

負債とキャッシュが積み上がる日本企業

経済調査室

要旨

- 日本企業は業績が好調であるにもかかわらず、有利子負債が増加しており、それに伴って償還年数も高止まっている。
- 一方、企業の現預金保有規模は、コロナ禍で大きく増加した後も中堅・中小企業を中心に増加し続けている。すなわち、増加した負債は、設備投資ではなく、現預金に回っている。
- 現預金を積み増した結果、企業財務の安全性は高まっているが、その反面、余裕資金を有効活用できていないことから効率性が損なわれている。
- 今後、金利上昇に伴う調達コスト増や、株主による資本効率化要求などが現預金の取り崩しと借入需要の減少につながるが、先行きリスクへの警戒感は根強く、金利上昇も緩やかなものになると見込まれていることなどから、急速な現預金の取り崩し・債務返済の行動は生じにくいと予想される。

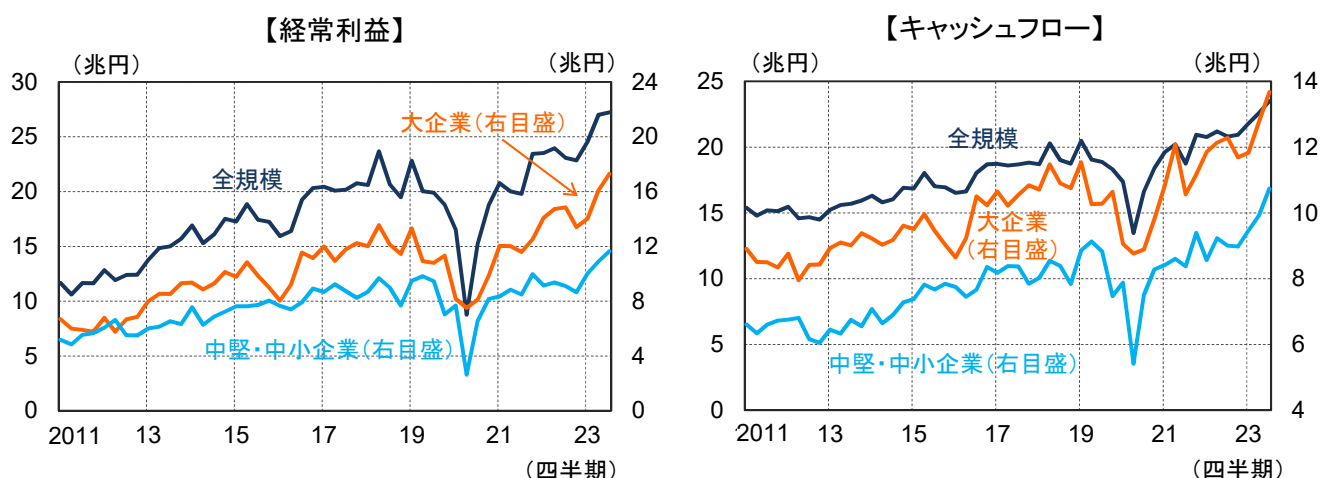
日本企業の業績は、コロナ禍の落ち込みを経て持ち直した。その後の景気回復局面において、企業は設備投資や借り入れといった資金運用をどのように進め、その結果、財務面でどのような変化が生じたのだろうか。本稿では、マクロ指標から企業のキャッシュフローや貸借対照表の動きを、産業別や規模別に分析するとともに、その評価と問題点を考察し、今後の動向を探ってみた。

1. 企業業績は好調

供給制約の緩和や人流の回復、価格転嫁の進展などを背景に、日本企業の業績は好調である。2023年7～9月期の財務省『法人企業統計調査』では、経常利益は企業規模に関わらず増加し、過去最高を更新した(図表1)。

利益に減価償却費も加えたキャッシュフローもコロナ前を上回っている。企業はこの増加したキャッ

図表1 法人企業の経常利益、キャッシュフロー



(備考) 1. 財務省 2. 金融保険業を除く全産業。以下同様の分類
 3. 大企業は資本金10億円以上、中堅・中小企業は資本金10億円未満。以下同様の分類
 4. 季節調整は日本政策投資銀行による 5. キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費

シュフローを用いて設備投資などの成長投資を加速し規模拡大や生産性の向上を図る、もしくは、債務返済を進めコロナ禍で悪化した財務体質の改善を行うことが可能である。

2.償還年数は高止まり、有利子負債は減らずむしろ増加傾向

しかしキャッシュフローが増加する一方で、設備投資は盛り上がりには欠けているのが現状である。その結果、設備投資をキャッシュフローで割った比率も低水準にとどまっている（図表2-1）。

