

1990年代後半期の日本の企業金融

本 田 英 夫

キーワード

企業金融
自己資本比率
資金過不足状況
債務削減

目 次

はじめに

1. 1990年代後半期の経済・経営の特徴
2. 企業部門の資金余剰の発生
3. 企業部門の設備投資と資金余剰
4. バランス・シートの縮小化の進展
5. 財務リストラ

はじめに

1955年から1990年のバブル経済崩壊までの35年間に日本経済は右肩上がりの成長率を遂げてきたが、その背景には「三つの神話」があったと言われている。その第一は「土地の値段は決して下がらない」という「土地神話」、第二に「不況になっても消費需要だけは減少することはない」という「消費神話」、第三に「完全雇用神話」で「日本の企業経営は集団主義、全従業員が終身雇用を前提として仲間意識で結ばれているから、大規模な従業員解雇などはない」というものであったが、これらの「三つの神話」はバブル崩壊後の「失われた10年」においてほぼ消滅した。今日、これらの「三つの神話」が生き残っていると考える者は少ないであろうし、また、戦後の経済・経営の基本がこの長期の不況の下で、修正または消滅しつつあ

ると考えても不思議ではなかろう¹⁾。

日本経営の強さを現していた終身雇用制が崩壊したことは常識になっている。また「消費神話」にしても「土地神話」にしても、今もって回復していない。

1995年の淡路阪神大震災・オーム事件が発生した年に銀行破綻が顕在化した。1996年に住専問題、太平洋銀行が破綻し、1997年に金融ピクバンがスタートするとともに信用収縮・貸し渋りが起こり、そして同年4月日産生命保険、11月以降に三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行などの大手金融機関の破綻が相継いで発生した。このような日本の金融システムに対して国内外の不信が高まり、日本はバブル崩壊後の最も厳しい金融環境に直面した。政府は金融システムの安定化のために金融安定化緊急措置法（1998年2月）、金融再生関連法（1998年10月）を成立させるとともに金融再生委員会（1998年12月）を発足させ、さらに金融安定化緊急措置法によって30兆円の公的資金の導入が行われ、その上に金融再生関連法（金融機能再生緊急措置法、金融機能早期健全化緊急措置法など）で公的資金枠が60兆円に拡充された。1999年3月、9月には金融再生委員会が主要銀行16行に7.5兆円、地銀4行に2,600億円の資本増強を行い、また1998年10月、12月には日本長期信用銀行・日本債券信用銀行の特別公的管理（一時国有化）が実施された（しかし、2000年6月日本長期信用銀行は新生銀行、同年9月に日本債券信用銀行は

1) 経済白書、平成11年版参照。

あおぞら銀行として再生)。1998年7月発足の小渕内閣は「失われた10年」の景気対策として、減税、公共事業投資、国債増発、金利引き下げなどの伝統的な景気対策で対応したが、小渕氏は急逝し、その後、森内閣が発足したが、それも早期に退陣した。次いで小泉内閣が誕生したが、その内閣は「自民党をぶっ潰す」というスローガンで圧倒的な人気を得たことを背景に、財政投融资などの財政出動を抑制し、金融規制をはじめその他の規制を廃止ないしは大幅に緩和し、民間主導による景気回復を基本に据えたために、財政出動によって一部の企業において回復しつつあった景気が雪崩を打って崩壊し始めた。2001年には戦後経済として初めてのデフレが発生し、翌々年の2003年には上場企業29社が倒産するという結果を招いた²⁾。

10年以上に及ぶ長期の不況は企業経営に甚大な影響を及ぼした。戦後最大の銀行倒産、従業員の大量解雇、経営規模のスリム化（縮小化と分社化）と巨大化（合併）という一見矛盾した事などが起こり、また、系列を超えた企業間の提携あるいは共同会社の設立（2004年8月には東芝、日立の液晶に関する共同生産会社の設立公表等々）が多数見られ、さらに戦後の日本企業の発展を支えた株式相互持ち合い制度やメインバンク制の廃止と修正が広く行きわたった。また世紀の転換後に経済はデフレ現象が発生した。資産価格（土地、株式など）の下落が依然として止まらないところへ物価のデフレが発生したことが近年の大きな変化である。

本稿は90年代前半期の分析³⁾に引き続き、90

年代後半期の企業金融に焦点を絞り、その変化と特徴を明らかにするものである。

1. 1990年代後半期の経済・経営の特徴

図表1は1986年から2003年までの経済・経営に関する数値であるが、この表から次のことが明らかになる。

国内総生産（GDP）の実質前年比伸び率は、1986年から1990年までは2.9%から5.2%までの成長率で、バブル期の好景気が良く現われている時期であったが、とくに1988年は6.5%と非常に高い成長率であった。この時期はバブル期なのであらゆる物が相乗効果をもたらし、資産インフレの状況であった。しかし、1992年以降GDPは一気に下落し、1995年まで0.3%（1993年）から1.9%（1995年）までの枠内で推移した。90年代前半期の最低の成長率であった1993年の0.3%は、最高の成長率であった1988年の6.5%に対して実に16分の1という厳しいものであった。バブル期の反動として景気の著しい後退が見られたのである。

90年代前半期（1991～1995年）のGDPの実質平均値は1.5%であった。しかしその後の1996年には円安による外需の増大、財政投融资の拡大などにより3.4%の成長回復が見られたが、1998年には24年振りのマイナス1.1%の下落に陥った（1996～2000年の実質平均値1.4%）。景気回復のための国債依存度が1992年の13.6%から1995年に28.0%まで急上昇したために、1997年には財政構造改革の一環として消費税が引き上げられ（3%から5%）、さらに公共事業等の歳出削減が1998年から実施された。

1997年はアジア金融危機が発生した年であり、しかも山一証券、北海道拓殖銀行などの主要金融機関の破綻が続発した年でもあった。そうした金融システム不安の増大と「財政再建改革元年」は、翌年の1998年のGDPをマイナス成長にした。しかし1998年は小渕政権の下で財政構造改革が見直され、むしろ積極的な財政刺激政策が採用された。この年に16兆6,500億円の総

2) バブル崩壊過程の実態については特に次のものが詳しい。日本経済新聞社編『日本が震えた日「ドキュメント」97秋金融危機』日本経済新聞社、1998年。日本経済新聞社編『検証バブル 犯意なき過ち』日本経済新聞社、2000年。朝日新聞社編『金融動乱：金融動乱は再生できるか』朝日新聞社、1999年。

3) 拙稿「現代日本企業の経営財務——バブル崩壊後の企業金融」、龍谷大学経営学部編『現代日本の企業と経営——現状・課題・展望』文眞堂、1996年。

図表1 経済・経営の諸指標

暦年	G D P (前年比 :実質)	民間企業 設備 (前 年比:実 質)	製造業稼 働率指数	円相場	輸出数量 指数 (前年比)	完全失業 率	有効求人 倍率	東証株価 時価総額 (第一部 :千億円)	市街地価 格 指 数 (前年比)
1986	2.9	4.9	105.2	168.03	0.8	2.8	0.62	2,770.7	2.8
1987	4.4	6.2	105.3	144.52	0.2	2.8	0.70	3,254.8	5.6
1988	6.5	15.5	111.4	128.20	5.5	2.5	1.01	4,629.0	10.0
1989	5.2	15.0	113.6	138.11	4.5	2.3	1.25	5,909.1	7.5
1990	5.2	11.5	114.7	144.88	4.8	2.1	1.40	3,651.5	14.2
1991	3.3	4.4	112.4	134.59	3.0	2.1	1.40	3,659.4	10.4
1992	1.0	-7.3	103.1	126.62	1.6	2.2	1.08	2,810.1	-1.8
1993	0.3	-11.6	97.9	111.06	-1.7	2.5	0.76	3,135.6	-5.5
1994	1.0	-6.5	97.5	102.18	1.5	2.9	0.64	3,421.4	-4.6
1995	1.9	2.4	100.0	93.97	3.2	3.2	0.63	3,502.4	-3.7
1996	3.4	4.2	101.0	108.81	1.2	3.4	0.70	3,363.9	-4.4
1997	1.8	13.2	104.4	120.92	11.8	3.4	0.72	2,739.1	-4.1
1998	-1.1	-2.3	95.6	131.02	-1.3	4.1	0.53	2,677.8	-3.5
1999	0.1	-4.2	95.0	113.94	2.1	4.7	0.48	4,424.4	-4.8
2000	2.8	4.5	99.3	107.79	9.4	4.7	0.59	3,527.8	-5.8
2001	0.4	1.1	92.5	121.58	-9.5	5.0	0.59	2,906.7	-6.3
2002	-0.3	-7.2	93.5	125.17	7.9	5.4	0.54	2,429.4	-6.7
2003	2.5	9.3	97.3	115.93	4.9	5.3	0.64	3,092.9	-7.1

