

1980年代以降の企業のバランスシートの変化について

はじめに

1980年代には、経済の安定成長への移行や金融市場の自由化に伴う企業、特に大企業製造業の資金調達の構造的な変化（銀行から資本市場調達へのシフト）に加え、資産価格の大幅な変動の影響もあって、銀行の資産内容に大きな変化が生じた。すなわち、大企業の銀行離れに伴う貸出の伸び悩みや、資本市場との競争激化による利鞘の縮小をカバーするため、銀行は、資本市場へのアクセスが限られており、比較的厚目の利鞘を確保することのできる中小企業や不動産業等向けの貸出態度を積極化させた。しかし、こうした中小企業・不動産業等向けの貸出については、大企業向けとの対比でみれば厚目といっても、リスクに見合った利鞘は確保できていなかった可能性が高く、資産価格の下落に伴うリスクの顕現化により、結果として多量の不良債権が発生した。

本稿は、こうした銀行行動の変化の背後にあった企業金融の変化を、企業サイドのデータから裏付けることを1つの目的として、1980年代以降の企業のバランスシートの変化をサーベイしたものである。

本稿の分析から得られる結論を予め要約すれば、以下のとおりである。

1. 1970年代後半以降、経済の安定成長化や金融の自由化といった構造変化を背景に、主として大企業（注1）製造業において、資金不足の減少とそれに伴う外部資金依存度の低下、外部資金に占める借入金比率の低下といった、企業金融の構造的変化が生じた。こうした動きは大企業製造業の「銀行離れ」を促進したため、銀行は貸出対象を中小企業へとシフトした。この結果、中小企業等の借入れのアベイラビリティは大幅に向上し、特に、いわゆる経済のサービス化等を背景に比較的資金需要が堅調であった中小企業非製造業では、資金調達に占める借入金シェア上昇や、借入金に占める長期借入金比率の上昇が生じた。
2. 1980年代後半以降の資産価格の急騰期には企業行動も大きな影響を受けた。すなわち、低金利が続く中での株価上昇を背景として、大企業製造業や銀行を中心にエクイティ・ファイナンスが活発化した。エクイティ・ファイナンスにより調達された資金の相当部分は、再び株式市場へ流入した。また、中小企業（特に非製造業）や不動産業では（注2）、地価急騰に伴い土地投資需要が大

（注1）本稿では、資本金10億円以上の企業を「大企業」、資本金10億円未満の企業を「中小企業」として分析する。

（注2）本稿の分析では、資産価格変動の影響を大きく受けられていると考えられる不動産業を他の非製造業と分けて分析している。

幅に増加したが、前述した銀行の中小企業等に対する貸出態度の積極化もあって、こうした土地投資の大半は借入れによりファイナンスされた。中小企業等の借入れによる土地投資の増加は、一段の地価上昇を惹き起こし、その結果土地の担保価値が増加したため、中小企業等の資金のオペラビリティ制約は一層緩和され、借入れによる土地投資がさらに促進された。

3. 1980年代後半には、企業の設備投資も顕著に増加した。このうち、中小企業等の設備投資は、1980年代前半から緩やかに回復が始まっており、これには前述した資金のオペラビリティ制約が影響していたものとみられる。一方、1988年頃から生じた大企業製造業の設備投資拡大については、エクイティ・ファイナンスにより調達した資金を、企業が表面的なクーポンレートのみで「低コスト」と評価していたため、結果としてみれば、過剰な投資が行われた可能性が高い。

4. 1990年代入り後の株価の下落は、大企業のエクイティ・ファイナンスの継続を困難にするとともに、株式を含む企業の資産価値を下落させた。また、地価の下落は、株式の場合と同様に、企業保有の資産価値を下

落させるとともに、主に借入れによって土地投資を行ってきた中小企業非製造業（除く不動産業）、不動産業では、バランスシートの悪化を惹き起こした（注3）。

1. 企業金融を巡る構造変化

（1）企業金融の構造変化の背景

①企業の資金不足構造の変化

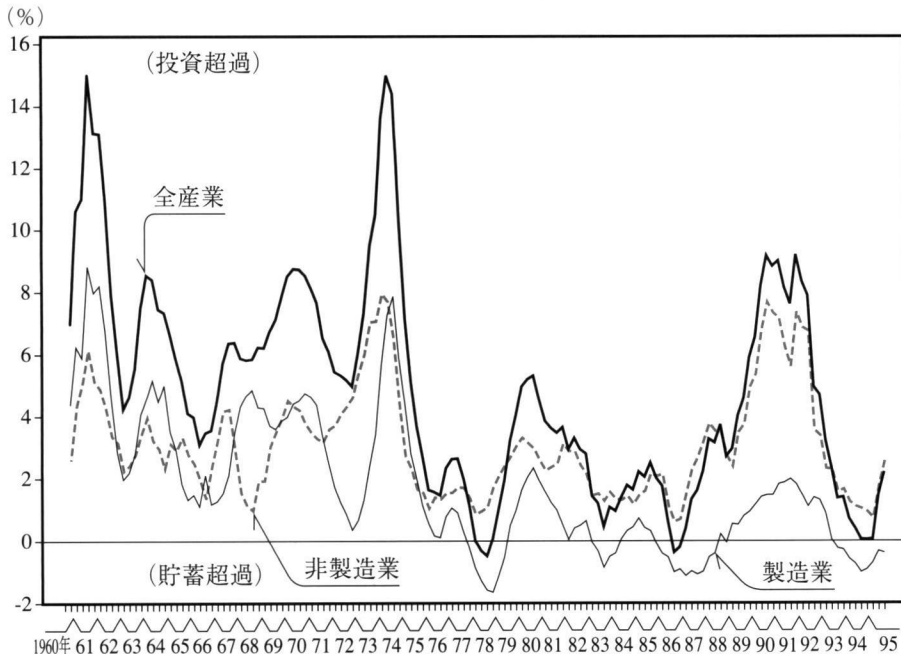
長期的にみると、企業金融の構造的変化の最大の要因としては、わが国経済の安定成長への移行に伴い、長期平均的にみた企業の資金調達規模（対名目GDP比率）が、1960年代から1970年代前半頃の高度成長期と比べ大きく低下したことが挙げられる。ただ、1980年代後半以降、非製造業の資金不足が若干拡大している（図表1）が、これは後にみるように資産価格上昇の影響が特に非製造業に大きかったという循環的な側面と同時に、いわゆる「経済のサービス化」という構造的な変化を反映している部分も無視できないものとみられる。

②金融自由化の進展

企業の海外資本市場での資金調達は、1970年代前半から段階的に解禁となってきたが（1973年：国外での資金使途に限り海外での債券発行解禁、1974年：国内での資金使途においても海外での債券発行解禁）、特に1980年の外国為替および外国貿易管理法改正による「内外証券投資の原

（注3）なお、いわゆる資産インフレ期には大企業が子会社、関係会社等を設立し、それらを通じて土地投資を行うという行動が広範にみられたが、本稿の分析ではこれら子会社等は中小企業に分類されている。こうした子会社等の借入れに対しては大企業が債務保証等の信用補完を行っている場合が多いことを考え併せると、大企業についても当該会社等を合わせた連結決算ベースでの実質的なマイナスインパクトは、表面的なバランスシートの傷みを上回っている可能性がある点には留意が必要である。

(図表1) 貯蓄投資差額
(法人季報ベース、対名目GDP比率)



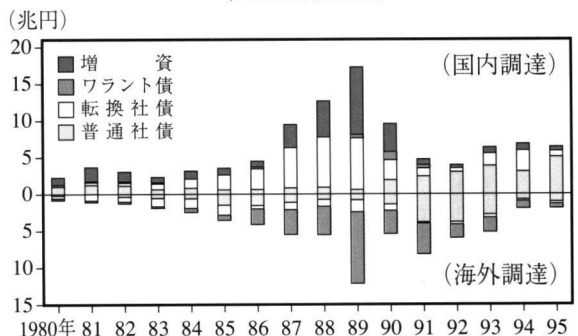
(注) 1. 投資=有形固定資産(含む土地)増減額+棚御資産増減額+減価償却費
 2. 貯蓄=剰余金増減額+引当金増減額(1975年以降)+減価償却費
 3. 計数はいずれも季節調整済み、後方3期移動平均。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」

則自由化」を契機とした一連の規制緩和措置により、海外市場での資金調達に対する制約が緩和されたため、国内市場に比べて少ない規制、安い発行コストといった海外での起債のメリットを享受しようと、企業の海外市場での資金調達が次第に増加した(図表2)。また、こうした海外での資金調達の増加に伴って、国内資本市場の空洞化を危惧する声や、空洞化を防ぐため国内市場の規制緩和を求める声が増加し、国内資本市場についても徐々に規制緩和が進められた。

この結果、企業、特に大企業の資金調達の自由度が拡大したため、後に詳しくみるように、大企業の資金調達は、金融機関借入れから内外資本市場での直接調達へ大きくシフトした。大

企業の資金調達のシフトは、金融機関、特に銀行からみれば、従来の主要な貸出先の喪失を意味する。銀行は、こうした事態に対し、それま

(図表2) 資本市場調達
(全国上場企業)



(資料) 東京証券取引所「証券統計年報」

であり取引のなかった中小企業等への貸出を積極化することで、貸出ボリュームの減少をカバーしようとしたものとみられ、この結果、中小企業等の借入れのアベイラビリティは、従来に比べ大幅に向上したものと推察される（この点は、後で中小企業等の借入れの動向をみることで、ある程度計数的に裏付けられる）。

さらに、1980年代後半からは預金金利の自由化が進展し、銀行の資金調達コストの上昇・利鞘の縮小をもたらした。この結果銀行には、収益確保という面からも、比較的利鞘の大きい中小企業等向け貸出を増加させるインセンティブが生じたものと考えられる。

（2）企業のバランスシートの構造変化

以上のような企業金融を巡る環境変化を背景に、1980年代以降、企業の資金調達構造には大きな変化が生じた。以下では、こうした企業のバランスシートの構造変化を、大企業製造業、同非製造業、中小企業に分けて検討する。

①大企業製造業

1980年代以降の大企業製造業の資金調達構造の変化で特徴的なのは、内部資金依存度の上昇・外部資金調達の減少と、外部資金調達に占める借入金の減少であろう。例えば、1980年度と1994年度の大企業製造業のバランスシート（法人企業統計年報ベース、以下同じ）を比較すると、「負債」のシェアは77.9%から59.7%に低下、うち借入金（短期・長期計）は31.0%から16.9%へと低下している（付表1-1、ちなみ

に1989年度には同15.0%まで低下）。

こうした大きな変化が生じたのは、1980年代以前には、企業は様々な制約により本来望ましいと考える資金調達構造をとることが困難であったのに対し、1980年代以降は、外部資金需要が減少したことに加え、金融自由化の進展により資金調達手段の自由度も増したため、そうした困難が解消したことが背景となっている。

②大企業非製造業

非製造業の場合、既にみたように、資金不足（貯蓄投資差額）はむしろ1990年頃までは増加傾向を示している。また、非製造業に関しては、製造業に比べて自己資本比率の水準が著しく低いため、大企業といっても、依然資本市場へのアクセスは製造業の場合に比べ限られている（注4）。このため、1980年代以降の資金調達構造にも、製造業の場合のような大きな変化は窺われない（付表1-2、ただし、不動産業については資産価格変動の影響が極端に大きいため、ここでは非製造業から除外している）。

③中小企業

まず銀行部門の企業規模別貸出構成比の動向をみると、1980年代以降明らかに大企業向けが減少し、中小企業向けが増加していることが分かる。中小企業向けのシェアの増加傾向は特に都市銀行において顕著である（図表3）。一方、これを中小企業のバランスシートでみると、製造業・非製造業（除く不動産業）ともに借入れのシェア増加が観察される（付表1-4、1-5）。

（注4）非製造業に分類されるリース会社に対し社債発行の制限があることも、非製造業の社債調達が少ない原因の1つと考えられる。すなわち、リース会社の社債発行については出資法の制限により社債で調達した資金使途がリース資産の購入に制限されており、他社への貸付金としては使用できないため、社債発行額が少ないと考えられる。

(図表3) 企業規模別貸出構成比

		1980年末	85年末	90年末	94年末
全国銀行	大企業	33.3	30.0	21.7	23.0
	中小企業	66.7	70.0	78.3	77.0
都市銀行	大企業	41.2	34.8	20.9	22.9
	中小企業	58.8	65.2	79.1	77.1
長期信用銀行	大企業	61.2	57.5	47.8	46.5
	中小企業	38.8	42.5	52.2	53.5
信託銀行	大企業	63.3	46.5	42.4	43.2
	中小企業	36.7	53.5	57.6	56.8
地方銀行	大企業	19.6	18.6	12.8	15.6
	中小企業	80.4	81.4	87.2	84.4
地方銀行Ⅱ	大企業	n.a.	n.a.	4.3	5.2
	中小企業	n.a.	n.a.	95.7	94.8

(注) 1. 国内店銀行勘定末残ベース。1994年末は当座貸越を含む。

2. 大企業は、資本金10億円以上、中小企業は10億円未満。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

特に、主として設備投資資金（不動産投資資金を含む）と考えられる長期借入金のシェア増加が顕著である。例えば、1980年度と1994年度を比較すると、借入金のシェアは製造業で30.3%から41.1%へ（うち長期借入金は16.5%から25.7%）、非製造業（除く不動産業）で32.4%から43.0%へ（同15.2%から24.9%）と、大きく増加している。こうした借入れの増加で調達された資金が、少なくとも当初の段階においては、主として設備投資に用いられたことは、いわゆる資産インフレ期以前の1980年代前半において

も、中小企業の設備投資が緩やかに増加していることから推察されよう（付表2-4、2-5）。

2. 資産インフレと企業のバランスシート

1980年代後半には、株価・地価を中心に資産価格全般の急激な上昇（いわゆる資産インフレ）が発生し、企業行動全般に大きな影響を与えた。資産インフレは、様々な要因が複合的に働くことで発生したものと考えられるが（注5）、以下でみるように、当時の企業金融の構造の中に、資産インフレを増殖させるメカニズムがいくつかあったことは指摘できよう。

