

## 上場企業の事業投資強化と損益構造の変化

千葉 幸治

設備投資研究所では、企業経営・産業動向の調査統計資料として 1968 年以来、継続して上場企業の財務データの分析等を行っている。その一環として(株)日本経済研究所が毎年発行する「産業別財務データハンドブック」の編集にも協力しており、その最新版が今年 1 月下旬に発行された。今回は、東京証券取引所のプライム及びスタンダード市場並びに名古屋証券取引所のプレミア及びメイン市場に上場する企業（連結決算ベース 2,233 社、個別決算ベース 2,350 社<sup>1</sup>（いずれも金融・保険を除く））の財務データを対象としている。これまでと同様に 107 の産業毎に 11 年間（2011 年度～2021 年度）に亘る各指標を掲載している。

本稿では、最新の「産業別財務データハンドブック」を基に全産業ベース（個別決算）の代表的な指数、財務比率、構成比等の動きや特徴の一部を紹介したい。

2021 年度は、新型コロナウイルスの影響が和らいだことや各社の経費削減努力の奏功、さらに円安の影響などが損益の改善を後押しした。2021 年度は**売上高**に比べ**税引後当期損益**が大きな伸びを示し、過去 11 年間で最高水準となった（図表 1）。このため収益性を示す代表的な指標の**売上高事業損益率**<sup>2</sup>は、過去 11 年間で最高水準となった（図表 2）。

しかしながら、保有資産の活用も含めた総合的な収益性を示す**使用総資本事業利益率**<sup>3</sup>の動きはやや異なる（図表 2）。2021 年度は売上高と同様に前年度に比べ確かに上昇しているが、コロナ前の 2018 年度の高さに届いていない。11 年間を通して、その動きは**売上高事業損益率**に比べ鈍い姿となっている。

これは**使用総資本事業利益率**を構成するもう一つの要素である**使用総資本回転率**<sup>4</sup>の動きに要因がある。実は**使用総資本回転率**は長期的にも低下傾向にあり、2021 年度は過去 11 年間で前年度に続く過去最低の水準となった（図表 3）。**使用総資本回転率**は、資産の運用効率を示す指標であり、その低下は売上による総資産の回収スピードが遅くなっていることを意味する。近年の動きは教科

書通りに読み解くことができるだろう。

まず、資産における主な科目の推移をみると、固定資産の内容に大きな変化がみられる。それは**有形固定資産**の割合が低下する一方、**投資その他資産**の割合の上昇がみられることである（図表 4）。

**投資その他資産**は、主に関係会社株式や投資有価証券、関係会社長期貸付金などで構成される。その収益は**受取利息・配当金**などに反映されるが、11 年間の事業損益は、それに連動するように**受取利息・配当金**が存在感を年々高め、新型コロナウイルスの影響が深刻化した 2020 年度は**営業利益**と並ぶ結果となった（図表 5）。**投融資利回り**も上昇傾向にあり資産運用力の向上もうかがわれる（図表 6）。

一方、売上と密接に関わる生産設備や建物などで構成される**有形固定資産**の割合は低下している。あくまで割合の低下であり、総資産の規模拡大を勘案すると、設備投資抑制とは一概に言えないが、上場企業における資金運用先として M&A や子会社設立など事業投資が大きな柱として成長していることがうかがわれる。

ここで改めて**使用総資本回転率**の低さの要因を整理すると、近年は固定資産のなかでも**投資その他資産**が増え、その成果は算式上、売上としてトップラインに殆ど反映されないことから**使用総資本回転率**の動きが**売上高事業損益率**に比べて鈍い動きになったとみられる。別の表現をすれば、この 11 年の間に上場企業は事業に資金提供する持株会社の色彩が強まったといえる。

ちなみに 2021 年度における政府の国際収支統計では、配当や利子などで構成される第一次所得収支の黒字幅が大きく拡大した。これを踏まえると、**受取利息・配当金**は主に海外子会社がもたらしたと推測される。

11 年間にわたり、上場企業の収益力は着実に向上しており、これまでの利益蓄積と有利子負債削減から自己資本も過去最高水準に達するなど極めて安全性の高い B/S の構成となっている。だが、P/B R の 1 倍割れが最近の話題になる通り、安全性だけでは市場の評価は得られない。持続的に企業価値を向上させる要素を反映した資産構成が一層問われることになるだろう。