出所：経済財政白書，平成13年版，16年版より

合経済政策，23兆9,000億円の緊急経済対策が実施され，財政構造改革法は凍結された。1999年も公共事業投資の増大が維持され，公債依存度は43.4%にまで広がった。2000年も同様の景気刺激政策が最優先され，その結果，成長率は2.8%という1996年を除けば1992年以降最も高いGDPを示した。1996年から2000年までの5年間の実質平均値は1.4%と90年代前半期とは同じ成長率となった⁴⁾。

90年代全般に亘るこのような経済の著しく低い成長率は，バブル期の4.9%からすれば隔世の感がする有様であった。民間企業設備（実質）は，1988年から1990年まで11%から15%の伸びが見られたが，90年代前半期には設備投資がマイナスになる年が増え始め，1992年から1994年までの3年間はマイナス成長であった。

とくに1993年はマイナス11.6%という状況であった。90年代後半期も設備投資削減の傾向は変わらないが，政府の財政投融资に支えられ1997年13.2%，2000年4.5%と大幅な増額が見られた。しかし，1998年，1999年は1997年の金融危機・主要金融機関倒産の影響よりいずれもマイナス2.3%，マイナス4.2%と非常に厳しい状況であった。

製造業稼働率はバブル期には114.7%（1990年）と100%を大幅に超えていたが，バブル崩壊とともに100%を切り始め，とくに90年代後半期には95.0%（1999年）と最低の製造業稼働率になった。90年代後半期の製造業稼働率は前半期より更に悪化した。

完全失業率はバブル期は2%台であったものが，本格的なリストラが拡大した90年代後半期には4%台まで上昇した。2001年以降5%台となり失業時代がやってきたと言われた。有効求人倍率もバブル期の後半には1.0を超え，人手

4) 橋本俊詔編『戦後日本経済を検証する』東京大学出版会，2003年，第3章参照。

図表2 時期区分による経済・経営の諸指標

暦年	1986～90	1991～95	1996～00	2001～03
GDP（前年比：実質）	4.8%	1.5%	1.4%	-1.35%
民間企業設備投資（実質）	10.8%	-3.7%	4.6%	-1.86%
円相場	110.04	113.68	116.50	123.38
完全失業率	2.5%	2.6%	4.1%	5.2%
有効求人倍率（倍）	1.00	0.90	0.60	0.57
東証株価時価総額（第1部：千億円）	4,043.0	3,305.8	3,346.6	3,143.0
市街地価格指数	8.0	-1.0	-4.5	-6.5

出所：図表1に同じ

不足の状況であったが、バブル崩壊とともに倍率は減少し、1991年から1995年までの平均0.9が1996年から2000年には平均0.6まで下がった。

東証株価総額（第一部）も市街地価格指数もバブル崩壊とともに減少し始め、とくに東証株価時価総額はバブル期の1989年に590.9兆円であったものが、1998年にはその38%にすぎない267.7兆円にまで下がり、また市街地価格指数は90年代は一貫して下落傾向が続いた。1991年～1995年はマイナス1.0%、1996年～2000年はマイナス4.5%の下落状況であり、2004年も引き続き下落した。

以上のように、1997年秋以降のアジア経済・通貨危機の影響を受け⁵⁾、主要金融機関の破綻が続発して金融システムに対する信頼が急速に低下し、景気は一段と厳しいものになった。とりわけ主要金融機関の破綻によって金融機関の財務内容の評価が厳しくなり、とくに銀行の自己資本不足によって企業への貸出しがより一層厳しくなった。90年代の前半は、総じてバブル経済の後遺症があらゆる分野に現れた時期であったが、後半期はあらゆる経済・経営指標が更に悪化した時期であるが、しかし、これは景気対策の失敗、あるいは経済システムの変革（とくに金融システムの変革）に対応できない企業サイドの問題も当然あるが、全般的に入り乱れた景気対策に対して、企業は景気の先行きの見通しが付かないために設備投資・在庫投資

を減少させたり、また銀行も自己の財務の悪化の中で融資をこれまで以上に厳格に抑制し（当然政府も融資先企業の5段階評価を求めたために、一段と銀行融資は厳格になった）、その結果、中小企業の倒産は勿論、大企業の倒産も増大した。明らかに90年代前半より後半の方が企業は混乱していた⁶⁾。

2. 企業部門の資金余剰の発生

バブル崩壊後の長期の不況は、資金循環構造に根本的な変化をもたらした。資金循環を主大別に見てみると、90年代前半期までは家計が唯一の安定的な資金余剰主体であり、預貯金による黒字主体として資金不足主体である非金融法人や政府に資金を提供し、また海外部門の資金不足（国際収支でいう経常収支黒字）に充てられる構造になっていて、戦後一貫として変わらない資金循環構造であった。当然、金融機関は家計の預貯金を非金融法人の投資に回すための金融仲介機能を発揮していた。

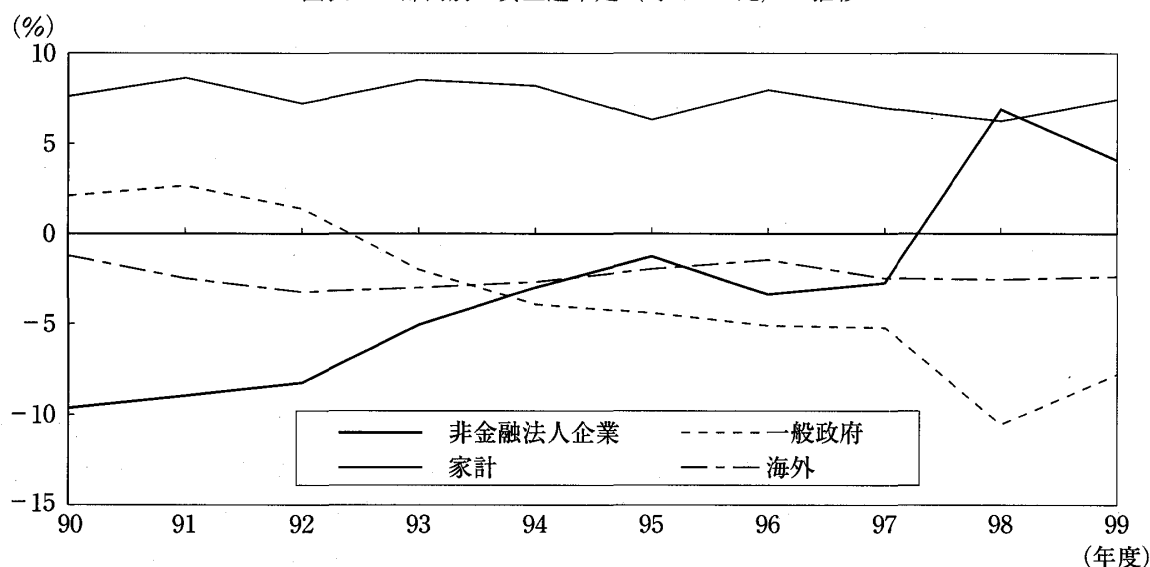
こうした資金黒字主体である家計と赤字主体である非金融法人および政府の構造は、90年代後半に変化し、法人企業が赤字から黒字になったのである。政府の赤字状況は景気回復のための国債の大量発行によってもたらされたが、企業部門が黒字主体になることは、戦後の企業の間接金融中心の資金調達状況のもとでは初めてのことであった。

