

企業の資金余剰と使途の変化

【要 旨】

1．1990年代後半以降、金融環境の激変を契機として企業の投資選別姿勢が強まり、企業の貯蓄投資バランスは貯蓄超過、金融面からみれば資金余剰状態となった。こうして発生したフローの余剰資金の大部分が有利子負債の返済に回った結果、自己資本比率等の財務指標は軒並み改善を示している。

今後数年内に企業が望ましいと想定する資本・負債構成を達成し有利子負債返済が一段落した場合、その余剰資金はどこに向かうことになるのだろうか。近年は配当や自己株式取得といった株主還元増加にみられるように、企業の資金使途に徐々に変化の兆しもみられるが、本調査は、余剰資金がこうした株主還元に向かう可能性が高いのではないだろうかという仮説の検証を行うことを目的とする。

2．1990年初頭からの企業の資金調達・運用行動は、資産の伸びを抑制し、負債を圧縮する方向で推移してきた。その中でも配当は安定的に推移している。直近の2度の景気拡大局面でも、設備投資は増加しているものの、キャッシュフローの伸び率の方が大きく、企業の借入は減少が続いている。負債圧縮の結果、財務指標は大幅に改善してきている。

しかし、資本収益率の改善が充分でないこと、労働分配率が1990年代初頭の水準に比べてまだ高いことから、今後も設備投資、賃金がキャッシュフローの伸びを大きく上回って増加することは考えにくく、米国と比較して低水準にある配当等の株主還元資金が流れて企業の資金余剰が縮小していくシナリオが考えられる。

3．配当金はこれまで趨勢的に増加を続けてきたが、これは払込資本金見合いでの増加であり、企業の配当率（＝配当金対払込資本金比率）は安定している。逆に配当性向は景気と逆相関がみられ、企業が1株当たり配当金額の平準化を優先していることが示唆される。

配当の決定要因を分析すると、利益率が高く、純有利子負債（有利子負債 - 手元流動性）が小さい企業ほど配当率は高い。一方で、配当性向は利益率が高いほど低くなる傾向にある。配当と設備投資の代替関係については明らかになっていない。

4．数次にわたる商法の改正により自己株式取得の条件が緩和されるにつれ自己株式取得額は増加し、直近では株式による資金調達額を上回り、上場企業連結では配当金支払に匹敵する額にまで上っている。取得済の自己株式は大部分を保有したままであり、処分方法と

しては消却が最も大きい。

自己株式取得の決定要因を分析すると、純有利子負債残高が小さく、収益性の高い企業ほど行う傾向にあり、自己株式取得が容易になった年度以降統計的に有意となっている。

安定配当が求められその増減が経営責任にも直結しがちな配当金支払と異なり、比較的機動的に行いやすい自己株式取得は今後も有力な資金使途として位置付けられることになる。

5．日本政策投資銀行「設備投資行動等に関する意識調査」によれば、現状、健全と考える自己資本比率に達しているのは上場企業の約半数であり、残り半数の企業については依然として負債圧縮圧力は残存していることになる。ただし、潜在的に投資拡大を望む企業は多い。また、健全と考える自己資本比率に達している企業、あるいは実質無借金企業であっても、株主還元を優先する企業はそれほど増加しない。むしろ株主還元を意図する企業は、無配企業に多くみられる。

6．企業財務データを用いた分析及び「意識調査」から推察するに、企業は設備投資を積極的に抑制してまで株主還元資金を確保しようとする意図はうかがえない。ただし、増益が続いてキャッシュフローが潤沢である一方、自己資本比率を高めたいという企業の意向は根強いことから、有利子負債圧縮または金融資産積み増しの動きは当面続くものとみられる。株主還元の中でも、1株あたりの安定配当を重視する配当行動に急激な変動は考えにくく、機動的に行うことのできる自己株式取得が増加する可能性が高くなるのではないだろうか。