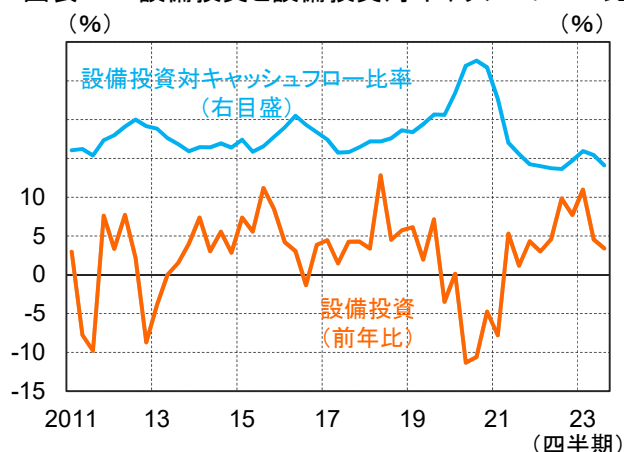
それでは得られたキャッシュフローは債務返済に充てられているのだろうか。少なくとも設備投資のために負債を調達する必要はないのだから、借入

金などの負債が何年で返済できるかを示す指標である債務償還年数は低下するはずである。

そこで債務償還年数の推移をみると、コロナ禍で長期化した20年以降確かに低下傾向にある（図表2-2）。しかし、過去最高益を更新する一方、設備投資は増加していない状況を踏まえれば、その低下ペースは随分鈍い。足元でもコロナ前の19年の水準（10年弱）には依然低下しておらず、高止まりしている。

製造業・非製造業別に償還年数をみると、製造業はコロナ前の水準にまでほぼ低下しているが、非製造業の高止まり感が強い（図表2-3）。非製造業には業種特性上償還年数が長期にわたる不動産業などが含まれているため、通常でも償還年数

図表2-1 設備投資と設備投資対キャッシュフロー比率 (%)



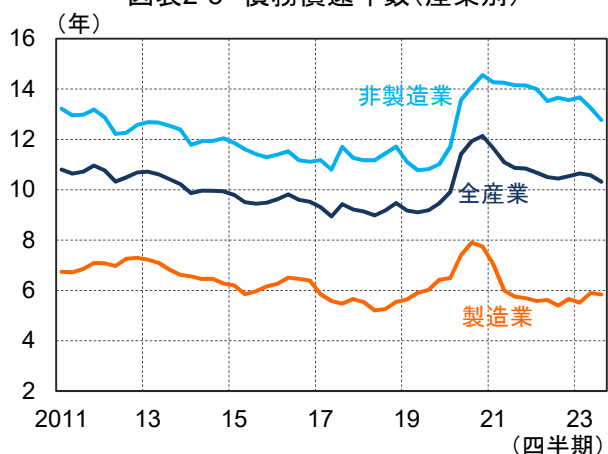
(備考) 1. 財務省 2. 設備投資はソフトウェアを含む
3. $\text{キャッシュフロー} = \text{経常利益(後方4期合計)} \times 0.5 + \text{減価償却費(後方4期合計)}$

図表2-2 債務償還年数 (年)



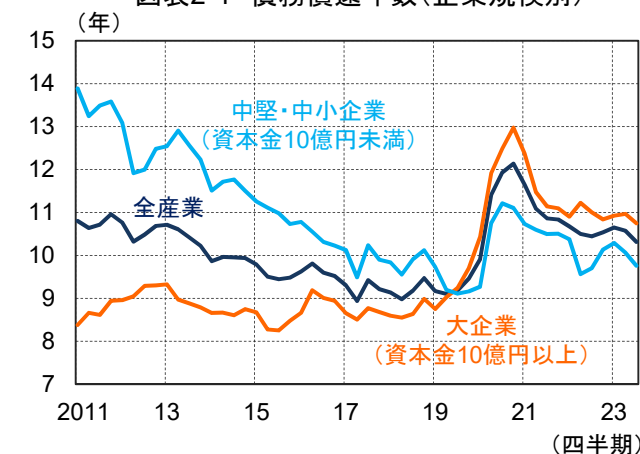
(備考) 1. 財務省 2. 債務償還年数 = 要返済債務 / 償還資源
3. 要返済債務 = 短期借入金 + 長期借入金 + 社債
4. $\text{償還資源} = \text{経常損益(後方4期合計)} \times 0.5 \times 0.7 + \text{減価償却費(後方4期合計)} \times 0.7$

図表2-3 債務償還年数(産業別)



(備考) 1. 財務省 2. 債務償還年数の算出方法は図表2-2に同じ

図表2-4 債務償還年数(企業規模別)