それではどうしてこのような資金構造の変化

5) 高橋琢磨・関志雄・佐野鉄司『アジア金融危機』東洋経済新報社、1998年。吉富勝『アジア経済の真実』東洋経済新報社、2003年、参照。

6) 経済白書、平成11年版参照。

図表3 部門別の資金過不足(対GDP比)の推移



(備考) 日本銀行「資金循環勘定」により作成。

出所：安藤浩一「近年の企業金融の動向について——資金過不足と返済負担——」，Web ページ。

が起ったのだろうか。90年代までは企業は設備投資資金を金融機関からの借入に頼っていた。日本の金融システムは間接金融優位の体制のもとで、企業は常に利子率よりも投資利益率が超過していたので、金融機関から容易に借り入れることが出来たのである。そこでは企業部門の資金不足と家計の余剰資金が通常のことであった⁷⁾。

70年代半ばまでの高度経済成長期では、企業部門が設備投資などの旺盛な資金需要によって常に大幅な資金不足状況にあり、その資金不足状況を家計部門の資金余剰で賄っていた。ところが1973年、1979年の石油危機を契機に高度経済成長は終焉し、経済成長率は大幅に低下し、それに伴い企業は一気に減量経営に転換させ設備投資・在庫投資の実物投資の抑制を行った結果、企業の資金需要は低下し、したがって、この時期の企業の資金不足は比較的小幅になった⁸⁾。

しかし、企業の資金不足状況は基本的には変わるものではなかった。それは、企業部門において資本(資金)の蓄積(内部資金調達から実物資産投資を控除したもの)がいまだ十分でなかったからである。

80年代後半のバブル期において、企業は設備投資を活発に行ったので、企業の資金不足状況は拡大した。このバブル期に資産インフレが発生し、土地・株式などの資産価格が急騰したが、企業はいわゆる「財テク」といわれる本業以外の土地、株式、特金などの土地取引・金融取引による収益が本業(営業利益)を上回るという状況をもたらした⁹⁾。しかし、この時期でも依然として企業部門は資金不足状況にあった。

このように、法人企業の資金循環状況は90年代半ばまで赤字であったが、一方の大企業ではバブル期にむしろ間接金融を減らして支払利息の減額を図り、財務体質の積極的な強化を展開した時期でもあった。明らかに銀行離れ(間接金融の後退)が発生し、資金調達源泉として直接金融の社債・転換社債・ワラント債が急増し、

7) 安藤浩一「近年の企業金融の動向について」Web ページ。ECONOMIC TRENDS「デフレの本質～バランスシート不況のメカニズム～」第一生命経済研究所経済関連レポート，Web ページ。

8) 拙稿「第12章 財務管理」，片岡信之編著『要説 経営学』文真堂，1994年，参照。

9) 拙稿「現代日本企業の経営財務」，160ページ。小野正人『ゼミナール これからの企業金融・財務戦略』東洋経済新報社，1992年，第6章参照。

とくに国内での発行規制（発行条件）が厳しいこと、コストが低いなどの理由によりユーロで発行する外債に人気が集まり、多くの大企業がこれらの社債で資金調達するようになった。いわゆるエクイティ・ファイナンス（新株発行を伴わない資金調達）である¹⁰⁾。しかし、このエクイティ・ファイナンスは株式への転換あるいは株式取得の権利行使がなされるまでは社債であるために、長期借入金であることには変わらない。したがって、この社債発行では間接金融から直接金融へ進行はしたが、資金過不足においては企業部門がマイナス（赤字）になることは同じである。

ここで、バブル期の大企業の財務体質強化について若干触れておこう。エクイティ・ファイナンスによる間接金融から直接金融の変更は、調達コスト（金利）の引き下げ、株式への転換（株主資本の充実）の可能性を目指したもので、財務体質強化に繋がる事柄であったが、基本的に短期借入金から長期借入金（社債）による借入金の返済期限の延長、第2に社債発行によって得た資金の借入金返済による支払利息の低減、第3に借入金から社債（とくにワラント債、転換社債）への移行による支払利息の削減などが上げられる。

ところで、一方の公共部門の資金過不足状況はバブル期の景気拡大による税収の増大で、国債の発行が行われなかったので資金不足は縮小し、1988年に黒字に転換し、その状況が1992年まで続いた。しかし、バブル崩壊後の不況が進行するにつれ、税収減が進み公共部門は黒字から大幅な資金不足状況の赤字となった。他方の企業部門は景気後退により設備投資・在庫投資が減退し、資金不足幅は急速に縮小に向かった。そして1994年に企業部門は僅かながらも資金余剰の状況が発生し、それ以降、資金余剰部門として定着することになった¹¹⁾。

明らかに90年代後半期の企業部門は「カネ余り状態」をもたらしたが、このような企業部門の変化は、過剰設備と過剰債務を抱える企業が設備投資や土地保有を減少させるとともに、積極的に債務の返済に努めた経営行動の現れであった言えよう¹²⁾。企業部門の資金余剰状況は1955年の資金過不足状況分析から初めての事であり、資金循環構造として極めて重大な変化であった。

3. 企業部門の設備投資と資金余剰

資金過不足は企業の設備投資・在庫投資の実物投資（投資）に対する内部留保・減価償却費などの内部資金調達である貯蓄の差に等しくなるものであるが、次のような公式を描くことが出来る¹³⁾。

＜資金の運用サイド＞ ＜資金の調達サイド＞

実物資産投資＋金融資産運用＝外部資金調達＋内部資金調達
金融資産運用－外部資金調達＝内部資金調達－実物資産投資

（資金過不足）

（貯蓄）

（投資）

したがって、資金過不足は金融資産運用－外部資金調達がプラスであれば資金余剰（貯蓄）となり、マイナスであれば資金不足（投資超過）となる。つまり貯蓄－投資がプラスであれば資金余剰、マイナスであれば資金不足となる。

大企業の加工業種と素材業種に分けて見てみると、図表4のように大企業の加工業種・素材業種では1991年度～1993年度は貯蓄が9.5兆円であったが、設備投資・在庫投資の投資が11.0兆円なので、マイナス1.6兆円の資金不足であった。この不足額1.6兆円は外部資金から調達された。外部資金調達額は2.2兆円であるが、そのうち0.7兆円は金融資産運用で控除されるので、残りは1.5兆円となる。この時期はバブル期の影響もあって貯蓄以上の実物投資が行われていたことになる。

10) 拙稿「現代日本企業の経営財務」参照。小野正人、同上、第6章参照。

11) 東京三菱銀行調査月報、平成12年3月号（No.48）参照。

12) 経済財政白書、平成14年版、214～215ページ。

13) 東京三菱銀行調査月報、平成12年3月号（No.48）、15ページ。資金過不足分析は同論文による。

図表4 加工業種と素材業種の資金過不足（大企業）

(加工業種)						(素材業種)					
(年平均, 兆円)						(年平均, 兆円)					
年度	投資 〈A〉	貯蓄 〈B〉	金融資産 運用 〈C〉	外部資金 調達 〈D〉	資金過不足 〈B〉-〈A〉 〈C〉-〈D〉	年度	投資 〈A〉	貯蓄 〈B〉	金融資産 運用 〈C〉	外部資金 調達 〈D〉	資金過不足 〈B〉-〈A〉 〈C〉-〈D〉
81-85	4.6	4.4	1.7	1.9	▲0.2	81-85	2.9	2.7	0.7	0.9	▲0.2
86-90	7.0	7.0	4.5	4.5	0.0	86-90	4.6	4.6	1.7	1.7	0.0
91-93	6.6	5.9	0.5	1.2	▲0.7	91-93	4.4	3.6	0.2	1.0	▲0.8
94-96	6.5	8.0	0.6	▲0.9	1.5	94-96	3.7	4.3	0.1	▲0.5	0.6
97-98	6.4	4.7	0.9	2.6	▲1.7	97-98	3.2	2.8	0.4	0.8	▲0.4

(注) 1. 投資：固定資産投資+運転資金 2. 貯蓄：内部留保+減価償却費

3. 金融資産運用：現預金、有価証券など金融資産の増減額 4. 外部資金調達：借入金、社債、増資の増減額

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

出所：東京三菱銀行調査月報，平成12年3月号。

1994年度～1996年度はバブル不況の長期化により設備投資など実物投資がキャッシュフローの範囲内に抑制され、投資が貯蓄内に収まり資金余剰が初めて発生した年であった。この時期の投資は10.2兆円であったが、貯蓄は12.3兆円で2.1兆円の資金余剰が生まれた。この2.1兆円の資金余剰のうち1.4兆円が外部資金の返済に利用されたのである。資金余剰の発生は加工業種も素材業種も同じであり、外部資金返済に資金が利用されたのは戦後初めてのことであった。

