必要がある。

こうしたなかであって、資金調達コストに加えて金融資産収益率が、実物資産収益率と対比される機会費用として、企業の設備投資に影響するようになってきたとみられる点が、近年の特徴の一つである。すなわち、企業の設備投資は、上記のように基本的には引続き実物資産収益率と資金調達コストとの格差に沿った動きとなっているが、より子細にみると、80年代後半については、設備投資はこの格差に比べ幾分低めの伸びにとどまっている。前述のようにこの時期は金融資産収益率が資金調達コストを上回っていた局面に対応しており(前掲図表5)、こうした金融資産収益率の相対的な高位が、手元流動性蓄積のインセンティブを強めるとともに、設備投資を抑制する方向に作用した面があったと考えられる。ちなみに、80年代後半について、借入金利にかえて金融資産収益率を実物資産収益率と対比させると、設備投資はこの両者の格差により沿った動きを示している(前掲図表9)。

(2) 設備投資とエクイティ・ファイナンス

80年代後半にはエクイティ・ファイナンスが盛行をみた。そこで、これが調達コストの低下を通じ設備投資を刺激した可能性について若干の検討を加えてみよう。資本市場調達と設備投資の推移をみると、80年代には、両者は概ね平行な動きを示していたが、

(注10) 前掲日本銀行調査月報掲載論文「近年における研究開発の活発化とその影響について」参照。

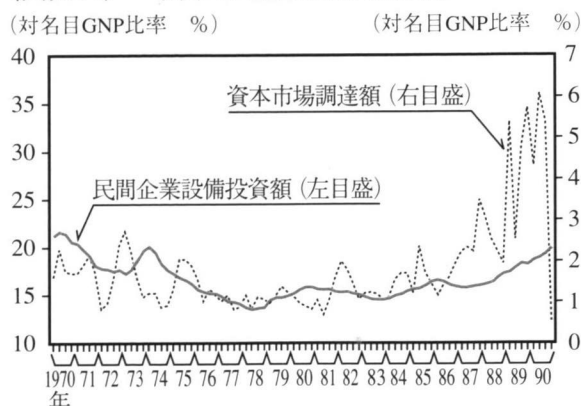
(注11) この時期の長期金利の安定については、日本銀行調査月報1988年11月号掲載論文「最近の長期債流通利回りの動向とその背景」参照。

(注12) ちなみに、70年代後半以降の「短観」の価格判断D.I. をベースにカールソン・パーキン法により期待インフレ率を計測し、これと現実のインフレ率を比べると、期待インフレ率は現実の物価に遅行する傾向があること、特に物価安定が続いたあとの上昇局面では、遅行の程度が大きいことがうかがわれる(図表10)。この点、インフレ期待の膨張によるインフレの現実化を避ける観点からは望ましいともいえるが、他方市場金利の上昇が遅ればこれを通じる景気抑制効果の発現も遅れがちであることを意味している。

88年、89年については資本市場調達額が設備投資を、従来の関係に比べ、大幅に上回っている（図表11）。この現象の裏では、第1章でみたように手元流動性が大幅に積み増されたのである。すなわち、この時期に大企業を中心にみられたエクイティ・ファイナンスについては、設備投資を直ちに刺激したというよりも、資金的には主に手元流動性の蓄積（注13）に、財務面では一部が自己資本比率の向上につながったかたちとなっている。この背景としては、設備投資自体が長期的需要見通しから離れて行われないため、この面からおのずとある程度の制約が存在した可能性、あるいは株価益回りが長期的にみた金利との関係を下回る状態にあったため（図表12）、企業サイドでは設備投資採算の割引要因としてこの低コストを十分には織込まず、当面財務体質を強化する方向を選択した可能性が考えられよう。そして、第2章でふれたように、大口定期預金導入などの金融自由化によって動的なファイナンスが容易になっていたことも、こうした企業行動を可能にした要因であろう。

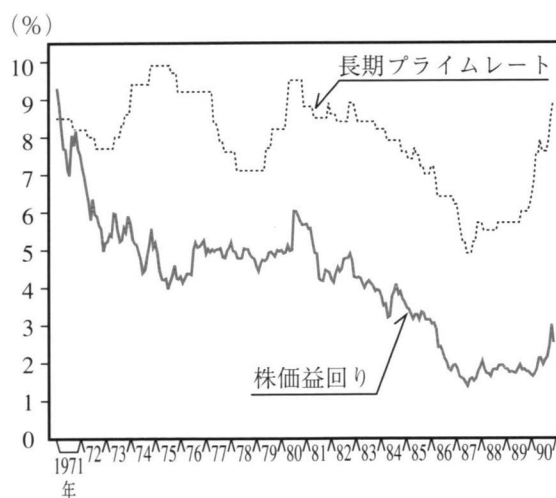
翻って最近の情勢をみれば、設備投資が引続き堅調に推移する中で、これが部分的に手元流動性の取崩しで賄われ始めている。この背景としては、実物投資の収益率が依然高くなかで、市場金利の上昇に比して有価証券運用利回りの上昇幅が小さいことから、金融資産収益率に比べ調達金利が高めに推移しており、そうした状況では、新規調達に比べ手元取崩しが企業にとって合理的となっている点が指摘できよう。この間、エクイティ・ファ

