

調 査

第 86 号
(2005 年 9 月)

内 容

企業の資金余剰と使途の変化

企業の資金余剰状態が続いているが、有利子負債圧縮が一段落した後、その余剰資金はどこに向かうことになるのだろうか。株主還元に廻るのではないだろうかという仮説を立て、各種統計を用いて検証する。

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ろう。

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が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^{か が ばやし} 陽介^{ようすけ} (E-mail : yokagab@dbj.go.jp)]

[目 次]

要 旨

はじめに	5
第1章 企業の資金調達と運用について	6
1. 設備投資とキャッシュフロー、借入の関係	6
2. 資金運用表にみる企業の資金運用と調達	8
3. 企業の財務指標の改善	10
4. 資金過不足等の国際比較	12
5. 配当の帰着について	16
第2章 配当行動の分析	19
1. 利益処分と配当	19
2. 配当行動の要因分析	21
第3章 自己株式取得と自己株式消却の動向	25
1. 規制緩和の進展と自己株式取得の増加	25
2. 自己株式取得の決定要因	28
3. 自己株式消却の決定要因	29
第4章 負債圧縮に代わる資金使途－意識調査を用いた分析－	30
1. 企業が健全と考える自己資本比率	30
2. 負債圧縮に代わる資金使途について	31
おわりに	34
参考文献	35

はじめに

1990年代後半以降、資金調達環境の悪化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。最近の設備投資回復にもかかわらず、企業業績の回復が設備投資を上回るキャッシュフローを生み出し、貯蓄超過・資金余剰状態が半ば常態化している。現状、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ており、その結果、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。単純に国内外の設備投資が増加すると考えてよいのだろうか。

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。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もと、財務省「法人企業統計年報」等のマクロ統計及び上場企業の企業財務データを用いて検証を行うことを目的とする。

先行研究において配当・自社株消却を巡る実証分析¹もいくつかなされているが、本稿では、国民経済計算から企業財務データ、さらには日本政策投資銀行が独自に行ったアンケート調査に至るまで、配当、自己株式の取得及び消却に関する様々なデータを駆使し、包括的に捉えることを試みている。

本稿の構成であるが、第1章において企業の資金需要と金融機関の貸出残高の推移、企業の資金調達と運用を概観した後で、第2章、第3章において配当及び自己株式取得の分析を行う。第4章においてアンケート調査を用いて企業の資金使途に関する意図を確認し、まとめを行う。

¹ マクロ統計である法人企業統計年報による実証分析を行ったものに原田・日野（2002）、上場企業の財務データによる実証分析を行ったものに上野・馬場（2005）などがある。

第1章 企業の資金調達と運用について

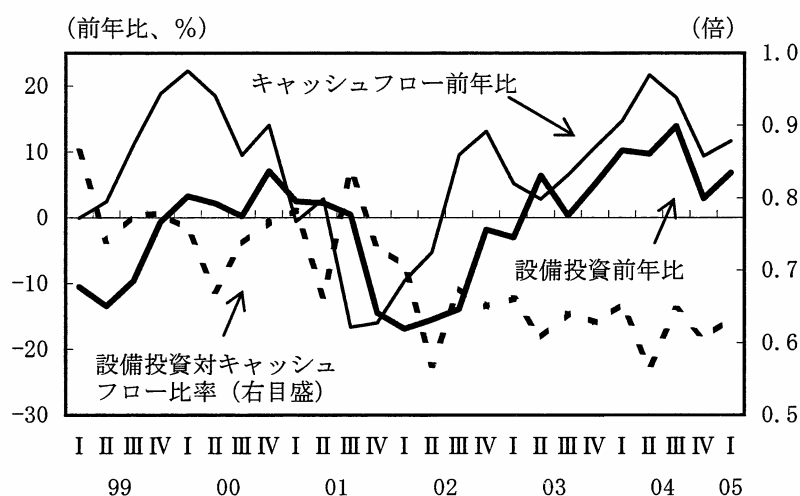
本章では企業の資金需要（設備投資）と金融機関の貸出残高の短期的な推移、資金運用表を用いた資金調達と運用の関係についての中期的な推移、及び資金過不足や資金使途に関する国際比較を行う。また、企業が支払う配当金の最終的な帰着についても述べる。

1. 設備投資とキャッシュフロー、借入の関係

まず足元の設備投資とキャッシュフロー²の関係を財務省「法人企業統計季報」によりみていくことにしよう（図1-1）。1999年第1四半期を谷とする景気拡大局面と、直近の2002年第1四半期³を谷とする景気拡大局面において、2度設備投資が増加に転じながらも、キャッシュフローの伸び率の方が相対的には高いために、設備投資の対キャッシュフロー比率は1を大きく割り込んだまま、低迷が続いている。

企業部門全体としてみれば、設備投資の増加がキャッシュフローの増加によって賄われるため、借入の増加には結びついていない。このため、図1-2で銀行の設備投資向け新規貸出をみると、増加したのは2002年以降では2004年第1～3四半期の3期だけとなっており、伸び悩んでいる。

図1-1 設備投資とキャッシュフロー

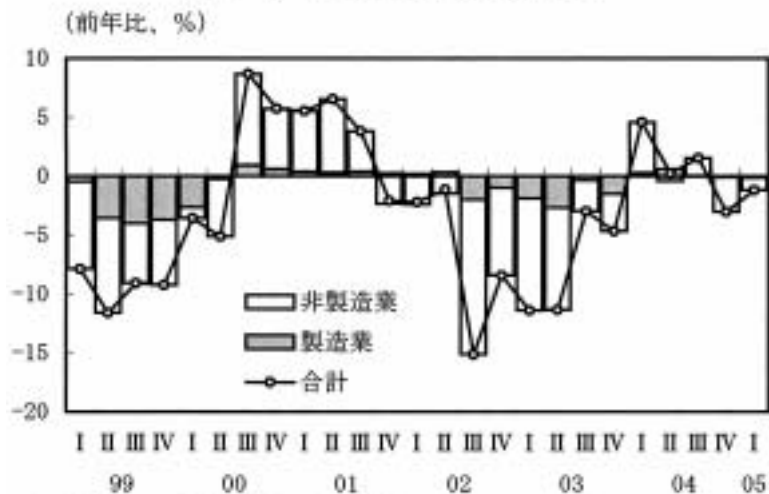


(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。
2. キャッシュフローは、経常利益/2 + 減価償却費。

² 法人企業統計季報では法人季報年報と異なり税引後利益の数値が存在しないため、キャッシュフローの計算にあたって経常利益/2 + 減価償却費として算出している。

³ 暫定日付。

図1-2 設備投資向け新規貸出



(備考) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 国内銀行銀行勘定と国内銀行信託勘定の合計。

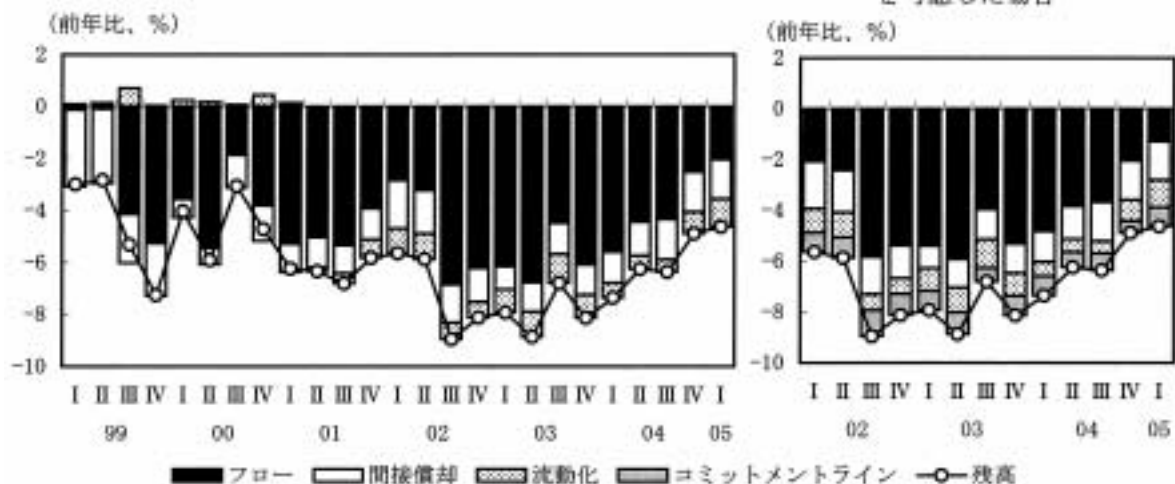
日本銀行「資金循環統計」によれば、金融機関による企業向け貸出残高（時価ベース）の減少が続いている（図1-3）。この残高の減少には、返済が新規貸出を上回っていることによる減少（フローの減少）のほか、間接償却、流動化による減少も含まれる。通常の日銀の貸出統計において、特殊要因（償却、流動化等による減少）を除くベースでの貸出残高も公表されているが、これには企業向け貸出のほか、住宅ローンを主とする個人向け貸出、政府向け貸出が含まれる。従って、企業向け貸出残高の推移を特殊要因を除くベースでみるためには一工夫必要であり、ここでは「資金循環統計」を用いた試算を行う。試算結果を図1-3(1)に示しているが、これをみると間接償却要因⁴、流動化要因⁵を除いたフローの寄与部分は、減少幅を縮小しながらも減少が続いている。また、2001年1月以降は日銀からコミットメントライン契約残高及び利用金額の統計が公表されているため、2002年以降についてはコミットメントライン要因を考慮した試算も可能となる。それを図1-3(2)で示しているが、コミットメントライン要因⁶を差し引いても、残高の減少が続いていることがわかる。

⁴ 債権が貸し手の金融機関のバランスシートから切り離された時点ではなく、金融機関が引当金を積むなど債権の時価が変動した時点で計上される。

⁵ 特別目的会社（SPC）が保有する企業・政府向け貸出残高の増減をここでは流動化要因と定義している。

⁶ ここではコミットメントラインの未利用枠が借入と完全に代替的であると仮定している。

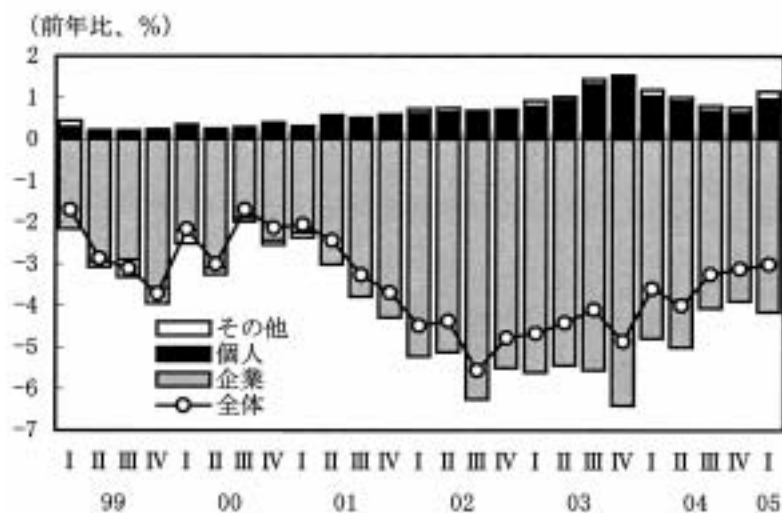
図1-3 民間金融機関の企業向け
融資増減要因（時価ベース）



（備考）1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
2. 「民間金融機関」は資金循環統計の部門区分に基づく。