資金余剰が発生した背景として、①不況の下で収益力を確保・向上させるために、バブル期に膨張したバランス・シートのスリム化を図る必要性があったこと、②90年代半ばにかけて急速に進行した円高への対応策の一環として、生産拠点の海外シフトを進める一方、国内への新規投資を手控えた、などの理由が考えられる¹⁴⁾が、とりわけバブル期に膨張したバランス・シートの圧縮化が企業のリストラを進行させ、資金余剰をもたらす原動力となったことは明らかである。

このように製造大企業の資金余剰が発生したが、非製造大企業や中小企業では以下のような理由により資金余剰状況は生まれなかった。製

造大企業では急激な円高の状況と不況のため売上高の伸びが止まり、その結果リストラの進展をより一層強めるとともに、安価な輸入品の活用や下請企業への値下げ要請、部品点数の絞込みや流通合理化などを通じての仕入れコストの抑制、さらには過剰雇用を子会社や関連会社に出向させ人件費を中心とした固定費の削減などを積極的に推し進めた。そうした製造業の経営行動に対して、非製造大企業や中小企業はコスト削減の経営指向の中で売上高・収益の伸びが全般的に遅れることになったが、しかし、実物投資は大企業の経営合理化とリストラの圧力によって抑制が比較的緩やかであったために、貯蓄以上の投資が行われ資金不足状況が依然として続いたのである¹⁵⁾。

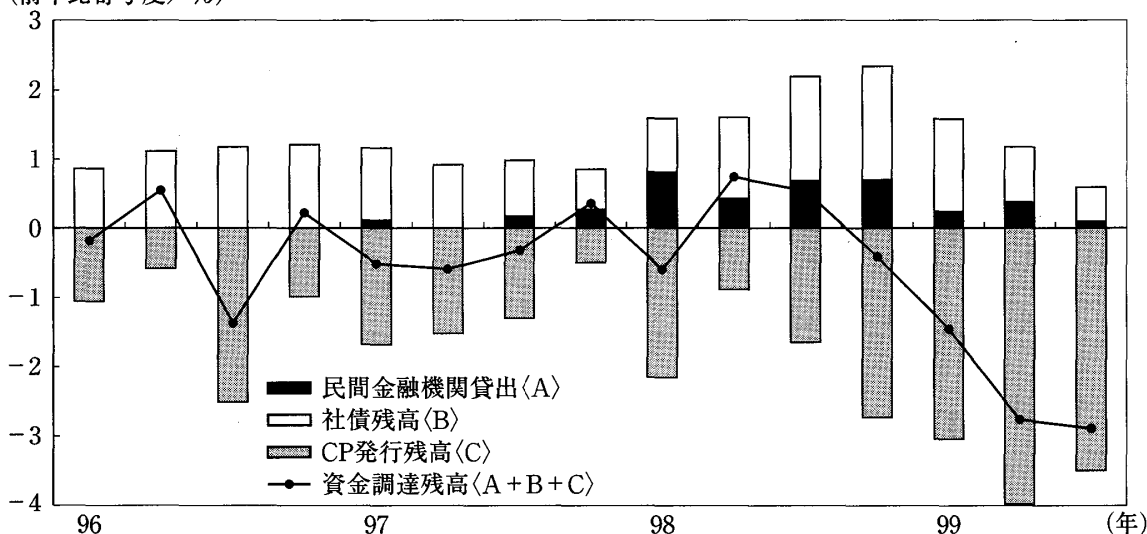
1997年度～1998年度は消費税が3%から5%に引き上げられ、財政出動が積極的に進められた時期であった。1994年度～1996年度に資金余剰となった製造大企業は1997年度～1998年度に資金不足部門となった。このような製造大企業の資金不足状況は、先ず第1にバランス・シートの縮小化（リストラ化）がある程度進んだことが上げられる。したがって、縮小化された企業資産を土台に新たな産業構造の下で経営する場合、そこに新規投資が必要になる。第2に社

14) 東京三菱銀行調査月報，平成12年3月号（No.48），16ページ。

15) 同上，17ページ。

図表5 企業の資金調達状況

(前年比寄与度/%)



(注) 民間金融機関貸出は、国内銀行・銀行勘定。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

出所：東京三菱銀行調査月報，平成12年3月号（No.48）。

債やCPの発行を通じて直接金融へ傾斜して低コストの投資資金が確保できたこと、第3に1998年発足の小渕内閣の公共投資拡大と減税により景気が好転し始め、貯蓄の落ち込みほどに投資を削減する必要性が少なかったこと、などが指摘できる¹⁶⁾。ところで、90年代後半期は大企業が銀行借入を減少させ、社債やCPなどの直接金融の発行を急増させた時期であった。図表5から明らかなように、この時期は民間金融機関の貸出しが減少し、とくに1997年からは毎年削減されているが、それに対して社債の急増とCPの発行が目立つ状態であった¹⁷⁾。

民間金融機関貸出しは1996年以降毎年減少しているが、特に1998年からの減少は急拡大している。これに対して社債とCPによる資金調達は1998年には増加している。このことから1997年度～1998年度の製造大企業の資金不足状況は設備投資の増加が原因で、その資金不足を主として社債とCPで調達したことは明らかである。

1997年度～1998年度は貯蓄以上の投資が行わ

れ資金は不足状況になったが、詳細に見ると1998年度は資金過剰の状況であった。それは金融システム安定化政策や過去最大の緊急経済対策、日銀のゼロ金利政策などにより景気は緩やかに回復し始めたものの、全体として実物投資は活発ではなく貯蓄内に留まったからである。この傾向は1999年度以降も実物投資は低調であり、大企業でも中小企業でも資金余剰部門となった¹⁸⁾。

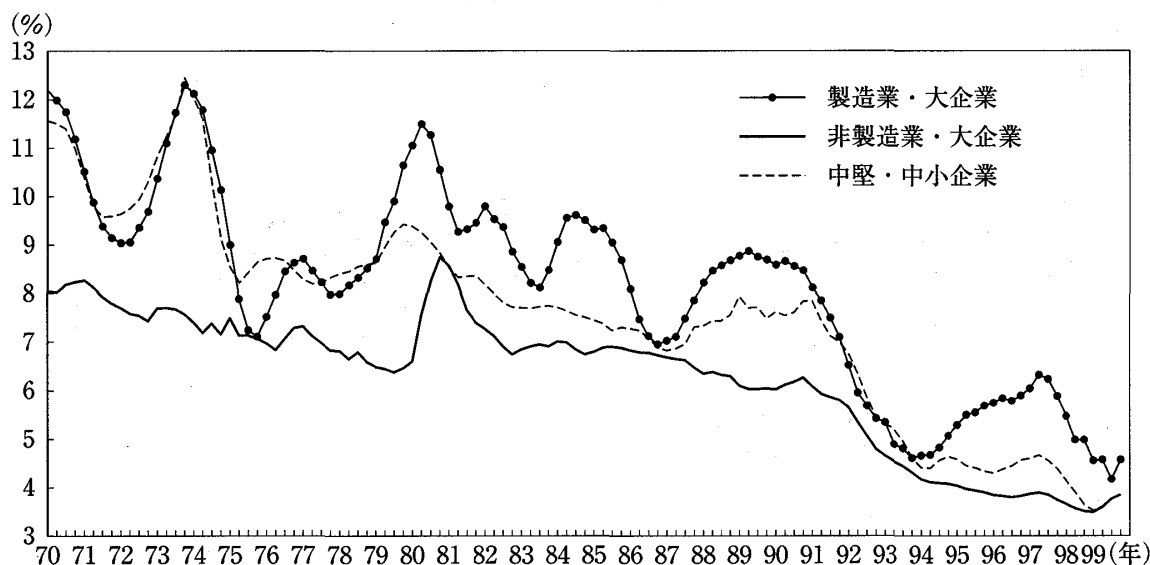
このような設備投資の抑制的な経営は資金の余剰をもたらしたが、当然ながらROA（資産利益率：資産効率）の側面では低下傾向を示すことになった。図表6から明らかなように、総資産に対する営業利益・営業外収益の合計は80年代には9%を示していたが、90年代に入ると急下降し、1997年以降では4.5%まで低下し、それ以降も減少し続けた。これは不況による売上高の減少によるものであるとともに、売上高の減少に対応する形で設備投資の抑制が働いたためである。ここでは減収減益により設備投資抑制が行われ、そしてリストラ加速によって資