(備考) 1. 財務省 2. 債務償還年数の算出方法は図表2-2に同じ

は比較的長めである。しかしそれでもコロナ前の水準にまでは依然として低下していないことから、高止まりしていると言って良い。

次に企業規模別にみると、大企業(資本金10億円以上。以下同じ)の償還年数がコロナ禍を経て大きく上昇し、その後高止まりしている点が目立つ(図表2-4)。この結果、中堅・中小企業(資本金10億円未満。以下同じ)の償還年数を上回り、逆転している。通常、大企業の方が財務体質は良好であり、償還年数も短いことから、これは珍しい状況といえる。

なぜ償還年数は高止まっているのだろうか。償還年数を規定する有利子負債の変動と償還資源(端的には利益)への要因分解を行った(図表2-5)。すると、確かに近年の利益増加は償還年数を低下させる方向に作用しているものの、その一方で有利子負債の増加が償還年数を押し上げていることが分かる。つまり、コロナ禍後も日本の企業は負債を減らすことなく、むしろ増やし続けていることを示している。

実際、有利子負債の推移をみると、大企業ではコロナ禍で大きく増加した後、好業績にもかかわらず、低金利下での社債発行増などもあり増加が続いている(図表2-6)。中堅・中小企業は大企業ほどの顕著な増加ではないが、21年以降じわじわと増加している。結果、全規模ベースでも着実に増加し

ているという状況にある。

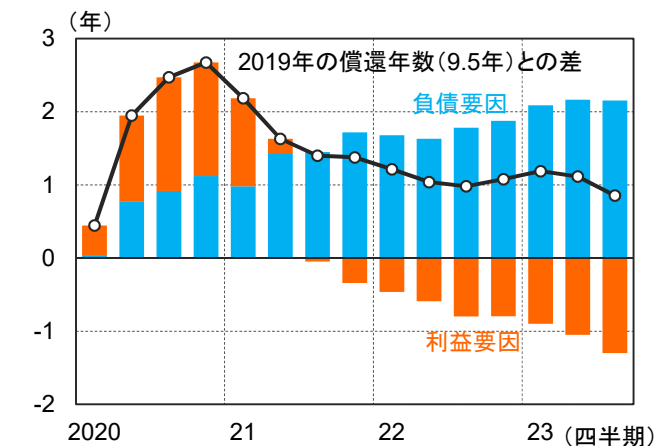
過去最高益を更新し、設備投資も手控える中、なぜ有利子負債が増え、償還年数が高止まっているのか。増えた有利子負債は何に使われているのか。以下、この点についてみていきたい。

3. 持株会社の増加が有利子負債増加の一因

有利子負債の増加、そしてそれに伴う償還年数の高止まりの一因として、持株会社の増加が挙げられる。

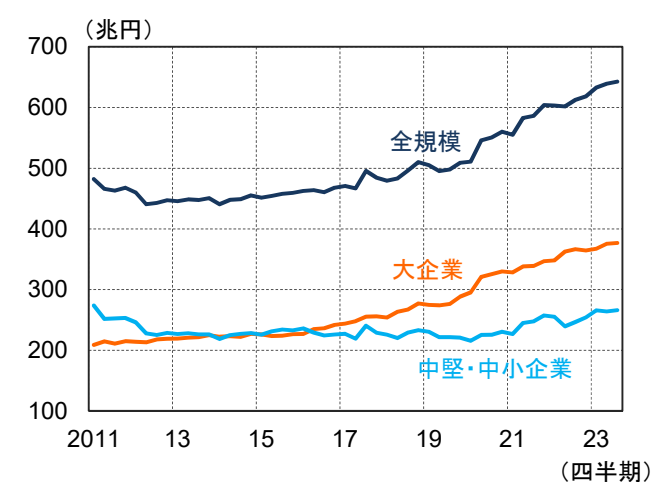
近年、いわゆる「ホールディングス制」を採用する企業が増え、持株会社が一元的に資金調達を行うケースが増えている。『法人企業統計調査』における持株会社(統計上の名称は「純粋持株会社」)の数も増加傾向にある(図表3-1)。絶対数としては3,000社弱であり、これは全企業数の0.2%程度でしかないが、持株会社が保有する有利子負債残高は100兆円を超過しており、これは全体の約2割を占めている。持株会社が傘下企業の負債調達を一手に引き受ける結果、持株会社の負債残高は無視できない規模になっており、社数に比してその影響力は大きいと言える。

図表2-5 債務償還年数の変化の要因分解



(備考) 1. 財務省 2. 「負債要因」は要返済債務の寄与度、「利益要因」は償還資源の寄与度

図表2-6 有利子負債(要返済債務)



