

## マイナス金利下の資本政策

### 【ポイント】

1. マイナス金利政策導入によりマーケットは大きく変動した。同政策は企業活動にも変化を与えるのだろうか。
2. マイナス金利政策が企業に与える直接的な影響としては、営業外収益の変動や年金債務負担の増加などがあげられる。
3. 企業が資本を調達する際には、最適資本配分を念頭に、リスク・リターンに見合った資本調達を行うべきで、それが企業と投資家、双方の利益になると考える。

### 1. マイナス金利政策導入後のマーケット

2016年1月29日に日銀が導入したマイナス金利政策（日銀当座預金付利の一部にマイナス金利を適用）は、株式・債券・為替市場に大きな影響を及ぼした。債券価格は当然ながら金利の急低下を受けて上昇、為替市場の最初の反応は円安ドル高であった。株式市場では、業績懸念からすぐさま銀行株が売られ、銀行時価総額は約10営業日で8兆円減少した。

しばらくすると、マイナス金利政策の評価が始まった。円安誘導に一定の効果があるとするもの、副作用の方が大きく効果は限界的というものなど、評価はさまざまであった。業を煮やしたかのように日銀は導入から2ヵ月余り経って、「5分で読めるマイナス金利」と題した異例の解説をウェブサイトに掲載するなど、一般への理解浸透を試みた。もともと、ゼロが下限と考えていた金利の世界が一変したのだから、丁寧な説明も当然必要であろう。

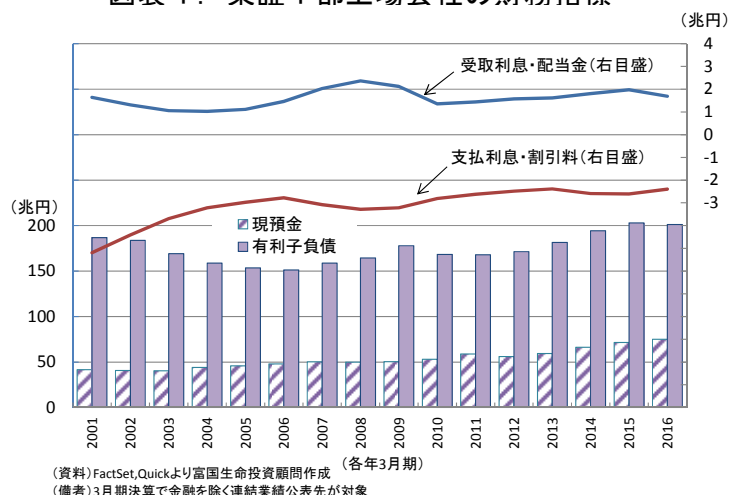
一変したといえ、企業のクレジットを分析する立場からは、「マイナス金利政策をヒントに、負債を上手に使う成長投資や株主還元におカネを使う借金上手な企業に対する期待が高まっている」という文を紙面で目にし、上手に借金を増やす企業が続出するのか、と驚いた。

次章ではこのマイナス金利が企業にどんな影響を及ぼしているか、検討を行う。

### 2. 企業への影響

東証1部上場会社（金融を除く）について、金利に関係する営業外損益の項目をみると、企業が借入金や社債の利息として支払う支払利息・割引料（費用項目としてマイナス表示）は、2016年3月期に2.60兆円と、長期的な金利低下を背景に減少傾向にある（図表1）。一方、預貯金や有価証券の利子・配当を含む受取利息・配当金は1.97兆円で、これら二つの差である金融収

図表1. 東証1部上場会社の財務指標

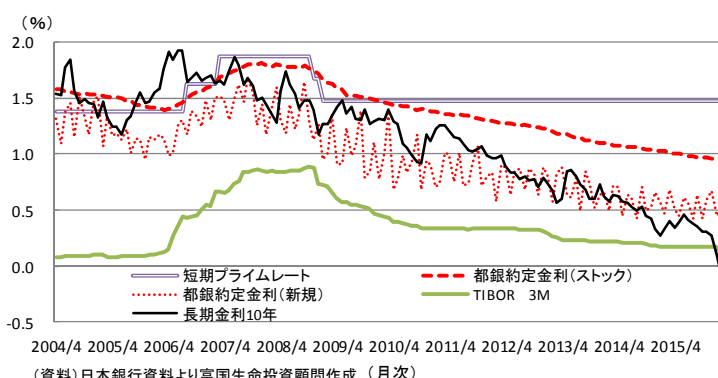


支は赤字幅が縮小している。マイナス金利による借入が一般化するなら話は別だが、既に企業預金は74.8兆円に上り、拡大する傾向にある。金利低下が加速するだけでは企業にとって大きなメリットはなさそうに見える。

銀行サイドからみるとどうか。マイナス金利導入後、銀行は企業預金獲得のための入札に積極的には参加しなくなっている、と聞く。預金を増やして日銀預け金が想定以上に膨らむと、マイナス金利が適用される可能性があることから、積極的に取りに行きにくいという背景がある。

貸出金利について図表2を見ると、都銀などが行う大企業向けスプレッド貸出（市場金利連動型）のベース金利となるTIBORは、足元でも0.06%（3ヵ月）と、10年国債利回りがマイナス圏に突入するなか、プラス水準を維持しており、新規の約定金利は下方抵抗を示している。銀行にとっての調達金利にあたる預金金利をマイナスにするのは非現実的なので、貸出金利もマイナスにはできない、という事情があり、これまでマイナス金利での貸出は、コマーシャル・ペーパーなどの限られたケースにとどまっている。