国内銀行の貸出残高（簿価ベース）の推移をみると（図1-4）、企業向け貸出の減少を住宅ローンを中心とする個人向けが下支えする構図となっているが、企業向け貸出の減少寄与が大きく、全体として減少が続いている。

図1-4 国内銀行の貸出先別寄与度



（備考）1. 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 国内銀行銀行勘定と国内銀行信託勘定の合計。
3. 金融・保険業向け貸出は除く。

2. 資金運用表にみる企業の資金運用と調達

前節よりも長いスパンで企業の資金調達、運用をみていくことにしよう。表1-1は個別企業財務分析で使用される資金運用表と同様のものを、財務省「法人企業統計年報」を用い

て擬似的に作成したものである。具体的には、貸借対照表に記載されている資産、負債・資本の増減を5年間（直近のみ3年間）にわたって合算⁷した上で組み替えることにより作成しており、当該期間の内部留保を100として基準化している。内部留保は、いわゆる「キャッシュフロー」（＝税引後利益－社外流出＋減価償却として算出）に近いものであるが、ここでは資本の部のその他準備金の増減に、負債性引当金の増減、減価償却を戻入することによって算出している。

作成した資金運用表において、全規模でみても資本金10億円以上の大企業でみても動きに大きな違いはないので、大企業を中心にみていくことにする。1990年代前半に至るまで設備投資、土地投資を中心とした資金需要が内部留保を上回っており、内部留保を上回る部分を借入⁸・社債によって調達した資金によって賄ってきたことがわかる。また、1990年までは金融資産の取得も大きい。これは、企業規模の拡大による手元資金の増加のほか、バブル期の財テクブームを反映していることも考えられる。それが1990年代後半に入ってから、設備投資、土地投資を抑制し、場合によっては金融資産を取り崩すことにより借入・社債の返済に回すといった、バランスシートを圧縮する行動に変化した。この間、配当は安定的に推移している。

表1-1 企業の資金調達・運用増減

(1) 全規模全産業 (内部留保=100)

年度	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	101.1	13.3	32.4	21.4	9.4	74.7	-6.1	8.9	100.0
86-90	95.4	20.7	49.6	32.1	7.4	98.3	-6.8	13.9	100.0
91-95	106.6	17.6	-4.6	6.5	8.4	32.1	-1.7	4.1	100.0
96-00	80.5	9.3	4.0	-10.8	8.2	-6.8	-7.7	5.6	100.0
01-03	58.8	1.9	-3.5	-9.6	9.7	-23.5	-11.9	-7.4	100.0

(2) 大企業全産業 (内部留保=100)

年度	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

(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。

2. 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。

⁷ 期末残高同士の差し引きではなく、同一サンプルの期首期末の増減を各年度毎に算出して、合計している。

⁸ 債権放棄等により減少した分も含まれる。

3. 企業の財務指標の改善

1990年代後半のこのような資金調達・運用行動の結果、企業の自己資本比率は上昇が続いており（図1-5）、直近の2003年度で全企業ベースでは28%、特に水準の高い大企業製造業は2003年度で46%に達している。図1-6では債務償還年数（当期のキャッシュフローの何年分で債務を償還できるか）を示しているが、これをみると全企業では1998年度に14.5年であったものが、2003年度には7.6年にまで低下している。個々の産業、企業のレベルで

図1-5 自己資本比率の推移

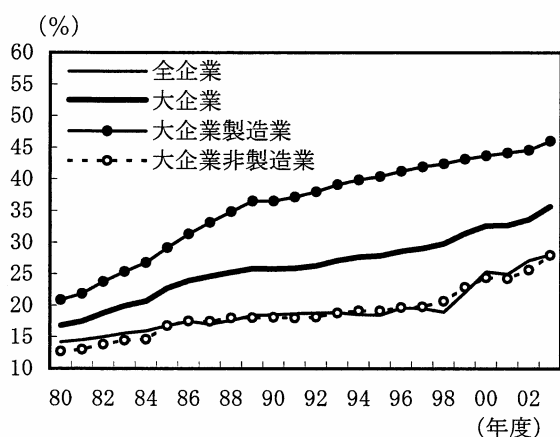


図1-6 債務償還年数の推移

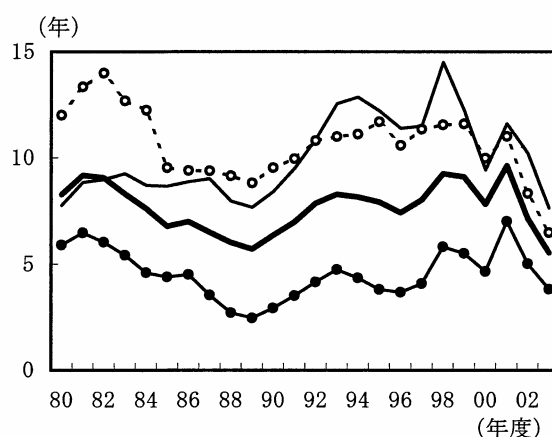


図1-7 損益分岐点売上高比率の推移

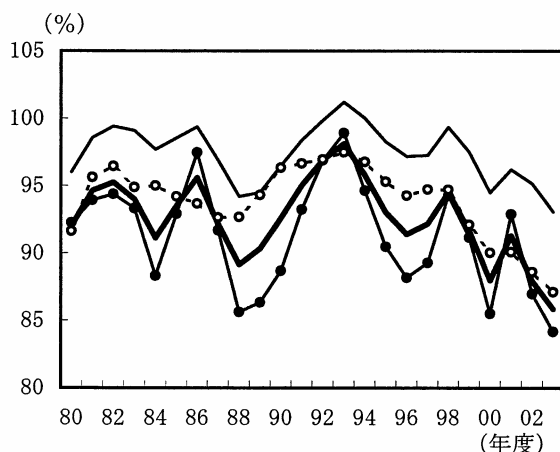
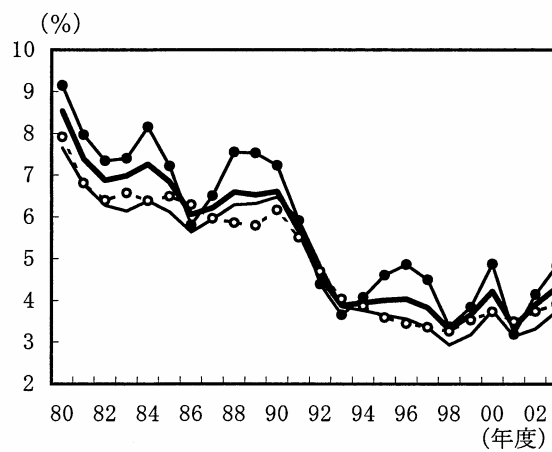


図1-8 ROAの推移



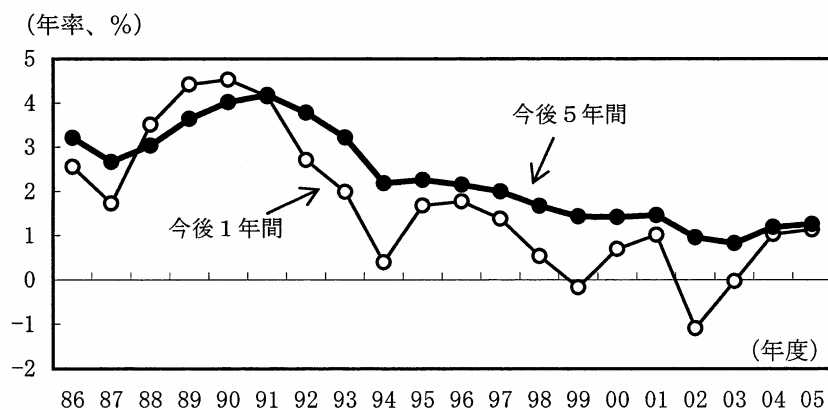
- (備考) 1. 図1-5～1-8は財務省「法人企業統計年報」により作成。
 2. 図1-6の債務償還年数は、 $(\text{長短借入金} + \text{社債} + \text{割手残高} - \text{現預金}) / (\text{経常利益} - \text{税金} - \text{配当金} - \text{役員賞与})$
 3. 図1-7の損益分岐点売上高比率は、 $\text{固定費} / (1 - \text{変動費} / \text{売上高})$
 ただし、 $\text{固定費} = \text{減価償却費} + \text{人件費} + \text{支払利息} \cdot \text{割引料} + \text{動産} \cdot \text{不動産賃貸料} + \text{租税公課}$
 変動費は固定費以外の費用。
 4. 図1-8のROAは、 $(\text{経常利益} + \text{支払利息割引料}) / ((\text{総資産} + \text{受取手形割引残高}) \text{の期首期末平均})$

の問題はともかく、集計値でみる限りにおいて、いわゆる過剰債務問題は収束しつつあると
 言ってよいであろう。収益面についても、損益分岐点売上高比率は最悪であった1993年度の
 101.2%から2003年度の93.1%にまで低下が進んでいる（図1-7）。人件費削減、設備投資
 減少による減価償却費の抑制等のリストラ要因のほか、低金利による支払利息減少が下支え
 したことも要因である。

しかし、資本収益性を確認するためにROA⁹を計算すると（図1-8）、長期低迷を抜けつ
 つあるものの、1980年代の6%超の水準を回復しておらず、資本収益性の回復は道半ばにあ
 るといえよう。設備投資判断にROAを重視する企業が増えており、ROA回復の鈍さが設
 備投資の下押し要因であり続けることが考えられる。

また、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」にあるように（図1-9）、今後1年
 間の業界需要の期待成長率は下げ止まっているものの、今後5年間の企業の業界需要の期待
 成長率は依然低迷が続いており、1990年代から続いている下方トレンドを脱したとはいえな
 い。手元のキャッシュフローが潤沢になり、負債の削減が進んだとはいえ、中長期的な期待
 成長率が低迷していることは、設備投資の下押し要因であり続けることが予想される。

図1-9 業界需要の実質期待成長率（全産業）



(備考) 1. 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」により作成。
 2. 実数平均値。
 3. 年度は当該調査の公表直後に始まる年度を指す。

⁹ 負債・資本の構成による利益への影響を除去するため、経常利益に支払利息・割引料を戻入したものを分子としている。

4. 資金過不足等の国際比較

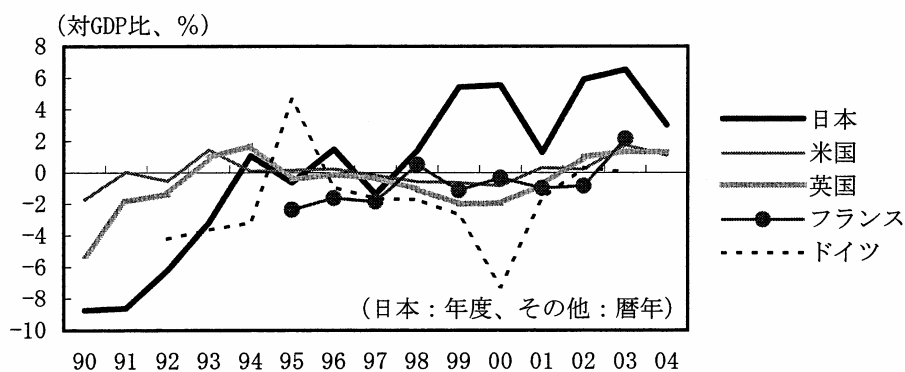
前節まででみたような、キャッシュフロー（または内部留保）が設備投資額を上回る状態は、資金循環統計上は資金余剰、貯蓄投資差額上は貯蓄超過として計上されることになる¹⁰。