(1) エクイティ・ファイナンスの盛行と企業の株式投資

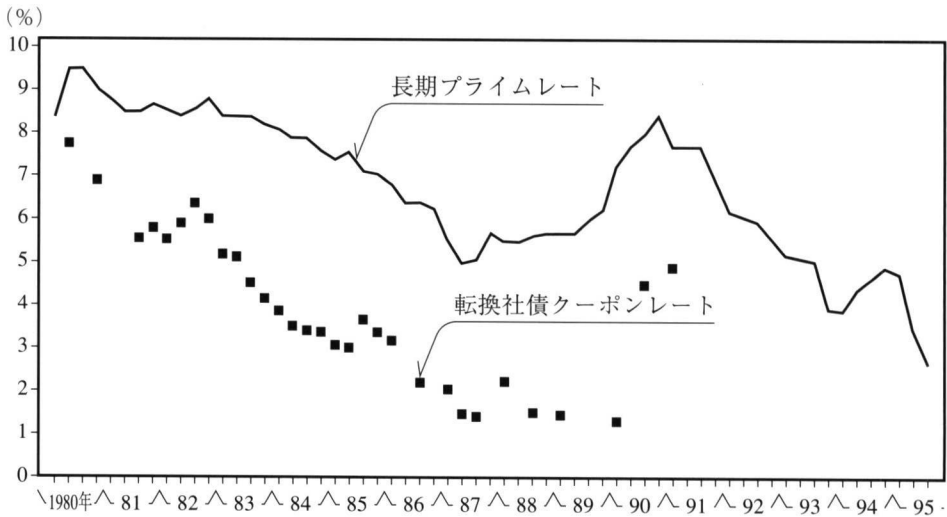
株価の大幅な上昇や、その結果生じた株価の継続的上昇期待は、転換社債、ワラント債の持つオプション部分の価値を増加させ、これらの表面的な（クーポンレートでみた）発行コストは著しく低下した（後掲図表4）。また、当時の企業経営者は、転換社債、ワラント債のこうした表面的な発行コストのみを実際のコストと認識していた可能性が高い（注6）（後掲図表5（注7））。このため、1980年代後半には、企業、特にこれら債券を発行しやすい大企業製造業を主体に、本来の資金不足額を大幅に上回る資金調達が実

(注5) 資産価格高騰の要因とその国際比較については、Shigemi (1995) 参照。

(注6) エクイティ・ファイナンスの会計処理自体が、資金調達企業の資金コスト意識に過誤を生じさせる仕組みを内包していたことも指摘されている。詳しくは、補論1参照。

(注7) エクイティ債の資本コストを考える上では、普通社債発行時と同様にクーポンレートと発行費用を考慮するほかに、株式発行によるコストも考慮しなければならない。後掲図表5をみると、当時企業は株式発行のコストを主として「配当+発行費用」とだけ認識しており、投機家の期待する収益率を考慮に入れていなかったため、企業には他の代替的な資金調達手段に比べ株式（また、その取得権が付与されたエクイティ債）の資本コストは安価であるとの認識が生まれたものと考えられる。資本コストの概念等については日本銀行（1995）参照。

(図表4) 転換社債クーポンレートと長期プライムレート



(注) 1. 転換社債クーポンレートについては、1988年第3四半期以前は6年物最低クーポンレート（月中）の四半期平均。1988年第4四半期以降は6年物AA格最低クーポンレート（月中）の四半期平均。

2. 長期プライムレートは、月末値の四半期平均。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」、日本銀行「経済統計月報」

(図表5) 企業経営者の増資資金の資金コストの算出方法

	回答数	構成比(%)
発行費用と配当金増加額を発行額で割る。	219	69.1
上記に加えて株式持合いに伴うコストを加味する。	90	28.4
株主にとって期待収益率を株式資金のコストと考え、配当利回りに配当支払額の増加率を加算した値とする。	4	1.3
株主にとっての期待収益率を株式資金のコストと考え、リスクの無い確定収益率にリスク・プレミアムを加えて算出する。	0	0.0
その他	4	1.3
合計	317	100.0

(資料) 伊藤邦雄「日本型企業システムのもう一つの特徴—競争力と収益性のパラドクス」

は、後にみるように設備投資資金としても用いられたが、その相当部分は株式を中心とする金融資産投資に向かったものとみられる（付表2-1）。なお、この時期には企業部門全体としてみても相当規模の株式投資が行われたが、株式投資の増加は特に大企業製造業で顕著であり、企業の株式投資増加の主因はやはり大企業製造業を中心としたエクイティ・ファイナンス資金であったものと考えられる。このようにエクイティ・ファイナンスで調達された資金の多くが株式投資に向けられた背景については、以下のような要因が指摘できよう。

施された（付表2-1、図表6（注8））。

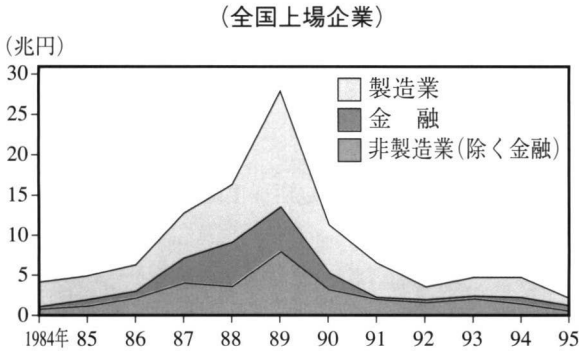
こうして調達された「低コスト資金」の一部

①非製造業の収益成長期待の盛り上がり

円高に伴う輸出の減少等により、輸出関連先

(注8) この時期のエクイティ・ファイナンスによる資金調達の急増は、主として製造業と金融業（その大半は銀行業）によるものである。

(図表6) エクイティ・ファイナンス業種別調達額



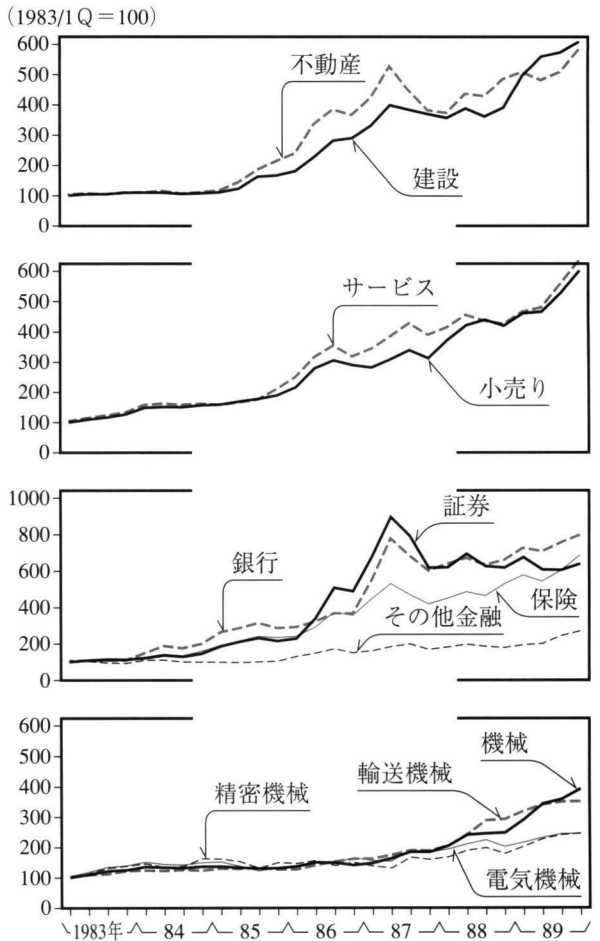
(注) 1. エクイティ・ファイナンスは、増資(国内)、転換社債(国内+海外)、新株引受権付社債(国内+海外)の合計。
 2. 金融は、銀行業、証券業、保険業、その他金融業の合計。
 (資料) 東京証券取引所「証券統計年報」

を中心に製造業の収益悪化が懸念されていた一方、非製造業の収益については、「経済のサービス化」や「東京の国際金融センター化」といった構造変化への期待や、金利低下・政府の内需振興策の影響もあって、むしろ成長期待が次第に盛り上がりつつあった。また、こうした状況を背景に生じた「地価上昇」も、不動産・建設投資を活発化させるとともに、関連業種の収益増加期待を一段と高めたものとみられる。こうした収益成長期待を反映して、非製造業の株価が急上昇した。東証1部の業種別株価指数をみると(図表7)、不動産、建設が1985年の第2四半期以降、小売り、サービスも1986年の第1四半期以降、また、銀行、証券については1984年第4四半期以降急上昇している。一方、輸出関連業種の株価指数をみると、金融緩和(1986年1月)措置以降も1987年半ば頃まで株価の上昇

はほとんどみられなかった。

こうした状況のもとで、大企業製造業はエクイティ・ファイナンスで調達した資金を、自らの設備投資等に向けるよりも高い収益率の期待される、非製造業を中心とした株式の取得に用いることを選択したものと考えられる(注9)。

(図表7) 業種別株価指数の推移



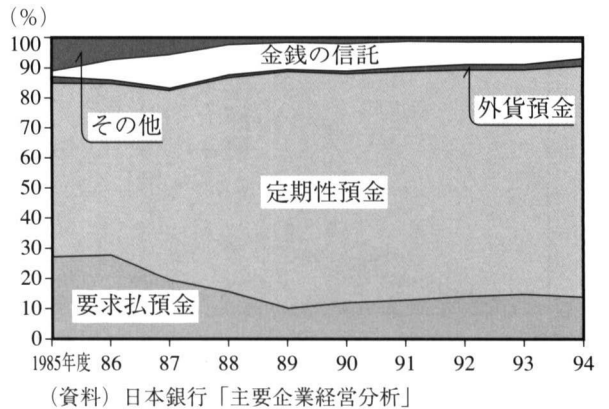
(注) 東証1部業種別株価指数の月中平均の四半期平均。
 (資料) 東京証券取引所「東証統計月報」

(注9) なお、本稿で用いたデータは連結ベースではないため、ここで言う「株式の取得」には、純粋な金融資産運用としての市場からの株式の購入のほかに、当時盛んに行われた「経営多角化」を目的とする非製造業等の子会社設立や、円高に対応した海外直接投資に伴う株式の保有も含まれている点には留意が必要であろう。また、1987年以降は、製造業の株価も緩やかに上昇していく中で大量のエクイティ・ファイナンスが実施されたことを勘案すると、この時期以降については大企業製造業は自社以外の製造業株式への投資も積極的に行ったと考えられる。

②特定金銭信託、ファンドトラストを通じた資金流入の増加（いわゆる「簿価分離」の利点）
 特定金銭信託（以下特金）における運用資産として有価証券を保有した場合、それ以前に保有していた同一銘柄の有価証券とは別に経理処理できるため、以前から保有している株式の含み益が大きい場合でも、その含み益を温存して新たに株式投資ができるという利点がある（もし低価法、あるいは平均法で有価証券を評価しなければならないとすると、新たに同一銘柄の株式を購入した時点で保有株式の再評価を行わねばなくなり、その場合、再評価値と取得原価の差額は利益として損益計算書に計上され、課税対象となる）。また、運用銘柄指定の有無といった違いはあるものの、ファンドトラスト（以下ファントラ）にも同様の利点がある。こうした税制上のメリットは、株式投資の税引き後収益率を上昇させ、企業の株式投資に対するより強いインセンティブを生じさせたものとみられる。

実際、1985年度には企業保有の預金総額に占める「金銭の信託（特金、ファントラを含む）」の割合は2.4%に過ぎなかったが、1987年度には10.8%と急速に上昇している（図表8、データ出所の『主要企業経営分析』統計では、特金、ファントラは預金に含まれている）。また、この間の主体別株式保有状況をみると、1984年度以降、金融機関の保有株比率が上昇しており、特に銀行・信託銀行の保有株比率（注10）の上昇が目立つ（図表9）が、その大部分は特金、ファン

（図表8） 法人預金の内訳



トラを通じた企業の株式投資を反映しているものと考えられる（注11）。

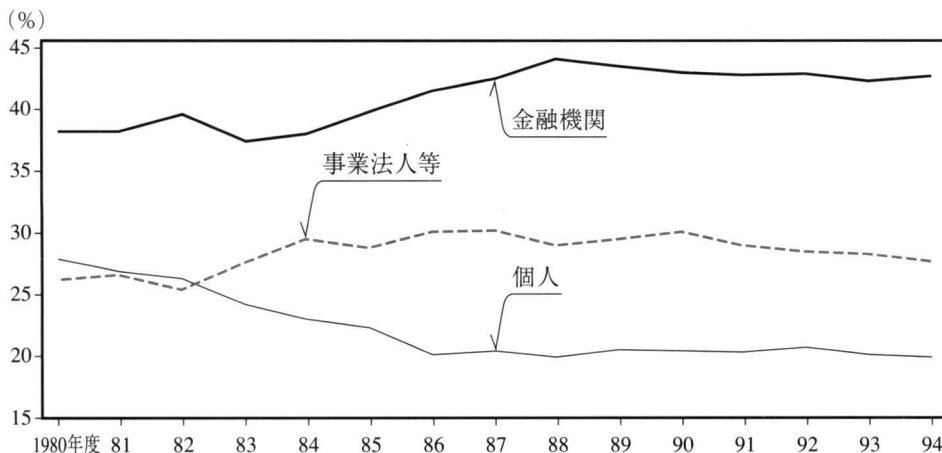
こうした、エクイティ・ファイナンス資金を用いた企業（特に大企業製造業）の株式投資の増加が、非製造業を中心に株価を押し上げ、それが「平均株価」の上昇を通じて「全般的な」株価上昇期待を一段と強めて、企業のエクイティ・ファイナンスを一層容易にするという形で、スパイラル的な株価上昇過程が生じた可能性は否定できない。無論、合理的に考えれば、こうした現象は矛盾を含んでいる。端的に言えば「大企業製造業には高い株価上昇期待に見合う投資機会はない」ことに市場が気付いた段階で、（仮に「平均株価」は上昇していたとしても）これら企業の株価上昇期待は消滅し、エクイティ・ファイナンスは困難化するはずである。あるいは、企業の側からみても、「低コスト」のワラント債・転換社債発行を可能にしている市場の高い株価上昇期待が示す「資本コスト（注12）」

（注10）株式分布状況調査においては、特金、ファントラを通じた株式投資はすべて「銀行・信託銀行」の保有株の増加として現れる。

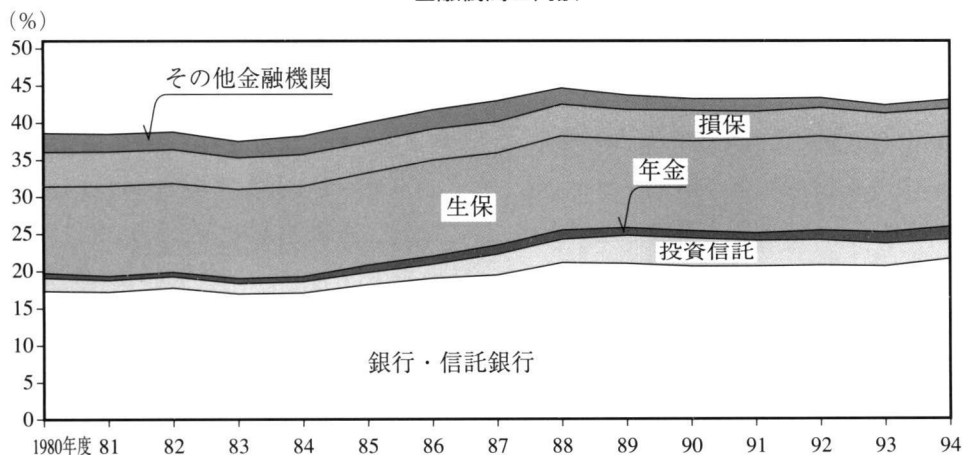
（注11）この時期の全国銀行の保有株式簿価額（銀行勘定、信託勘定の合計）をみると、1986年度以降急速に上昇しているが、その大半が信託勘定による保有株式額の増加である。

