

# 上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動<sup>(注1)</sup>

—— 慎重な中にみられる積極化へ向けた動き ——

2005 年 12 月 21 日

調 査 統 計 局

## 1. 分析の目的と留意点

## 2. 2004 年度のキャッシュフロー概況

(上場企業全体でみた姿)

(業種別にみた特徴)

① 製造業・素材業種

② 製造業・加工業種

③ 非製造業

(2005 年度の見通し)

## 3. 中期経営計画でみる 2005 年度以降の姿

(1) 有利子負債の削減スタンス

(2) 資金使途別にみた支出行動

① 設備投資

② 海外事業

③ M & A

④ 株主への利益還元

⑤ 不動産売買

⑥ 雇用

## 4. おわりに

---

(注 1) 本稿は、主に、景気動向担当（マイクロ調査班）の以下のスタッフが作成した。執筆者：繁本知宏。主たる分析：繁本知宏、山田哲也、島田康隆、阪田雅行（現金融機構局）、塚本孝道、平澤徹、中原伸、上山聡子、松島広志。アシスタント：湯山頼子（慶應義塾大学、短期リサーチスタッフ＜当時＞）。とりまとめ：亀田制作。

\*（図表）については本文末にまとめて掲載。

## ■要 旨■

---

1. 持続的な企業収益の改善を背景に、企業のキャッシュフローは高水準を維持している。2004年度におけるキャッシュフロー動向の特徴としては、①利益収入が増加を続けた一方で、運転資金等の支出も増加に転じたことから、営業キャッシュフローは横ばい圏内となったこと、②そうした中で、設備投資の増加等から投資キャッシュフローは明確に上向いたため、営業キャッシュフローとの差は縮小したこと、③有利子負債の削減は続いたが、そのペースは鈍化したこと、④2003年度のような、余剰資金の新たな積み上がりはみられなかったこと、を挙げることができる。
2. これを大まかな業種別にみると、製造業・素材業種では、投資キャッシュフローは増加したものの、営業キャッシュフローも順調に伸びたため、両者の差はほとんど縮まらず、有利子負債の大幅な削減が続いた。一方、製造業・加工業種では、投資キャッシュフローの増加幅が大きかったため、営業キャッシュフローとの差が目立って縮小し、有利子負債の削減ペースも明確に鈍化した。この間、非製造業は、有利子負債の削減ペースは幾分鈍化したものの、営業・投資キャッシュフローともに目立った変化はみられなかった。
3. 潤沢なキャッシュフローを背景に、企業は、守りから攻めへと経営の舵を切り始めている。中期経営計画をみると、有利子負債の削減については、経営上の優先度が後退している。また、経営資源を投下する事業の「選択と集中」を実行したうえで、減価償却費を超えた設備投資を行う企業が、はっきりと増えてきている。そうした中で、海外事業展開やM&Aも加速している。
4. 一方で、企業の行動には、様々な面で慎重さも色濃く残っている。有利子負債の削減は、全体として完了するには至っていないほか、削減を終えた企業でも、負債の積み上げに動く先は限定されている。株主への利益還元は進行しつつあるが、今のところ、それほど広範囲の動きにはなっていない。土地投資は増加しているが、ノンアセット志向も根強い。2004年度は、設備投資の積極化と有利子負債削減の両方を進める企業の割合が、全体の中で最も多かった。これは、現在の企業行動における、慎重性と積極性の並存を象徴している。

## 1. 分析の目的と留意点

景気が回復を続ける中、企業収益は3年連続の増益の後も高水準で推移している。そうした中で、企業が抱える潤沢な資金（キャッシュフロー）の使途に注目が集まっている<sup>(注2)</sup>。

企業部門では、過剰設備・過剰債務の構造的な調整が概ね終了し、雇用過剰感も払拭されている。これを受けて、企業は、有利子負債の削減など財務体質の改善を最優先する姿勢から、収益力のさらなる向上を目指した前向きの姿勢に、経営の軸足を移しつつある。具体的には、設備投資やM&A、株主への利益還元といった形で、キャッシュフローの有効活用に取り組む動きが目立ってきている。

もっとも、大枠としては、慎重な企業行動が依然として続いていることも、今回の景気回復局面における特徴の一つである。設備投資は着実に増加しているが、潤沢なキャッシュフローとの比較で言えば、今でも抑制的な水準である。また、株主への利益還元についても、米国等と比較すれば、積極化への動きは緩やかなものにとどまっている。

言い換えれば、企業の行動は、全体として慎重性を維持する中で、積極化に向けた動きが徐々に強まりつつあるという、局面変化の真っ最中にある。今後、こうした企業行動がさらに積極化するかどうかは、景気回復のペースや持続性