図1-10では、非金融法人企業の資金過不足について、各国の資金循環統計を用いて日本と他の先進諸国の比較を行った。他の先進諸国の企業の資金過不足が長期的にはほぼバランスして推移しているのに対し、日本企業の資金余剰の大きさは際立っている。長期的に日本企業の資金過不足がバランスするとすれば、投資、貸金、配当、自己株式取得等、その資金使途は様々に考えられるが、それぞれの蓋然性はどのように考えればよいのだろうか。

図1-11は民間投資の対GDP比率をみたものである。統計の制約から、住宅投資、在庫投資等政府部門以外の行う投資全てを含んだベースの比較となっているが、設備投資が大部分を占めている。これをみると、日本は1990年代を通じて趨勢的に低下を続けてきたものの、他の先進国と比し相対的に高水準となっている。また、図1-12では労働分配率の国際比較を行っている。分子の雇用者報酬には個人企業の労働報酬が含まれず、法人企業と個人企業の比率には国ごとに差異があるため、水準の比較を行うには注意が必要であるが¹¹、1990年以降上昇を続けてきたのは日本のみであり、2001年頃までの日本の雇用調整の遅れを示していた可能性が高い。労働分配率は2002年以降低下しているとはいえ、1990年代初頭の水準に比べれば高止まっている。

以上のことから、キャッシュフローの伸び率を大きく上回る伸び率で設備投資、貸金へ資金が回ることには考えにくいのではないだろうか。

図1-10 非金融法人企業資金過不足

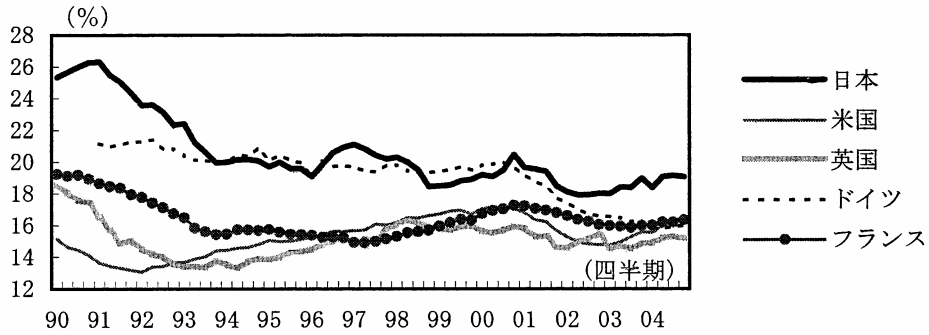


(備考) 各国資金循環統計、国民所得統計等により作成。

¹⁰ 資金過不足は、貯蓄投資バランスと定義的には等しくなる。実際の統計では、両者の差が、貯蓄投資バランス上の誤差として計上されている。

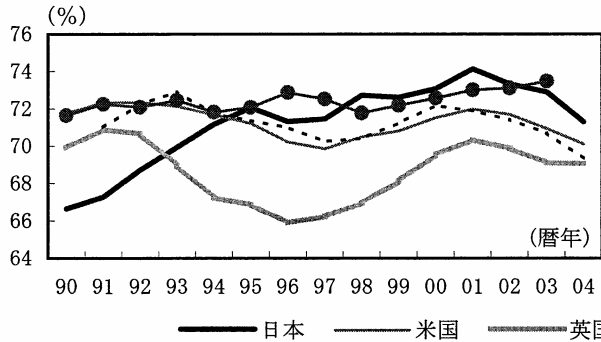
¹¹ 分母の国内要素所得から個人企業所得を差し引いたベースを図1-13に示している。労働分配率の詳細については宮永（2002）を参照のこと。

図1-11 民間投資対GDP比率



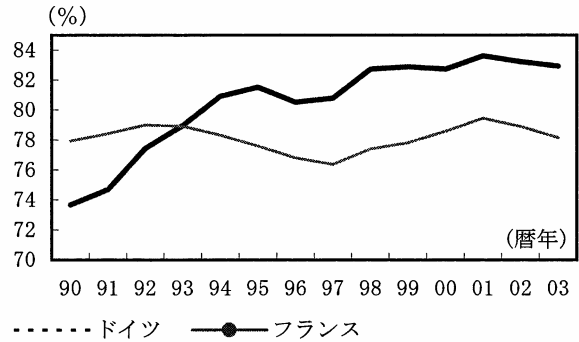
(備考) 各国国民所得統計等により作成。

図1-12 労働分配率
雇用者報酬/国民所得



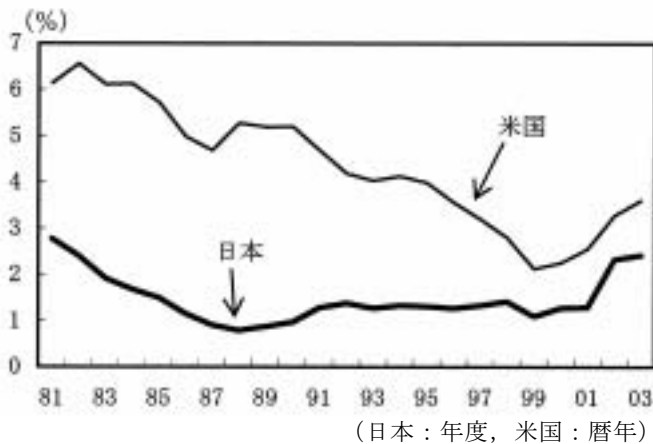
(備考) 各国資金循環統計、国民所得統計等により作成。

図1-13 労働分配率
雇用者報酬/(国民所得-個人企業所得)



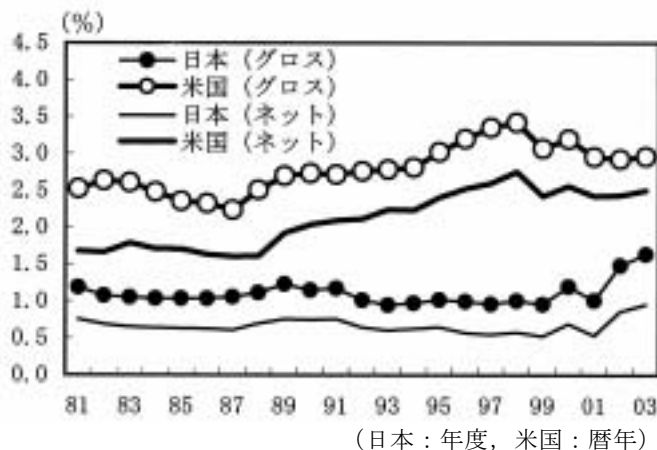
次に企業の配当支払をみていくことにしよう。日米企業の配当を比較すると(図1-14)、配当を株式時価で割った配当利回りは、米国が低下する一方、日本が足元やや上昇している。日本の上昇には株価低迷が大きく寄与していることも考えられる。配当のGDP比は、日米で1~2%程度の開きがある(図1-15)。日米ともに企業間での配当金のやり取りが存在するので、企業の支払った配当金から受取配当を控除したネット支払配当のGDP比を比較すると、同様に1~2%の開きがみられる。

図1-14 配当利回り



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」、日本銀行「資金循環統計」、米商務省“National Income and Product Accounts”、FRB“Flow of Funds”により作成。
2. 日本は民間非金融法人企業、米国は非金融法人企業の支払った配当を、株式・出資金の時価総額で除すことにより算出している。

図1-15 配当対GDP比

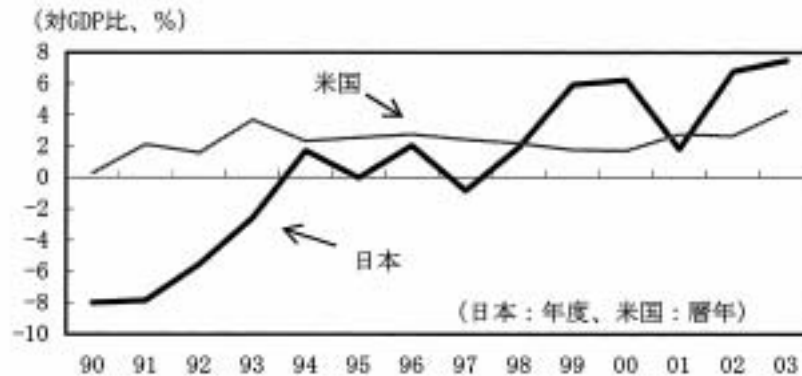


- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」、米商務省“National Income and Product Accounts”により作成。
2. 日本は民間非金融法人企業、米国は非金融法人企業の支払った配当を、株式・出資金の時価総額で除すことにより算出している。

図1-10の非金融法人企業の資金過不足に、ネット配当を戻入したものを図1-16に示している。米国企業は年対GDP比で2%台のネット配当を支払っているため、これを戻し入れると資金余剰となる。言い換えれば、資金余剰となった分を配当として株主に還元しているということになる。この図1-16にみられる米国企業の資金余剰と配当のバランスが、日本企業においても資金余剰が配当、自己株式取得といった手段を通じていずれ株主に還元されるのではないだろうかという本稿の問題意識の原点となっている。一方、日本企業の配

当純支払は対GDP比で1%弱にとどまっております、これを戻入しても日本企業の資金過不足に大きな変化を与えるわけではない。

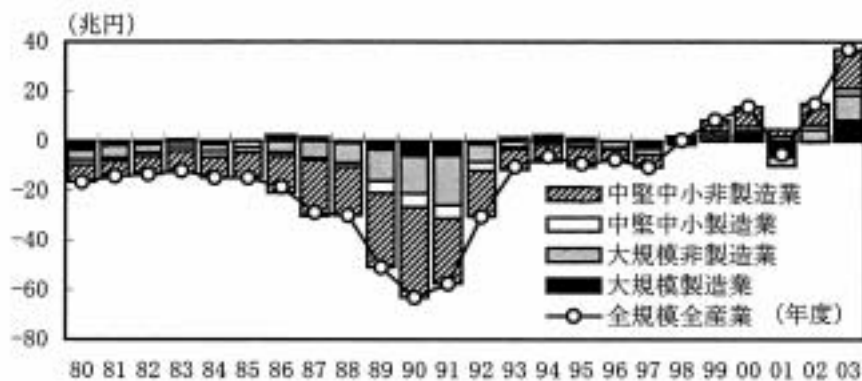
図1-16 非金融法人企業資金過不足
(配当戻入後)