16) 同上，19ページ。

17) 同上，19ページ。

18) 東京三菱銀行調査月報，平成14年9月号（No.78）および11月号（No.80）参照。

図表6 ROAの推移



(注) 1. ROA=事業利益 (=営業利益+営業外収益)/総資産。後方3四半期移動平均値。

2. 99年1—3月以降は、法人事業税の会計基準変更に伴う影響を当部にて調整。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

出所：東京三菱銀行調査月報，平成12年3月号 (No.48)。

金余剰という状況が生れたのである。

以上のように、企業部門は90年代半ば以降に資金余剰という事態が発生したが、これは投資が不況のために抑制されたこと、また企業が不況の長期化によりより一層リストラを進め貯蓄を増加させたこと、さらに銀行の不良債権の増大と貸出し抑制の進展、直接金融へのシフト、そして連結決算（1999年度）、金融資産の時価会計（2000年度）、固定資産の時価会計（2004年度）などの導入により新規投資が非常に厳しい環境になったことなどがあげられるが、いわば企業部門の余剰資金状況は90年代後半期の経済の混乱を象徴しているものといえよう。

4. バランス・シートの縮小化の進展

「失われた10年」の財務的な変化は貸借対照表に現れている。企業の余剰資金状態は当然ながら資本の増加となり、企業の財務内容に大きな変化をもたらした。図表7は法人企業の資産・負債・資本の変化の推移を見たものであるが、これらからいくつかの特徴的なことが明らかになる¹⁹⁾。

第1の特徴は1995年～2000年の期間に「有形

固定資産」「投資その他の資産」と「資本」を除いた全ての項目が減少したことである。資産合計が35兆3,637億円減少しているが、このように資産合計は1994年3月に前年度を割ったのが最初であり、その後2002年度まで5回前年度を下回るようになった。資産総額が前年度を割るような状態は戦後の経済活動の中では初めてのことであった。第2に負債項目（資金調達項目）の減少が非常に大きいことである。流動負債の減少は82兆4,144億円であり、そのうち短期借入金の削減は流動負債全体の73%におよぶ60兆4,597億円であり、また長期借入金の減少も39兆7,177億円で、両者の総額100兆1,774億円が返済されたのである。負債の削減は特に90年代後半期以降に顕著となる財務リストラ（財務の健全性）を象徴する最たるものであるが、それは支払利息を大幅に減額することを目的にした財務であった。なお、支払手形は既に1990年度～95年度の期間から減少しているが、これはまさしく不況の現れであって、企業の存続が

19) 小本恵照「日本企業の財務構造と資金調達の変化」ニッセイ基礎研究所，2002年7月参照，Web ページ。

図表7 資産・負債・資本の変化

(単位: 億円)

項 目	1975-1980	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000
流 動 資 産	1,144,499	1,028,757	2,429,622	222,733	▲877,807
有 価 証 券	57,957	84,601	163,005	11,769	▲175,541
棚 卸 資 産	298,131	127,437	461,346	54,849	▲379,493
固 定 資 産	649,640	1,008,156	1,949,798	1,792,750	516,040
有形固定資産	502,716	782,358	1,274,307	1,401,943	▲4,845
土 地	115,390	222,135	499,272	497,997	195,852
投資その他の資産	138,891	209,945	641,068	355,810	469,708
資 産 合 計	1,795,155	2,041,603	4,385,408	2,027,651	▲353,637
流 動 負 債	1,063,163	935,853	1,831,349	568,789	▲824,144
支 払 手 形	269,783	54,066	201,818	▲200,031	▲247,321
短 期 借 入 金	317,510	546,706	647,682	488,604	▲604,597
固 定 負 債	414,266	660,745	1,611,982	1,109,134	▲358,228
長 期 借 入 金	273,868	405,554	1,172,870	731,916	▲397,177
資 本	315,963	482,963	941,340	348,923	823,041
負債・資本合計	1,795,155	2,041,603	4,385,404	2,027,651	▲353,637

出所: 小本恵照「日本企業の財務構造と資金調達の変化」ニッセイ基礎研究所, 2002年7月, Web ページ。

極めて不安定な状態では数ヶ月の手形は敬遠され、現金決済が促進された結果である。手形交換高は1990年度の4,680兆円が2000年度に79%減の988兆円までに減少し、2002年度にはさらに減少して688兆円になった。第3に流動資産の中でも有価証券と棚卸資産が減少しているが、まず市場性有価証券は不況の深刻化に伴い当然ながら減少した。1995年度～2000年度の期間に有価証券は17兆5,541億円の減少があったが、これは株価の激しい低落傾向が発生したのに伴い、各企業は時価に合わせて再評価損を実施し、同時に企業は有価証券の購入を強く抑制したためであった。

有価証券と同じく棚卸資産の減少が1995年度～2000年度の期間に37兆9,493億円減少している。棚卸資産投資は資産効率の向上を如何に実現するかという事に結びついている。棚卸資産の在庫は生産、販売上の変化に対応させるために、常にそれは変動する。特に景気の動向を企業が正確に読み取ることは不可能なことなので、どうしてもバブル時代の状況にあわせた在庫を抱えることになり、全般的にそれは増加する性

格を持つことになる。したがって、1995年まで棚卸資産は増加傾向を示した。バブル期には販売が活況していたので、棚卸資産の在庫は余り大きな問題にはならなかったが、しかし90年代の不況期には販売が減少し、棚卸資産回転率は低下し資産効率は悪化した。そこで、製品の回転率の向上のために出来るだけ棚卸資産計上額を引き下げ、回転率を引き上げようとした。上場会社では棚卸資産回転率は1990年度に36.13日(製品棚卸資産回転率13.77日)が最高であったが、その後悪化し始め1995年度には46.08日となったが、翌年より改善が進み2000年度には42.73日となり、2002年度には39.69日まで回転率は上昇した。もちろん製品棚卸資産回転率も1995年度の18.47日から引き上げられ2000年度には17.16日、2002年度15.76日と経営改善が進められた。

第4に固定資産そのものは51兆円の増加となっているが、有形固定資産はむしろ減少し、また土地については増加しているが、この当時減損会計が導入されていない(2004年3月より企業の自主的判断で導入できるが2006年3月よ

図表 8 1 部上場非金融会社の連結子会社数（持分適用会社・関連会社除く）

年	1986	1990	1996	2000	2002
連結子会社数	6,315	9,906	23,336	29,931	38,017

出所：「経済調査協会総覧」第4集（1986年），8集（1990年），14集（1996年），18集（2000年），20集（2002年）より作成。

り完全導入となる）ので、基本的に簿価で計上されていたと考えられる²⁰⁾。土地は増加しているが増加額は前半期の約40%程度しか増えていない。この時期でも一貫して土地価格の下落が続いていた。

第5として投資その他の資産が46兆9,708億円増加しているが、これは子会社および関連会社などの長期保有の投資有価証券が増えたことが主な理由であるが、上場会社では1990年度の29兆円が1995年度40兆円、2000年度は51兆円となり2002年度に62兆となって、年々投資有価証券は増加していた。企業規模が縮小の傾向を辿りながら子会社・関連会社がこのように増加するのは、一つは大企業において事業部制のもとで広範囲な生産を行っていたが、今回の不況で事業部制が行き詰まり、これらの事業部を子会社に独立させ、より明確な独立経営に移行させる傾向が強まったことが上げられる²¹⁾。つまり、これまでの競争会社との提携により共同の子会社を設立させ、そこでより先端的な製品を開発するケースも存在するし、さらに収益率が余り高くない分野を別会社にするなどの方法が取られた。いずれにしても本社機能を縮小し、資金などの経営資源を特定の分野に集中的に投資する必要が高まった結果であり、80年代に拡大した多角化経営とは異なるものであった。多角化経営は関連分野を抱え込み本社機能を拡大させ経営資源を分散投資する方法であったが、90年代後半期の子会社・関連会社への投資の拡大はむしろ本社機能縮小の現れであり、持ち株会社制度の導入による子会社経営が新たに制度化さ