新・会社法の制定に伴い、2007年から外国株式などを対価とした合併が解禁される予定となっており、この中で、敵対的な企業買収案件も増加することが予想され、企業経営者はこれまで以上に自社の株主構成、株価推移に気を配ることを求められる。今後は設備投資等と手元流動性の水準、株主還元のバランスを考える上で、これまで以上に株主の意向に配慮することが求められることとなろう。

[担当：加賀林 陽介 E-mail：yokagab@dbj.go.jp]

企業の資金調達・運用と財務内容の改善

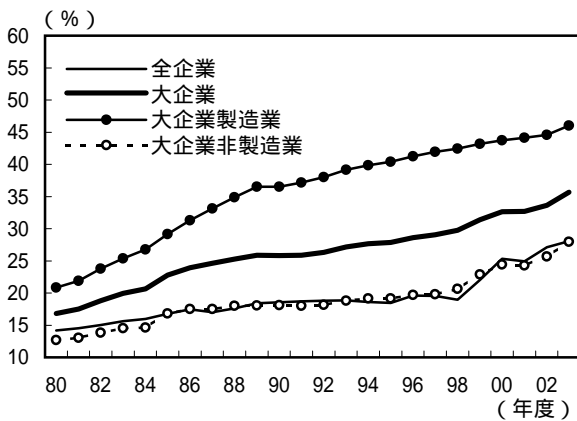
- ・企業の資金調達、運用をみていくと、90年代後半以降は設備、土地、金融資産等の保有を抑え、借入・社債の返済を重視していることがわかる。配当の比率はやや上昇している。
- ・このようなバランスシートを圧縮する方向での資金調達・運用行動の結果、自己資本比率が上昇、債務償還年数が短縮するなど、財務体質の改善がみられる。
- ・ROAは長期低迷を抜けつつあるが、80年代の水準まで回復していない。企業の期待成長率が依然低迷していることは、今後の設備投資の制約となりうる。

図表1．大企業の資金調達・運用増減

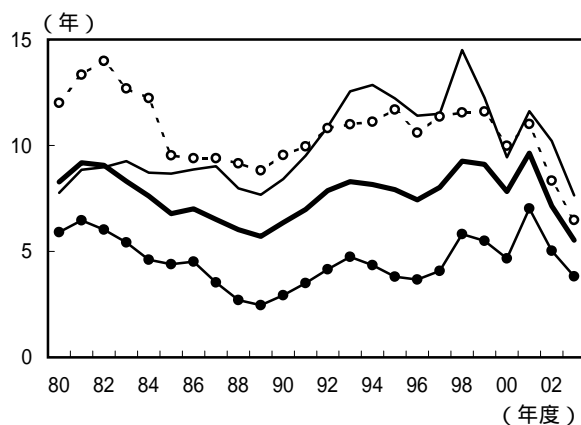
(内部留保=100)

	運 用					調 達			
	設備	土地	金融資産	企業間信用、在庫	配当	借入・社債	その他	資本金等	内部留保
81-85	97.3	6.2	23.1	17.1	12.6	41.3	-2.7	17.7	100.0
86-90	90.3	9.5	48.9	24.1	10.2	58.6	-3.1	27.5	100.0
91-95	102.4	11.3	-3.7	2.0	10.6	8.8	6.4	7.4	100.0
96-00	79.0	7.2	6.7	-10.0	10.1	-6.8	-10.9	10.8	100.0
01-03	66.7	1.9	-1.3	-16.8	13.0	-23.3	-14.4	1.2	100.0