（注12）資本コストの概念については、日本銀行（1995）参照。

(図表9) 投資部門別株式保有比率



金融機関の内訳



(注) 株式保有比率は時価ベース。
 (資料) 全国証券取引所協会「株式分布状況調査」

を正しく認識していれば、それに見合う収益機会がない限りエクイティ・ファイナンスは本来行わないはずである。しかし、当時の「バブル」的な状況の中では、市場も企業もこうしたことをあまり意識することはなく、大量のエクイティ・ファイナンスが、将来の株価への悪影響を懸念することもなく実施されたのが実情である。

また、地価上昇が、企業が保有する土地の資産

価値増加を通ずる「株価上昇期待」を生じさせ、これが大企業製造業による大量のエクイティ・ファイナンスの実施を支えた面も無視できないものと考えられる。ちなみに、この時期の大企業製造業の土地投資自体は必ずしもそれほど顕著に増加しているわけではなく、むしろほぼ設備投資の増加に見合っており、その大部分は設備投資に伴う（その意味で実際の土地需要に基

づく)土地購入であったものとみられる。しかし、大企業製造業は元々工場用地等として簿価の低い土地を大量に保有しているため、地価上昇に伴うこうした土地の含み益増加が企業価値の増大と見做され、これがある程度株価に反映されたとみられる。実際、この時期の「株式時価総額」の増加の相当部分は、企業が保有する土地の価値上昇で説明されるとの実証結果も得られており(図表10、詳しくは補論2参照)、資産インフレ期の株式市場は「(バブルを含んだ)地価上昇」による保有資産価値の増大を、そのまま(地価上昇がバブルであることまでは認識せずに)企業の評価に反映させていたとの見方も可能である。

なお、結果としてみれば、これらエクイティ物の債券の大半が株式に転換されたため(ただし、資産インフレ末期に発行されたものについては、株価の下落により転換されないまま終わったものも相当発生した)、大企業製造業の自己資本比率はこの時期を通じて顕著に上昇した。

(2) 銀行貸出の急増と企業の借入れによる土地投資

金融自由化の進展・資本市場の拡大に伴って、銀行貸出は相対的に縮小傾向を辿るものと予想されたが、実際には1980年代入り後も銀行貸出は増加を続けた(後掲図表11)。これは、既に述べたように、大企業製造業を中心とする企業の銀行離れに対応して、銀行が旧来の貸出先に代えて、中小企業や不動産等への貸出を積極化したためと考えられる。実際、中小企業等では、1980年代前半から借入れが緩やかに増加しており、これと並行して設備投資も、大企業製造業等の設備投資の拡大に先駆けて緩やかながらも

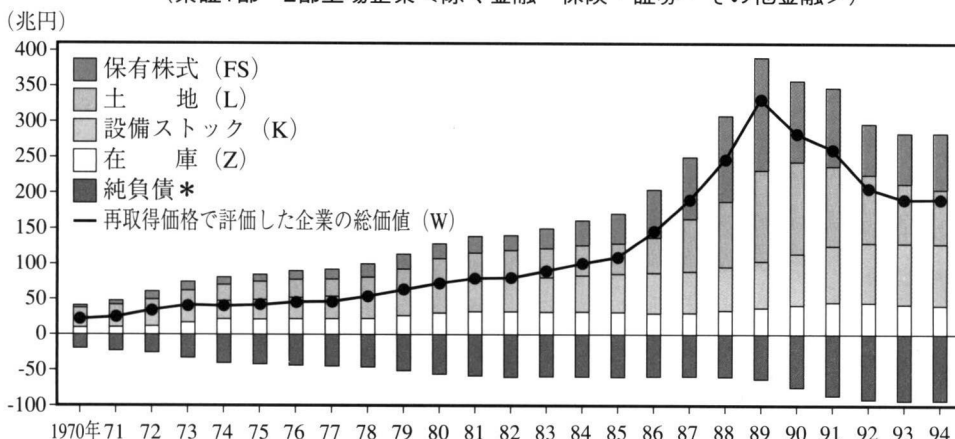
増加していることがみて取れる(付表2-1、2-2、2-4、2-5)。

しかし、1980年代後半以降より顕著であったのは、強い地価上昇期待を背景とした、中小企業(特に非製造業)や不動産の土地投資の大幅な増加である。こうした土地投資の増加と借入れの増加の間には、かなり密接な対応関係が観察されること(後掲図表12)からみて、中小企業や不動産のこの時期の土地投資の大半が借入れによりファイナンスされたことが推察される。

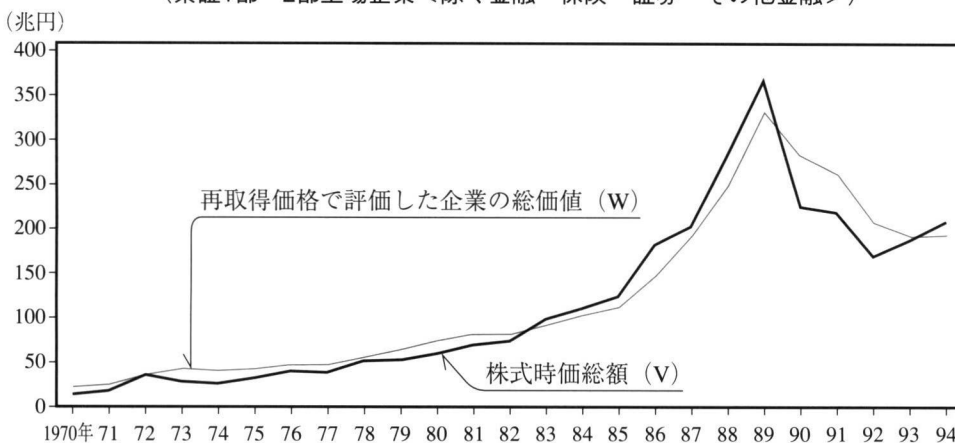
土地投資の急増の結果、中小企業等のバランスシートに占める土地のシェアも大きく上昇した。例えば、1984年度と1994年度の比較でみると、保有資産に占める土地のウエイトは、中小企業非製造業(除く不動産)では8.6%から13.3%へ、また中小企業製造業でも7.2%から11.3%へと上昇している(付表1-4、1-5)。また、不動産でも、同比率は大企業で15.4%から18.6%へ、このうち中小企業では特に著しく15.0%から24.8%へと上昇している(付表1-3、1-6)。なお、不動産の場合、この他にバランスシート上では棚卸資産に分類されている、販売用不動産の保有があることにも留意が必要であろう。

積極的な土地投資の背景となった強い地価上昇期待が、この時期生じた理由については、①「東京の国際金融センター化」の進展に伴うオフィスビル需給逼迫懸念、②税制の歪みによる土地投資インセンティブの高まり、③長期にわたる金融緩和、等が指摘されている。このうち、①のオフィスビル需給に関しては、東京都区部の場合、1985年頃から始まった地価の急速な上昇の後、オフィスビル賃料も上昇しており、

(図表10) 再取得価格で評価した企業の総価値とその構成要素
(東証1部・2部上場企業<除く金融・保険・証券・その他金融>)



株式時価総額と再取得価格で評価した企業の総価値
(東証1部・2部上場企業<除く金融・保険・証券・その他金融>)



(注) (再取得価格で評価した企業の総価値の算出方法)

設備ストック (K)：日経ニーズにおける東証1部・2部 (除く金融・証券・保険・その他金融) 集計データ (以下日経ニーズデータ) の有形固定資産額から土地額を引いたもの。

在庫 (Z)：日経ニーズデータの棚卸資産総額。

土地 (L)：日経ニーズデータの現預金額に国民経済計算年報における非金融法人部門の (再生産不可能有形資産/現預金) 比率を掛け合わせて算出。

保有株式 (FS)：1994年度については日経ニーズデータの保有有価証券額に法人企業統計 (大蔵省) の (株式/有価証券) 比率を掛け合わせて保有株式簿価額を算出。さらに、主要企業経営分析における企業の保有有価証券含み益額 (1994年度、670社ベース：33.6兆円) を日経ニーズの総資産比率で調整したものを、推計した保有株式簿価額に加えて保有株式時価額を算出。1993年度以前については国民経済計算年報における非金融法人部門の保有株式額 (時価) 前年比で遡及。

金融資産<除く株式> (FA)：日経ニーズデータの資産総額から設備ストック、在庫、土地 (簿価)、株式 (上記推計値) を差し引いて算出。

負債 (B)：日経ニーズデータの負債総額。

企業の純資産価値 (W)： $W=K+Z+L+FS+FA-B$ として算出。

(株式時価総額の算出方法)

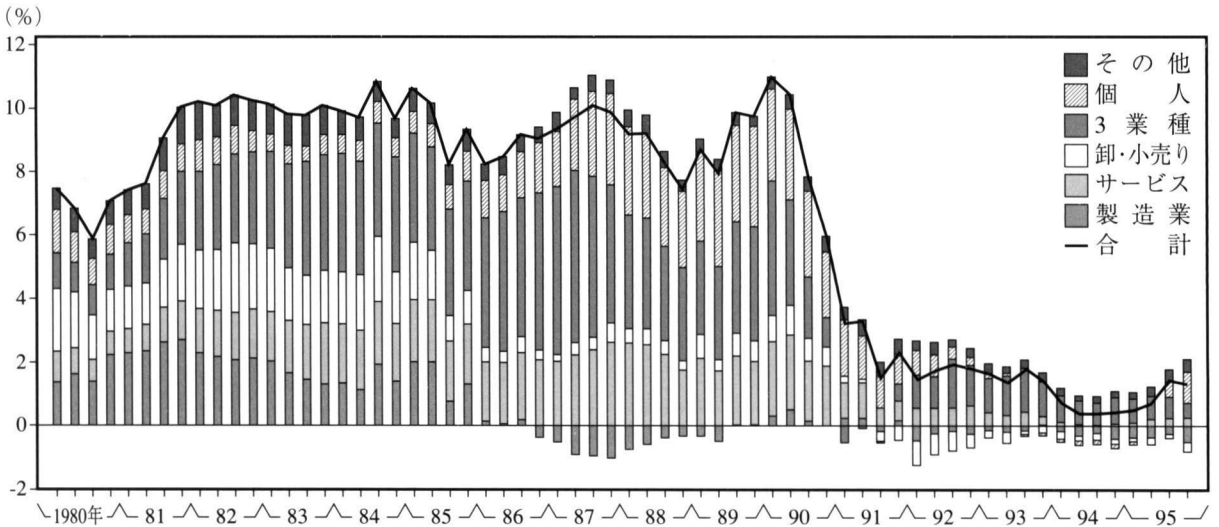
東証1部・2部企業の株式時価総額から銀行・証券・保険・その他金融の時価総額を控除したものを社数で割り、それに日経ニーズ集計データ対象社数を掛けて算出。

* 純負債は、負債 (B) - 金融資産<除く株式> (FA) として算出。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本経済新聞社「日経ニーズデータ」、東京証券取引所「証券統計年報」

(図表11)

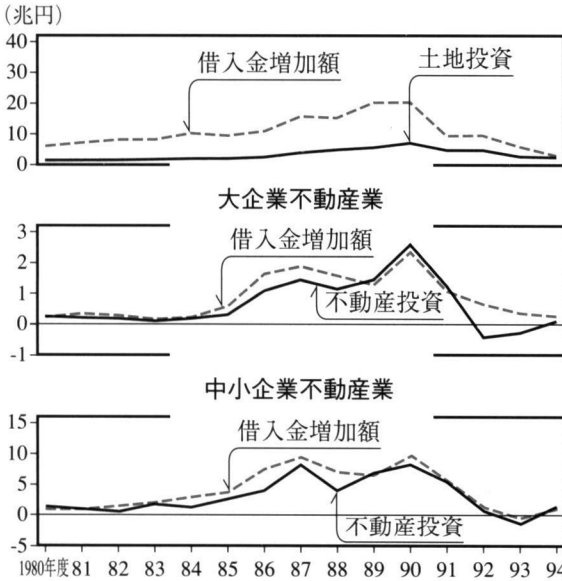
業種別貸出前年比寄与度 (全国銀行)



(注) 1. 国内店末残ベース。1992年第2四半期以降は当座貸越を含む。
 2. 3業種=建設業、不動産業、金融保険業。
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表12) 借入金増減額と土地投資・不動産投資

中小企業非製造業 (除く不動産業)



(注) 1. 土地投資=土地資産増減額。
 2. 不動産投資=土地投資+在庫投資。
 3. 計数はいずれも年度間増加額。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

地価上昇が将来時点でのオフィスビル賃料の上昇をある程度は反映したものであったと言える(図表13)(注13)。しかし、他の都市部をみると、程度の差はあるものの、地価の急速な上昇の後にもオフィスビル賃料の目立った上昇はみられておらず、1987年頃からの地価上昇の地方都市圏への波及はこうした需給要因では説明がつかない投機的なものであった可能性が高い。一方、②の税制要因に関しては、借入れによる土地投資に係る税制上のメリット自体は以前より存在していたものの、中小企業等にとっては、この時期に借入れのアベイラビリティ制約が大きく緩和された結果、ようやくこうしたメリットを実際に享受することが可能となり、これが強い土地投資のインセンティブを生じさせたものと考えられる(注14)。

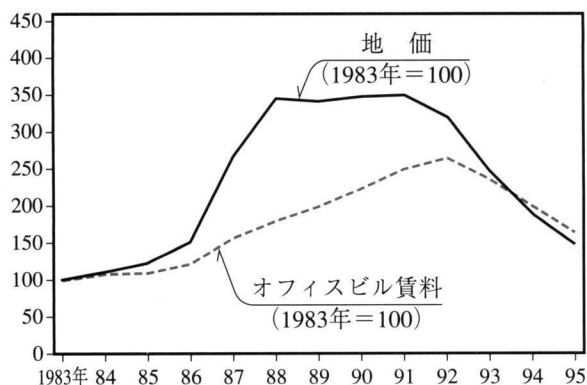
(注13) もっとも、オフィスビル賃料も1992年頃をピークに反転下落しており、やや長い目でみれば賃料の上昇自体が先行きの土地等の収益率上昇に対する過度の期待を含んでいた可能性は否定できない。

(注14) この点に関する詳しい議論は、Shigemi (1995) 参照。

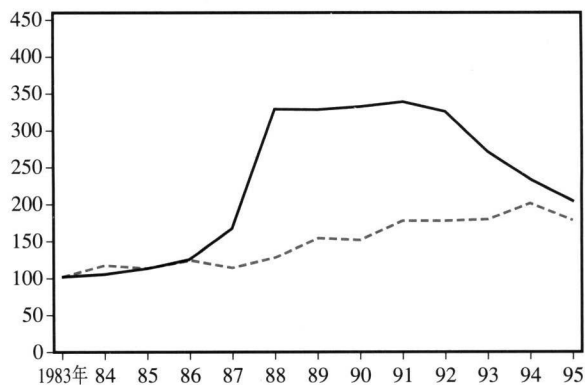
(図表13)