- (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。

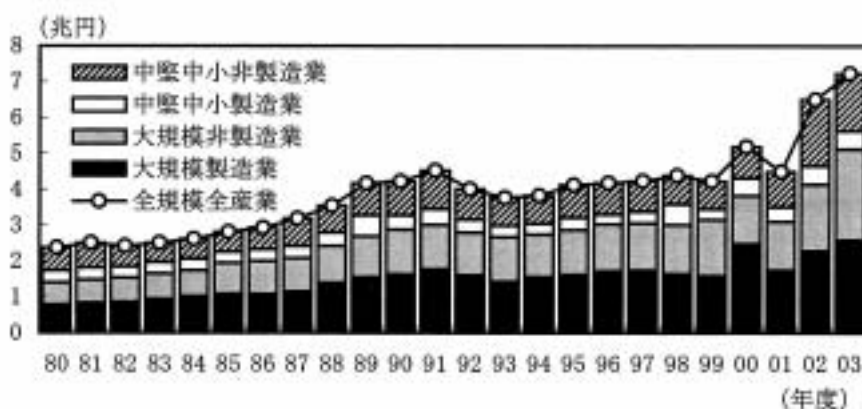
なお、図1-17に日本企業の資金余剰が規模別・業種別にみてどのセクターから発生しているかを示している。法人企業統計年報に計上されている金融資産の増加額から金融負債の増加額を差し引いて算出することにより、資金循環統計の資金過不足をセクター別に分けたものを擬似的に作成している。これによれば、直近2003年度の資金余剰の約5割を中堅中小企業非製造業が生み出していることになる。一方で配当金は、大企業対中堅中小企業が概ね7対3となっており(図1-18)、配当金支払の増加により資金余剰が縮小していくという仮説は大企業について当てはまる可能性が高い。データの制約もあるため、次章以降では、資本金10億円以上の大企業、特に上場企業に焦点を当てて分析を行うこととする。

図1-17 国内企業の資金過不足
(業種・規模別)



(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。

図1-18 国内企業の配当金支払
(業種・規模別)



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
2. 配当金と中間配当金の合計。

5. 配当の帰着について

本編の流れからややそれるが、本節では配当が最終的にどの部門に帰着するかについて確認することにしよう。配当支払の部門別構成を総合的に把握するため、内閣府「国民経済計算年報」を用いることにする。ただし、「国民経済計算年報」において海外部門の配当受取及び配当支払の金額の記載はなく、「準法人企業所得からの引き出し¹²⁾」を加えた「法人企業の分配所得」ベースでは国内各部門に加え海外の数値を確認することができる。部門別の配当と「法人企業の分配所得」の比率を表1-2に示しているが、民間非金融法人企業及び金融機関においては、配当が大部分を占めているので、本節では、「法人企業の分配所得」を配当

¹²⁾ 内閣府「国民経済計算年報」による説明は、「準法人企業の所有者がその所有する準法人企業から引き出す資金のことであり、株式会社の持分権者が受け取る配当金と性質が類似している。具体的には、印刷局特別会計受入金などがある。」

に準じて議論を進める。

表 1 - 2 法人企業の分配所得に占める配当の比率 (2003 年度)

	(%)	
	支払	受取
一国経済	92.7	94.1
民間非金融法人企業	98.7	98.8
金融機関	98.5	99.2
一般政府	—	2.6
公的非金融法人企業	0.0	100.0

(備考) 内閣府「国民経済計算年報」により作成。

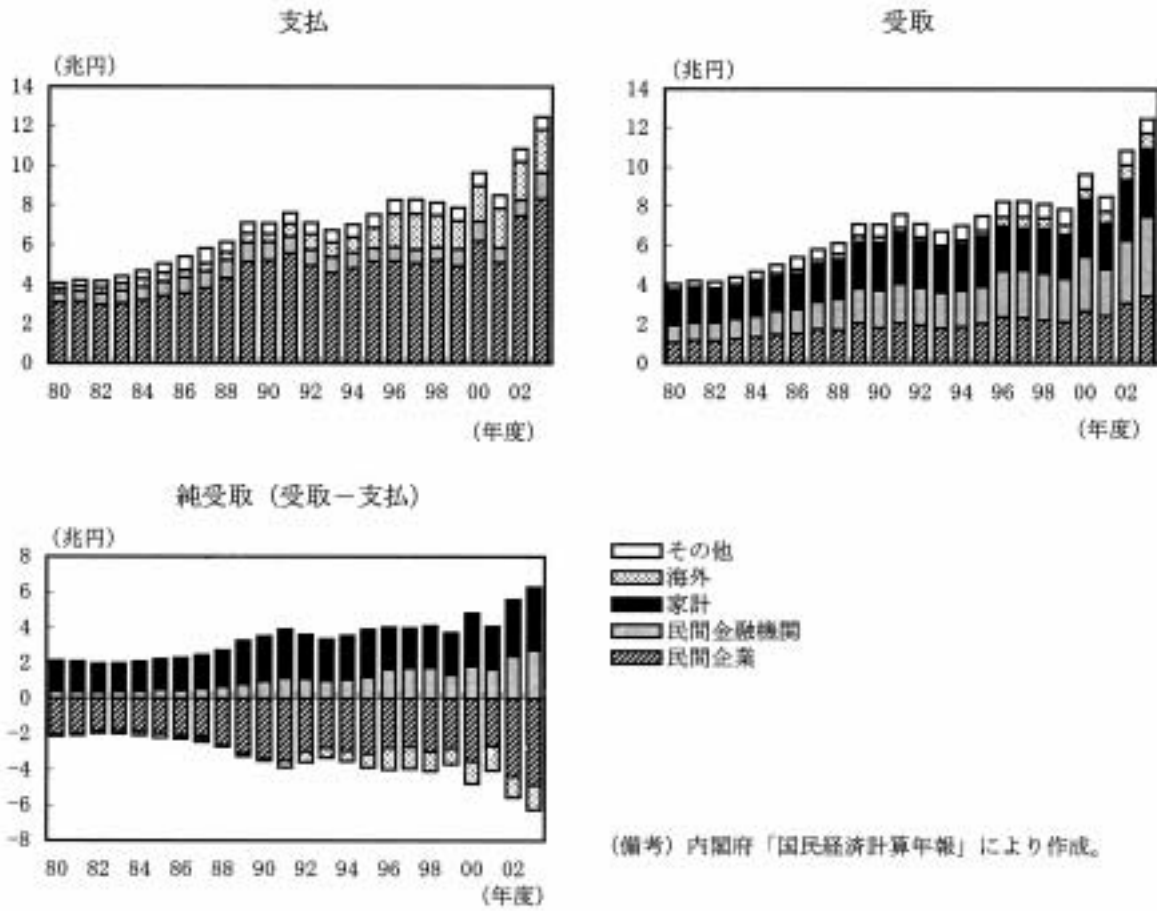
「法人企業の分配所得」の支払 (図 1 - 19) は民間非金融法人企業が大半を占めているほか、民間金融機関と海外部門の割合が大きい。最近では海外純資産の増加もあり、海外部門の「法人企業の分配所得」支払額が大きくなってきている。

一方、「法人企業の分配所得」受取は、民間非金融法人企業、民間金融機関、家計がほぼ三分している。企業間、あるいは企業と金融機関の株式の持ち合いは一時に比べて大きく減少したものの、依然として残っており、企業部門による「法人企業の分配所得」支払の増加が全て企業部門からの資金流出を意味するものではない。

そこで、「法人企業の分配所得」受取から支払を引いた「法人企業の分配所得」純受取を計算してみることにしよう。「法人企業の分配所得」の純受取・純支払を全部門に亘って俯瞰すると、企業と海外が支払った分を家計と金融機関¹³が分け合う構図になっている。直近の 2003 年度で見れば、「法人企業の分配所得」純受取は家計と金融機関で 55% : 45% となる。また、民間非金融法人企業の「法人企業の分配所得」純支払の支払総額に対する比率は約 60% 弱であるから、平均的に計算すれば、企業が支払ったグロスの「法人企業の分配所得」に対して、家計の受取分は約 30% となる。

¹³ 金融機関には保険、投資信託等、最終的に家計の資産に帰属する部門も存在するが、ここでは直接「法人企業の分配所得」を受け取る部門を指している。

図1-19 法人企業の分配所得



第2章 配当行動の分析

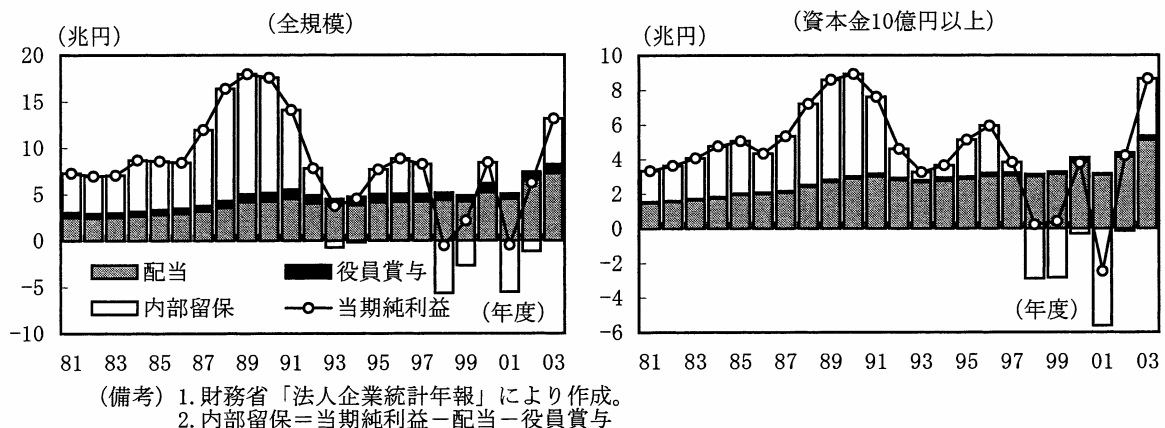
本章では、企業の利益処分（特に配当金）の推移を集計データで概観した後、企業財務データを用いて配当金支払の決定要因について分析を行う。

1. 利益処分と配当

利益と配当の関係をマクロ統計で包括的に捉えるためには、財務省「法人企業統計年報」を用いるか、あるいは（財）日本経済研究所「企業財務データバンク」により上場企業の財務データを集計することになる。

初めに、「法人企業統計年報」により利益処分の推移をみていくことにしよう。図2-1にあるように、当期純利益（＝税引後利益）は、一部が配当金と役員賞与として社外流出し、残りが内部留保として蓄積される。1980年代から趨勢的に配当金額は増加している。1990年度以降は、当期純利益の変動が激しいながらも、配当金額は増加している。また、前掲図1-18にあるように、配当金の7割は、資本金10億円以上の大企業が占めており、増加寄与も大きい。一方、中小企業の利益処分においては、役員賞与の割合が高い。

図2-1 利益処分



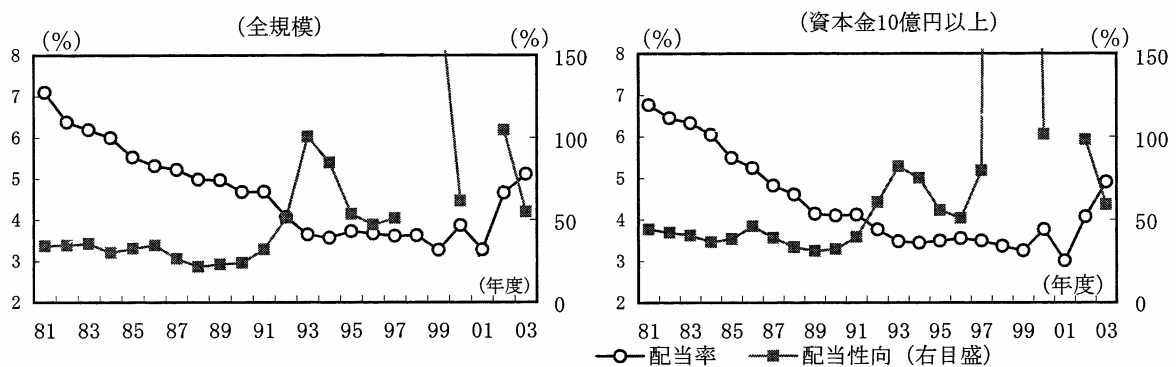
ただし、配当金額の増加自体は、負債に対して相対的に資本金の構成が高まっていることによるのかもしれないし、あるいはGDPや企業の売上高に代表される経済規模の拡大によってもたらされている可能性もある。そこで、以下では資本金規模や経済規模の変動を調整した上での配当の推移を示すものとして、配当の対資本金＋資本準備金比率（以下「配当率」とする。）と、対当期純利益比率（＝配当性向）の2つの指標を追ってみていくことにする。なお配当率は、株主が払い込んだ累積資本金に対する配当金額の比率であり、1株当たり配当金額を集計値ベースで計算したものと考えることができる。