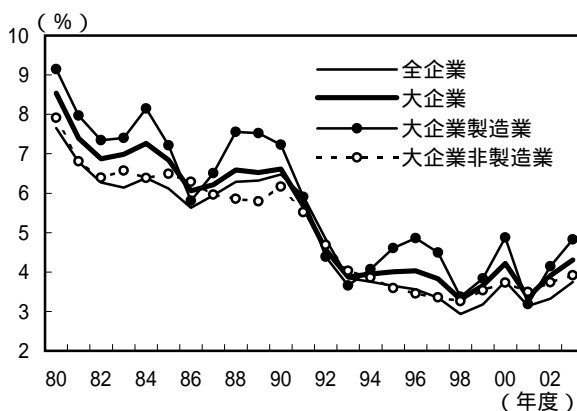
図表2．自己資本比率の推移



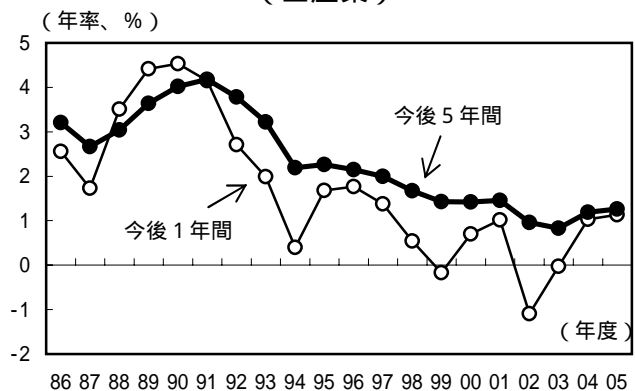
図表3．債務償還年数の推移



図表4．ROAの推移



図表5．業界需要の實質期待成長率 (全産業)

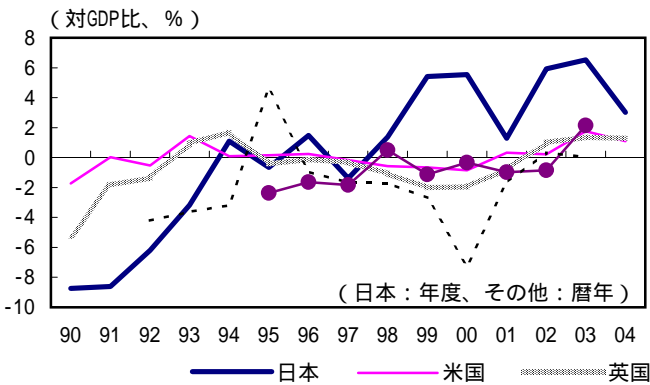


- (備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」により作成。
 2. 図表1の企業間信用は、資産と負債を相殺している。資本金等は、資本金+資本準備金。
 3. 図表4のROAは、(経常利益+支払利息割引料)/(総資産+受取手形割引残高)
 4. 図5は実数平均値。年度は当該調査の公表直後に始まる年度を指す。

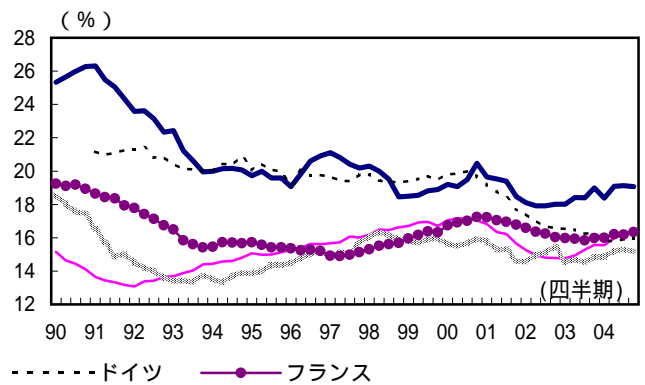
資金過不足等の国際比較

- ・企業の資金過不足がバランスしている他の先進諸国に比べ、日本企業の資金余剰は突出している。
- ・日本の民間投資対GDP比率は、90年代以降趨勢的に低下が続いてきたものの、他の先進諸国と比較して依然高水準にある。労働分配率も90年代以降上昇が続いたのは日本のみである。
- ・企業の資金余剰の要因の一つとして、配当が低水準にあることが考えられる。配当戻入後の資金過不足では、米国企業の資金余剰との差が縮まる。
- ・なお、国内企業の資金余剰は（特に中堅中小の）非製造業によってもたらされている。