地域別の商業地地価とオフィスビル賃料の推移

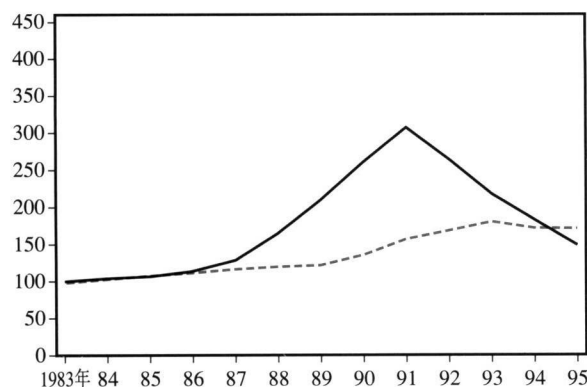
(1) 東京都



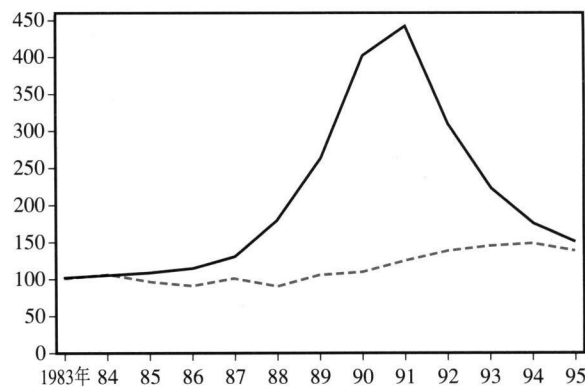
(2) 横浜



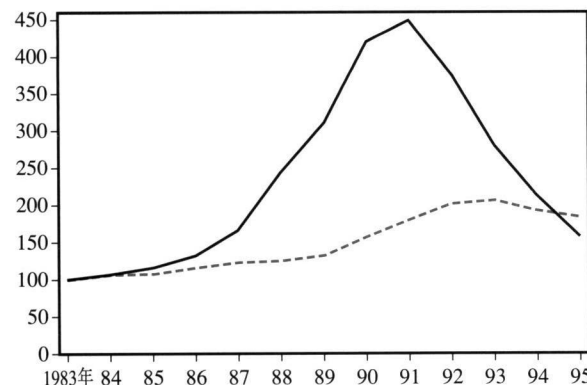
(3) 名古屋



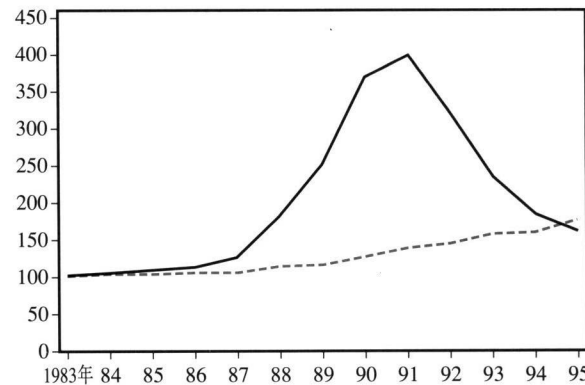
(4) 京都



(5) 大阪



(6) 神戸



(注) 1. 地価は、1月1日時点。

2. オフィスビル賃料は4月1日時点。

(資料) 国土庁「公示地価」、東京ビルディング協会「ビル実態調査のまとめ」

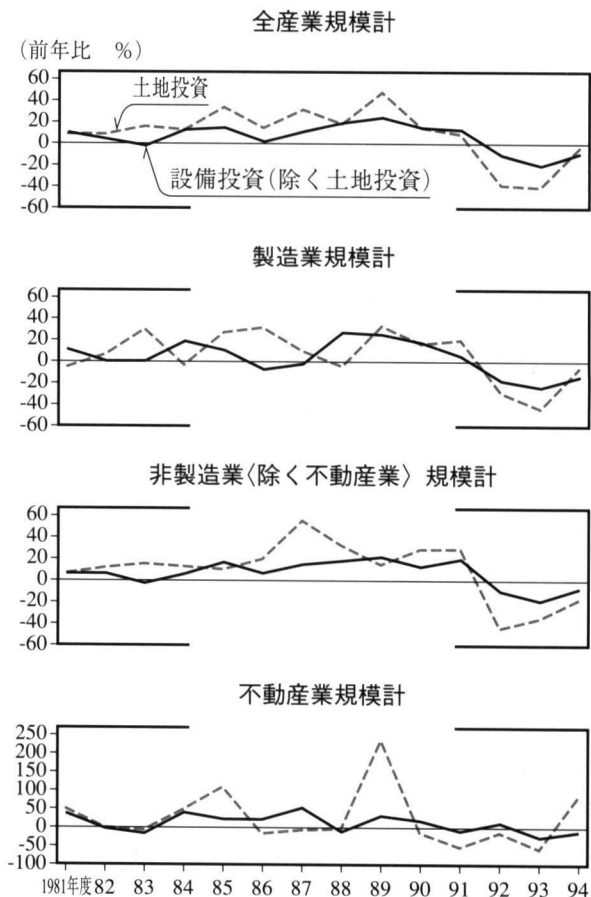
このような中小企業等の借入れによる土地投資の著しい増加がさらに地価を押し上げ、地価の一段の上昇は、これら企業が保有する（あるいは新たに取得した）土地の担保価値を高めることで一層借入れの Availability を増加させ、借入れによる土地投資を加速させるという形で、株価の場合と同様、スパイラル的な地価上昇が生じたことは否定できないであろう。また、地価上昇は、企業が保有する土地の評価額の増加を通じて「企業価値」を増加させ、株価の押し上げにも寄与した（前掲図表10、補論2参照）。

（3）設備投資の上振れ

既に述べたように、非製造業や中小企業等の設備投資は1980年代前半から緩やかに増加していたが、マクロ的にみた設備投資は1987年頃から本格的な回復に入り、以後1991年度まで10%を超える伸び率で増加を続けた（図表14）。こうしたマクロでみた設備投資の拡大持続には、円高不況の影響等で回復の遅れていた大企業製造業等の設備投資が1988年頃から回復に向かい、その後は極めて高い伸びを持続したことが寄与している。

しかし、この時期の、特に大企業製造業の設備投資の増加持続については、前述のように企業がエクイティ・ファイナンスにより調達した資金を「低コスト」と認識していたため（前掲図表5）、投資を行う際の投資収益率の判断基準が低くなり、結果として本来の適正な投資水準を上回る過剰投資が行われた可能性がある（注15）。

（図表14） 設備投資、土地投資の推移



(注) 1. 設備投資=有形固定資産(除く土地資産)増減額 + 減価償却費
 2. 土地投資=土地資産増減額
 (資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

無論、この点をデータ等で実証的に裏付けることは困難であるが、マクロ経済的にみれば、その後かなりの長期にわたって設備のストック調整が必要とされたことからみて、資産価格上昇（特に株価上昇）の影響で、こうした過剰投資が行われた可能性も否定できないものと考えられる。

(注15) エクイティ・ファイナンスのピークは1989年であるのに対し、設備投資は1991年まで増加しているが、資金調達から投資実現までのラグを考慮すれば、1989年頃に大量に調達されたエクイティ・ファイナンス資金の一部が設備投資に用いられ、その後数年間の設備投資の増加をもたらしたと見做すことができよう。

(4) その他の特徴点

以上のような資産インフレの企業金融への影響に加え、この時期の企業のバランスシート構造の特徴点として、ある程度どの企業分類にも共通してみられるのは、①現預金保有の増加^(注16)、および、②企業間信用の拡大である(付表2)。

まず、現預金保有増加については、基本的には、この時期の一般経済活動の活発化や資産取引の増加に伴う通貨需要の増加を反映したものと解釈されよう。しかし同時に、この時期には、金利自由化の進展に伴う預金金利の上昇もあって、企業が「資金運用手段」として大口定期を選択した結果、企業の預金保有が増加した面もあるものとみられる。特に、大企業製造業等は、エクイティ・ファイナンス資金を「低コスト」と見做していたため、大口定期で運用することで安全・確実に十分な利鞘が得られるものと考えていた可能性が高い。こうした企業保有の預金の増加は、銀行の中小企業等への貸出の高い伸びを調達面から支える1つの要因であったものと考えられる。この過程で、(大企業等のエクイティ・ファイナンス) → (一部を預金で運用) → (銀行の中小企業等への貸出増加) → (これら企業の土地投資) → (地価上昇) → (企業保有の

土地の評価額増加を反映した株価上昇) → (一段のエクイティ・ファイナンス盛行) という大きな循環が生じ、これが(1)、(2)で述べた株価、地価それぞれの中での循環と相俟^{あいま}って、資産価格のスパイラル的な上昇を生じさせたものと推察される。

一方、企業間信用の顕著な増加も、基本的には通貨需要と同様、経済活動や資産取引の活発化に伴う企業間の取引の増加を反映したものと解釈される^(注17)。

3. 資産価格の下落に伴う企業のバランスシート調整

2. でみたように、企業は資産インフレの過程で相当規模の株式・土地投資を行い、バランスシート上でこれら資産の保有を増加させたが、その後の資産価格の大幅な下落は、これら保有資産の価値(評価額)の低下という形で企業のバランスシートに影響を与えた。

(1) 資産価格下落の影響

まず、株価下落の企業のバランスシートへの影響を定性的に整理すると、企業の保有株式資産の価値が減価し、「含み益の減少」や「含み損」が発生した(実質自己資本の減少)。こうした企

(注16) 法人企業統計上の「現預金」には特金・ファントラが「金銭の信託」として含まれているため、この時期の「現預金」の増加の一部は、前述した企業保有の特金・ファントラの増加を反映したものとみられる。しかし、主要企業経営分析のデータを用いて企業保有の預金に占める「金銭の信託」の比率をみると、1980年代後半から1990年代初にかけてほぼ10%程度で安定的に推移しており、必ずしも特金・ファントラのみが突出して増加したわけではないことが分かる(前掲図表8)。したがって、法人企業統計でみられるこの時期の「現預金」増加の大半は、通常の現金や「確定利付預金」の増加であったと考えられる。

(注17) ちなみに、この時期の企業間信用の動きを業種別にみても、各業種ほぼ一律に増加しており、増加が特定の業種(例えば「リース業」を含む分類である「事業所サービス・大企業」、「商社」を含む「卸売・大企業」、等)に偏っているわけではない。また、内訳をみても、特に固定資産・負債が大きく増加しているわけではなく、むしろ増加の大半は売掛金・買掛金、受取・支払手形等の流動資産・負債である。したがって、企業間信用の増加は、基本的には取引活動の増加を反映したものとみられる。

業のバランスシート毀損は、投資活動における潜在的なリスク・テイク能力を減退させるとともに、含み損の解消のために収益が充当された結果、設備投資等前向きの投資が抑制されたものとみられる。ただし、定量的にみれば、こうしたマイナスインパクトは、次にみる土地の場合に比べて軽微であったと考えられる。すなわち、まず大企業製造業については株式保有額が総資産の1割以上を占めているが、これら企業の保有している株式は資産インフレ期以前から保有していたものが多く、そもそも多額の含み益を抱えていると考えられるため、株価下落のマイナスインパクトは比較的軽微であると考えられる(付表1-1)。また、大企業非製造業、同中小企業については、そもそも株式保有額が総資産額の高々数パーセントに過ぎないため、株価下落により保有株式に含み損が発生したとしても、これら企業にとっての影響は比較的軽微であったと言えよう(付表1-2、1-3、1-4、1-5、1-6)。

もっとも、大企業については、株価の継続的上昇を前提として行われてきたエクイティ・ファイナンスが株価の下落により困難化した、というマイナスインパクトがあった点には留意が必要である。

また、株価下落も、定性的にみれば、上述の株価の場合と同様に保有資産の実質的価値下落による実質自己資本の減少を通じて、投資に対するリスク・テイク能力の低下、利益のバランスシート修復への充当により、設備投資等に対し抑制的な要因として作用したと考えられる。これを企業規模別、業種別にみても、大企業製造業、大企業非製造業(除く不動産)、中小企業製造業については、土地資産額が総資産額の1割前後であること、資産インフレ以前か

ら保有していた土地資産が多く、多額の含み益を抱えていると考えられることから、株価下落の影響はこれら企業にとっては比較的軽微であると考えられる(付表1-1、1-2、1-4)。一方、非製造業中小企業(除く不動産)については、土地資産額の総資産比率が前述の業種に比べやや高めであること、当該企業群が保有している土地は工業地、住宅地に比べ価格下落幅の大きい商業地が多いと考えられること等を勘案すると、株価下落のマイナスインパクトは上記の企業群に比べ大きなものである可能性が高い(付表1-5)。また、不動産業についてみると、大企業、中小企業とも保有土地額が総資産の約2割を占めていること、棚卸資産に販売用不動産を保有しており、これを勘案すればさらに保有土地額の総資産比率が高まること等から、株価下落のマイナスインパクトは相当大きいものと考えられる(付表1-3、1-6)。

(2) 企業の投資と資金調達に対応関係について

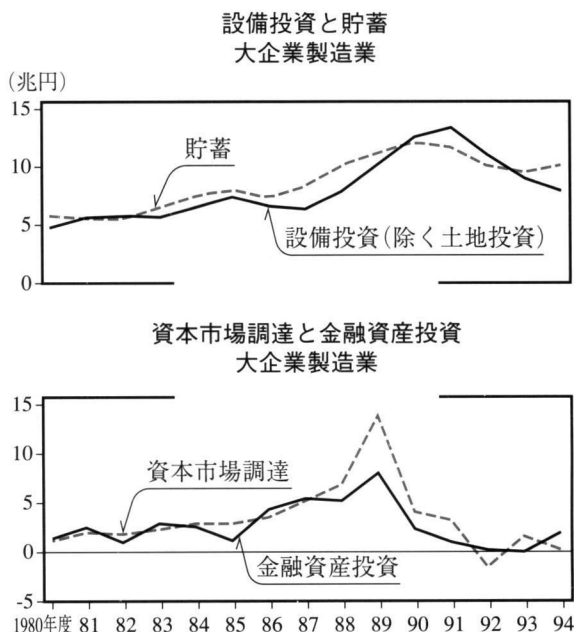
企業の投資資産は、每期何らかのキャッシュフローを生み出す資産(キャッシュフローは確定している場合<確定利付資産>と、収益等により変動する場合があります)と、当該資産の売却等によりキャッシュフローを生み出すことができる資産に分けることができる。また、調達資金についても每期債権者に対して金利の支払等が必要となる債務と、投資家に対し必ずしも每期キャッシュフローを生み出す必要の無い自己資本に区分できる。これら投資と資金調達の組み合わせのうち、最も債務不履行のリスクが小さいのは自己資本で調達した資金を確定利付資産で運用することである。逆に最も債務不履行リスクが大きくなる組み合わせは債務で調達した資金を投機的資産に投資することである。

こうした観点から、改めて資産価格変動期の企業の投資と資金調達の構造をみると、無論個々の資金調達と投資の間には必ずしも何らかの「ひも付き」の関係が存在するわけではないが、結果としてみれば、大企業製造業の場合、設備投資（除く土地投資）には主として貯蓄（＝内部留保＋減価償却費）が、また金融資産投資には主として資本市場調達が対応していたものとみられる（図表15）（注18）。前者の組み合わせの場合、新規設備から得られる収益にはリスクは伴うもののキャッシュフローは生み出せる。また、企業の貯蓄は自己資本の一部であり、収益の変動に応じて投資家への配当を変更できる。このため、こうした組み合わせは比較的債務不履行リスクが少ない投資・資金調達構造と言えよう。また、後者の組み合わせを詳しくみると（付表2-1）、投資対象金融資産（除く企業間信用等）のおよそ半分強が現預金に、残りが株式に投資されている一方、資金調達（除く企業間信用等）の約半分が増資により、残り半分が社債により調達されている。したがって資産・資金調達の組み合わせとしては、株式－増資、および、（確定利付きの）現預金－社債という構造になっており、いずれもやはり債務不履行リスクの小さい組み合わせであったと言える。