れたことの現われでもあり、さらに決算が連結決算に移行した結果、本社機能が縮小しても子会社・関連会社を合わせた資本全体の規模は維持できるので、むしろ積極的に子会社への移行が進んだと思われる²²⁾。なお、東証1部上場企業の連結子会社数を見てみると、1990年の9,900程度の子会社が1996年に23,300以上、2000年には約30,000、2002年に38,000の子会社数を抱えることになった。子会社数の増大は90年代後期以降の事業構造の変化を的確に表現するものであった。

以上のように、90年代後半期の財務的な特徴は全体的に負債関連が大幅に削減され財務リスクが促進されたこと、有価証券・棚卸資産の削減は株価の連続的な低下と資産効率の引き上げを目指した景気後退期の特質であること、本社機能の縮小による子会社・関連会社への投資有価証券が多角化経営の見直しの一環として実施され、経営改革が大幅に進行したことの現われであったことが指摘できよう。

5. 財務リスク

財務のリスクは第1に有利子負債残高の削減、第2に人件費の削減、第3に不要資産の削減が上げられる。結局、財務リスクは収益の減少の状態を業績を如何に向上させるか、つまり経費を削減し利益を如何に増大させるかという課題である。ここでは有利子負債残高の削減、人件費の削減を取り上げることにする。ところで、財務リスクは企業財務の健全化・強化のことであり、したがって、自己資本（株主資

20) 小本恵照，同上，4ページ。

21) 高橋弘幸・丹沢安治・坂野友昭『現代経営・入門—企業価値を高める経営活動』有斐閣，2002年，第4章参照。

22) 同上，第5章参照。大滝・金井・山田・岩田『経営戦略—創造性と社会性の追求』有斐閣，第5章参照。連結経営については野村健太郎『連結経営の衝撃』中央経済社，平成12年第7，8章参照。

図表 9 自己資本比率の推移

(単位：%)

	全産業	製造業	非製造業		全産業	製造業	非製造業
1987年度	26.2	34.2	16.0	1995年度	30.3	40.6	17.5
1988年度	27.4	35.9	16.6	1996年度	31.1	41.4	17.9
1989年度	28.0	37.4	16.7	1997年度	31.6	42.2	18.0
1990年度	27.8	37.4	16.2	1998年度	31.9	42.7	18.0
1991年度	28.3	37.7	16.7	1999年度	33.1	43.7	19.0
1992年度	28.7	38.4	16.9	2000年度	33.1	44.6	19.5
1993年度	29.5	39.5	17.4	2001年度	33.0	44.5	19.5
1994年度	30.0	40.1	17.6	2002年度	33.7	45.2	20.1

出所：『企業経営の分析』より作成。

本) と他人資本の関係であり、また利子率と利益率の関係でもあった。

1) 自己資本比率の上昇と当期利益の減少

財務リストラとして第1に挙げられるのは自己資本比率(株主資本比率)の向上である。戦後日本の経営は他人資本(借入金)で資金を調達していたために自己資本比率が極めて低く、米国が40%以上に対して日本は20から25%程度であった。過去において何度か自己資本不足が問題になり、その引き上げが検討されたこともあった²³⁾が、今回の不況のような変化をこれまで見ることはなかった。まずは自己資本比率の変化状況を見てみよう。

上場企業の自己資本比率であるが、1991年度から2002年度までの12年間に全産業は5.4%も上昇し33.7%になった。製造業では7.5%の増加で45.2%である。日本経営のひとつの特徴として指摘されていた低自己資本比率は製造業ではあきらかに払拭された。非製造業の低い自己資本比率には次のような理由が考えられる。

非製造業は製造業よりも一回り小規模のものが多。固定資産への投資資本は基本的に長期資本で賄われるものなので、自己資本が最も良い資本ということになる。しかし、非製造業は固定資産への投資は小規模であり、しかも流通業などでは現金取引が中心なので自己資本比率

が製造業ほどには重要な経営課題にはならなかった。

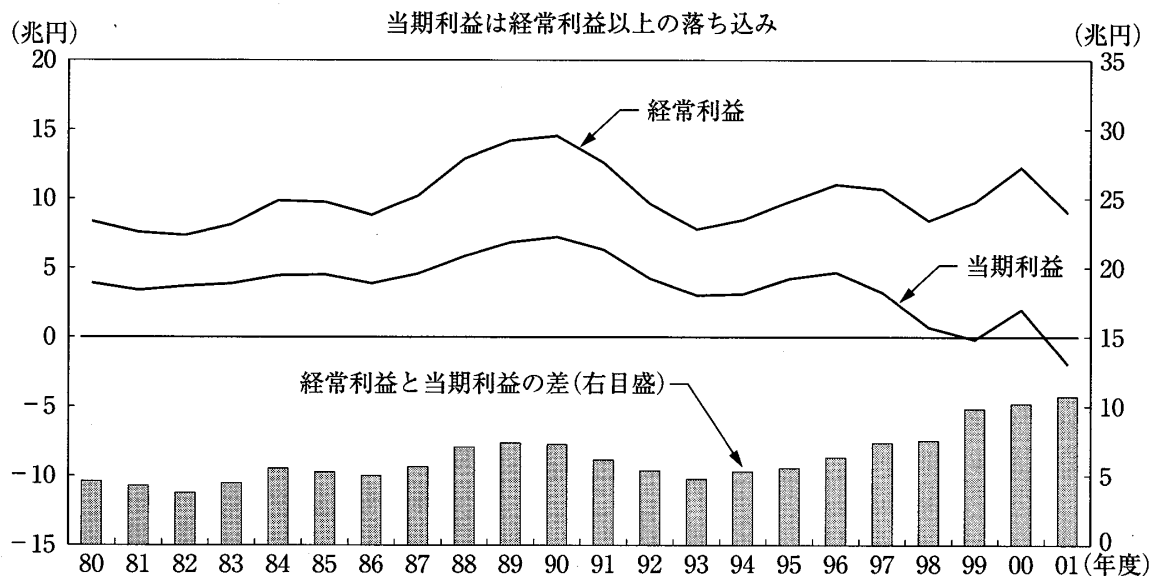
自己資本比率は財務の安全性指標として信用リスクを測る重要な指標であり、それには次のような特徴を持っている。好況のとき企業は借入金の利子率よりも売上高事業利益率の方が高いとき、自己資本比率が低い企業は高い企業よりも増収増益が実現できるので、借入金を増加させた方が良いことになる。他方、不況のとき借入金の利子率よりも売上高事業利益率の方が高いときには、自己資本比率の低い企業は高い企業よりも減収減益になる可能性が高いため、借入金を削減し自己資本比率を高める戦略を取る。借入金の利子率と売上高事業利益率の関係は、景気が良い時は利子率<利益率となるので、企業はむしろ負債を増やしてでも資本の拡大を行い、増収増益を行おうとするので、一般的に自己資本比率の低い企業はさらに低下する傾向がある。これに対して、不況の時には利子率>利益率となるので、自己資本比率の高い企業は自己資本比率の低い企業より借入金の利息負担が軽減されるので、自己資本比率の低い企業よりも業績を伸ばすことができる。従って、自己資本比率の高い企業は景気の変動に対して「弾力性が低い」(景気に強い)と評価され、反対に自己資本比率の低い企業は景気変動に対して「弾力性が高い」(景気に弱い)と評価される²⁴⁾。