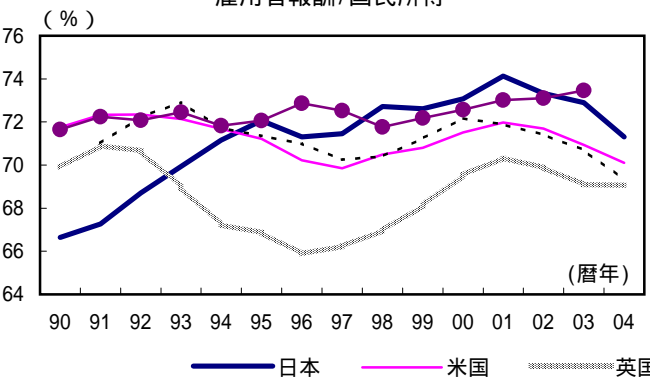
図表6．非金融法人企業資金過不足



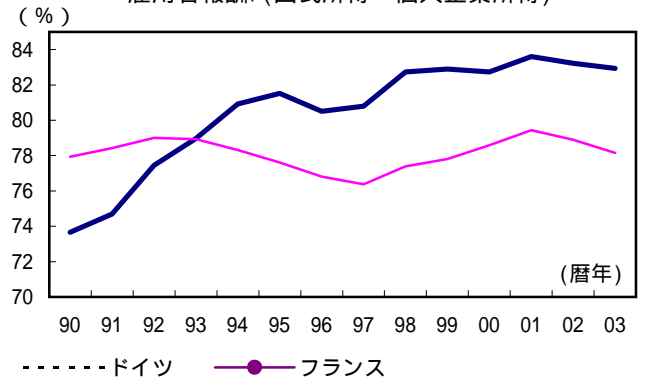
図表7．民間投資対GDP比率



図表8．労働分配率
雇業者報酬/国民所得

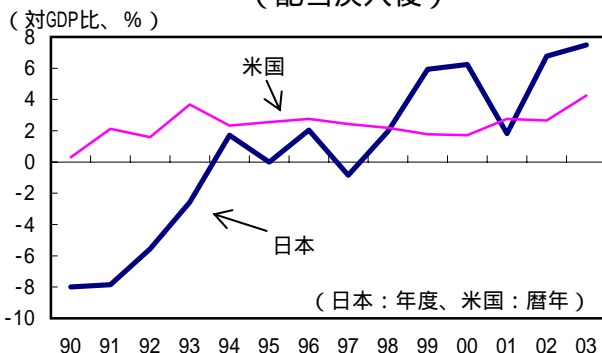


図表9．労働分配率
雇業者報酬/(国民所得 - 個人企業所得)

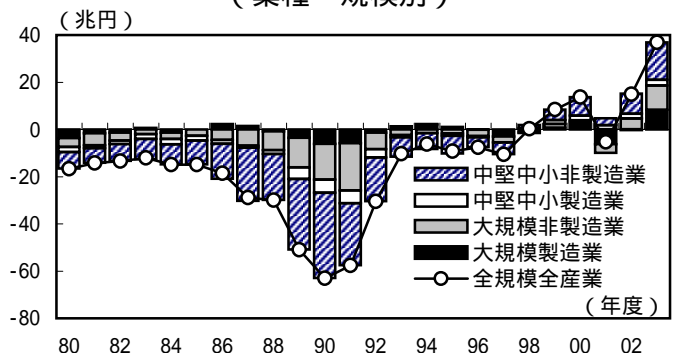


(備考) 図表6～9は、各国資金循環統計、国民所得統計等により作成。

図表10．非金融法人企業資金過不足
(配当戻入後)



図表11．国内企業の資金過不足
(業種・規模別)



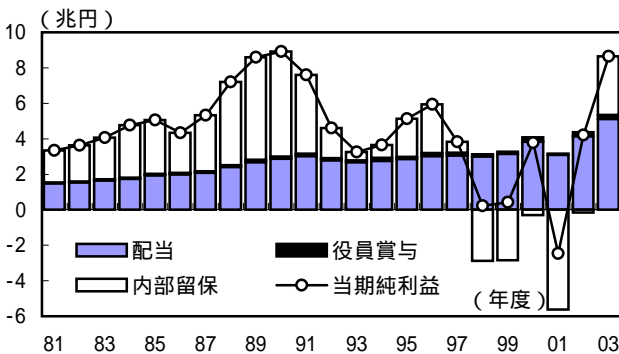
- (備考)
1. 日本銀行「資金循環統計」、FRB"Flow of Funds"、米商務省National Income and Product Accountsにより作成。
 2. 時価の変動による増減は含まれていない。