これに対して、不動産業の投資・資金調達の構造をみると（前掲図表12）、大企業、中小企業のいずれも、土地投資を借入金でファイナンス

していたことが判る。これは、定期的なキャッシュフローのない投資を確定利払いの債務で行ったことになり、非常に債務不履行リスクの大きい資産・資金調達構造であったと言えよう。

（図表15） 大企業製造業の資産運用と資金調達の対応関係



（注）1. 資本市場調達は増資、社債調達の合計。金融資産投資は、株式投資、公社債投資、その他有価証券投資の合計。
2. 計数は年度間増加額。
（資料）大蔵省「法人企業統計年報」

（注18）ただし、1990～92年頃には貯蓄を上回る設備投資が行われている。既にみたように、この時期には、エクイティ・ファイナンスで調達された「低コスト」資金が、結果としてみれば過剰であった可能性が高い設備投資に向けられたものと考えられる。もっとも、この場合でも、ワラント債・転換社債が結果として株式に転換されれば、確定利払いの必要は生じない。一方、これらが転換されずに残ると、確定利払いの債務負担が生じ（利払いの水準は通常の借入れ等に比べ低いが）、債務不履行リスクはやや大きくなる。

(付表1-1)

バランスシートの変遷 (総資産に対する比率)

大企業製造業

(単位 %)

資 産	1980年度	84年度	89年度	94年度	負債・資本	1980年度	84年度	89年度	94年度
資 産	100.0	100.0	100.0	100.0	負 債	77.9	71.9	62.7	59.7
現 預 金	10.7	11.5	15.8	10.8	流 動 負 債	55.3	52.3	40.9	36.8
短期有価証券	4.8	5.4	5.2	6.1	支払手形等	22.1	21.1	17.1	14.4
うち株式	1.1	1.4	2.7	3.0	短期借入金	17.4	16.1	10.0	9.6
うち債券	3.6	3.7	1.7	1.9	流動引当金	2.5	1.2	0.9	0.9
うちその他	0.1	0.3	0.7	1.3	そ の 他	13.3	14.0	12.9	11.9
投資有価証券	6.6	7.5	10.1	13.0	固 定 負 債	21.7	19.7	21.8	22.9
うち株式	5.6	6.3	8.8	11.9	長期借入金	13.6	9.5	5.0	7.3
うち債券	0.8	0.9	0.7	0.9	社 債	3.1	4.8	11.5	10.3
うちその他	0.2	0.3	0.6	0.2	固 定 引 当 金	3.8	3.9	3.8	3.8
受取手形等	23.6	24.0	23.3	20.5	そ の 他	1.3	1.4	1.5	1.5
その他金融資産	8.9	8.8	8.5	8.7	特 別 引 当 金	0.9	0.0	0.0	0.0
無形固定資産	0.2	0.2	0.2	0.2	資 本	22.1	28.1	37.3	40.3
繰延資産	0.1	0.1	0.1	0.1	資 本 金	6.6	6.9	9.4	9.8
棚卸資産	20.0	17.1	12.2	11.2	資 本 準 備 金	3.6	5.8	9.2	9.3
有形固定資産	25.1	25.4	24.7	29.2	利 益 準 備 金	0.9	1.0	1.0	1.2
うち土地	4.0	4.2	4.9	6.4	そ の 他 剰 余 金	10.9	14.4	17.7	19.9
うち建物等	21.1	21.2	19.8	22.8	総資産合計 (兆円)	105	134	191	223
総資産合計 (兆円)	105	134	191	223					

(付表1-2)

バランスシートの変遷 (総資産に対する比率)

大企業非製造業 (除く不動産業)

資 産	1980年度	84年度	89年度	94年度	負債・資本	1980年度	84年度	89年度	94年度
資 産	100.0	100.0	100.0	100.0	負 債	86.6	84.9	81.4	79.7
現 預 金	9.8	8.7	13.6	7.3	流 動 負 債	54.5	53.3	47.6	42.0
短期有価証券	3.5	3.1	3.5	3.3	支払手形等	24.1	21.8	15.5	13.0
うち株式	1.0	1.0	1.8	1.7	短期借入金	16.1	18.8	16.4	15.3
うち債券	2.4	1.8	1.3	1.0	流動引当金	1.8	0.8	0.5	0.6
うちその他	0.1	0.2	0.5	0.5	そ の 他	12.5	11.8	15.2	13.1
投資有価証券	4.5	4.5	5.5	6.0	固 定 負 債	31.3	31.6	33.8	37.6
うち株式	3.9	3.9	4.0	5.3	長期借入金	19.1	19.8	18.7	18.1
うち債券	0.5	0.5	0.9	0.4	社 債	7.7	7.4	9.7	10.5
うちその他	0.1	0.1	0.6	0.2	固 定 引 当 金	2.3	2.4	3.0	3.3
受取手形等	25.1	26.3	20.9	18.0	そ の 他	2.2	2.0	2.3	5.7
その他金融資産	11.8	12.1	13.9	13.6	特 別 引 当 金	0.8	0.0	0.0	0.1
無形固定資産	0.8	0.9	0.9	1.3	資 本	13.4	15.1	18.6	20.3
繰延資産	0.1	0.1	0.2	0.1	資 本 金	6.1	6.2	6.4	6.7
棚卸資産	13.4	11.0	8.6	9.5	資 本 準 備 金	2.0	2.4	4.8	5.0
有形固定資産	31.1	33.3	33.0	40.8	利 益 準 備 金	0.6	0.6	0.5	0.6
うち土地	3.5	3.8	4.4	7.8	そ の 他 剰 余 金	4.7	5.9	6.8	7.9
うち建物等	27.5	29.6	28.5	33.1	総資産合計 (兆円)	98	129	241	288
総資産合計 (兆円)	98	129	241	288					

(付表1-3) バランスシートの変遷 (総資産に対する比率)
大企業不動産業

資 産	1980年度	84年度	89年度	94年度	負債・資本	1980年度	84年度	89年度	94年度
資 産	100.0	100.0	100.0	100.0	負 債	87.6	87.2	85.9	90.0
現 預 金	9.9	9.2	9.4	4.3	流 動 負 債	34.6	40.5	42.5	42.6
短期有価証券	2.7	3.9	7.0	3.9	支 払 手 形 等	5.1	4.0	3.6	3.0
うち 株 式	1.4	1.7	4.5	3.0	短期借入金	22.2	30.1	30.3	29.6
うち 債 券	1.3	2.0	2.0	0.6	流動引当金	0.8	0.2	0.2	0.5
うち その 他	0.0	0.2	0.4	0.3	そ の 他	6.6	6.3	8.6	9.5
投資有価証券	3.9	4.3	5.2	6.4	固 定 負 債	52.8	46.7	43.3	47.4
うち 株 式	3.3	3.8	4.7	6.1	長期借入金	32.8	24.9	26.4	26.6
うち 債 券	0.4	0.4	0.3	0.2	社 債	3.4	4.0	5.3	6.9
うち その 他	0.1	0.1	0.2	0.2	固 定 引 当 金	0.4	0.4	0.3	0.4
受取手形等	4.1	4.9	2.3	3.2	そ の 他	16.2	17.5	11.2	13.6
その他金融資産	9.1	8.4	14.8	16.4	特 別 引 当 金	0.1	0.0	0.0	0.0
無形固定資産	0.9	1.4	1.3	1.5	資 本	12.4	12.8	14.1	10.0
繰延資産	0.1	0.1	0.0	0.1	資 本 金	6.2	5.9	5.4	5.8
棚卸資産	34.4	30.5	28.0	26.5	資 本 準 備 金	2.6	3.2	4.0	3.7
有形固定資産	35.0	37.3	32.1	37.6	利 益 準 備 金	0.5	0.4	0.3	0.3
うち 土 地	13.1	15.4	17.4	18.6	そ の 他 剰 余 金	3.1	3.2	4.4	0.2
うち 建 物 等	21.9	21.9	14.7	19.0	総資産合計 (兆円)	6	8	23	34
総資産合計 (兆円)	6	8	23	34	総資産合計 (兆円)	6	8	23	34

(付表1-4) バランスシートの変遷 (総資産に対する比率)
中小企業製造業

資 産	1980年度	84年度	89年度	94年度	負債・資本	1980年度	84年度	89年度	94年度
資 産	100.0	100.0	100.0	100.0	負 債	81.4	80.6	78.9	78.7
現 預 金	17.7	18.3	16.8	14.7	流 動 負 債	57.9	57.7	52.4	46.2
短期有価証券	0.8	1.5	3.3	1.9	支 払 手 形 等	31.0	28.2	24.6	19.7
うち 株 式	0.3	0.6	2.2	1.2	短期借入金	13.8	17.1	15.4	15.4
うち 債 券	0.5	0.6	0.8	0.4	流動引当金	2.8	1.8	1.7	1.2
うち その 他	0.0	0.3	0.3	0.4	そ の 他	10.3	10.6	10.8	9.9
投資有価証券	1.7	1.8	2.6	2.9	固 定 負 債	22.5	22.9	26.5	32.4
うち 株 式	1.3	1.2	1.8	2.2	長期借入金	16.5	16.9	20.7	25.7
うち 債 券	0.2	0.2	0.1	0.1	社 債	0.0	0.1	0.2	0.5
うち その 他	0.2	0.3	0.6	0.6	固 定 引 当 金	1.9	2.1	2.0	1.8
受取手形等	27.2	26.8	26.2	23.5	そ の 他	4.0	3.8	3.5	4.4
その他金融資産	7.0	6.9	8.4	10.8	特 別 引 当 金	1.0	0.0	0.0	0.0
無形固定資産	0.4	0.4	0.4	0.5	資 本	18.6	19.4	21.1	21.3
繰延資産	0.2	0.2	0.3	0.3	資 本 金	4.3	4.0	3.1	3.5
棚卸資産	17.3	15.1	12.1	10.7	資 本 準 備 金	0.4	0.3	0.3	0.4
有形固定資産	27.6	29.0	29.9	34.7	利 益 準 備 金	0.8	0.7	0.5	0.5
うち 土 地	6.5	7.2	9.0	11.3	そ の 他 剰 余 金	13.2	14.4	17.3	16.8
うち 建 物 等	21.1	21.8	20.9	23.3	総資産合計 (兆円)	81	99	147	161
総資産合計 (兆円)	81	99	147	161	総資産合計 (兆円)	81	99	147	161

(付表1-5)

バランスシートの変遷 (総資産に対する比率)

中小企業非製造業 (除く不動産業)

資 産	1980年度	84年度	89年度	94年度	負債・資本	1980年度	84年度	89年度	94年度
資 産	100.0	100.0	100.0	100.0	負 債	88.2	87.7	87.6	87.4
現 預 金	17.1	17.9	17.4	14.6	流 動 負 債	65.7	62.8	57.6	53.9
短期有価証券	0.7	1.3	1.9	1.3	支 払 手 形 等	35.0	30.2	25.8	21.0
うち 株 式	0.3	0.5	1.2	0.8	短期借入金	17.2	20.0	18.0	18.1
うち 債 券	0.3	0.5	0.4	0.2	流動引当金	1.8	1.1	1.1	0.8
うち そ の 他	0.0	0.3	0.3	0.3	そ の 他	11.7	11.5	12.6	13.9
投資有価証券	1.4	1.6	2.7	2.4	固 定 負 債	22.0	24.9	30.0	33.6
うち 株 式	1.0	1.1	2.0	1.8	長期借入金	15.2	17.0	22.3	24.9
うち 債 券	0.2	0.2	0.2	0.1	社 債	0.0	0.0	0.1	0.4
うち そ の 他	0.2	0.4	0.6	0.5	固 定 引 当 金	1.1	1.2	1.0	1.0
受取手形等	29.9	27.7	24.7	21.3	そ の 他	5.7	6.8	6.6	7.2
その他金融資産	10.2	11.4	14.4	15.8	特 別 引 当 金	0.6	0.0	0.0	0.0
無形固定資産	0.6	0.7	0.6	0.9	資 本	11.8	12.3	12.4	12.6
繰延資産	0.2	0.5	0.3	0.4	資 本 金	3.9	3.7	3.2	3.5
棚卸資産	15.0	12.3	10.2	9.7	資 本 準 備 金	0.2	0.1	0.1	0.2
有形固定資産	24.9	26.6	27.7	33.6	利 益 準 備 金	0.6	0.5	0.4	0.4
うち 土 地	7.2	8.6	10.3	13.3	そ の 他 剰 余 金	7.2	7.9	8.7	8.4
うち 建 物 等	17.7	18.0	17.4	20.3	総資産合計 (兆円)	182	238	366	471
総資産合計 (兆円)	182	238	366	471					

(付表1-6)

バランスシートの変遷 (総資産に対する比率)

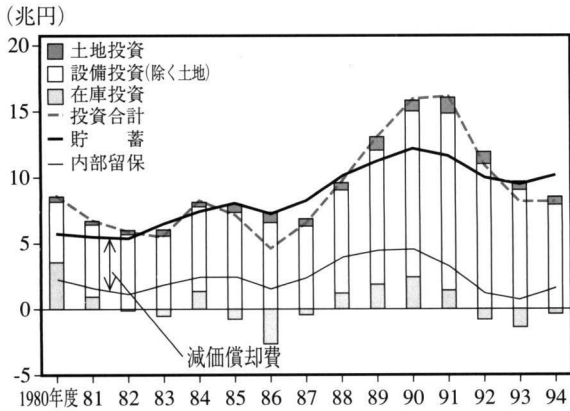
中小企業不動産業

資 産	1980年度	84年度	89年度	94年度	負債・資本	1980年度	84年度	89年度	94年度
資 産	100.0	100.0	100.0	100.0	負 債	90.5	92.5	94.1	98.7
現 預 金	12.0	12.0	11.0	6.3	流 動 負 債	47.9	47.7	49.7	35.8
短期有価証券	1.1	2.3	2.6	2.7	支 払 手 形 等	7.7	6.0	9.3	2.3
うち 株 式	0.6	1.3	2.0	2.0	短期借入金	22.4	25.4	23.8	21.5
うち 債 券	0.4	0.7	0.4	0.5	流動引当金	1.0	0.3	0.3	0.2
うち そ の 他	0.1	0.2	0.3	0.2	そ の 他	16.8	16.0	16.3	11.8
投資有価証券	2.2	4.0	3.2	3.5	固 定 負 債	41.7	44.9	44.4	62.8
うち 株 式	1.7	3.4	2.8	3.1	長期借入金	23.5	26.5	32.9	45.3
うち 債 券	0.2	0.2	0.1	0.0	社 債	0.0	0.0	0.0	0.2
うち そ の 他	0.3	0.4	0.4	0.4	固 定 引 当 金	0.4	0.3	0.3	0.2
受取手形等	4.7	5.8	4.0	2.5	そ の 他	17.8	18.0	11.2	17.2
その他金融資産	15.4	12.2	14.7	17.1	特 別 引 当 金	1.0	0.0	0.0	0.0
無形固定資産	1.4	1.3	1.0	1.7	資 本	9.5	7.5	5.9	1.3
繰延資産	0.1	0.2	0.1	0.2	資 本 金	4.1	3.3	2.0	2.3
棚卸資産	27.9	20.8	22.4	17.3	資 本 準 備 金	0.1	0.2	0.1	0.6
有形固定資産	35.3	41.6	41.0	48.8	利 益 準 備 金	0.5	0.3	0.2	0.2
うち 土 地	13.0	15.0	22.5	24.8	そ の 他 剰 余 金	4.8	3.6	3.5	-1.8
うち 建 物 等	22.3	26.6	18.5	24.0	総資産合計 (兆円)	27	41	93	123
総資産合計 (兆円)	27	41	93	123					