23) 自己資本比率の1950年代、60年代の動向については松本和男『企業収益と企業金融』日本経済新聞社、昭和61年、参照。

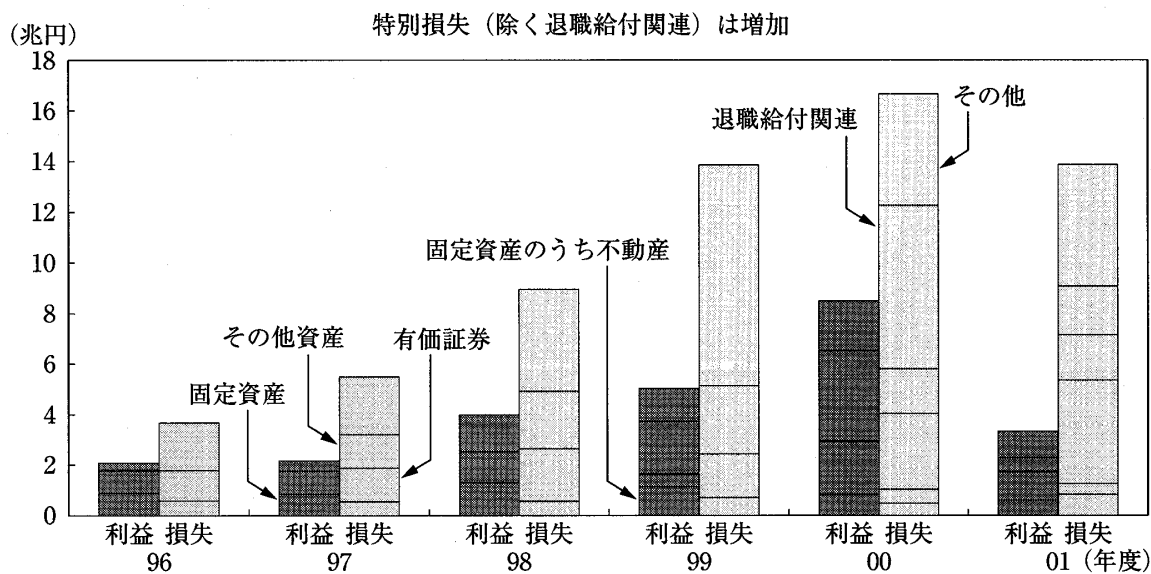
24) 高田直芳『ほんとうにわかる経営分析』PHP研究所、2002年、236ページ。

図表10 経常利益と当期利益および特別利益・損失の推移

(1) 経常利益と当期利益



(2) 特別利益・損失の推移



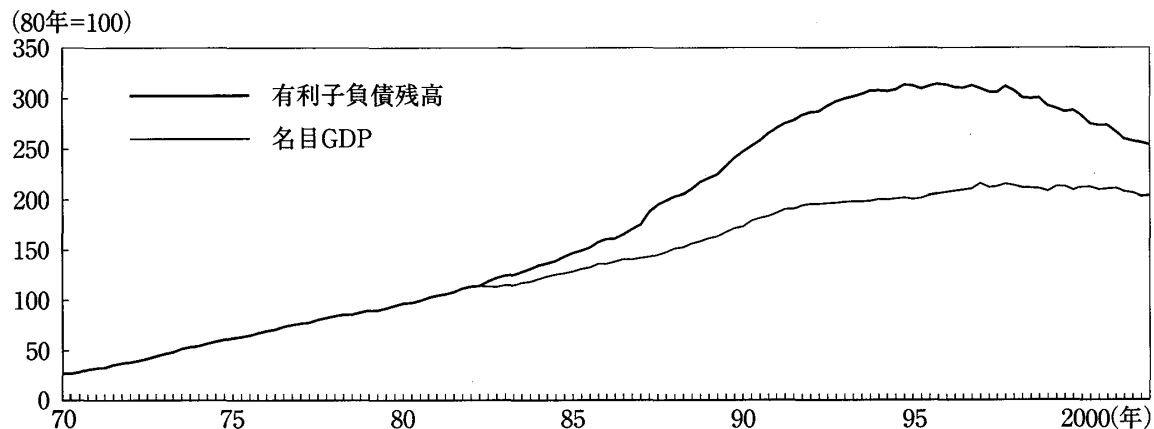
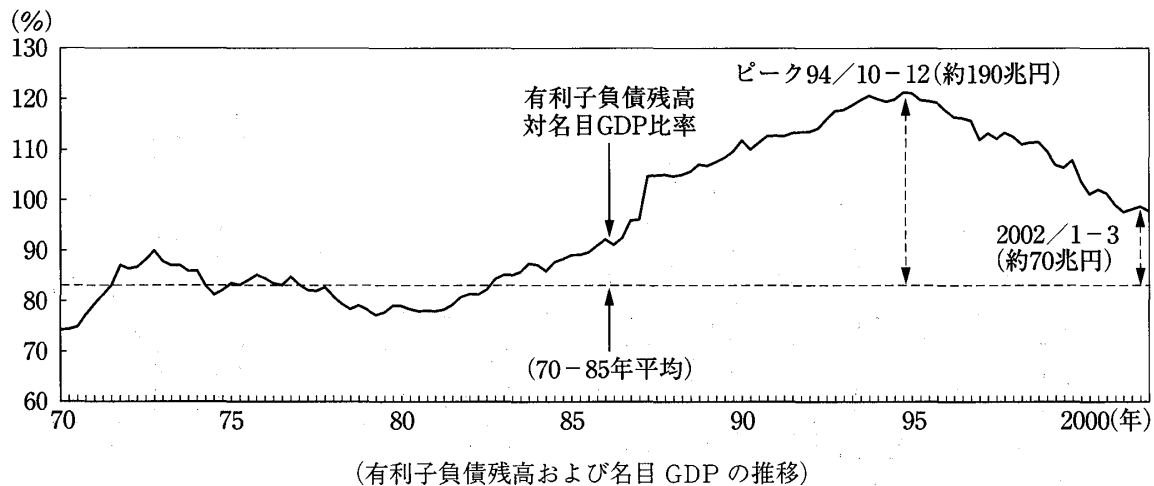
出所：経済財政白書，平成14年版，29ページ。

膨大な債務を抱えたダイエーなどはこのケースの典型的な企業であり，バブル時期に借入金を増やして売上高を増大させ利益を増した企業は数多く存在し，とくに建設・不動産・卸売り・小売の「構造調整型業種」²⁵⁾において顕著であった。これらの業種では営業利益が借入金

の支払利息でマイナスになり，経常利益を減少させる事態が発生したのである。経常利益は営業利益から営業外損益を加算することで算出するが，日本は負債経営が一般的な状態なので，常に営業利益より経常利益が営業外損失の支払利息のために減少するのが普通であった。しかし，バブル期には金融資産の運用収益の向上によって経常利益がむしろ営業利益より増加したのである。そのようないわば特異な時期は存在

25) 東京三菱銀行調査月報，平成14年9月号(No.78)，3ページ。

図表11 企業部門の有利子負債残高対名目 GDP 比率の推移



(注) 1. 有利子負債残高=借入金+事業費

2. 民間非金融法人企業ベース。

(資料) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」

出所：東京三菱銀行調査月報「調整が進む企業の過剰債務の現状と展望」平成14年9月号，2ページ。

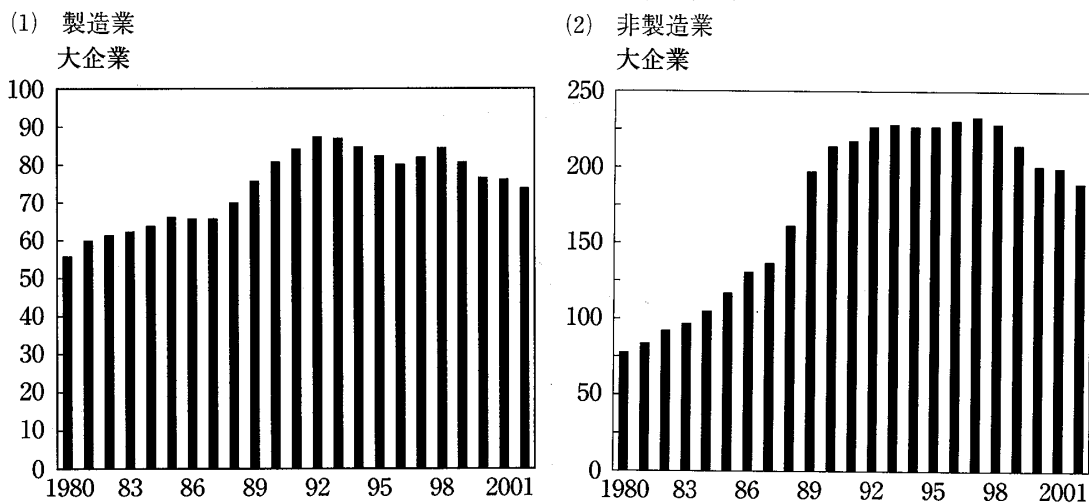
したが、バブルが弾けると自己資本比率の低下のために経常利益が営業利益より減少する「普通の形」になった。この「普通の形」が「失われた10年」の長期的な不況により「弾力性の高い」収益形態となり、各企業は一気に大幅な減収減益の状況となった。