(備考) 財務省

通常、持株会社自体は本格的な事業を直接手掛けることはないため、持株会社自身で必要とされる負債は限定的である。よって持株会社で調達された負債の大部分は傘下企業へそのまま又貸しされることになり、傘下企業ではこれを負債として認識する。つまり『法人企業統計調査』のように日本企業全体を対象とするマクロ統計では持株会社と傘下企業の双方で負債を認識することになるので、負債が二重計上される格好となる。

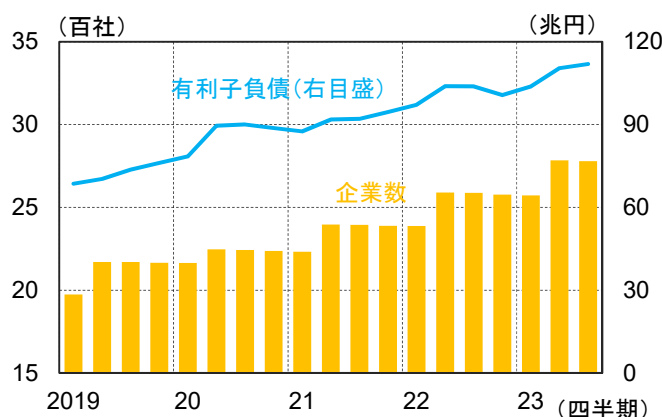
20年以降の持株会社の有利子負債の増加は約30兆円に上っているが、これは全体の有利子負債増加(約130兆円)の約1/4を占めており、これが二重計上されていることが足元の負債増加の一因と指摘できる。

また持株会社は業種分類上非製造業に属し、企業規模の面では大企業が多い。そのため持株会社の増加は非製造業・大企業の償還年数が高い要因にもなっている。

持株会社を除いて償還年数を計算すると、10年を切る水準となる(図表3-2)。それでもコロナ前の水準には低下していないが、持株会社要因を除けば償還年数の高止まり懸念はかなり解消されることになる。

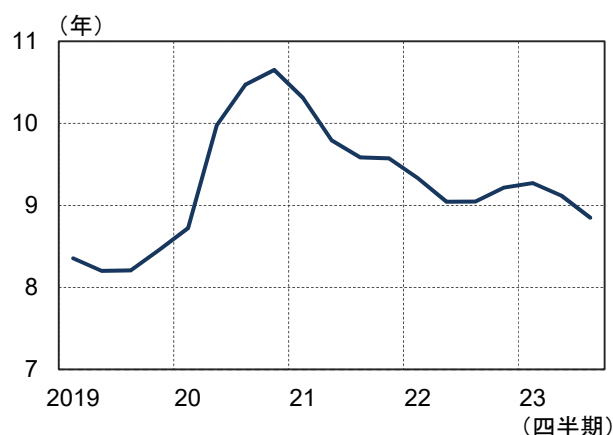
持株会社の増加に起因する償還年数の上昇は、負債の二重計上というある意味テクニカルな要因によるものであり、実態的には問題ではない。従って、昨今の償還年数の高止まりについてはそこまで気にする必要はないかもしれない。

図表3-1 純粋持株会社の企業数と有利子負債



(備考) 1. 財務省 2. 企業数は『法人企業統計調査』の母集団企業数(総務省『経済センサス活動調査』での21年企業数は2,024社)

図表3-2 債務償還年数(純粋持株会社を除く全産業)



(備考) 1. 財務省 2. 債務償還年数の算出方法は図表2-2に同じ

図表4-1 資金運用表(19年10~12月期→23年7~9月期の増減、兆円)

資金の運用			資金の調達		調達一運用
流動	流動資産(除く現預金)	99	流動負債(除く短期借入金)	50	流動資金
			短期借入金	31	▲18
固定	有形固定資産	29	純資産	136	
	無形固定資産	8	その他固定負債	7	
	その他固定資産	101			
	貸付金等	27	長期借入金	64	固定資金
			社債	38	80
	現預金	63			
	資金の運用 合計	326	資金の調達 合計	326	

(備考) 財務省

しかしながら、有利子負債の増加の全てが持株会社の増加によるものではない。前述の通り全体の有利子負債増加の1/4は持株会社要因で説明できるが、残りの3/4はそうではない。つまり、「コロナ禍後も日本企業は負債を減らしていない」という事実は残っている。

4.負債の増分は現預金の積み増しへ

では、調達された負債はどこに流れたのであろうか。ここでは、コロナ前(19年)から直近期にかけての日本企業全体の資金運用表を作成してこの点を確認してみたい。

資金運用表とは、ある期間にどれだけの資金がどのように調達され、その資金がどのように使われ

たか(運用されたか)を表したものである。通常は個別企業の分析に使われるものだが、ここでは『法人企業統計調査』というマクロ統計に適用しているため、日本企業を一つの会社に見立てた場合の資金の流れを分析していることになる(なお、データの制約上、簡易な資金運用表となっている)。