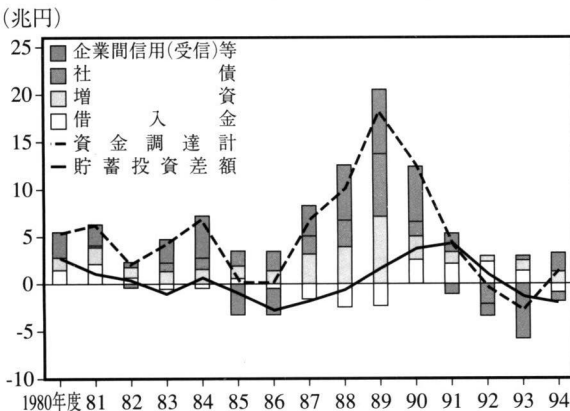
(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

(付表2-1) 企業の貯蓄・投資差額、資金調達・運用動向
大企業製造業

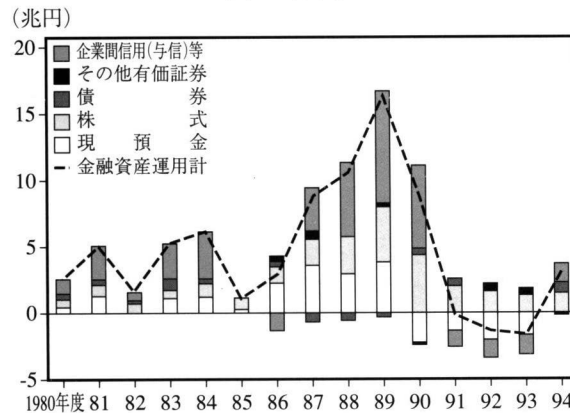
(1) 貯蓄・投資の動向



(2) 貯蓄投資差額と資金調達

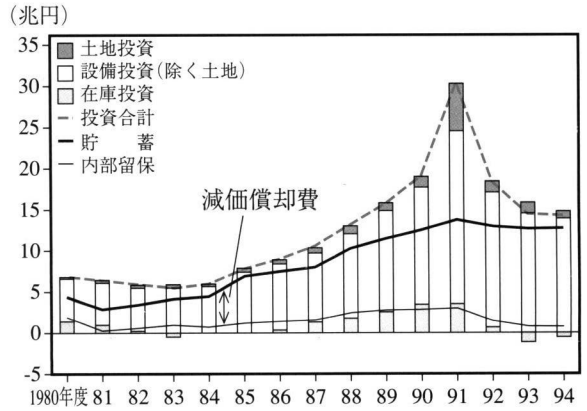


(3) 金融資産運用

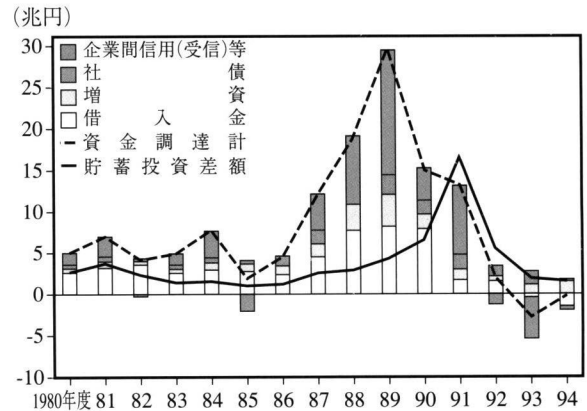


(付表2-2) 企業の貯蓄・投資差額、資金調達・運用動向
大企業非製造業（除く不動産業）

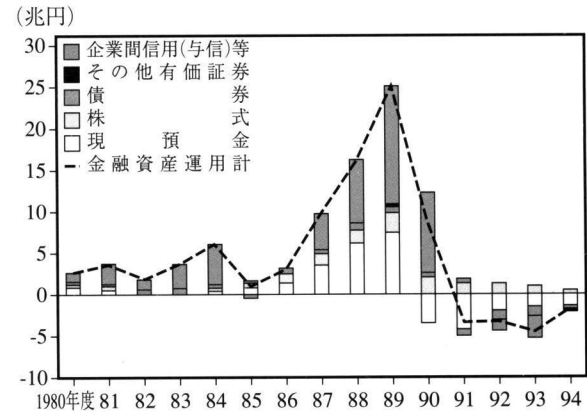
(1) 貯蓄・投資の動向



(2) 貯蓄投資差額と資金調達

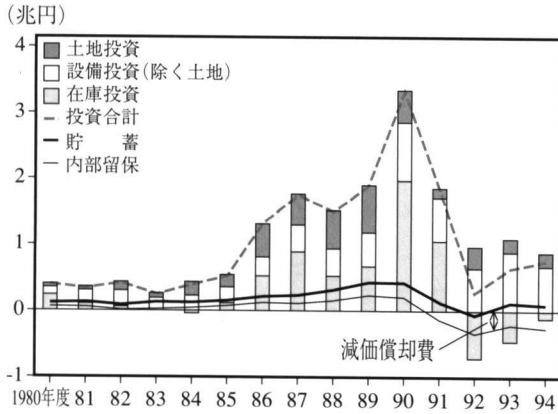


(3) 金融資産運用

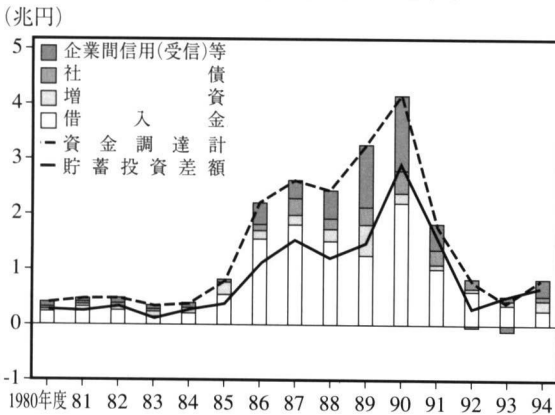


(付表2-3) 企業の貯蓄・投資差額、資金調達・運用動向
大企業不動産業

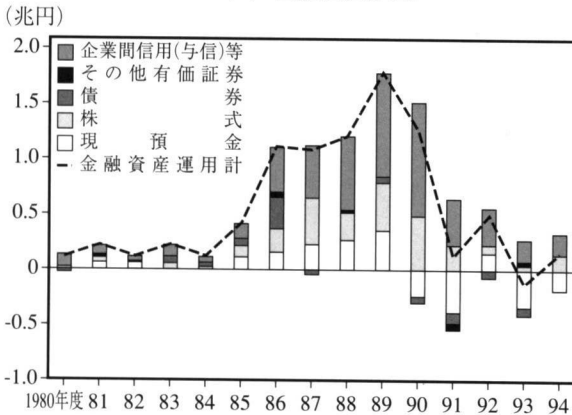
(1) 貯蓄・投資の動向



(2) 貯蓄投資差額と資金調達

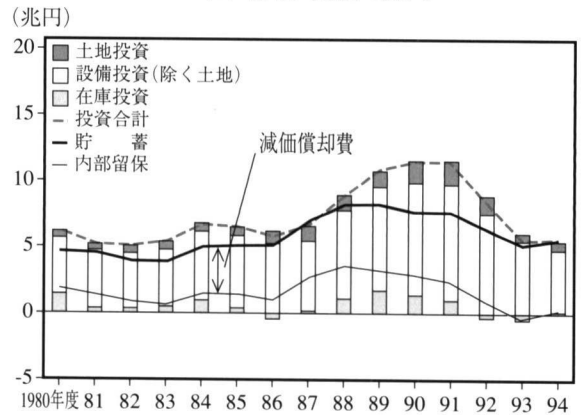


(3) 金融資産運用

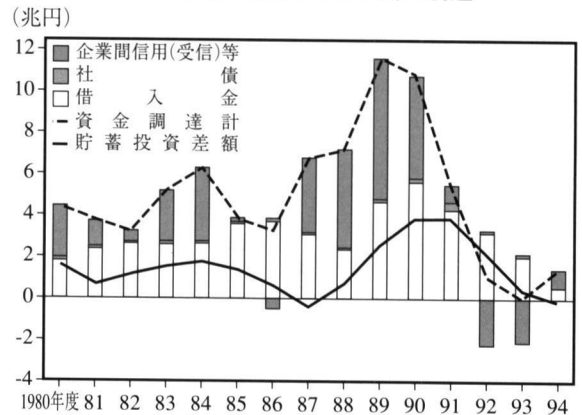


(付表2-4) 企業の貯蓄・投資差額、資金調達・運用動向
中小企業製造業

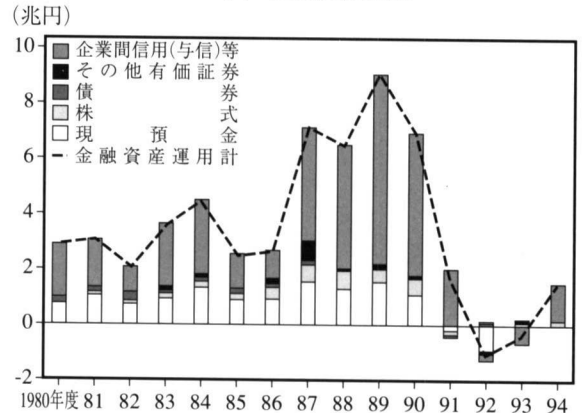
(1) 貯蓄・投資の動向



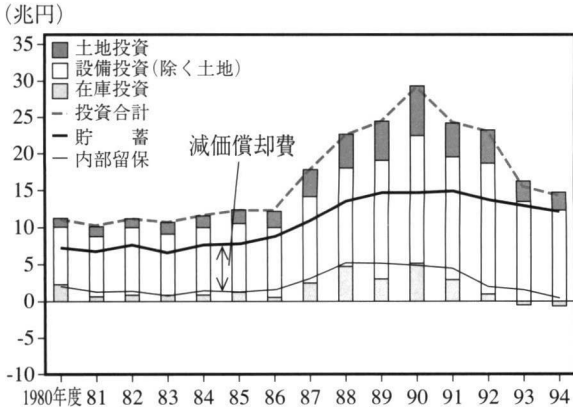
(2) 貯蓄投資差額と資金調達



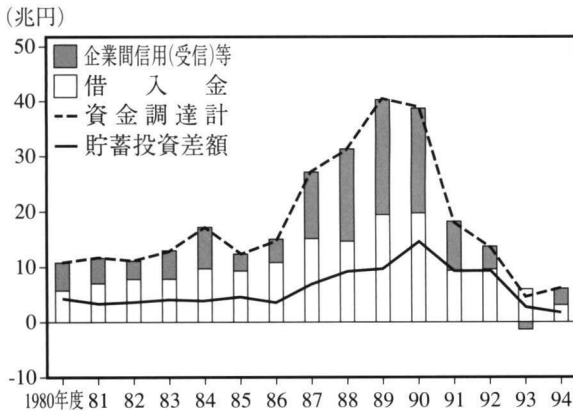
(3) 金融資産運用



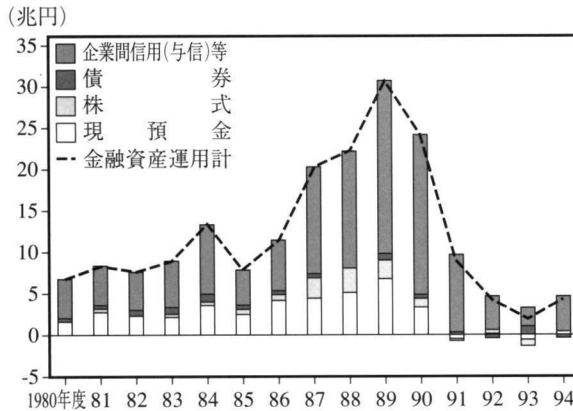
(付表2—5) 企業の貯蓄・投資差額、資金調達・運用動向
 中小企業非製造業（除く不動産業）
 (1) 貯蓄・投資の動向



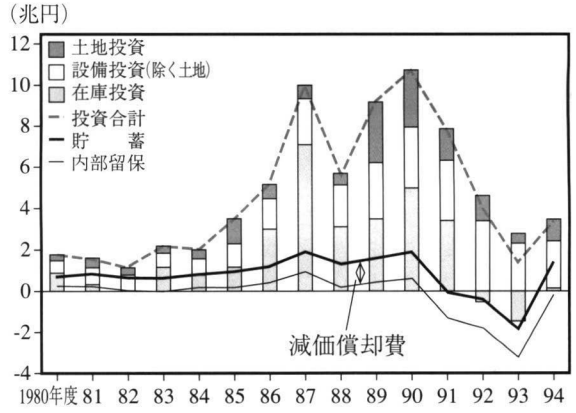
(2) 貯蓄投資差額と資金調達



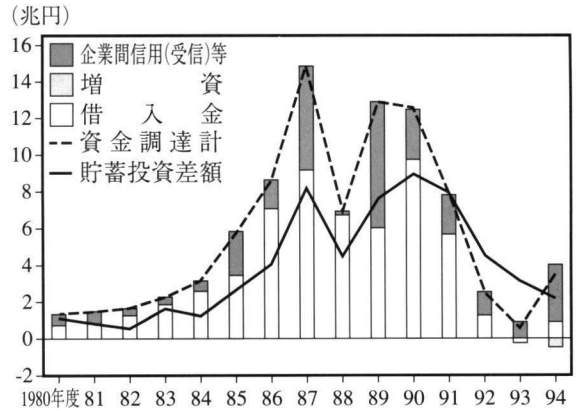
(3) 金融資産運用



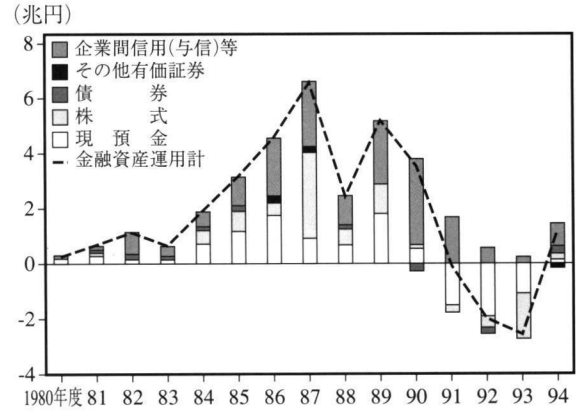
(付表2—6) 企業の貯蓄・投資差額、資金調達・運用動向
 中小企業不動産業
 (1) 貯蓄・投資の動向