経常利益の減少はさらに当期利益の減少をもたらした。図表10は経常利益と特別損失および当期利益の状況を示したものであるが、90年代後半期になると経常利益と当期利益の差が拡大し、2001年度には経常利益が1998年度のレベルにありながら、当期利益はマイナスになっている。当期利益は経常利益以上の落ち込みが見られたのである。こうしたことの原因は巨額な特別損失の計上であった。特別損失は次のような

目的で計上されているが、この損失が90年代後半期、特に末期に増大した結果、当期利益が大幅な減少ないしは欠損の会社を多数発生させたのである。

- ① 人員削減のために早期退職優遇制度を活用されたために特別退職加算金の増加，あるいは非効率な工場や設備の売却・廃棄によって固定資産の売却損や除却損が計上されたこと。
- ② 株価の大暴落により有価証券（市場性有価証券）は原価を大幅に割り込み，また株式の売却損と償却損を発生させたが，これも特別損失として計上された。
- ③ 当期利益の減少は減損会計の導入による固定資産の評価損の計上によるところがあ

図表12 大企業の有利子負債残高の推移



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」より作成。

2. 有利子負債＝短期借入金＋手形割引残高＋長期借入金＋社債（各年度末残高）

出所：経済財政白書，平成15年版，24ページ。

るが，減損会計は2005年度からの導入であり，バランス・シートの健全化のために先取りして実施した企業が多かった²⁶⁾。

この特別損失の計上の結果，企業は赤字決算となり，とくに1999年度は90年代以降最も厳しい決算内容となり，またこのような大幅なリストラを伴う企業業績は設備投資を抑制し雇用と賃金をさらに悪化させる結果となった。このように損益状況は非常に厳しいものであったが，貸借対照表では負債の削減と資本の増加により自己資本比率を急速に増加させ，欧米並みの状況となった。

2) 有利子負債残高の削減

有利子負債残高はバブル期に急上昇し，かつ90年代の不況の突入とともに減収減益の状況の中で経営規模維持のために増加させたが，ほぼ90年代の後半ごろから削減し始めた。図表11は企業の有利子負債残高の推移を示したものであるが，有利子負債残高対名目GDPの流れは80年代の半ば頃までは大体一致しているが，バブル期が始まる80年代後半から90年代前半にかけて両者の開きが広がっている。それによると，

1994年末の有利子負債残高は約190兆円で当時のGDPの4割近くに達する規模であったが，2000年1～3月期には70兆円まで減少した²⁷⁾。また図表12は大企業の負債残高状況を見たものであるが，製造業・非製造業とも90年代において負債残高は著しく増加しているが，90年代後半以降それは減少しはじめている。なお，非製造業は製造業の2倍以上の負債残高になっていた²⁸⁾。このような負債はフリー・キャッシュフローの大部分によって返済された²⁹⁾。このような負債の減少は自己資本比率の上昇となった。

3) 人件費の削減（固定費の削減）

財務のリストラは有利子負債残高の削減とともに人件費の削減も急速に進められた。図表13は上場企業の全産業と製造業の従業員数の推移を見たものであるが，1997年度から2002年度の間に従業員数が全産業では約19%，製造業では25%それぞれ減少した。当然バブル期の1990年と比較すればその減少は非常に著しいものである。

27) 東京三菱銀行調査月報，平成14年9月号（No.78），2ページ。

28) 経済財政白書，平成15年版，24ページ。

29) 経済財政白書，平成16年版，24ページ。

26) 経済財政白書，平成14年版，28～29ページ。

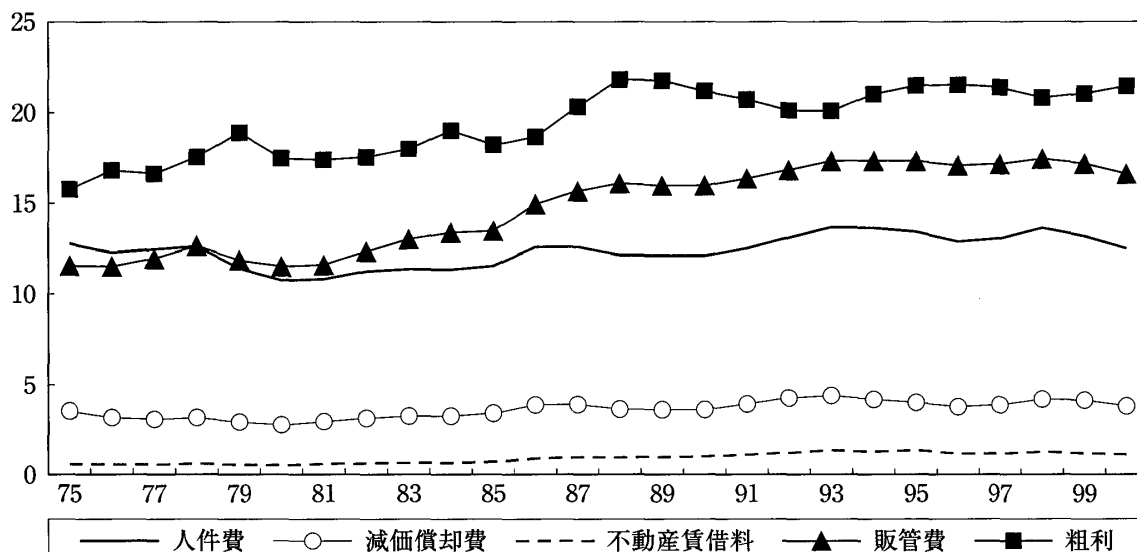
図表13 上場企業の従業員数

	上場企業540社（全産業）	上場企業411社（製造業）
1997年度	2,772,004	2,055,482
1998年度	2,703,863	1,994,848
1999年度	2,556,934	1,873,475
2000年度	2,505,064	1,732,150
2001年度	2,400,276	1,650,692
2002年度	2,262,354	1,542,088

（注） 1997年度、1998年度、1999年度は下期。

出所：『企業経営の分析』平成10年度から15年度より作成。

図表14 大企業製造業のコスト構造の推移（対売上比：％）



出所：小本恵照「日本企業の財務構造と資金調達の変化」ニッセイ基礎研究所，2002年4月，8ページ。Web ページ。

大企業のコスト構造を図表14に示したが，それによると，1980年代末までは粗利と販管費は共に上昇を示していたが，それ以降は，販管費の上昇が続いたのに対し，粗利は低下するという状況が1993年度頃まで続いた。バブル崩壊後，売上が伸びない状況の中で販管費を増加させたことが，粗利低下の大きな原因であった。1998年度からは人件費・販管費は減少し始め，それに伴い粗利も上昇し始めた。このように人件費・販管費の減少は粗利の上昇をもたらすことは明らかである。不況のため売上高の増加は全く期待できない状況の下で，各企業は日本企業の最大の特徴であった終身雇用制を廃棄し正社員を解雇して収益の引き上げを図ろうとしたのであり，それが多くの企業で実施されたので

ある。

なお，金融費用は販管費に属するが，その金融費用を低下させる方法は有利子負債残高の削減である。そこで，有利子負債を削減することでインタレストカバリッジを増加させて，財務体質を強化するという企業が多数存在した。上場大企業は総資産借入金率（借入金／資産合計の比率）を低下させ，財務体質を大きく強化する方法を採用した。上場全産業の総資産借入金率において，1983年度の比率は36.1%で1987年度の37.5%よりむしろ良い状態であった。しかし，その後この比率は低下傾向（健全化）を示し，1990年度には33.6%に低下した。90年代前半期は横ばい傾向を示したが，後半期に入ると減少傾向が続き，2000年度には32.4%，2002年

度には29.2%と30%枠を下回るようになった。製造業でも同様であり、1983年度は28.7%であったが、その後低下傾向を示し（1987年度に29.0%まで僅かに上昇したが）、1990年度25.0%、2006年度24.8%となり、90年代前半期は24%から26%の範囲内であった。90年代後半期にはその比率は更に低下して22%から24%まで下がり、2000年度には22.6%、2001年度は

実に19.9%と20%の大枠を下回った。明らかに大企業は財務体質強化のために借入金を減らす財務戦略を採用したのである。このような財務体質の強化策はバブル時代に進展し、90年代の不況期にはさらにそれは進められたのである。

（受理 2004年10月13日）