まず配当率をみていくと（図2-2）、1980年代を通じて低下してきたことがわかる。これは1980年代後半の株式の大量発行に比べて配当金の伸びが緩やかであったことが要因で

ある。その後、1990年代は株式発行が低迷したこともあり、比較的安定的に推移していた。なお、2002年度、2003年度には上昇に転じているが、これは2001年の商法改正で認められた会社分割により、持ち株会社傘下に設立された事業会社が持ち株会社へ支払う配当金が新たに発生したことも考えられ、グループ外に資金流出する実態としての配当金が統計の数値ほどに増加しているかどうかの判断に際しては注意が必要である。

配当性向については、1980年代は安定的に推移していたものの、1990年代に入ってから変動が大きくなっている。配当性向は景気後退年に高まり、景気拡大年に低下するというように景気と逆相関が見られることから、企業が、配当性向よりも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。

図2-2 配当の推移



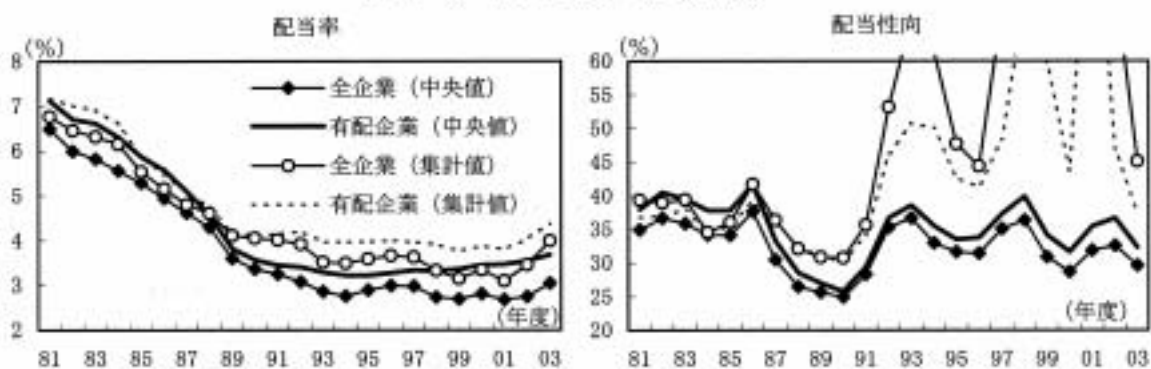
(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
2. 配当性向については、当期純利益がマイナスの年度には算出できない。

次に(財)日本経済研究所「企業財務データバンク」により、上場企業の配当の推移をみていく(図2-3)。上でみた「法人企業統計年報」ベースと同様、配当率と配当性向を示している。また、それぞれ集計値と中央値を並べて掲載しているが、集計値では規模の大きな企業の動きに影響を受けやすくなるので、ここでは中央値の動きを中心に述べる。

配当率は、「法人企業統計年報」ベースでみたのと同様に、1980年代を通じて低下し、1990年代に入ってから安定的に推移している。当該年度に配当を行った「有配企業」のみを集計したものでは、より安定している。無配企業比率を図2-4に示しているが、有配企業、無配企業を含めた全企業の配当率の動向は無配に転落する企業がどの程度発生するかによって左右されてきた。

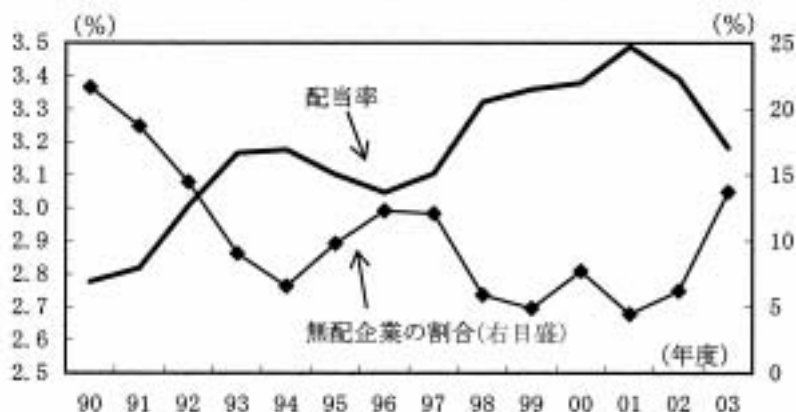
一方、配当性向は、1993年度、1998年度、2002年度といった景気が悪化し企業業績が低迷した年に上昇しており、ここからも振幅の大きい単年度の利益に左右されずに配当を平準化しようとする行動をうかがうことができる。

図2-3 配当の推移（上場企業）



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

図2-4 配当率と無配企業の割合



(備考) (財)日本経済研究所「企業財務データベース」により作成。

2. 配当行動の要因分析

配当金額を集計値でみた場合には以上の通りであるが、これは全企業をあたかも一企業に擬制して捉えていることになり、実態をみる場合には必ずしも適切ではないのかもしれない。それでは個々の企業の配当決定はどのようになされるのだろうか。ここでは、(財)日本経済研究所「企業財務データベース」に収録されている個別企業の財務データを利用して推計を行った。当該データには、新興市場に上場、公開している企業も含め、全上場企業（金融・保険業を除く）の財務データが含まれている。決算期が企業毎にまちまちであるため、例えば2000年4月から2001年3月の間に決算期を迎えた決算については一律2000年度決算とした。推計期間は1981年度から2003年度までの23年間としているが、途中で上場した企業、逆に途中で上場を廃止した企業が存在するため、年度毎に対象企業数が異なる。ここでは、途中で上場した企業、途中で上場を廃止した企業全てを含め非バランスパネルデータとして扱うこととした。

配当について、ここでは配当率、配当性向それぞれを被説明変数として別個に推計を行った。前にも述べたように、配当率は1株当たり配当金に近い概念である。推計期間は前述の通り1981年度から2003年度まで23年間をとっているが、時期を経るごとに配当行動がどのように変化したかを確認するため、推計期間を5～6年に区切った推計も行っている。また、配当は0以下とはならないため、データの分布が最小二乗法の仮定を満たさない。このため、以下では推計方法としてトービット法を用いている。さらに、全企業に影響を及ぼす年度毎のマクロのショックを吸収するために、定数項に年度ダミーを用いている。

配当率を被説明変数とした推計と配当性向を被説明変数とした推計ともに同一の説明変数を使用している。収益力要因として当期純利益／総資産¹⁴、負債要因として（有利子負債－手元流動性）／総資産、設備投資要因として（有形固定資産純増加＋減価償却費）／有形固定資産期首残高を説明変数とした。また、持ち株比率の変化が配当行動に変化をもたらすかどうかを確認するために、海外と個人の持ち株比率を入れている。なお、被説明変数、説明変数ともに、各年度で平均値と標準偏差の3倍の差のあるデータを含むサンプルは、異常値として除外している。

符号条件としては、収益力要因はプラス、負債要因はマイナスが期待される。設備投資要因は、設備投資資金として、外部調達よりもエージェンシーコスト分低コストとなるはずの内部資金を優先的に利用することで、その配当を抑えることになることから、マイナスとなることが期待される。

推計結果を、配当率と配当性向に分けてみていこう（表2－1、表2－2）。まず配当率だが、全ての推計期間において収益力要因はプラス、負債要因はマイナスと想定通りの結果となっている。また、設備投資要因は全期間、1992～1997年度及び1999～2003年度でプラスとなっており、設備投資を活発に行う企業ほど配当を多く支払っていることになる。エージェンシー仮説とは反する結果となっているが、これは当該関数で使用した設備投資要因が、企業の成長性の代理変数となっていることによるものなのかもしれない。

一方、配当性向を被説明変数として行った推計については、収益力要因がマイナスとなっている。これはすなわち、利益水準が低迷する時期に配当性向が高くなること、配当水準の平準化を図っていることを示している。負債要因は配当率の推計結果と同様、マイナスとなっている。

¹⁴ 売上高比率に比べて業種特性が低いいため、ここでは総資産比を用いている。

表 2-1 被説明変数：配当金（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）				
		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。

表 2-2 被説明変数：配当性向（配当金／当期純利益）

推計方法：トービット法

説明変数		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	-5.781 ***	-6.106 ***	-5.554 ***	-7.530 ***	-4.626 ***
負債要因	（有利子負債－手元流動性）/総資産	-0.212 ***	-0.189 ***	-0.100 ***	-0.146 ***	-0.206 ***
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	0.010	0.015	-0.043 ***	-0.014	0.031 *
持ち株比率	海外	0.030 *	-0.031	0.023	0.122 ***	0.099 ***
	個人	0.007	0.161 ***	0.061 ***	-0.055 ***	-0.028 *
対象企業数		3,785	1,685	2,301	2,939	3,482
データ数		41,826	6,771	10,567	11,865	12,623

（備考）表 2-1 と同じ。

さらに連結決算データを用いて同様の推計を行った。ここでは、個別決算と異なり、子会社の範囲拡大等により年度をまたいで各企業の決算数字に断層が生じる可能性が高いことから、年度が異なる場合には同一企業であっても別の企業として扱った。すなわち、パネルではなく、プールデータとして推計を行った。また、親会社、子会社ともに上場している場合には、同一企業グループをダブルカウントすることになるため、親会社が上場している企業については、推計データから除外している。

配当金／総資産を被説明変数として、有形固定資産の取得による支出（設備投資要因）、営業キャッシュフロー（収益力要因）、純有利子負債（負債要因）をいずれも総資産で除して

説明変数としている。定数項に年度ダミーを入れているほか、年度毎の変化をみるために各説明変数に年度ダミーを乗じている。

推計結果を表2-3に示しているが、概ね前に述べた個別決算の配当／（資本金＋資本準備金）に関する推計と同様、設備投資要因と収益力要因がプラスで有意、負債要因がマイナスで有意となっている。

表2-3 連結キャッシュフロー計算表による推計

被説明変数：配当金支払／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	0.030 ***	0.018 ***	0.021 ***	0.018 ***	0.020 ***
営業CF／総資産	0.016 ***	0.001	0.001	0.002 **	0.003 ***
純有利子負債／総資産	-0.003 ***	-0.005 ***	-0.005 ***	-0.006 ***	-0.006 ***

(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、**は5%有意。

以上の個別決算データ、連結決算データ両方を用いて行った分析により企業の配当行動を概観すると、配当金額の決定については、収益力、負債・手元流動性状況に左右されながらも、全体としては安定的に推移している。今後、企業全体の収益力の底上げが図られ、負債の圧縮と手元流動性の積み増しがなされた場合には、緩やかに増加していくことが考えられる。ただし、係数はあまり大きくなく、全体の配当額に大きな影響を与え得るためには、係数が大きく変化していくことが必要になる。