図表2. 銀行貸出約定金利の推移



(資料)日本銀行資料より富国生命投資顧問作成（月次）

一方、地銀については都銀よりもスプレッド貸出の構成比が低く、中小企業向け貸出の多くは短期プライムレートを参照している。下げ余地がありそうなこの短期プライムレートは2009年以降据え置かれており、市場では水準見直しが行われるかが注目されているが、あえて均衡を破ろうという銀行は出ていない。

調達以外で、企業の頭を悩ませているのが、退職給付債務の拡大である。企業が退職給付債務を算出する際の割引率として参照している主な金利は前期末対比で大きく低下した。そのため退職給付債務が膨らみ、2016年3月期決算では数百億円規模の損失処理を行う企業など、退職給付関連費用の追加計上が目立った。

日本の企業会計基準を定める企業会計基準委員会では、決算期が集中する3月を前に、割引率（参照金利）がマイナスになった場合の対応について議論が行われ、そのままマイナスを使用する方法と、ゼロとおく方法のいずれもが容認されることとなった。結果としては、多くの企業が参照する15年以上の国債利回りは、3月末時点でマイナス圏入りしなかったため、これらの企業がゼロかマイナスかを選択する機会はなかったが、新発10年国債利回りを参照する企業では、マイナスをそのまま割引率に当てはめる初のケースが出現した。今後、さらにイールドカーブがブルフラット化し、超長期ゾーンまでマイナス圏に落ち込むようなら、2017年3月期も退職給付債務が増加し、損失処理が必要になるであろう。

現時点ではポジティブな影響を見だしにくいマイナス金利だが、こうなると本当に借金を増やして、どんどん投資に振り向けた方が得策なのか。ここで、企業はできるだけ安い資金調達を行い、できるだけ高い収益を稼げばよいのか、といった疑問がおこる。この答えは資本コストや最適資本構成について考えれば明らかになると思われる。

### 3. 資本コストと企業価値

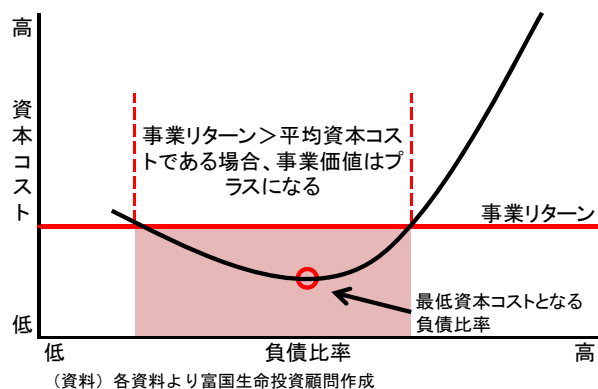
企業は資金調達的手段として、負債と株式を活用する。負債の場合、資金の出し手である銀行や社債投資家はある水準の負債利子率や社債利回りを求めており、株式の場合、投資家はある水準の配当や株式のキャピタルゲイン（株価の上昇）を求めていると考えられる。これらは期待リターンと呼ばれ、企業から見ると資本コストとなる。

そして、負債と株式の資本コストの加重平均を WACC（Weighted Average Cost of Capital）と呼ぶ。投下資本利益率が WACC を上回っていれば企業価値が向上し、下回っていれば企業価値が低下すると判断する。

また企業価値を最大化する資本構成（負債と株主資本の比率）を最適資本構成と呼ぶ。図表 3 の資本コストが最も低い点がそれである。企業は負債を利用することで平均的な資本コストを引き下げることができるが、レバレッジを効かせ過ぎると負債コストが上がるとともに倒産リスクも高まるという考えである。

マイナス金利が導入されたからといって、投資家の期待リターンまでがマイナスになるわけではない。むやみに負債を増やすことはかえって資本コストの上昇につながる危険がある。

図表 3. 最適資本コストのイメージ



企業価値最大化のため資金をいかに調達するかは、コーポレート・ファイナンスの議論になるが、企業側の各投資家に配慮した資本政策は、信用力を見る上でも大いに参考になるところである。社債投資家という立場からは、企業には投資を行う際にリスク・リターンに応じた資本を選択することをお願いしたい。企業買収や新規事業への投資は、基本的に期待リターン、リスク許容度ともに高い株主資本を活用し、既存事業の運転資金増加や回収期間が短いと想定される投資については、リスク許容度が低く償還期限もある負債を短期・長期で組み合わせるなどである。最近ではエクイティの成長ストーリーのみを謳う企業はさすがに少なくなったが、やはり、全体最適が企業の継続には欠かせないと考える。

冒頭の、「成長投資や株主還元におカネを使う借金上手な企業」について、あらためて検討すると、まず、新規事業など新たなリスクへの投資に負債資本を 100% 使うためには、現状が最適資本配分からみて株主資本過剰の状態にあるという前提が必要である。また、負債で調達した資金を配当や自社株買いなどの株主還元を使うことは、全体の WACC を引き下げることが意味するが、自ら事業の成長ポテンシャルが低下するとみていることを認めるメッセージになるのではないかと考える。

最後になるが、企業が各資本コストに応じて、リスクに見合ったリターンを実現し、企業価値を高め、またそれが資金調達力を向上させ、さらに企業価値を高めるという良い循環を持つ企業が、銀行や社債投資家、株主にとって良い企業であり、これはマイナス金利導入後も変わらない、と考える。

（富国生命投資顧問（株） クレジットアナリスト 岡崎 多美）