（図表11） 資本市場調達と設備投資



（資料）経済企画庁「国民所得統計」、
日本銀行「資金循環勘定」

（図表12） 長期金利と株価益回り



（注）株価益回りは東証第1部上場企業ベース。
（資料）東京証券取引所「東証統計月報」等

イナンスについては、株価の下落を反映して不活発であるが、88年、89年における大規模なファイナンスと手元流動性の蓄積にかんがみれば、最近はまさに動的なファイナンス資金の利用過程に入っているとの評価が可能である。

（注13）株価の上昇は、エクイティ・ファイナンスのコストの低下と特金、ファントラといった株式関連の金融資産の利回り上昇の両面から、金融資産蓄積のインセンティブを高めたものとみられる。

結びに代えて

1980年代後半に加速した金融自由化は、折からの金融緩和と相まって、実物・金融投資両面での活発化や金融資産保有の形態・動機の変化など、企業金融面で85年以前とは異なった展開をもたらした。このうちいくつかの展開は、89年央以降最近に至る金利上昇期においても、引き続きみられるものである。第1に、金融自由化の進展に伴い、手元流動性にかかる収益率が市場金利との連動を強めている点である。第2に、手元流動性の収益性と利便性が高まり、これにつれ流動性保有についてはポートフォリオ選択の要素が強まっている点である。第3に、これと同時に、実物投資、手元流動性、資金調達の量的な相互関係は、短期的にはより複雑になってきている点が指摘できる。こうした変化は、必ずしも金融環境の変化が実体経済に及ぼす影響が小さくなっているということの意味するわけではない。むしろ、金利の変化が金融資産収益率に反映し、これと実物資産収益率との比較・判断が企業経営上、重要性を増すという意味で、企業の実物投資に対する金利の影響経路を拡げるものと考えられる。

これらの点を最近の企業金融の展開に照らしてみれば、80年代後半には企業の実物・金融投資がともに活発化したが、これには、実物資産収益率が実体経済要因から高かったことに加え、金融緩和の下で調達金利が低位にある一方、金融自由化の急速な展開や株価上昇を反映して、金融資産収益率は過去の同様な局面に比べ相対的に高めで推移したという点が重要な役割を果たした。89年末以後は、市場金利の上昇、株価下落等を受け、調達金利が運用利回りを上回って上昇するという状況となった。これを受けて、借入れの伸びが鈍化

し、手元流動性も依然高い水準にあるものの頭打ち傾向を示してきている。その一方で、実物資産収益率は引き続き高いため、調達コストの上昇により両者の格差は、ひとところより縮小したとはいえ、依然従来の設備投資拡大局面並みの水準を確保しており、そうした中で設備投資は引き続き堅調に推移している。こうした点からみれば、最近の手元流動性の伸び悩みは、その水準自体の高さ、各種収益率と金利の関係等からみて、基本的には、堅調な設備投資と、これに必要な資金を金利上昇の下で賄う動きを反映したものとみることができる。

このように手元流動性や資金調達は、その量が一義的に実体経済活動に対応しているのではなく、各種資産収益率や金利に応じ決まっているとみるべきであろう。もとより、金利等の動向には、インフレや実体経済の状況、さらにはそれらに関する予想も重要な役割を果たしている。こうした状況下、金融政策の運営に際しては、金融の量的指標にあわせて、各種金利や資産収益率の動向を、物価や実体経済の動きと照らしつつ、的確に判断していくことが一層重要となっていると考えられる。

実物投資と企業金融が、各種収益率と金利の変化に応じ展開する状況の下で、金融政策が所期の目的を達成するためには、中央銀行の政策意図が企業の資金運用・調達がなされる金融市場に的確に伝達されることが不可欠である。金融市場の機能を高め、企業を含め市場参加者の金利観が正しく金利形成に反映されるようにすることは、この点からも重要な意義をもっている。日本銀行としては、こうした観点をも踏まえ、金融市場の一層の整備・拡充に向けて不断の努力を払っていく所存である。

(調査統計局)