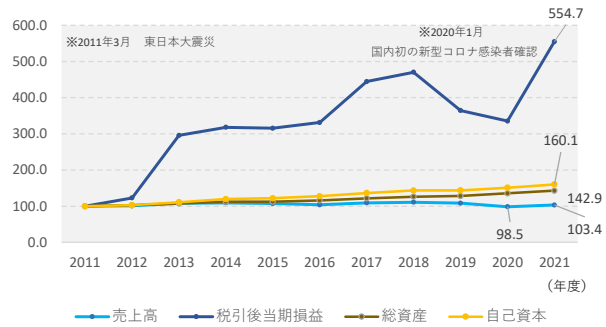
<sup>1</sup> 個別決算において純粋持株会社は集計外としている。

<sup>2</sup> 事業損益＝営業損益＋のれん償却額＋受取利息・配当金

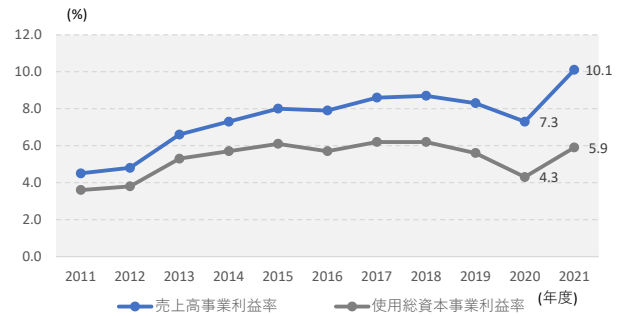
<sup>3</sup> 使用総資本事業利益率＝事業損益／期首期末平均使用総資本（流動資産＋固定資産＋繰延資産＋割引譲渡手形）×100

<sup>4</sup> 使用総資本回転率＝売上高／期首期末平均使用総資本

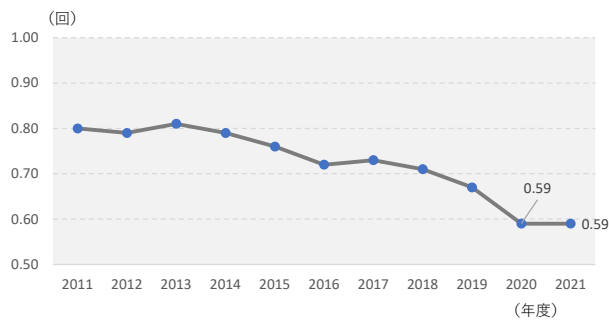
図表1 成長指数（2011年度＝100）



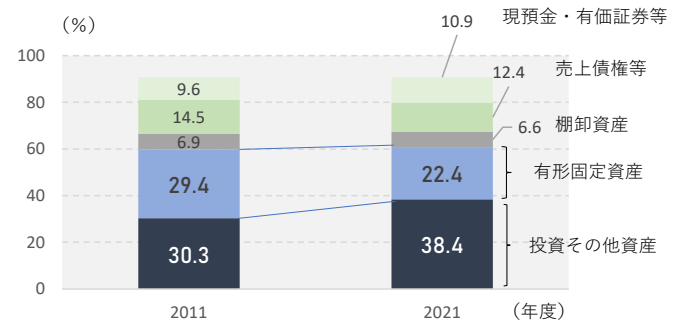
図表2 売上高事業損益率・使用総資本利益率推移



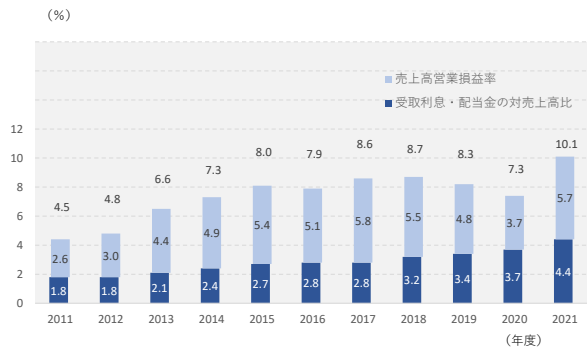
図表3 使用総資本回転率推移



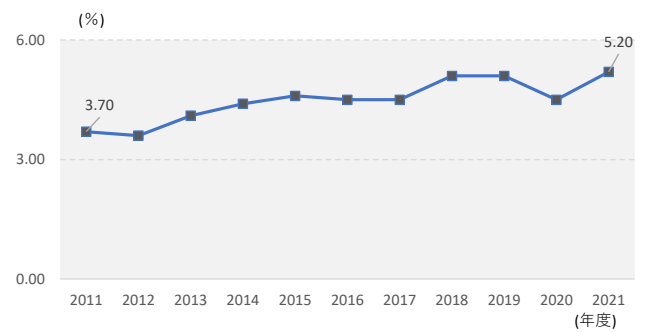
図表4 資産における主な科目の構成比



図表5 売上高事業損益率の内訳推移



図表6 投融資利回りの推移



(参考)

- ・三井住友信託銀行 調査月報 2018年3月号「日本企業の事業投資会社化とその功罪」
- ・桜井久勝 (2020) 「財務諸表分析 第8版」中央経済社
- ・伊藤邦雄 (2022) 「新・現代会計入門 第5版」日本経済新聞出版