- (備考)
1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
 2. 金融資産の増加と金融負債（資本金・資本準備金を含む）の増加の差額を業種・規模別に分解。

配当行動の分析

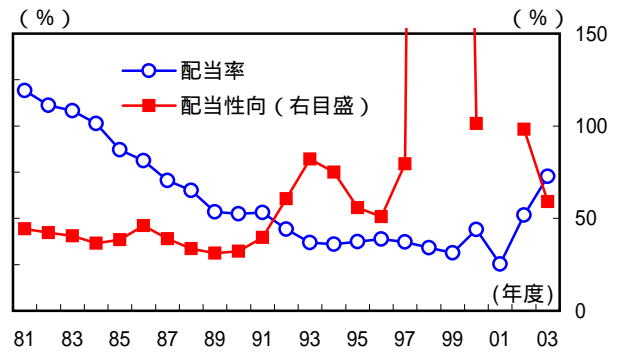
- 90年代以降、税引後利益の変動は大きいながらも、配当は安定的に増加している。
- 配当性向が大きく変動しているのに対し、配当率は比較的安定しており、企業が1株当たり配当金額の安定化を図っていることがうかがえる。
- 配当率は上場全企業では低下しているものの、有配企業のみ限定すると90年度以降安定的に推移している。
- 企業財務データを用いた推計によれば、収益力が高く、純有利子負債が小さいほど、配当が増加することが確認された。

図表12. 利益処分



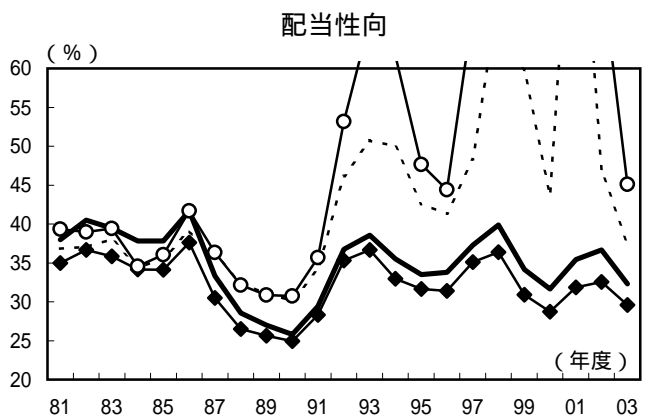
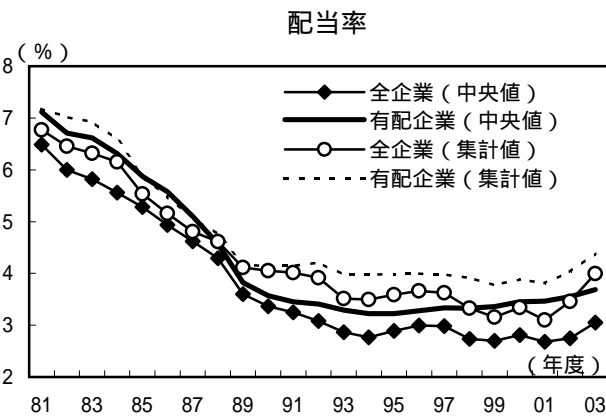
(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
2. 内部留保 = 当期純利益 - 配当 - 役員賞与
3. 資本金10億円以上。

図表13. 配当の推移



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
2. 配当性向は当期純利益がマイナスの年度には算出できない。
3. 資本金10億円以上。

図表14. 配当の推移 (上場企業)



(備考) 1. (財)日本経済研究所「企業財務データ」により作成。
2. 配当性向は、当期純利益がマイナスの年度には算出できない。

図表15. 被説明変数：配当率 (配当金 / (資本金 + 資本準備金))