(2) 貯蓄投資差額と資金調達



(3) 金融資産運用



(注) 貯蓄・投資差額等の計数作成方法については(付注)参照。

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

(付注)

貯蓄・投資差額分析計数作成方法

○計数はいずれも年度間の増加額。

(貯蓄・投資の動向)

- ・設備投資＝有形固定資産（除く土地）増減＋減価償却費
- ・土地投資＝土地資産増減
- ・在庫投資＝棚卸資産増減
- ・投資＝設備投資＋土地投資＋在庫投資
- ・内部留保増減＝利益準備金増減＋その他剰余金増減＋引当金（流動、固定、特別）増減
- ・その他剰余金＝任意積立金増減＋その他資本剰余金増減＋当期末処分利益
- ・貯蓄＝減価償却費＋内部留保増減

(資金調達)

- ・貯蓄投資差額＝投資－貯蓄
- ・借入金＝金融機関借入金増減
- ・社債＝社債増減
- ・増資＝資本金増減＋資本準備金増減
- ・企業間信用（受信）等＝支払手形増減＋買掛金増減＋その他流動負債増減＋その他借入金増減
＋その他固定負債増減

(金融資産運用)

- ・現預金＝現預金（現金、預金、金銭信託等）増減
- ・株式＝株式増減（短期＋投資）
- ・債券＝債券増減（短期＋投資）
- ・その他有価証券＝投資信託、貸付信託受益証券等増減
- ・企業間信用（与信）等＝受取手形増減＋売掛金増減＋その他流動資産増減＋長期貸付金増減
＋その他投資増減＋無形固定資産増減＋繰延資産増減

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

(補論1) 新株引受権付社債の 会計処理上の問題点

新株引受権付社債（以下ワラント債）は、社債を購入した投資家が一定期間（行使請求期間）中に請求すれば、その会社が発行する新株をある一定の価格（行使価格）で一定数量購入することができる権利が付いている社債である。新株引受権（以下ワラント）と割り引かれた社債部分を組み合わせた商品で、このワラントが投資家にとって株式のコール・オプションとなっているために、一般に普通社債よりも金利面で発行主体に有利な条件で発行されている。ワラントを社債部分と分離して売買できるものは分離型ワラント債、分離できないものは非分離型ワラント債と呼ばれるが、分離型の場合、ワラントが独立した価格で流通していることから、ワラント債の発行価額はワラントの価額と社債の価額の双方から構成されていると考えられる。

ワラント代金（オプション・プレミアム）は、既存の債権者のものとは考えられないので、既存の株主に何らかの形で帰属する。この場合、

- ①利益として認識する、
- ②資本準備金の増加として計上する、
- ③ワラントが存在する期間は負債性引当金とし、行使されるか行使されないかで消滅した時点で利益として認識する、
- ④ワラントが存在する期間は負債性引当金とし、行使されるか行使されないかで消滅した時点で資本準備金とする、

等があり得る。

利益とする場合、ワラント代金の株主への配当が可能となる。このため既存の株主にとっては、自分の持ち分が希釈される可能性のあるオプションの代金を、会社の利益として受け取った形になる。一方、資本準備金とした場合には、

日本では厳重な債権者保護の手続きの後でないでと配当できない。この場合には、ワラント代金は、株主のものであると同時に会社の債権者のための担保としても機能する。

(ワラント債の会計処理——一括法の問題点)

日本においては、1994年3月までの発行分についてはワラント債の会計処理について普通社債と同様の処理が行われてきた。分離型・非分離型にかかわらず、社債の対価とワラントの対価を別個に認識、区分経理しない「一括法」と呼ばれる方法である。

まずワラントが行使されずに期限切れになるケースを考えると、ワラント債の発行は低金利の債券発行としてのみ会計上認識される。一方ワラントが行使された場合には、これは行使価格での株式発行による増資として認識された。

こうした一括法による会計処理がなされた場合、特に分離型ワラント債の場合の問題点として以下のような点が指摘されてきた。

- ①実際にはワラントが付されている分だけ割引発行されている社債が、会計上は平価発行（＝額面価額による発行）されたものとして会計処理されており、普通社債に比較してコストが低くみえる。
- ②ワラントが分離された後の社債の市場価格は通常額面価額を相当下回っているため、社債のみを買入償却した場合には見かけ上多額の利益が生じることになる。
- ③なお非分離型ワラント債についても、上の①の問題が生じるほか、株価がワラントの権利行使価格を大幅に下回る場合には②と

同じ弊害が生じる。

こうした見かけ上のコストの低さや、社債のみを買入償却した場合の利益の発生は、企業の財務行動や企業収益に少なからず歪みをもたらしていた可能性がある。

(区分法の採用)

以上のような問題点や国際会計基準との平仄などをも考慮し、1994年4月1日以降の発行分から分離型・非分離型を問わず「区分法」が適用されることになった。この区分法は、ワラント債の発行時には、社債の対価とワラントの対価とを別個に会計処理するものである。主なポイントは、

- ①社債の対価と社債の額面総額との差額は「社債発行差金」に計上し、ワラントの対価は「新株引受権対価」等の科目名を付して流動負債に計上する、
- ②ワラントの行使価額の払い込みが行われた時には、払い込み時に行使されたワラントの対価を「資本準備金」に振り替える（従来はこのワラントの対価は行使されなかった部分を含めすべて利益計上され、資本準備金には振り替えられていなかった）、
- ③行使請求期間内にワラントの権利行使が行われなかった場合には、行使請求期間満了時にワラントの対価を「新株引受対価戻入益」等の科目名を付して原則として特別利益に計上する、

などである（実際の会計処理の事例については右図を参照）。

まずワラントについては、先にも触れたように投資家サイドにとっては新株の購入選択権という一種のオプションと考えられる。すなわち

投資家は通常、株式の市場価格がワラントの行使価格をある程度上回った場合には権利行使を行い、その結果利益を得ることができる。一方ワラント債の発行サイドにとってのワラントは、通常のオプションとは性格を異にする点は注意が必要である。すなわち発行サイドにとっては権利行使が行われた場合、株価の値上がりにより得られたであろう時価発行増資による資金調達額が、あらかじめの契約による行使価格により制限され、これによる機会費用が生じる。区分法による会計処理においては、権利行使の有無が確定するまでの間は、ワラントの対価を負債性仮勘定として処理しているのはこのためである。

また、企業財務面での影響で重要な点として、ワラントと資本準備金との関係・計上時期がある。商法では株式払込剰余金としての資本準備金は、「株式の発行価額中資本に組み入れざる額」との規定があり（商法第288条の2）、これに従えばワラントの対価は資本準備金には直接含まれないことになる。しかし実務面から言えば、法解釈または条文解釈によって「払い込みの実質が株式発行の対価性を有するものであれば資本金として組み入れた金額以外の金額を資本準備金として計上することができる」との考え方が可能である。この点はワラントの対価を資本準備金に計上する時期という問題とも関連してくる。すなわち発行の段階でワラントの対価に係る会計処理を特定することは適当ではなく、発行サイドはワラント債を発行した時点においてワラントの対価を全額一旦「新株引受権対価」等の名称の負債性仮勘定として処理し、「株式発行の対価性を有する」と認識できた時点（＝ワラントが行使された時点）でこれを「資本準備金」へ計上し、また株式発行の対価性がないと

ワラント債に係る会計処理方法について

【事例】

ワラント債100億円（期間4年、クーポン2%）、うちワラント部分20億円（4年間で均等償却）、ワラント行使による株式発行総額100億円（資本金と資本準備金に50億円ずつ組み入れ）、2期目にワラントを50%行使した場合を例示（社債発行費用は捨象、単位：億円）。

(1) 発行時

ワラント債会計処理変更以前は負債にワラント債の社債額面総額（100億円）の計上のみ。会計処理変更後は、負債にワラント債の社債額面総額（100億円）を計上するとともに、ワラント部分（20億円）を「新株引受権対価」等の仮受金として別途計上。資産の部分にはワラント債の社債券面総額と社債部分の調達総額との差額20億円を「社債発行差金」として記帳。

(変更前)		→	(変更後)	
現預金	100		現預金	80
ワラント債	100		社債発行差金	20
			現預金	20
			新株引受権対価 (仮受金)	20

(2) 1年後

変更前は利息支払のみを記帳。変更後は、利息支払に加えて、発行時に記帳した「社債発行差金」（20億円）を社債年限（ここでは4年）に応じて償却。ここでは4年間均等償却を仮定しているので2年目以降も社債発行差金の償却は5億円。

(変更前)		→	(変更後)	
現預金	△2		現預金	△2
(社債利息分)	(当期純損益)		(社債利息分)	(当期純損益)
			社債発行差金	△5
			(当期純損益)	△5

(3) ワラントの全額または一部が行使された場合

新株引受権対価（20億円）については、ワラント行使時にその行使額の割合に応じて「資本準備金」として処理（ここでは50%行使を例示）。

(変更前)		→	(変更後)	
現預金	50		現預金	50
資本金	25		資本金	25
資本準備金	25		資本準備金	25
			新株引受権対価	△10
			資本準備金	10

(4) 償還時に未行使のワラントが残った場合

ワラントの未行使額に応じて新株引受権対価を特別利益として益金計上（ここでは50%未行使の場合を例示）。

(変更前)	→	(変更後)
仕訳なし		新株引受権対価 (仮受金)
		△10
		剰余金
		10
		(当期純損益)

認識できた時点（＝権利行使がなされないことが確定した時点）でこれを「収益」に計上することになる。

こうした区分法への移行により、損益計算書における「社債発行差金償却」が損金として計上されるため、従来に比べワラント債残高が存在する期については社債発行差金償却分だけ利

益が減少することになる。一方ワラントの一部が行使されないまま償還を迎えた場合には、その分のワラント対価が益金計上されるため、従来に比べ償還期の利益が増大する。また、ワラントが行使された時期については、その分のワラント対価を直ちに資本準備金に繰り入れるため、当該期の利益は変わらないことになる。

（補論2）企業保有の資産価値と株価

はじめに

株価の水準を評価する場合には、企業の将来の収益の現在価値と対比する方法と、企業の純資産額と対比する方法がある。ここでは、このうち後者の手法により、バブル期以降の株価形成を分析する（注1）。

具体的には、まず時価評価した企業の総資産額から負債額を差し引いて純資産価値額を算出する。次にこうして算出された純資産価値額と株式時価総額を比較する。さらに企業の純資産価値額の変動はバランスシート上のどの構成要素の変化によって引き起こされたかを分析する。

あらかじめ本稿での推計結果を要約すれば以下のとおり。

- ①株式時価総額は、概ね市場価格で評価した企業の純資産価値に対応している。
- ②1986年以降の株式時価総額の上昇は、主として企業が保有する土地資産の価値増加と

企業間の株式持合いを通じた土地価値額増加から派生した保有株式価値額の上昇を反映したものである。

- ③すなわち、バブル期の株式市場は、「地価バブル」をそのまま織り込む形で企業価値を評価して価格形成を行っており、地価上昇自体がバブルであってsustainableではないことまでは見抜けなかったと言える。

無論、本文中でも述べたとおり、株価上昇を背景とした大企業のエクイティ・ファイナンス資金が間接的に土地投資に用いられ、これが地価を押し上げた側面もあるため、ここでの推計結果のみから「地価バブルが原因で株価バブルはその結果である」といった一方的な因果関係を主張することはできないが、地価を介さない「純粋な株価バブル」の部分はあまり大きくはなかったものと推察される。

（注1）企業の純資産額との対比による株価分析の代表的なものに、植田（1989）がある。本稿での分析は、植田（1989）の手法に依拠している。

1. 企業の保有資産価値と株価

企業は保有する様々な資産を用いて毎期利益（営業利益）を得ている。したがって、企業の利益の源泉は企業の保有する各種資産ということになる。この場合、各種資産が将来にわたって獲得する利益の流列を適当な割引率で割り引くことによって、各資産から生まれる利益の割引現在価値が求められる。資産市場では、市場参加者の裁定行動により各資産の市場価格とその利益の割引現在価値が中長期的には等しくなると考えられる（注2）。このように考えると、企業が保有する各種資産を現在の市場で新たに買入れた場合の価格（以下再取得価格）で評価した資産価値は、その企業の営業利益の割引現在価値に対応する。企業の負債も考慮して、再取得価格で評価したバランスシートは以下のようになる。

再取得価格で評価した 企業のバランスシート	
K	
Z	B
L	
FS	
FA	W

K：設備ストックの再取得価格による市場価値

Z：在庫の再取得価格による市場価値

L：土地の再取得価格による市場価値

FS：保有株式の再取得価格による市場価値

FA：金融資産の再取得価格による市場価値
（除く保有株式）

B：負債の再取得価格による市場価値

W：再取得価格で評価した企業の純資産価値

Wは、バランスシート上の資産の総和から負債（B）を差し引いた残差である。したがって、

$$W = K + Z + L + FS + FA - B$$

となる。このWは株主に属する企業価値と考えられるので、Wは当該企業の株式時価総額（V）と中長期的に等しくなると考えられる。したがって、以下の実証分析では再取得価格で評価した企業の純資産価値（W）と株式時価総額（V）を比較する。

2. 企業の純資産価値の推計方法

次に実際のデータを用いて企業の純資産価値を推計し、株式時価総額と比較してみる。推計の対象としては、東証1部・2部上場企業（注3）（除く金融・証券・保険・その他金融）とした。設備ストック（K）、在庫（Z）、負債（B）は、日経ニーズ一般事業会社財務データ業種集計値（財務諸表上の簿価額（注4））を用いた。保有株

（注2）例えば、機械設備の市場において機械設備の価格のほうが機械設備から得られるキャッシュフローの割引現在価値を下回っていたとすると、新たに設備機械を購入して事業を始めることで、正の利潤が得られる。このため機械設備に対する需要が増大し、機械設備の価格が上昇することで、中長期的には機械設備の価格は機械設備が将来獲得すると考えられるキャッシュフローの割引現在価値に収斂する（逆も同じ）。

（注3）日経ニーズの業種集計値（東証1部・2部合計）では、データの継続性のある1226社の財務諸表を集計している。

（注4）これら資産についても、厳密には財務諸表に記載されている簿価と時価は異なっているため、時価の推計を行うべきであるが、①分析の主たる対象となる1980年代以降のフローの物価動向は落ち着いており、在庫や設備ストックの簿価・時価の乖離は僅かであると考えられること、②負債の時価評価は正確には債務不履行の確率等も勘案して算出しなければならず、マクロで推計することは困難であること等から、これら資産については簿価をそのまま時価として採用した。