図表4-1が19年10～12月期から23年7～9月期を対象期間とした時の日本企業全体の資金運用表である。まず調達側(「資金の調達」項目)を見ると、純資産が136兆円増加したほか、負債(短期借入金・長期借入金・社債)も計133兆円増加しており、図表2-6で見た通り、有利子負債は減少することなく増加したことがここからも分かる。

こうした増加資金がどこに使われたかを表してい

図表4-2 資金運用表(純粋持株会社を除く、19年10～12月期→23年7～9月期の増減、兆円)
【全産業】

	資金の運用		資金の調達		調達－運用
流動	流動資産(除く現預金)	93	流動負債(除く短期借入金)	43	流動資金
			短期借入金	20	▲31
固定	有形固定資産	29	純資産	117	固定資金
	無形固定資産	8	その他固定負債	4	
	その他固定資産	67			
	貸付金等	7	長期借入金	54	
			社債	24	
	現預金	58			88
	資金の運用 合計	261	資金の調達 合計	261	

【製造業】

【非製造業】

	資金の運用		資金の調達		過不足	資金の運用		資金の調達		過不足
流動	流動資産	36	流動負債	13	流動資金	流動資産	57	流動負債	29	流動資金
			短期借入金	6	▲16			短期借入金	14	▲14
固定	有形固定資産	3	純資産	40		有形固定資産	26	純資産	77	
	無形固定資産	1				無形固定資産	7			
	その他固定資産	19	その他固定負債	2		その他固定資産	48	その他固定負債	1	
	貸付金等	▲2	長期借入金	2	固定資金	貸付金等	9	長期借入金	52	固定資金
			社債	4	27			社債	20	61
	現預金	11				現預金	46			
	運用 合計	68	調達 合計	68		運用 合計	193	調達 合計	193	

(備考) 財務省

るのが運用側(「資金の運用」項目)である。すると、設備投資などに代表される固定資産(有形固定資産・無形固定資産・その他固定資産)の増加が計138兆円となっており、これはほぼ純資産の増加(136兆円)と見合っていることが分かる。

純資産の増加とは利益計上による内部留保の増加であるから、日本企業は利益蓄積の範囲内で設備投資を行ったことを表している。これは図表2-1において設備投資対キャッシュフロー比率が100%を下回っているという事実とも整合的である。つまり、設備投資のために負債が調達されているという事実はない。

では負債はどこに向かっているのか。再び運用側を見ると、貸付金等と現預金の増加合計額が90兆円であり、これが長期借入金と社債の増加合計額102兆円とほぼ見合っていることが分かる(短期借入金については短期資金(流動資金)項目であり、流動資産の増加(99兆円)に充てられていると解される)。つまり、負債は貸付金等と現預金に回っている。

このうち貸付金等の増加要因は、先述の持株会社から傘下企業への貸付金によるものが大半である。日本企業全体ではこの部分は運用(貸付金)と調達(借入金)で両建てになっているため、持株会社を除いた日本企業全体の資金運用表を作成す

ると、貸付金等の増加は7兆円にまで減少する(図表4-2上段)。つまり、持株会社要因を除くと、負債の増加はそのほとんどが現預金の積み増しに向かっていると言えることができる。

また、図表4-2上段からは、長期の負債(長期借入金・社債)を多めに調達し、余りを短期資金(流動資金)不足に充てたこともうかがえる。資金過不足を示す「調達－運用」項目を見ると、流動資金が31兆円の調達不足となっており、代わりに固定資金を88兆円超過調達し、流動資金不足に充てていることが分かる(定義上、両者の差額58兆円が現預金の増加に一致する)。

通常、運用資金と調達資金の入り繰りのタイミングをマッチさせる観点から短期資金は短期の調達で、長期資金は長期の調達で賄うのが一般的であるので、本来であれば流動資産(売掛金・在庫等)の93兆円の増加を賄うために短期資金である短期借入金をより多く調達すべきところである。しかし足元ではその分を長期負債で賄っているということであり、ここから日本企業が意図的に負債を長期化させていることがうかがえる。足元は依然低金利環境にあり、かつ金利先高観があることが、日本企業が負債を長期化させている原因と考えられる。

負債と現預金の積み増しは特定の企業(業種)で生じている事象であろうか、それとも日本企業に

図表4-3 資金運用表(19年10～12月期→23年7～9月期の増減、兆円)