なお、配当金と設備投資との代替関係については、予想とは逆の符号で有意となっており、資金使途としての設備投資との代替関係、あるいは優先順位は明らかになっていない。

第3章 自己株式取得と自己株式消却の動向

前章の配当行動の分析に引き続き、本章では、株主還元のもう一つの形態である自己株式取得または自己株式消却についてみていくことにしよう。

1. 規制緩和の進展と自己株式取得の増加

自己株式取得はこの2～3年急増しているが、商法の数回にわたる改正により、条件が順次緩和されてきたという制度的な要因に依るところが大きい。自己株式取得に関連する商法改正の大まかな流れを追うと（表3-1）、まず1994年に株式の償却を利益準備金によって行うための取得が認められ、合わせて持ち株会等使用人譲渡のための取得が認められた。その後、1997年にはストックオプション権利行使のための取得と、最長10年までの保有が認められた。最も大きな改正は2001年の改正であり、目的を定めない取得及び継続保有が認められた。いわゆる「金庫株解禁」である。また、定款に定めてあれば取締役会決議のみでの自己株式消却が可能となった。2003年には定款に定めてあれば自己株式取得も可能となった。ここで、自己株式の取得から消却までを取締役会決議のみで機動的に行い得る環境が整ったのである。

表3-1 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

そもそも金庫株解禁にあたっては、企業組織再編、株価対策¹⁵、企業防衛策等のツールとして、企業側からの要望も強かったのだが、ここでは実際に、足元の自己株式取得と処分の動向がどのようになっているかみていくことにしよう。表3-2は東京証券取引所の資料により、自己株式の取得と処分の金額をみたものである。当該統計については、2003年6月からの公表となっているため、2003年6月から2005年4月までの集計値を示している。自己株式取得の5兆6,620億円に対して、自己株式処分は2兆3,473億円に留まっている。つまり取得したうちの大部分を自己株式として企業が自ら保有していることになる。なお、処分されたうちの約7割にあたる部分が消却され、約1割が新株発行に準ずる手続に従って市場に売却され、約2割が株式交換等に使用されている。

¹⁵ 自己株式消却に関連するイベント・スタディに基づいた分析に、広瀬他（2005）がある。

表 3 - 2 自己株式の取得と処分

(億円)

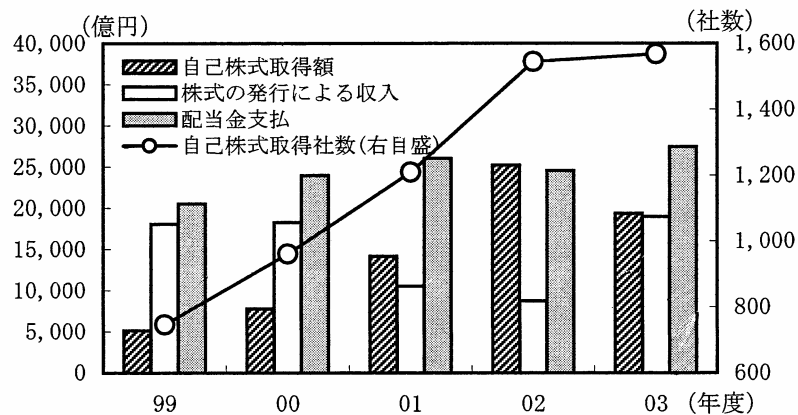
	金額	対処分額	対取得額
自己株式取得	56,620	—	100.0%
自己株式処分	23,473	100.0%	41.5%
新株発行に 準ずる	2,779	11.8%	4.9%
株式交換等	4,485	19.1%	7.9%
消却処分	16,209	69.1%	28.6%

(備考) 1. 東証資料により作成。

2. 2003年6月から2005年4月までの累計。

自己株式取得額が株式による資金調達額や配当金と比較してどの程度の規模に上っているのか、上場企業の連結キャッシュフロー計算書によっても確認できる。2000年度から全ての上場企業に作成が義務付けられており、前年の1999年度からのデータが利用可能となっている。ただし、これは表3-2と異なり金融・保険業を含まないほか、上場企業の子会社の株式を含むことになる。このため、図3-1の作成の際には、二重計算を避けるため、親会社も上場企業にあたる企業については集計から除外している。また、自己株式取得社数とは、連結キャッシュフロー計算書上の「自己株式取得に伴う支出」に計上されている企業数を示している。「金庫株」が認められた2001年度から2002年度にかけて、自己株式取得を行う企業は急増した。また自己株式取得額は、2002年度、2003年度に株式の発行による収入額を上回っており、配当金支払額に迫る金額となっている。

図 3 - 1 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。

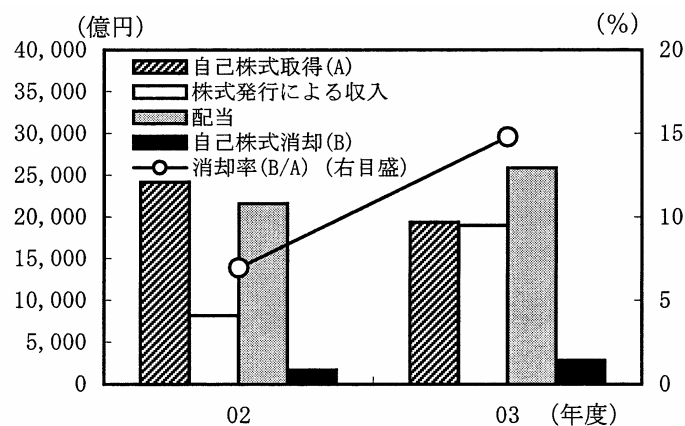
2. 各年度中に連結決算を提出した企業の数値を合算しているため、対象企業数は年度ごとに異なる。

3. 親会社为上場している企業は控除している。

自己株式消却額については、上場企業の連結剰余金計算書によって確認することもできる。

親会社・子会社とも上場している場合のダブルカウントの問題、金融・保険を含まない点は連結キャッシュフロー計算書の場合と同様であるが、ただし、開示がなされたのがこちらは2002年度からであり、連結決算を作成している全ての企業について開示されているわけではない点、留意を要する。図3-2は連結キャッシュフロー計算書及び連結剰余金計算書に基づく自己株式取得と自己株式消却のバランスを示したものである。これによれば取得した自己株式のうち、消却を行ったのが金額ベースで2002年度が6.1%、2003年度は14.0%に留まっている。

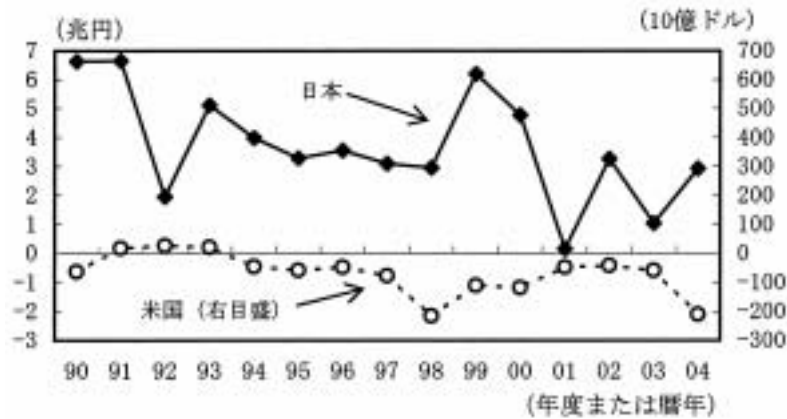
図3-2 自己株式取得と消却
(連結キャッシュフロー計算書及び連結剰余金計算書より)



- (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. 各年度中に連結剰余金計算書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。また、図3-1とも数値が異なる。
 3. 親会社が上場している企業は控除している。

さらに、資金循環統計を用いれば、株式を介した資金の流れ、すなわち株式発行による収入と自己株式取得による支出のバランスについて、国際比較を行うことも可能である。図3-3は日米の資金循環統計から企業の株式による資金調達の純増額(株式発行による収入-自己株式取得)をみたものである。米国では1994年以降マイナス、すなわち自己株式取得が株式発行による収入を上回る状態が続いており、株式発行と比較した場合の自己株式取得の大きさをみてとることができよう。日本でも、足元では株式発行の低迷と、一方で自己株式取得の増加が相まって0近傍にまで低下してきている。

図3-3 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。

2. 自己株式取得の決定要因

本節では、自己株式取得額を決定する要因を確認するため、推計を行った。自己株式取得に伴う支出額を総資産で除したものを被説明変数とし、設備投資要因、収益力要因、負債要因の影響をみるため、前章での配当に関する連結キャッシュフロー計算書を用いた推計と同様の説明変数を入れて推計を行った。推計結果を表3-3に示している。設備投資要因は、いずれの年も有意とはなっていない。収益要因については、金庫株解禁後の2002年度と2003年度がプラスで有意となっている。負債要因についてはいずれの年もマイナスで有意となっている。また、収益要因、負債要因ともに係数は配当を被説明変数とした推計とほぼ同程度の大きさとなっている。以上から、収益力が高く、負債が少なく、手元流動性が厚いほど多額の自己株式取得を行う傾向にあることが示されたが、設備投資との間での用途の選択は、不明である。

表3-3 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。

なお、この推計に当たって用いた説明変数はあくまでも自己株式取得額であり、自己株式消却額ではない。このため、自己株式取得額を株主還元として配当金額と同列に扱うことには若干の問題があるが、推計により算出した係数の大きさが配当に関する推計とほぼ同じ大きさとなっていることから、資金使途としての位置付けは同程度に高まっているといえよう。

3. 自己株式消却の決定要因

自己株式消却の決定要因についても推計を行った。自己株式消却額を総資産で除したものを被説明変数とし、前節の自己株式取得に関する推計と同様の説明変数で推計を行ったが(推計結果は表3-4)、説明変数はいずれも有意となっていない。自己株式消却を行っている企業が少ないため、消却額の大きな企業の影響を強く受けている可能性が高い。そこで次に、自己株式消却を行った企業を1、行っていない企業を0とした変数を被説明変数とするプロビット推計を行った。説明変数については前に行ったトービット推計と同様のものを使用する。推計結果を、トービット推計の結果と同様表3-4に示している。自己株式に関する推計と同様、負債要因は想定通りの符号で有意となっており、一方で設備投資要因は想定とは逆にプラスで有意となっている。収益力要因は、想定通り符号はプラスだが、有意となっていない。

表3-4 自己株式消却に関する推計結果

被説明変数 説明変数	トービット法	プロビット法
	自己株式消却/総資産 係数	自己株式消却を行った企業：1 行っていない企業：0 符号
有形固定資産の取得による支出/総資産	-0.03	+ ***
営業CF/総資産	-0.20 ***	+
純有利子負債/総資産	0.06 ***	- ***

(備考) 1. (財)日本経済研究所「企業財務データベース」により作成。

2. 定数項には年度ダミーを置いている。

3. ***は1%有意。

自己株式取得については、規制緩和が進む中、持ち合い放出で売りに出された株式の受け皿となり進んできた。ここに来て持ち合い放出の受け皿としての役割は一段落しつつあり、取得後保有されたままになっている自己株式をどのように処分するかが問われているのが現状である。しかし、1株当たりの安定配当、または「拋出した資本金に対する利払い」という暗黙の制約が存在する配当金支払と異なり、自己株式取得はその増減が経営責任等と直結することなく、比較的機動的に行えることから、今後も手元流動性が比較的豊富ながら投資先に悩む企業にとり、有力な資金使途として位置付けられることになろう。