式の時価評価額 (FS) については、まず、日経ニーズに企業が保有する株式簿価額のデータがないため、大蔵省の法人企業統計 (資本金10億円以上の大企業) の株式/保有有価証券比率を用いて日経ニーズの企業保有有価証券簿価に掛け合わせることで日経ニーズベースの企業保有株式簿価額を推計する。次に日本銀行の主要企業経営分析におけるアンケート調査による企業の有価証券含み益額 (1994年度、670社ベース: 33.6兆円) を主要企業経営分析における総資産額で割り、それに日経ニーズベースの総資産額を掛けることで日経ニーズベースの株式含み益を算出した。これを、先に算出した企業保有株式簿価額に加えることで1994年度分の保有株式時価額を算出した。また、1993年度以前については、国民経済計算年報の非金融法人企業のバランスシート (時価) の保有株式額前年比を用いて遡及した。企業保有の金融資産<除く保有株式> (FA) については、日経ニーズベースの企業保有金融資産総額から企業保有株式簿価額を差し引いて算出した。土地 (L) については、国民経済計算年報の非金融法人企業のバランスシート (時価) における現預金・再生産不可能

有形資産比率を東証1部・2部企業の保有現預金に掛け合わせて算出した。また、株式時価総額 (V) については、東証1部・2部の株式時価総額から金融・証券・保険・その他金融の株式時価総額を除いた計数を社数で割り、日経ニーズ採用社数 (1226社) を掛け合わせて算出した (注5)。

3. 推計結果と評価

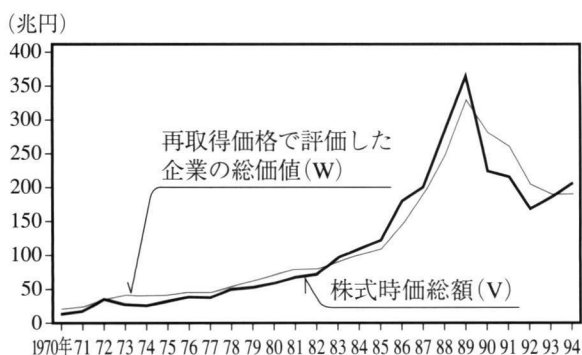
図表1には、再取得価格で評価した企業の純資産価値 (W) と株式時価総額 (V) の時系列の動向が示してある。これをみると、企業の純資産価値 (W) と株式時価総額 (V) はほぼ同様の動きとなっており、株式市場は再取得価格で表した純資産価値を評価していたと考えられる (注6)。次に、市場での再取得価格で評価した企業の純資産価値の構成の変化をみてみると (後掲図表2)、1986年以降、土地資産価値、保有株式価値の増加により企業の純資産価値が急速に増加していることが分かる (注7)。また後掲図表3、後掲図表4をみると、1986年以降企業の保有土地、保有株式の時価と簿価の乖離 (=含み益) が大きくなっている。したがって、この時期の株式市場は、企業保有の土地および株式に係る

(注5) 東証1部・2部上場企業 (除く銀行・証券・保険・その他金融) の株式時価総額を日経ニーズベースに変換する場合、総資産比率による変換と会社数比率による変換が考えられるが、1980年以降のデータでみた場合、総資産比率と会社数比率に大きな差がみられないこと、会社数比率の方が変動が少ないこと、1970年代の集計対象企業の総資産データの入手がやや困難なこと等から本稿では会社数による変換を採用した。

(注6) しかし、やや子細にみると、1970年から1982年までと1990年から1993年までは株式時価総額 (V) が市場価値で評価した企業の純資産価値 (W) を下回っており、この時期株式市場が企業の純資産価値を過小評価していた可能性がある。特に1990年から1993年頃の乖離幅が大きいが、これは、企業収益に対する期待の過度の下振れや、それに伴うリスク・プレミアムの増大といった、景気下降局面での一般的要因に加え、地価下落のリスクに対し株式市場が早く反応したことも影響しているものと考えられる (土地市場の流動性は株式市場に比べ小さいため、同じ環境変化に対し株価の方が素早く反応しやすいことに加え、地価指標に実際の地価の動きが反映されるにはさらにラグを伴う)。

(注7) 負債は、資産側の金融資産 (除く保有株式) を控除して、「純負債」として図示している。

(図表1) 株式時価総額と再取得価格で評価した企業の総価値
(東証1部・2部上場企業(除く金融・保険・証券・その他金融))



(注) (再取得価格で評価した企業の総価値の算出方法)
 設備ストック(K):日経ニーズにおける東証1部・2部(除く金融・証券・保険・その他金融)集計データ(以下日経ニーズデータ)の有形固定資産額から土地額を引いたもの。
 在庫(Z):日経ニーズデータの棚卸資産総額。
 土地(L):日経ニーズデータの現預金額に国民経済計算年報における非金融法人部門の(再生産不可能有形資産/現預金)比率を掛け合わせて算出。

保有株式(FS):1994年度については、まず日経ニーズデータの保有有価証券額に法人企業統計(大蔵省)の(株式/有価証券)比率を掛け合わせて保有株式簿価額を算出。さらに、主要企業経営分析(日本銀行)における企業の保有有価証券含み益額(1994年度、670社ベース:33.6兆円)の総資産比率に日経ニーズベースの総資産額を掛け合わせて、日経ニーズベースの保有株式含み益額を算出。この株式含み益額を保有株式簿価額に加えて保有株式時価額を算出。
 1993年度以前については国民経済計算年報における非金融法人部門の保有株式額(時価)前年比で遡及。

金融資産(除く株式)(FA):
 日経ニーズデータの資産総額から設備ストック、在庫、土地(簿価)、株式(上記推計値)を差し引いて算出。

負債(B):日経ニーズデータの負債総額。

企業の純資産価値(W):

$W=K+Z+L+FS+FA-B$ として算出。

(株式時価総額の算出方法)

東証1部・2部企業の株式時価総額から銀行・証券・保険・その他金融の時価総額を控除したものを社数で割り、それに日経ニーズ集計データ対象社数を掛けて算出。

(資料)日本経済新聞社「日経ニーズ」、経済企画庁「国民経済計算年報」、大蔵省「法人企業統計」、東京証券取引所「証券統計年報」、日本銀行「主要企業経営分析」

含み資産の増加を評価していたと言える。

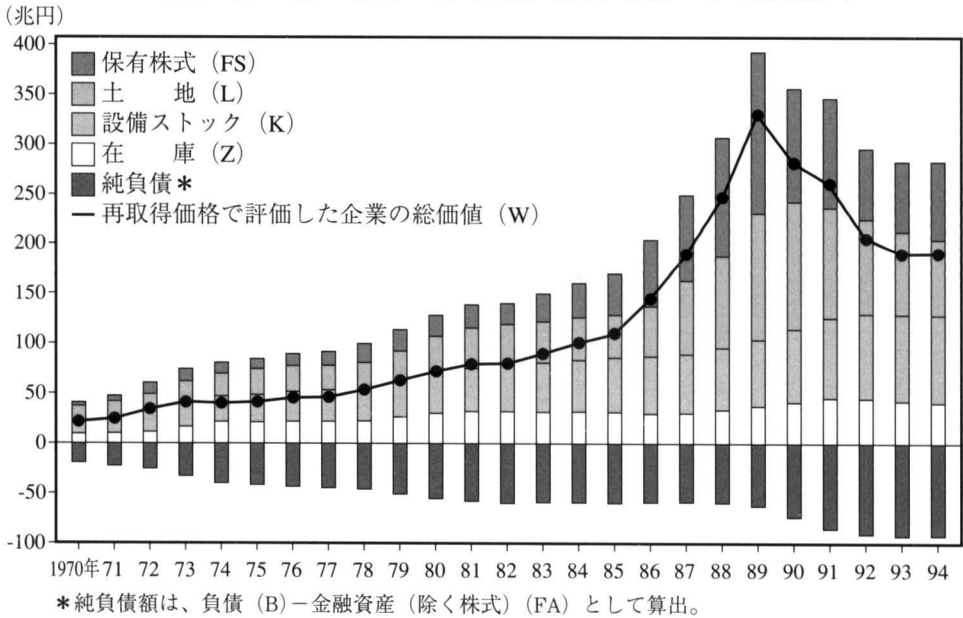
このうち、土地に関しては、この時期の地価がファンダメンタルズに基づいて形成されていたとは考え難いことを勘案すると、株式市場は地価バブルをそのまま企業保有の土地の価値増と評価していたことになる。

一方、企業保有の株式の価値については、株式以外の企業保有資産の価値上昇が、企業間の株式の持合いを通じて、さらに企業の発行済株式価値を高めるサイクルを生じさせることになる点に留意が必要である。したがって、地価バブルの発生は、上記のように企業が保有する土地の価値を増加させて、直接株価上昇を引き起こすと同時に、こうして生じた株価上昇が、企業保有株式の価値増加を通じて、一段の派生的な株価上昇を引き起こしたものとみられる。例えば、株式の持合い比率を25% (注8)とした場合、まず地価が50上昇するとこの時点で株式時価総額が50上昇する。持合い比率を25%としているため保有株式額の上昇による自社の株式時価総額の上昇額は $50 * 0.25 = 12.5$ となる。株式時価総額の上昇はここでは終わらず時価総額の12.5の上昇は持合い比率を通じてさらに $12.5 * 0.25 = 3.125$ 増加する。結局保有土地価値の増加から派生した株式時価総額の増加は $50 * 0.25 + 50 * (0.25)^2 + 50 * (0.25)^3 + \dots \approx 0.33 * 50 = 16.5$ となり、土地の増加による株式時価総額上昇と合わせ株式時価総額は $66.5 (= 1.33 * 50)$ 上昇することになる。

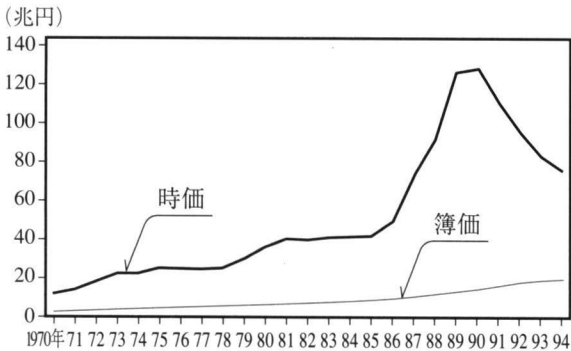
そこで、次に企業の純資産価値の年間変動額を上記のように株式以外の企業保有の資産価値上昇から派生した部分と、こうした株式以外の

(注8) 株式分布状況調査(全国証券取引所協議会)における「事業法人等」の計数。

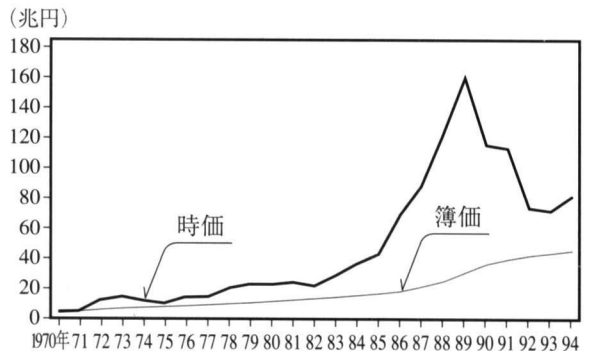
(図表2) 再取得価格で評価した企業の総価値とその構成要素
(東証1部・2部上場企業<除く金融・保険・証券・その他金融>)



(図表3) 土地保有残高の推移



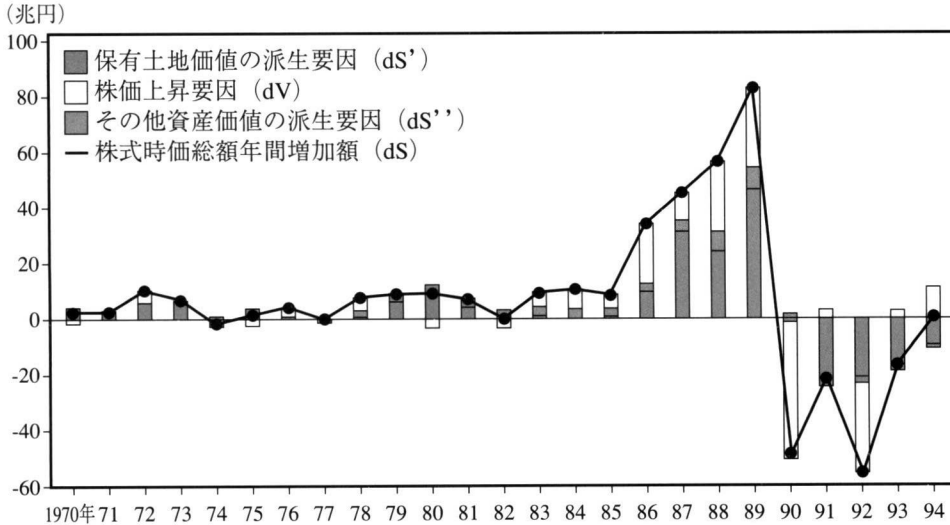
(図表4) 株式保有残高の推移



資産価値では説明できない部分（この部分が純粋な株価バブルと見做されると（図表5）、1986年以降の純資産価値額上昇の相当部分は保有土地価値の上昇から派生した要因で説明されることが分かる。したがって、1986年以降の株式時価総額の上昇は、主に地価バブルを反映した企業の保有土地資産価値の増

加を評価していたと言える。なお、1990年に生じた大幅な株式時価総額下落は、土地等の資産価値要因では説明できないが、1991年以降は土地の価値下落を反映して企業の株式時価総額も大きく減少していることからみて、こうした土地価値下落の見込みに対し株式市場が一早く反応したためとみられる（前掲（注6）参照）。

(図表5) 株式時価総額年間増加額の要因分解



(注) (株式時価総額増加額の要因分解)

- ・事業法人(除く金融・保険・証券・その他金融)間の株式持合い比率を25%(株式分布状況調査<全国証券取引所協議会>より)とする。
- ・その他資産は、設備ストック、在庫、純負債の合計。
- ・土地価額の年間増加額をdL、その他資産価額の年間増加額をdA、株式時価総額の年間増加額をdSとする。また、土地増加額から派生した株式時価総額の年間増加額をdS'、その他資産増加額から派生した株式時価総額の年間増加額をdS''とする。さらに、dS'、dS''以外の要因による株式時価総額の年間増加額をdVとする。このdVは、株式の価格上昇によりもたらされた部分であり、「株価上昇要因」とする。これらの関係を式で表すと以下のとおり。

$$dS' = dL + 0.25 * dL + (0.25)^2 * dL + (0.25)^3 * dL \dots \approx 1.33 * dL$$

$$dS'' = dA + 0.25 * dA + (0.25)^2 * dA + (0.25)^3 * dA \dots \approx 1.33 * dA$$

$$dV = dS - (dS' + dS'')$$

(調査統計局)

【参考文献】

伊藤邦雄「日本型企业システムのもう一つの特徴—競争力と収益性のパラドクス」一橋産業経営研究所『ビジネスレビュー』Vol.47 No.4、1994年3月

植田和男「わが国の株価水準について」日本経済研究センター『日本経済研究』No.18、1989年3月

日本銀行「資本コストの概念と計測」『日本銀行月報』、1995年12月

Shigemi, Yosuke, "Asset Inflation in Selected Countries" BOJ Monetary and Economic Studies Vol.13 No.2, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, December 1995, pp89-130.