【大企業】

【中堅・中小企業】

	資金の運用		資金の調達		過不足	資金の運用		資金の調達		過不足
流動	流動資産	63	流動負債	27	流動資金	流動資産	35	流動負債	22	流動資金
			短期借入金	27	▲8			短期借入金	4	▲10
固定	有形固定資産	11	純資産	65		有形固定資産	17	純資産	71	
	無形固定資産	2				無形固定資産	7			
	その他固定資産	69	その他固定負債	7		その他固定資産	31	その他固定負債	▲1	
	貸付金等	24	長期借入金	23	固定資金	貸付金等	3	長期借入金	41	固定資金
			社債	38	26			社債	0	54
	現預金	18				現預金	45			
	運用 合計	188	調達 合計	188		運用 合計	138	調達 合計	138	

(備考) 財務省

まんべんなく見られる傾向であろうか。この点を確認するため、まず、業種別に資金運用表を見ることにしたい。図表4-2下段は製造業・非製造業別に分けて資金運用表を作成したものであるが、固定資産の増加(設備投資など)が内部留保(純資産の増加)で賄われ、負債は設備投資には向かっておらず現預金の増加に振り向けられているという傾向は、製造業・非製造業ともに観察される。紙幅の都合で省略するが、より業種を細分化しても、この傾向はほぼ全ての業種にわたって観察される。

企業規模別(大企業、中堅・中小企業)にみても、負債および現預金の増加は同じように観察されることから、これは特定規模・企業の傾向ではなく、日本企業全体でまんべんなく観察されている(図表4-3)。

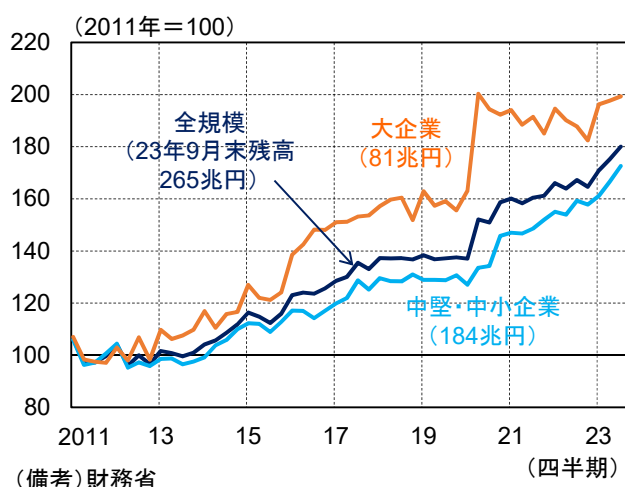
相対的には、中堅・中小企業において現預金の

積み増しがより顕著である。中堅・中小企業では固定資産の増加(計55兆円)は純資産の増加(71兆円)で十分に賄われており、長期借入金の増加(41兆円)がほぼそのまま現預金の積み増し(45兆円)に向けられている。以下では、業種別に比べて特徴の目立つ企業規模別についてさらにみていく。

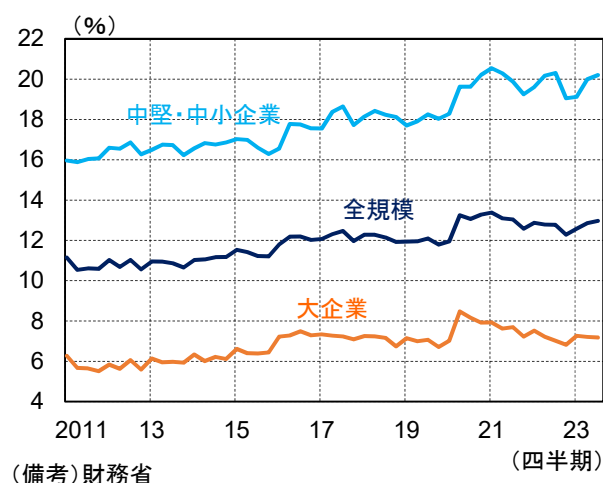
5. 現預金は中堅・中小企業を中心に拡大基調、手元流動性比率は高止まり

日本企業の現預金保有規模は一貫して増加しており、16年にマイナス金利など大規模金融緩和による資金調達環境の改善とともに大企業を中心に一段と増加した。コロナ禍で急増した大企業ではその後おおむね横ばいとなったが、中堅・中小企業はコロナ禍後も大きく増加した(図表5-1)。