推計方法：トービット法

説明変数	推計期間 (年度)	推計期間 (年度)				
		81~03	81~85	86~91	92~97	98~03
収益力要因	純利益/総資産	0.194 ***	0.231 ***	0.319 ***	0.159 ***	0.114 ***
負債要因	(有利子負債 - 手元流動性) / 総資産	-0.013 ***	-0.010 ***	0.016 ***	-0.008 ***	-0.023 ***
設備投資要因	(有形固定資産純増加 + 減価償却費) / 有形固定資産期首残高	0.005 ***	0.003	-0.000	0.004 **	0.005 ***
持ち株比率	海外	0.019 ***	-0.004	0.015 ***	0.013 ***	0.020 ***
	個人	-0.001	0.015 ***	0.020 ***	-0.019 ***	-0.006 ***
対象企業数		3,841	1,687	2,313	3,018	3,679
データ数		52,769	7,814	11,342	15,258	18,355

(備考) 1. データは全て(財)日本経済研究所「企業財務データバンク」に基づく。
2. 括弧内はt値、***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意。

自己株式取得の動向

- ・商法の改正により、自己株式取得の条件は順次緩和されてきた。
- ・自己株式取得と処分の動向をみると、取得額が処分額を大幅に上回っており、自己保有分が大半を占めていることになる。なお、処分の6割は自社株消却に向けられている。
- ・連結キャッシュフロー計算書でみると、自己株式取得の水準は02年度、03年度ともに株式による資金調達額を超え、配当金支払い額に匹敵する水準にまで達している。
- ・日本と米国の資金循環統計をみると、米国では90年以降ほぼ毎年株式による資金調達は純流出となっている。日本でも01年近傍に近づいている。
- ・どのような企業が自己株式を取得するかについて推計をおこなったところ、営業キャッシュフローの水準が高く、純有利子負債残高の小さい企業ほど自己株式を取得する傾向にあることがわかる。

図表16．自己株式取得に関する規制緩和の流れ

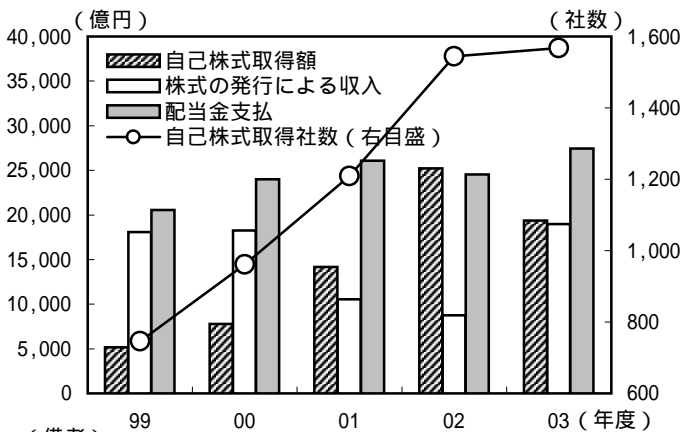
94年	利益による株式償却のための取得、 使用人（持ち株会等）譲渡のための取得
97年	ストックオプション権利行使時のための 取得、最長10年の保有
01年	目的を定めない取得、継続保有 取締役会決議のみで自己株式消却可能に
03年	取締役会決議のみで自己株式取得可能に

図表17．自己株式の取得と処分

	金額	対処分額	対取得額
自己株式取得	56,620	-	100.0%
自己株式処分	23,473	100.0%	41.5%
新株発行に 準ずる	2,779	11.8%	4.9%
株式交換等	4,485	19.1%	7.9%
消却処分	16,209	69.1%	28.6%