を考えるうえでも、また、企業の資金需要の強さを考えるうえでも、重要なポイントである。

本稿の分析は、①現状、企業の支出行動（キャッシュフローの使途）は、どのような分野で、どの程度積極化しているのか、②そうした企業行動は、今後、さらにどの程度積極化する見通しなのか、との問題意識に基づいている。まず、①の問題意識に対しては、上場企業の公表財務データを用いて、2004年度までのキャッシュフロー動向を概観した。分析対象は、東京証券取引所の市場第1部上場の非金融事業法人（電力・ガス・ノンバンクを除く）のうち、1999年度以降、連続して連結キャッシュフロー計算書を作成している1,072社である<sup>(注3)</sup>。

次に、②の問題意識に対しては、企業が発表している中期経営計画を集計し<sup>(注4)</sup>、キャッシュフローの主要な使途別に、現時点で想定されている2005年度以降の姿を明らかにすることを試みた。

本稿での分析に関しては、いくつかの留意点を前もって述べておく必要がある。まず、財務データ、中期経営計画ともに、分析対象はいわゆる大企業に限定されている。以下、本稿で断りなく企業と言う場合には、大企業あるいは上場企業のことを指す。もちろん、これは中堅・中小企業の行動分析が重要でないということではなく、あくまでもデータの制約から今回は分析対象としなかったに過ぎない<sup>(注5)</sup>。

(注2) このところの企業収益の動向に関しては、「企業収益の改善とその日本経済への含意」（調査統計局、『日本銀行調査季報』2005年秋（10月）号および日本銀行ホームページ<<http://www.boj.or.jp/>>）に掲載。）を参照されたい。

(注3) したがって、設備投資等の計数も、基本的には国内・海外の子会社を含む連結ベースを利用している。なお、連結ベースの計数が公表されていない企業については、単体のキャッシュフロー計算書を用いている。

(注4) 分析対象は、中期経営計画を発表している主要企業のうち、任意に選択した100社。業種構成に大きな偏りが出ないように一定の配慮はしたが（業種構成は、最後尾の参考図表を参照）、上場企業全体の業種構成とは異なっているため、その平均的な姿を忠実に表しているわけではない。

(注5) また、財務データに関しては、連結ベースの計数を合算しているために、親会社とともに連結子会社も東証1部に上場している場合には、当該子会社の数値が二重計上されることになる。この点にも注意が必要である。

中期経営計画は、そもそも構成や様式が企業によって大きく異なっている。そうした多様な内容の中から共通した項目を取り出し、同一の基準のもとに結果をとりまとめることに、今回の分析の狙いがある。とは言え、抽出した企業数は100社と決して多くない。また、分析項目によっては、さらにサンプル数が少なくなっている。このため、定量的に評価している部分は、幅をもってみる必要がある。

本稿で現行の中期経営計画と呼ぶものは、分析時点での各企業の最新計画を指している。分析の「鮮度」を意識して、始期が2004年度以降の計画だけを取り上げているが、その後も新しい中期経営計画を発表する企業は相次いでいる。こうしたことから、本稿で示した2005年度以降の姿は、実際には時々刻々と変化している。

## 2. 2004年度のキャッシュフロー概況 (上場企業全体でみた姿)

まず、営業キャッシュフローの動きを見てみよう。営業キャッシュフローとは、企業による通常の事業活動によって生じる現金収支のことであり、税引前利益(+)、減価償却費(+)、法人税等の支払い(-)、運転資金の増加(-)・減少(+)等から構成される。営業キャッシュフローは、2001年度を底にして、2002年度、2003年度と順調な増加を続けた後、2004年度は、高水準で横ばいとなった(図表1(1))。

企業収益の改善傾向が続いているにもかかわらず、2004年度の営業キャッシュフローが横ば

いにとどまった理由としては、増益に伴い法人税等の支払いが増加したこともあるが、運転資金が減少から増加に転じたことが大きい(図表1(2)①、図表2(1))<sup>(注6)</sup>。この点に関して、資産の効率性を示す指標である資産回転率をみると、これまで上昇を続けてきた流動資産の回転率が、2004年度には頭打ちとなったことが分かる(図表2(2))。これは、固定資産の回転率が、2004年度も上昇を続けたこととは対照的である。

企業はここ数年、バランスシートのスリム化を目指し、非効率な生産設備や遊休不動産など固定資産を削減するだけでなく、運転資金の圧縮(売上債権の回収早期化、在庫削減等)にも等しく力を注いできた。このため、2002年度、2003年度は、企業収益が改善する中であっても、運転資金等は減少していた。しかし2004年度になると、増益の主たる要因がリストラから売上増へと徐々にシフトする中で、少なくとも流動資産に限っては、効率化優先の動きから、売上高の増加に見合う程度の積み増しは容認する動きへと、企業行動が幾分積極化してきた様子が窺われる。