第4章 負債圧縮に代わる資金使途—意識調査を用いた分析—

本章では、企業が有利子負債圧縮をどこまで進めていくつもりなのか、そして有利子負債が適正水準達成後に負債圧縮に代わる資金使途として企業が何を考えているのか、そもそも資金使途の優先順位をどのように付けているのかを確認するために、日本政策投資銀行が2004年11月に行った「設備投資行動等に関する意識調査¹⁶」（以下「意識調査」と記す。）と上場企業の財務データ（2003年4月～2004年3月に決算期を迎えた決算データ）を用いて分析を行うことにする。

1. 企業が健全と考える自己資本比率

表4-1では、「意識調査」のQ16「健全な財務体質として貴社が考えている自己資本比率は」という質問に対する回答をまとめている。ここで、①20%未満を15%、②20%台を25%、③30%台を35%、④40%台を45%、⑤50%台を55%、⑥60%超を65%として加重平均をとると、回答企業の健全な財務体質と考える自己資本比率の平均を大まかに計算することができる。業種ごとにばらつきはあるが、製造業が46.9%（上場企業は48.8%）、非製造業が43.5%（同43.9%）と製造業がやや高めになっている。

また、上場企業については、回答データを決算データに基づく2003年度の実績と比較することができる。2003年度実績の自己資本比率を健全と考える自己資本比率と比較すると、5～6%ポイント程度の開きがあることになる。さらに、健全な財務体質を達成している企業の比率（達成率）を計算することもできる。これによれば、全産業で50.4%、製造業で52.9%、非製造業で47.2%となっている。約半数の企業が現状よりも自己資本比率を高めたいと考えていることになる。これは企業の経営者または従業員にとって「健全と考える」財務体質であり、株主にとって健全と考える水準とは異なる可能性があるので注意が必要であるが、経営者の発言力の大きい企業では、しばらくは負債圧縮圧力が残存する可能性を示している。

¹⁶ 有効回答企業数1,866社。調査結果全体については、増田（2005）参照のこと。

表4-1 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 回答の業種別構成比 (%)							自己資本比率 (%)			回答・ 上場企 業の達 成率 (%)
	①20% 未満	②20% 台	③30% 台	④40% 台	⑤50% 台	⑥60% 超	⑦特に定 めていない	回答 全企業	回答・上場企業		
								回答平均	回答 平均	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、①を15%、②を25%、③を35%、④を45%、⑤を55%、⑥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、②～⑥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。

2. 負債圧縮に代わる資金使途について

表4-2は、「意識調査」のQ15「有利子負債が概ね適正水準に達した場合、それまで負債圧縮に向けていた資金をどこに振り向けますか(既に達成している企業の場合には現在の状況を選択してください)」に対する回答を回答企業全体のほか、上場企業のみを取り出し、2003年度の決算データを用いて、実質無借金企業¹⁷、健全と考える自己資本比率を既に達成している企業、無配当企業に分類集計したものである。

①国内設備投資の増加②海外投資の増加③国内M&Aを「投資」、⑤金融資産の増加⑥一層の有利子負債圧縮を「財務の自由度確保」とひとまとめにして定義すれば、「投資」「④株主還元」「財務の自由度確保」の3つの構成は分類によっても大きく変化はしない。企業は、資金の使途としては拡大投資を第一に考えるようだ。

株主還元に関して差異を挙げるとすれば、次の2点が挙げられる。

(1) 回答企業よりも上場企業の方が株主還元の比率が高い

上場企業は非上場企業以上に株式市場、特に株価の動向に注意する必要があるので自然な結果である。

¹⁷ ここでは、有利子負債から現預金+流動資産計上の有価証券を差し引いた「純有利子負債」が0以下の企業と定義している。

(2) 無配当企業ほど株主還元の高い

これは積極的な意図ではなく、業績が悪化して無配となっている企業が、復配を望んでいることを示している。

表4-2 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

(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
① 国内設備投資の増加	37.0	34.9	27.9	34.4	34.9
② 海外投資の増加	8.1	12.7	14.2	17.0	5.4
③ 国内M&A	3.2	5.0	8.1	6.6	3.9
「投資」	48.3	52.6	50.3	58.1	44.2
④ 配当増、自社株買い等 の株主還元	11.5	15.9	18.3	14.1	25.6
⑤ 金融資産の増加	7.5	5.9	17.8	8.7	1.6
⑥ 一層の有利子負債圧縮	26.7	18.8	7.1	14.1	24.8
「財務の自由度確保」	34.2	24.7	24.9	22.8	26.4
⑦ 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。

また、どのような企業が株主還元を重視しているのか、推計による確認も行った。具体的には表4-3の回答で、④配当増、自社株買い等の株主還元と回答した企業を1、その他の回答をした企業を0としたものを被説明変数としてプロビット推計を行った。説明変数には現状の配当水準、設備投資要因、収益力要因、負債要因を入れている。これらの説明変数は2003年度の個別企業決算の実績値である。表4-3の推計結果によれば、現状の配当水準が低く、負債額が少なく、手元流動性が厚いほど「④株主還元」と回答する確率が高くなっていることを示している。無配企業の復配意欲が根強いことをこの推計は示しているが、一方で負債が小さく手元流動性が厚い企業ほど株主還元を重視する傾向にあることを示している。

表4-3 どのような企業が株主還元を考えているか

被説明変数：「④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

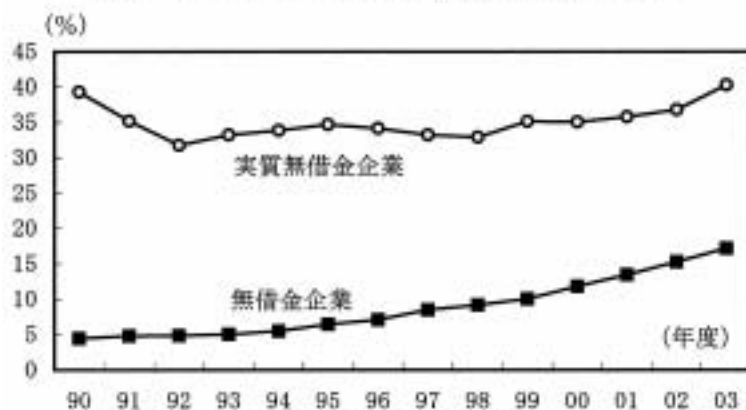
説明変数	符号	有意水準
配当金／（資本金＋資本準備金）	-	1%有意
有形固定資産増加／期首残高	+	
純利益／総資産	-	10%有意
純有利子負債／総資産	-	1%有意

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「企業財務データバンク」により作成。

2003年度の決算データによれば、上場企業のうち実質無借金企業が4割強、無借金企業が2割弱に達している（図4-1）。現状の設備投資をキャッシュフローの範囲内に留める行動がしばらく続けば、財務上の制約が希薄なこうした企業の比率はさらに高まっていくことが考えられる。実質無借金企業の回答構成をみると、投資は合計で50.2%、株主還元が15.9%、財務の自由度確保が24.7%となっている。実質無借金とはいえ無条件に投資に向かうのではなく、自社の提供する財・サービスへの需要見通しの違いが回答結果の違いとして現れていると考えられる。

図4-1 上場企業に占める無借金企業の割合



（備考）（財）日本経済研究所「企業財務データバンク」により作成。

「意識調査」及び「企業財務データ」に基づく本章の分析をまとめると、企業は資金使途として国内設備投資を中心とした投資を第一に考えている。しかし、投資採算に乗る投資が当面ない等の結果、負債の削減や金融資産の積み上がりが進み企業の財務自由度が増した場合には、株主還元が高まる可能性が高い。一方、現状で配当を十分に支払っていない企業で増配意欲が根強く、こうした企業の業績の改善が進み復配または増配の実施が進めば、全体として株主還元が増加することになる。

おわりに

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で、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。こうした動きに加えて、海外部門の持ち株比率が高まることを通じて徐々に株主還元が増えるものと思われる。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。ただし、本稿においては配当と自己株式取得のどちらを選択するかについての分析は行っておらず、今後の課題として残されている。

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、企業の買収・合併が海外企業を巻き込んだ形でこれまで以上に活発化することが予想される。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。

1990年代の景気低迷期、とりわけ金融環境が極端に悪化した1990年代後半以降は、倒産リスクを排除するという意味において、経営者にとっては配当を抑えて内部留保を蓄積することが優先されたわけだが、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。

参考文献

- 上野陽一・馬場直彦（2005）「我が国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.05-J-6
- 原田泰・日野直道（2002）「労働と資本の分配、利益処分」財務省財務総合政策研究所フィナンシャルレビュー
- 広瀬純夫・柳川範之・齊藤誠（2005）「企業内キャッシュフローと企業価値」『経済研究』Vol156、No.1、一橋大学
- 増田真男（2005）「企業の設備投資行動とイノベーション創出に向けた取り組み」『調査』第76号、日本政策投資銀行
- 宮永徑（2002）「労働分配率と賃金・雇用調整」『調査』第34号、日本政策投資銀行
- 内閣府（2005）「企業行動に関するアンケート調査」

『調査』既刊目録

— 最近刊の索引 —

- 86 (2005. 9) 企業の資金余剰と用途の変化
- 85 (2005. 9) 設備投資計画調査報告 (2005年6月)
- 84 (2005. 7) わが国企業の知的財産有効活用に向けて
- 83 (2005. 5) 燃料電池の現状と普及に向けた課題
- 82 (2005. 3) RFID(ICタグ)の本格的な普及に向けて
- 81 (2005. 3) 研究開発の循環性、収益性の検討
- 80 (2005. 3) 防災マネジメントによる企業価値向上に向けて
- 79 (2005. 3) 進展するITS (高度道路交通システム) の現状と将来展望
- 78 (2005. 3) 技術寿命の短期化と財務構造へ与える影響
- 77 (2005. 2) 最近の経済動向
- 76 (2005. 2) 企業の設備投資行動とイノベーション創出に向けた取り組み
- 75 (2005. 1) 水循環の高度化に関する技術動向と展望
- 74 (2005. 1) 日本企業の設備効率向上に向けた取り組みと課題
- 73 (2005. 1) 設備投資計画調査報告(2004年11月)
- 72 (2004.12) 最近の経済動向
- 71 (2004.12) 人的資本の蓄積と生産性の変化
- 70 (2004.10) 中国国内物流の現状
- 69 (2004. 9) 循環型社会における塩化ビニル樹脂の可能性
- 68 (2004. 9) 設備投資計画調査報告(2004年6月)
- 67 (2004. 8) 日本のイノベーション能力と新技術事業化の方策
- 66 (2004. 7) 最近の経済動向
- 65 (2004. 6) 企業の資金調達動向
- 64 (2004. 4) LCA (ライフ・サイクル・アセスメント) による温暖化対策の改善
- 63 (2004. 4) 90年代以降の企業の研究開発動向
- 62 (2004. 4) デフレ下の資本財価格低下と設備投資への影響
- 61 (2004. 4) 都市環境改善の視点から見た建築物緑化の展望
- 60 (2004. 3) コスト面からみた資本、労働の動き
- 59 (2003.12) 最近の経済動向
- 58 (2003.10) 設備投資計画調査報告(2003年8月)
- 57 (2003. 9) 中国による対日直接投資と中国人留学生による日本での起業