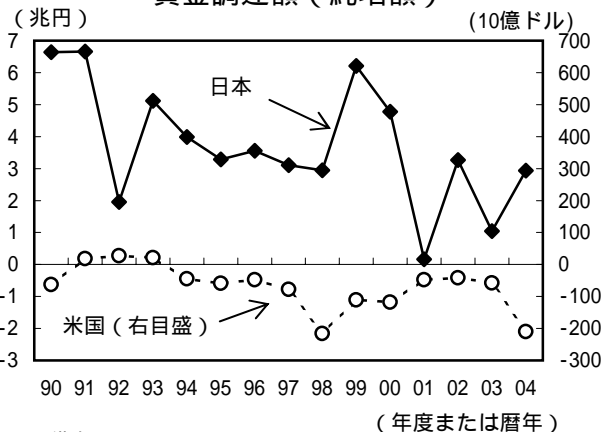
(備考) 1. 東証資料により作成。
2. 03年6月から05年4月までの累計。

図表18．自己株式取得
(連結キャッシュフロー計算書より)



(備考) 1. (財)日本経済研究所「企業財務データバンク」により作成。
2. 各年度中に連結決算を提出した企業の数値を合算しているため、対象企業数は年度ごとに異なる。
3. 親会社が上場している企業は控除している。

図表19．企業の株式による
資金調達額（純増額）



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、FRB「Flow of Funds」により作成。
2. 日本は民間非金融法人企業、米国は非金融企業。
3. 日本は株式・出資金の合計。
4. 日本は年度、米国は暦年。
5. 時価の変動による増減は含まれていない。

図表20．自己株式取得に関する推計結果

被説明変数：自己株式の取得による支出/総資産

説明変数	99年度	00年度	01年度	02年度	03年度
有形固定資産の取得による支出/総資産	0.006	0.002	0.001	-0.001	0.004
営業CF/総資産	0.003	-0.001	0.002	0.008 ***	0.004 ***
純有利子負債/総資産	-0.001 ***	-0.001 ***	-0.002 ***	-0.004 ***	-0.005 ***

推計方法：トービット法
対象：連結キャッシュフロー計算書
提出企業

(備考) 1. (財)日本経済研究所「企業財務データバンク」により作成。
2. 説明変数には年度ダミーを乗じている。
3. ***は1%有意。

負債圧縮に代わる資金使途 - 意識調査を用いた分析 -

- ・「意識調査」を企業財務データとクロス集計すると、上場企業・製造業は全体として健全と考える自己資本比率に近づきつつあることがわかる。しかし、個々の企業をみていくと、健全と考える自己資本比率に達しているのは製造業で50%強、非製造業で50%弱となっており、約半数の企業で潜在的な負債圧縮圧力が残っていることになる。
- ・「意識調査」によれば、有利子負債が適正水準達成後の資金使途として、国内外の設備投資と回答する企業が最も多かった。また、一層の有利子負債圧縮または金融資産の増加と回答した企業が次に多く、財務の自由度を保とうとする意向が強い。株主還元については、資本市場への配慮を必要とする上場企業で比較的多くなっている。特に、無配企業の復配意欲は根強い。
- ・どのような企業が「株主還元」を選択しているのか推計により確認したところ、現状の配当水準が低く、有利子負債の少ない企業（あるいは手元流動性の大きな企業）が選択する傾向にあることが示された。