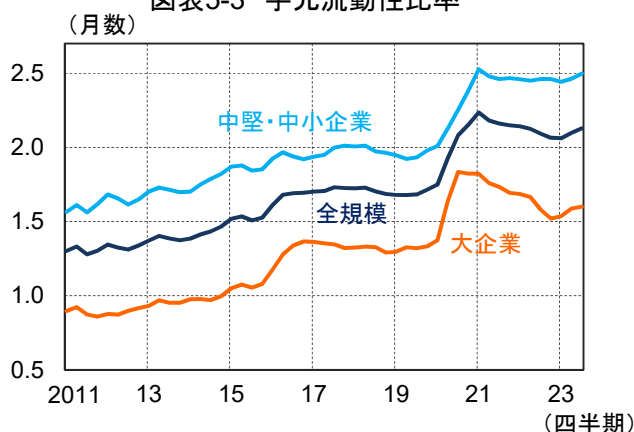
図表5-1 現預金残高



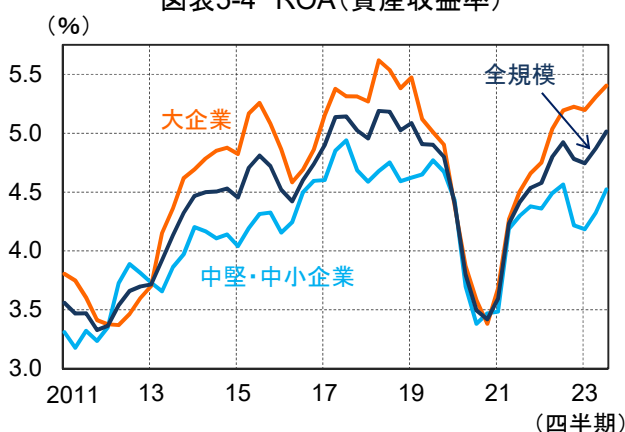
図表5-2 現預金対総資産比率



図表5-3 手元流動性比率



図表5-4 ROA(資産収益率)



(備考) 1. 財務省 2. 手元流動性比率=現金・預金(期首期末平均)/(売上高(後方4期合計)/12)

(備考) 1. 財務省 2. ROA=経常利益(後方4期合計)/総資産(期首期末平均)

現預金の増加は、日本経済全体の成長に伴い、企業の総資産が拡大したからという側面もある。もし総資産の拡大ペースに合わせて現預金が増えていだけであれば、意図的に現預金を積み増しているわけではなく、単に全体のパイの拡大に沿った動きということになる。

そこで総資産対比で現預金の推移をみると、大企業は16年にかけて拡大したが、その後コーポレートガバナンスの強化に伴う資本効率化の取り組みもあり、横ばいに転じた(図表5-2)。コロナ禍でいったん上昇したものの、足元ではコロナ前の水準に低下しつつある。一方、中堅・中小企業では一貫して拡大しており、足元でもコロナ前を超える高水準となっている。つまり、総資産対比でみると、中堅・中小企業の方が意図的に現預金を積み増していることが分かる。

現預金積み増しの結果、企業財務の安全性は高まっている。安全性を測る指標である手元流動性比率はコロナ禍を機に大きく上昇した(図表5-3)。21年以降、社会活動が徐々に正常化へ向かうと、大企業は売上の回復により低下基調に転じたが、コロナ前の水準までには低下していない。特に中堅・中小企業は、売上の回復ペースとほぼ同規模で現預金を積み増した結果、高止まりしている。

手元流動性比率が高いほど経営の安全性は高まるが、その反面、余裕資金を有効活用できていないことから効率性を損なう。効率性を測る指標で

あるROA(資産収益率)は、21年以降持ち直したものの、利益の回復ペース以上に現預金など資産が増加した結果、コロナ前に届いていない(図表5-4)。米国経済の減速や円高シフトなどが先行きの企業収益を圧迫するとみられる中、ROAを一段と高めるには余裕資金を成長投資へ振り向けることが求められる。

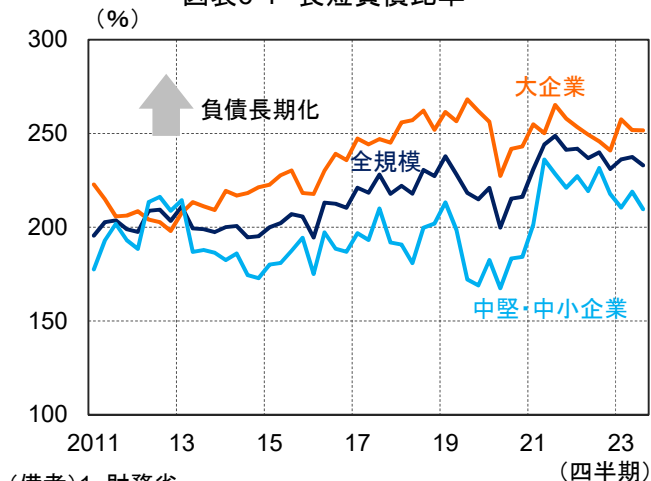
6. 負債の長期化傾向は徐々に落ち着く見通し

4.において、負債の増加とともに負債の長期化が進行していることを指摘した。そこで長期負債と短期負債の割合を示す長短負債比率の推移をみると、負債の長期化は中堅・中小企業で顕著である(図表6-1)。