— 分野別の索引 —

〔設備投資アンケート〕

◇設備投資計画調査

- | | |
|----------------------------|--------------|
| • 2004・05・06年度 (2005年6月) | 85 (2005. 9) |
| • 2004・2005年度 (2004年11月) | 73 (2005. 1) |
| • 2003・04・05年度 (2004年6月) | 68 (2004. 9) |
| • 2002・03・04年度 (2003年8月) | 58 (2003.10) |
| • 2002・2003年度 (2003年2月) | 51 (2003. 3) |
| • 設備投資計画調査統計集(1990年度以降) | 50 (2003. 1) |
| • 2001・02・03年度 (2002年8月) | 45 (2002.10) |
| • 2001・2002年度 (2002年2月) | 37 (2002. 3) |
| • 2000・01・02年度 (2001年8月) | 28 (2001.10) |
| • 2000・2001年度 (2001年2月) | 21 (2001. 3) |
| • 1999・2000・01年度 (2000年8月) | 15 (2000.10) |
| • 1999・2000年度 (2000年2月) | 7 (2000. 3) |
| • 1998・99・2000年度 (1999年8月) | 2 (1999.10) |

〔経済・経営〕

◇最近の経済動向

- | | |
|-----------------------------------|--------------|
| • 景気の踊り場にある日本経済 | 77 (2005. 2) |
| • 我が国産業構造の中期見通し | 72 (2004.12) |
| • 国際商品市況の上昇が企業の投入・
産出行動に与える影響 | 66 (2004. 7) |
| • 資金循環と金融を中心とする日本経
済の中期シナリオの検討 | 59 (2003.12) |
| • 日本経済の持続可能性に向けた中期
シナリオの検討 | 49 (2002.12) |
| • グローバル化と日本経済 | 38 (2002. 7) |
| • デフレ下の日本経済と変化への兆し | 31 (2001.12) |
| • デフレ下の日本経済 | 26 (2001. 7) |
| • 今次景気回復の弱さとその背景 | 19 (2001. 3) |
| • IT から見た日本経済 | 12 (2000. 8) |
| • 90年代を振り返って | 4 (2000. 1) |

* 当行の Web ページ (<http://www.dbj.go.jp/report/>) では、『調査』発刊開始(1973年)以来の全目録を掲載しており、2001年4月発行の第26号以降については全文をご覧頂くことができます。

* 『調査』入手のご希望については、調査部総務班 (Tel: 03-3244-1840 e-mail: report@dbj.go.jp) までお問い合わせ下さい。

◇日本経済一般

- ・人的資本の蓄積と生産性の変化 71 (2004.12)
- ・コスト面からみた資本、労働の動き 60 (2004. 3)
- ・日本企業の生産性と技術進歩 44 (2002. 8)

◇金融・財政

- ・企業の資金余剰と使途の変化 86 (2005. 9)
- ・企業の資金調達動向 65 (2004. 6)
 - 銀行借入と代替的な資金調達手段について—
- ・邦銀の投融资動向と経済への影響 41 (2002. 8)
- ・社会的責任投資 (SRI) の動向 40 (2002. 7)
 - 新たな局面を迎える企業の社会的責任—
- ・近年の企業金融の動向について 35 (2002. 3)
 - 資金過不足と返済負担—

◇設備投資・企業経営

- ・企業の設備投資行動とイノベーション創出に向けた取り組み 76 (2005. 2)
 - 設備投資行動等に関する意識調査結果 (2004年11月実施)—
- ・日本企業の設備効率向上に向けた取り組みと課題 74 (2005. 1)
 - 意識調査と財務データからみた特徴—
- ・デフレ下の資本財価格低下と設備投資への影響 62 (2004. 4)
 - 財別・産業別価格データによる計測—
- ・設備投資・雇用変動のミクロ的構造 43 (2002. 8)
- ・ROAの長期低下傾向とそのミクロ的構造 30 (2001.12)
 - 企業間格差と経営戦略—

◇消費・貯蓄・雇用

- ・将来不安と世代別消費行動 46 (2002.10)
- ・労働分配率と賃金・雇用調整 34 (2002. 3)
- ・家計の資産運用の安全志向について 16 (2000.10)
- ・企業の雇用創出と雇用喪失 6 (2000. 3)
 - 企業データに基づく実証分析—
- ・消費の不安定化とバブル崩壊後の消費環境 1 (1999.10)
- ・人口・世帯構造変化が消費・貯蓄に与える影響 248 (1998. 8)
- ・資産価格の変動が家計・企業行動に与える影響の日米比較 244 (1998. 7)
- ・近年における失業構造の特徴とその背景 240 (1998. 4)
 - 労働力フローの分析を中心に—

◇貿易・直接投資

- ・変貌するわが国貿易構造とその影響について 29 (2001.11)
 - 情報技術関連(IT)財貿易を中心に—

◇海外経済

- ・中国による対日直接投資と中国人留学生による日本での起業 57 (2003. 9)
 - 中国経済の活力を日本に取りこむために—
- ・中国の経済発展と外資系企業の役割 47 (2002.11)
- ・米国の景気拡大と貯蓄投資バランス 8 (2000. 4)
- ・米国経済の変貌 255 (1999. 5)
 - 設備投資を中心に—
- ・アジアの経済危機と日本経済 253 (1999. 3)
 - 貿易への影響を中心に—

〔産業・技術・環境〕

◇最近の産業動向

- ・わが国企業の知的財産有効活用に向けて 84 (2005. 7)
 - 企業内の非中核技術と環境技術の活用を中心に—
- ・主要産業の生産は、素材、資本財産業を中心に減少へ 27 (2001. 7)
- ・内需の回復続き、多くの業種で生産増加 13 (2000. 8)
- ・輸出はアジア向けで堅調、内需は回復に力強さがみられず 5 (2000. 1)
- ・全般的に緩やかな回復の兆し 260 (1999. 8)

◇技術開発・新規事業

- ・燃料電池の現状と普及に向けた課題 83 (2005. 5)
- ・研究開発の循環性、収益性の検討 81 (2005. 3)
 - 設備投資との比較を中心に—
- ・技術寿命の短期化と財務構造へ与える影響 78 (2005. 3)
- ・日本のイノベーション能力と新技術事業化の方策 67 (2004. 8)
 - カーブアウト等による新産業創造—
- ・90年代以降の企業の研究開発動向 63 (2004. 4)
- ・製造業における技能伝承問題に関する現状と課題 261 (1999. 9)
- ・最近のわが国企業の研究開発動向 247 (1998. 8)
 - 技術融合—
- ・わが国企業の新事業展開の課題 243 (1998. 7)
 - 技術資産の活用による経済活性化への提言—

◇環境・防災

- ・防災マネジメントによる企業価値向上に向けて 80 (2005. 3)
—防災 SRI(社会的責任投資)の可能性—
- ・水循環の高度化に関する技術動向と展望 75 (2005. 1)
—水処理ビジネスの新たな展開—
- ・LCA (ライフ・サイクル・アセスメント) 64 (2004. 4)
による温暖化対策の改善
- ・都市環境改善の視点から見た建築物緑化の展望 61 (2004. 4)
—屋上緑化等の技術とコストを中心に—
- ・素材型産業を核とした資源循環クラスターの展開 55 (2003. 7)
—リサイクルビジネスの高度化に向けて—
- ・企業の温暖化対策促進に向けて 53 (2003. 5)
- ・食品リサイクルとバイオマス 48 (2002.12)
- ・使用済み自動車リサイクルを巡る展望と課題 36 (2002. 3)
- ・都市再生と資源リサイクル 33 (2002. 2)
—資源循環型社会の形成に向けて—
- ・環境情報行政と IT の活用 32 (2002. 1)
—環境行政のパラダイムシフトに向けて—
- ・家電リサイクルシステム導入の影響と今後 20 (2001. 3)
—リサイクルインフラの活用に向けて—
- ・わが国環境修復産業の現状と課題 3 (1999.10)
—地下環境修復に係る技術と市場—

◇化学・バイオ

- ・循環型社会における塩化ビニル樹脂の可能性 69 (2004. 9)
—建材用途拡大と使用後処理の多様化—
- ・資源循環型社会で注目される生分解性プラスチック 56 (2003. 9)
—“バイオマス由来”の特性で広がる用途展開—
- ・わが国化学産業の現状と将来への課題 14 (2000. 9)
—企業戦略と研究開発の連繋—

◇自動車・電機・電子・機械

- ・進展するITS(高度道路交通システム)の現状と将来展望 79 (2005. 3)
- ・わが国電気機械産業の課題と展望 42 (2002. 8)
—総合電気機械メーカーの事業再編と将来展望—
- ・わが国半導体製造装置産業のさらなる発展に向けた課題 23 (2001. 3)
—内外装置メーカーの競争力比較から—
- ・労働安全対策を巡る環境変化と機械産業 10 (2000. 6)
- ・わが国自動車・部品産業をめぐる国際的再編の動向

- ・わが国半導体産業における企業戦略 259 (1999. 8)
—アジア諸国の動向からの考察—
- ・わが国機械産業の更なる発展に向けて 257 (1999. 5)
—工作機械産業の技術シーズからみた将来展望—

◇エネルギー・新エネルギー

- ・分散型電源におけるマイクロガスタービン 24 (2001. 3)
—その現状と課題—

◇運輸・流通

- ・中国国内物流の現状 70 (2004.10)
—進出日系企業の視点から—
- ・地方民鉄の現状 52 (2003. 4)
—輸送密度の相関分析—
- ・物流の新しい動きと今後の課題 25 (2001. 3)
—3PL(サードパーティ・ロジスティクス)からの示唆—
- ・消費の需要動向と供給構造 18 (2000.12)
—小売業の供給行動を中心に—

◇情報・通信・ソフトウェア

- ・RFID(IC タグ)の本格的な普及に向けて 82 (2005. 3)
- ・ブロードバンド時代のデジタルコンテンツ・ビジネス 54 (2003. 6)
—映像コンテンツ流通を中心に—
- ・ケーブルテレビの現状と課題 22 (2001. 3)
—ブロードバンド時代の位置づけについて—
- ・エレクトロニック・コマース (EC) の 246 (1998. 8)
産業へのインパクトと課題

◇医療・福祉・教育・労働

- ・少子高齢化時代の若年層の人材育成 39 (2002. 7)
—企業外における職業教育機能の充実に向け—
- ・労働市場における中高年活性化に向けて 11 (2000. 6)
—求められる再教育機能の充実—
- ・高齢社会の介護サービス 249 (1998. 8)

本号の内容についてのお問い合わせは、執筆担当者までお願い致します。

なお、当行の Web ページ (<http://www.dbj.go.jp/report/>) では『調査』に関する読者アンケートのフォームを掲載しております。今後の『調査』刊行に際して参考とさせていただきたく、皆様のご感想やご意見などお聞かせ願えれば幸いです。

ISSN 1345 - 1308

2005年9月2日

調 査 第 86 号

編 集 日 本 政 策 投 資 銀 行
調 査 部 長 渡 部 速 夫

発 行 日 本 政 策 投 資 銀 行
〒 100 - 0004
東 京 都 千 代 田 区 大 手 町 1 丁 目 9 番 1 号
電 話 (03) 3244 - 1840
(調 査 部 総 務 班 直 通 問 い 合 せ 先)
e-mail : report@dbj.go.jp
ホ ー ム ペ ー ジ <http://www.dbj.go.jp>

(印 刷 O T P)