図表21. 健全な財務体質と考える自己資本比率とその達成度

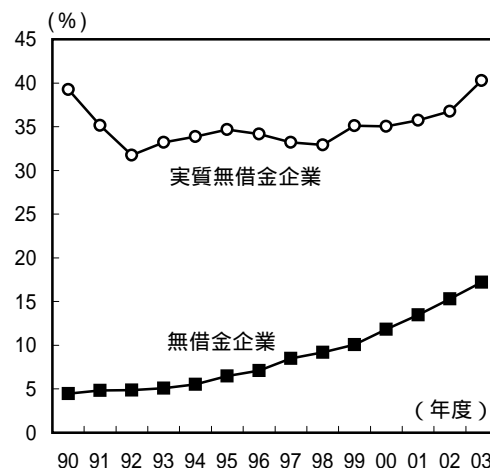
	健全な財務体質と考える自己資本比率について							自己資本比率(%)			回答・上場企業の達成率(%)
	回答の業種別構成比(%)							回答全企業	回答・上場企業		
	20%未満	20%台	30%台	40%台	50%台	60%超	特に定めていない	回答平均	2003年度実績	2003年度実績	
全産業	2.1	7.1	13.2	12.2	13.3	10.6	41.4	45.1	46.6	41.7	50.4
製造業	1.3	6.3	13.4	14.5	17.3	12.4	34.8	46.9	48.8	46.4	52.9
非製造業	2.8	7.7	13.0	10.5	10.5	9.2	46.2	43.5	43.9	37.2	47.2
食品	0.0	5.2	13.8	12.1	12.1	10.3	46.6	46.6	49.5	52.2	55.0
化学	2.4	6.3	10.3	15.9	14.3	15.1	35.7	47.2	50.0	56.0	70.8
一般機械	0.0	6.5	15.6	15.6	22.1	13.0	27.3	47.7	48.1	44.2	55.6
電気機械	2.5	7.4	10.7	14.8	20.5	12.3	32.0	46.8	50.7	50.4	57.4
輸送用機械	0.0	5.9	19.1	16.2	19.1	5.9	33.8	45.0	43.2	41.5	35.7
建設	5.0	15.8	19.8	17.8	17.8	3.0	20.8	39.6	40.3	33.0	45.7
卸売・小売	2.7	8.1	17.9	16.1	15.7	13.0	26.5	44.9	45.4	40.0	47.0
不動産	0.7	10.1	13.8	8.0	5.8	6.5	55.1	41.1	38.1	27.7	41.7
運輸・通信	0.3	5.2	8.8	7.6	8.2	11.3	58.5	47.6	44.2	33.8	50.0
電力・ガス	4.8	11.3	17.7	8.1	8.1	1.6	48.4	36.6	36.8	24.1	18.2
サービス	8.2	4.1	7.5	6.1	8.2	8.2	57.8	41.3	49.2	56.3	60.9

(備考) 1. 日本政策投資銀行「設備投資行動等に関する意識調査」(2004年11月調査)、(財)日本経済研究所「企業財務データバンク」により作成。
 2. 回答平均は、を15%、を25%、を35%、を45%、を55%、を65%として加重平均をとった。
 3. 回答・上場企業の達成率は、～と回答した企業のうち、2003年度決算の自己資本比率が回答した水準に達成している企業の割合。

図表22. 有利子負債が適正水準達成後の負債圧縮に代わる資金使途

図表23. 上場企業に占める無借金企業の割合

	(構成比、%)				
	回答企業全体	上場企業	実質無借金企業	健全と考える自己資本比率を達成	無配当企業
国内設備投資の増加	37.0	34.9	27.9	34.4	34.9
海外投資の増加	8.1	12.7	14.2	17.0	5.4
国内M&A	3.2	5.0	8.1	6.6	3.9
配当増、自社株買い等の株主還元	11.5	15.9	18.3	14.1	25.6
金融資産の増加	7.5	5.9	17.8	8.7	1.6
一層の有利子負債圧縮	26.7	18.8	7.1	14.1	24.8
その他	6.0	6.8	6.6	5.0	3.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(社数)	1,572社	724社	197社	241社	129社



(備考) 1. 日本政策投資銀行「設備投資行動等に関する意識調査」(2004年11月調査)、(財)日本経済研究所「企業財務データ」により作成。
 2. 実質無借金企業とは、有利子負債 - 手元流動性(現預金 + 流動資産計上の有価証券)が0またはマイナスの企業。

(備考) (財)日本経済研究所「企業財務データ」により作成。

図表24. どのような企業が株主還元を考えているか

被説明変数: 「配当増、自社株買い等の株主還元」と回答した企業を1、その他を0

説明変数	符号	有意水準
配当/(資本金+資本準備金)	-	1%有意
有形固定資産増加/期首残高	+	
純利益/総資産	-	10%有意
純有利子負債/総資産	-	1%有意

推計方法: プロビット推計
 対象社数: 692社

(備考) 日本政策投資銀行「設備投資行動等に関する意識調査」(2004年11月調査)、(財)日本経済研究所「企業財務データ」により作成。