一般に中堅・中小企業は信用力が劣ることもあり、短期負債の調達比率が高い。しかしコロナ禍でのいわゆる「ゼロゼロ融資」なども活用し、中堅・中小企業でも長期負債の調達比率を上昇させた結果、大企業に近い長短負債比率にまで近づいている。これに伴い、全規模ベースでも比率は上昇傾向にあることが分かる。

長期負債は安定性に優れる一方、表面的な金利は高い。これまでは低金利下で金利負担はあまり意識されてこなかったが、今後は金利上昇局面を迎える。足元でも借入金利水準は上昇していると受け止められていることから(図表6-2)、今後は負債の長期化傾向は徐々に落ち着くと考えられる。

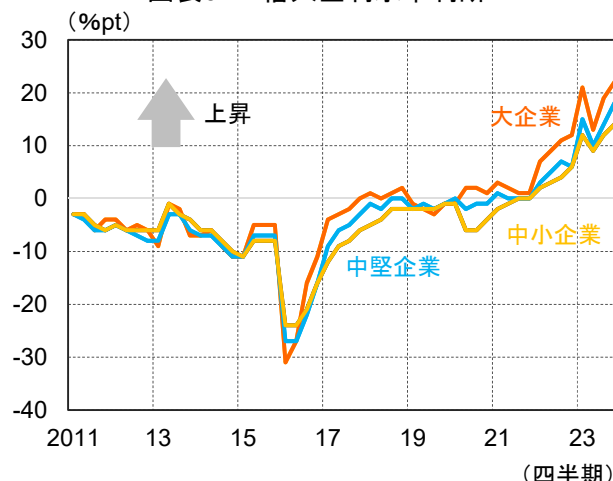
図表6-1 長短負債比率



(備考)1. 財務省

2. 長短負債比率=(長期借入金+社債)/短期借入金

図表6-2 借入金利水準判断DI



(備考)1. 日本銀行 2. 「上昇」-「低下」

7.金利上昇は現預金保有の縮小に作用するも、保有動機が依然として残る

なぜ企業は負債を増やし効率性を損ねてまで現預金を積み増しているのだろうか。一般に企業の現預金保有動機としては、将来調達コストの上昇懸念や、経済環境変化など不確実性への備えなどが挙げられる(図表7)。

将来の調達コスト上昇が見込まれると、当面の資金需要がなくとも金利水準の低い今のうちに可能な限り長めの資金を借りておこうという行動が生じると予想されるが、こうして調達された資金は当面は明確な使途はないため、現預金として保有されることになる。特に中堅・中小企業を中心に負債を増やしてでも現預金を増加させているのは、このよう

な今後の金利上昇観測があると考えられる。そして、これに加えて不確実性への備えとしてコロナ禍で高まった安全志向が継続していることも、現預金保有動機を一層強めている。

今後、金利上昇に伴う調達コスト増や、株主による資本効率化要求などが現預金の取り崩しと借入需要の減少につながるが、先行きリスクへの警戒感根強いと考えられる。また、日本銀行によるマイナス金利解除時期が取りざたされる中で金利は今後上昇する蓋然性は高いが、その上昇ペースは緩やかなものになるとみられる。

こうした点を踏まえると、少なくとも今後しばらくは急速な現預金取り崩し・負債返済行動は生じにくいと予想される。

図表7 企業の現預金保有動機およびその動向(矢印は保有動機への作用)

一般的な動機	現在		今後	
	大企業	中堅・中小企業	大企業	中堅・中小企業
資金調達コストの上昇を見込み、将来の投資資金へ備え	日銀の緩和政策が修正されつつあり、先行き金利上昇感が強い ↑		金利上昇により有利子負債調達を抑制 ↓	調達コストの上昇がより激しい ↓
先行きリスクを警戒し、危機時の流動性を確保	コロナ禍を経て安全志向が強まった可能性がある ↑		コロナ禍からの正常化が進むも、海外減速やインフレの高止まり懸念が残る ↑	警戒感が比較的強い ↑
(株主の監視不十分の場合) 経営者が裁量を高めるため	コーポレートガバナンス改革が進む ↓	改革はそれほど進まず ↑	コーポレートガバナンス改革がさらに進み、経営効率化への圧力が強まる ↓	短期間での改革進展は見込まれず ↑

(備考) 各種資料により日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc.2024

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp