

# 金融機関は有望事業の「目利き力」を磨け

みずほ総合研究所 チーフエコノミスト

高田 創

これまで日本企業は投資超過だったが、今や上場企業の約6割が実質無借金に転じている。上場企業は未曾有の収益力を確保したが、一方で資金需要は乏しく、マイナス金利政策とともに金融機関の収益を圧迫している。金融機関にとっては、厳しい経営環境が当面継続することが想定され、生き残りをかけたビジネスモデルの転換が求められている。

## 企業の「無借金化」で先細る金融機関の収益機会

リーマンショックや東日本大震災などの未曾有の危機を乗り越えた日本企業の収益力は著しく向上している。売上高から、売上原価や人件費、利子の受払などを除いた、企業活動の1年間の成績ともいえる「当期純利益」は、バブル期を大きく上回る水準で推移している（次ページ図1）。

これまで企業は、生産や設備投資のために必要な資金を、主に銀行借入や社債発行で賄ってきたため、当期純利益が増えれば、支払利息が増えるという関係にあった。特に、バブル期には、当期純利益の増加に連動する形で支払利息が増加しているのがみてとれる。ところが、リーマンショック以降、この相関がみられず、当期純利益が増加する一方で、支払利息は緩やかに減少している。実際、1990年代初めには、当期純利益は20兆円前後で支払利息が40兆円程度だったが、2015年度には、当期純利益が40兆円を超える一方、支払利息はわずか7兆円に過ぎない状況となっている。これは、企業が、投資超過主体から貯蓄超過主体に転じたことを示唆し、金融機関、特に銀行にとっては、収益機会の喪失を意味する。資金調達規模が縮小しているだけでなく、現金や短期保有の有価証券が負債を上回る「実質無借金」の上場企業は、2016年度末に初めて2,000社を超えている。

ただし、こうした「無借金化」という企業の資金調達行動の変化は、日本だけでなく先進各国に共通してみられる。驚くべきことに、2010年代には、日米英独の企業部門がすべて資金余剰主体となっている。この背景には、リーマンショックなどを経て、企業の期待成長率の低下し、投資が抑制されたことや、資本リスクを回避するための現金保有信仰があり、企業の「防衛意識」の表れといえよう。

他方で、必要以上に手元資金を確保すると、資本効率が悪化し、自己資本利益率（ROE）の低下につながる。ROEの低下は、出資者である投資家の不満を高めるため、企業は、増配や自社株買いの拡充などの株主還元を強化している（図中・青線）。また、日本企業のなかには、「投資家」

的な観点から、さまざまな事業機会を探り、不動産分野を事業ポートフォリオに組み込む動きも始めている。

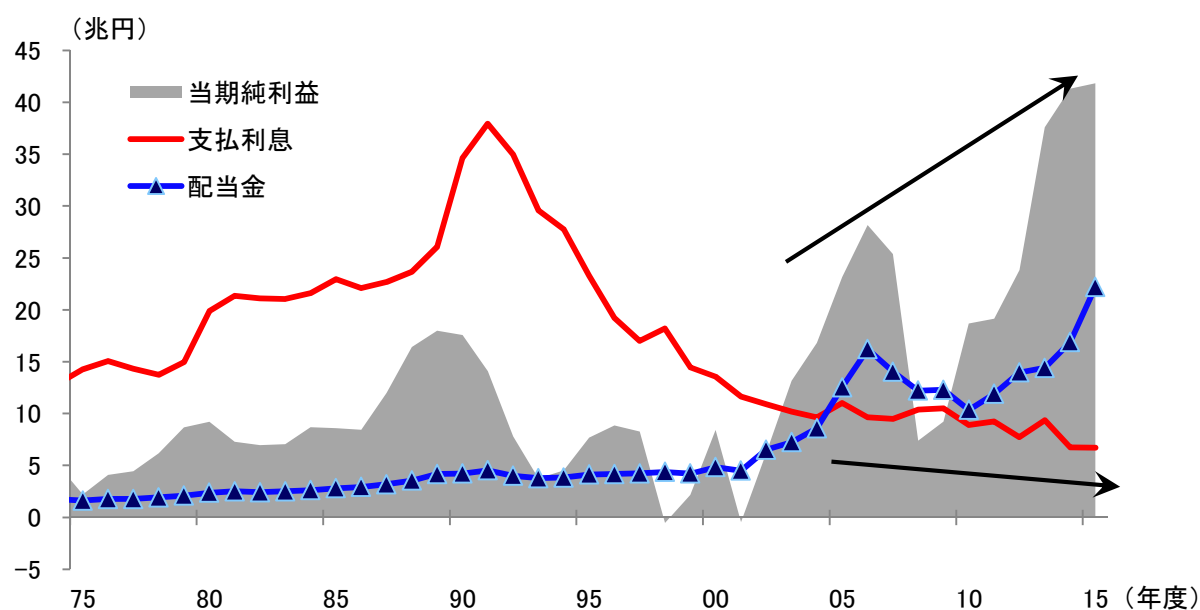
## 金融機関の生存戦略としての「商社化」

また、日本企業の収益の源泉は、日本国内から、海外へ拡大している。金融機関もこうした顧客の動きに合わせて、海外での貸出や証券投資を行うことが求められている。ただし、それだけでは金融機関が生き残っていくためには、収益として心もとない。筆者は最近、貸出の減少だけでなくマイナス金利の逆風にさらされる金融機関の生存戦略として「川上投資」「商社化」「金融のリアルビジネス化」をキーワードとして挙げている（注）。

川上投資とは、将来的な利益が見込める「事業のタネ」に対して出資したり、企業活動に関連したビジネスへの関与の度合いを高めることである。例えば、従来はスタートアップ段階にある企業に対しては、運転資金を必要としている期間にこそ、収益性が見込めず、金融機関としては資金を供給しづらかった。しかし、これまでの金融仲介のなかで培ってきた事業コンサルティング力や情報生産能力に磨きを掛ければ、金融機関がこうした分野に参画し、資金を供給することは十分に可能であるし、そうすることが求められていると考える。

これまでこうしたビジネスモデルは商社が得意としており、そういう意味で、川上投資を進めることは、「金融の商社化」といえるし、企業が実業にコミットするという意味では、「金融のリアルビジネス化」ともいえるだろう。今後、金融機関にとって、起業支援や事業の再構築など、事業会社のビジネス領域と金融機関のビジネス領域がクロスオーバーする分野は、非常に有望な金融仲介ビジネス領域となるだろう。

図1 企業業績と投資家への収益還元



資料：財務省「法人企業統計」よりみずほ総合研究所作成

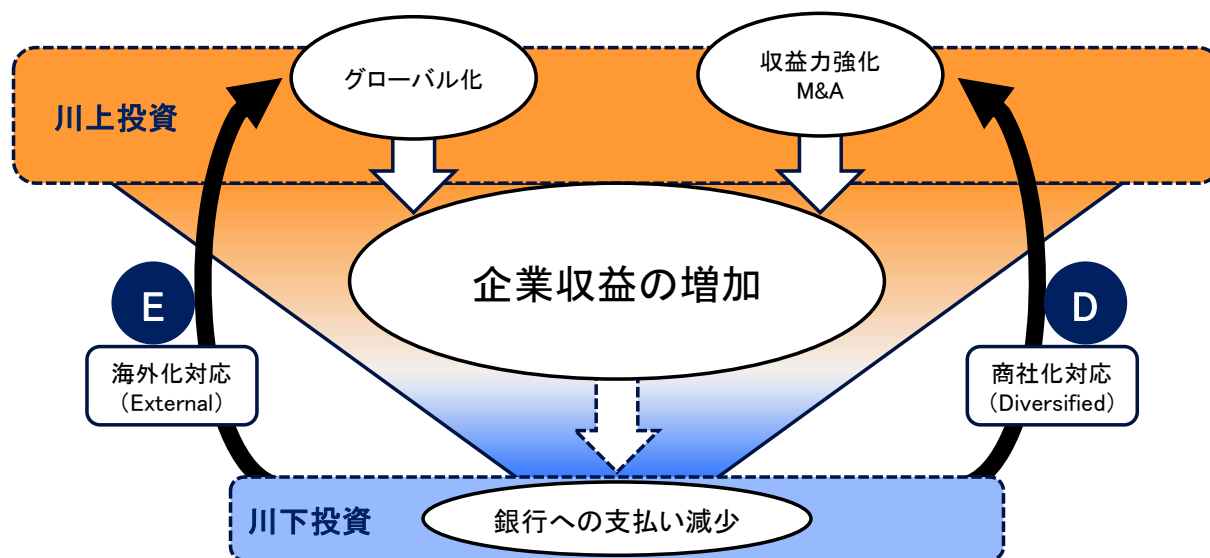
## 「新たな金融」の姿を描く局面に

このことを概念的に表したものが図2である。大事なことは、収益性が見込めれば、どのような地域であっても（図中・E海外化対応）、どのような事業であっても（図中・D商社化対応）、コミットすることである。ただコミットするだけでなく、常に時代に先んじて、事業ポートフォリオの組み替えを行うことが求められるほか、金融機関として、最適な資金調達手段を提供することも、重要な機能である。金融機関も、事業の「目利き力」を高めて、企業の商流をつかむことで、新たなビジネスを開拓する局面に入ったのだ。

ビジネスモデルに応じた事業ポートフォリオの構築や、デットとエクイティの垣根を超えた資金調達手段を提供するためには、これまで規制などの面からアンバンドリングしていた事業を再構成することが求められる。状況に応じてビジネスユニットを組み替え、金融持ち株会社の傘下で、最適な事業ポートフォリオを構築する必要がある。銀行、証券、信託だけでなく、保険やアセットマネジメント、リサーチ・コンサルティングなど、金融ネットワークを拡大することで、常に変化する商流に応じた金融サービスの提供が可能となる。

また、FinTechの発展により、従来の金融機関以外の主体が金融機能を担うことが可能となった今日においては、こうした事業の垣根を超えた事業運営によってこそ、新たなビジネス機会の創出が可能となる。ただし、確かな答えはまだなく、生き残りに向けた本格的な「進化」は始まったばかりである。持久戦を覚悟し、「新たな金融」の姿を描く時を迎えている。（了）

図2 川上投資へ向かう銀行の投融資活動



資料：みずほ総合研究所

注：詳しくは、『2020年 消える金融』（高田創、柴崎健、大木剛著 日本経済新聞出版社 2017年2月）

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/book/170224.html>

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。