次に、投資キャッシュフローの動きを見てみよう。投資キャッシュフローとは、企業の設備投資や投融資から生じる現金収支であり、有形固定資産の取得(+)・売却(-)、貸付金や有価証券の増加(+)・減少(-)等から構成される<sup>(注7)</sup>。投資キャッシュフローは、2002年度を底にして、2003年度に微増となり、2004

(注6) 運転資金の増減は、図表1(2)①では「その他」に分類されている(運転資金の増加は、「その他」のマイナス要因となる)。なお、本稿では、運転資金を「売掛金+受取手形+割引手形-買掛金-支払手形」と定義している。

(注7) 正式なキャッシュフロー計算書においては、キャッシュの増加要因がプラス方向、減少要因がマイナス方向で統一的に記述されており、例えば設備投資の増加は、投資キャッシュフローの「減少」になる。ただ、本稿では、説明のわかりやすさを考え、投資キャッシュフローの符号を逆向きで——すなわち設備投資の増加は投資キャッシュフローの「増加」として——記述している。



年度には増加傾向が鮮明となった。内訳をみると、2004年度は有形固定資産の取得（＝設備投資）が、はっきりと増加している（図表1（2）②）。

この結果、営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの差額——以下これを「フリーキャッシュフロー」と言う——については、2004年度は黒字幅がやや縮小した。企業は、依然として潤沢な営業キャッシュフローの範囲内で投資活動を行っているものの、営業キャッシュフローを投資活動に充てる割合については、幾分拡大させたことが分かる。

もちろん、投資キャッシュフローが営業キャッシュフローの範囲内にとどまっているというのは、企業部門全体でみた姿であり、個別企業レベルでみれば、さらに積極的な投資活動を行う企業も増えている。投資キャッシュフローが営業キャッシュフローを超えている（＝フリーキャッシュフローが赤字である）企業の数が全体に占める割合は<sup>（注8）</sup>、2004年度には3年振りに、はっきりとした増加に転じた（図表3（1））。また、フリーキャッシュフローが赤字である企業の業種構成をみると（図表3（2））、全体の業種構成に比べて輸送機械（自動車関連）がやや大きめのシェアとなつてはいるが、総じてみれば業種的な偏りは少なく、どの業種においても投資に積極的な企業がそれなりに存在していると言える。

最後に、財務キャッシュフローの動きを見てみよう。財務キャッシュフローとは、企業の財務活動から生じる現金収支であり、有利子負債の増加（＋）・削減（－）、配当（－）、自己

株式の取得（－）等から構成される。財務キャッシュフローは、2002年度、2003年度と大幅なマイナスを計上していたが、2004年度については赤字幅が緩やかに縮小した。内訳をみると、2004年度は、有利子負債の削減幅が縮小した一方で、配当・自己株式取得による株主への利益還元が幾分増加した（図表1（2）③）。

営業、投資、財務キャッシュフローの全てを合わせたもの、すなわちフリーキャッシュフローと財務キャッシュフローの差が、トータルの現金収支となり、これが手元資金の積み上がり（または取り崩し）に相当する。2004年度は、フリーキャッシュフローの黒字幅と、財務キャッシュフローのネット流出がほぼ釣り合い、手元資金の新たな積み上がりは見られなかった<sup>（注9）</sup>。この点も、手元資金がかなり積み上がった2003年度と比べると、特徴的な変化の一つであったと言える。

#### （業種別にみた特徴）

##### ① 製造業・素材業種

次に、以上の動きを大まかな業種に分類して見てみる。まず、製造業のうち素材業種の特徴をみると、2004年度の営業キャッシュフローは増加幅を拡大させており、横ばいであった全産業とは動きが異なっている（図表4（1））。これは、著しく改善した利益収入が、運転資金や法人税等の支払い増加を上回ったためである（図表4（2）①）。

素材業種では、2004年度の投資キャッシュフローが、設備投資を表す有形固定資産の取得を中心に、増加している（図表4（2）②）。し

（注8）営業キャッシュフロー自体が赤字の企業は、ここでの分析から除いている。

（注9）2004年度に追加的な手元資金の積み上がりが見られなかった一方、過去に積み上がった資金のストックを取り崩すには至っていないことも事実である。

かし、上記の通り営業キャッシュフローもはつきり増加しているため、両者の差であるフリーキャッシュフローの黒字幅は高水準のままである。財務キャッシュフローをみても、高水準のフリーキャッシュフローを背景に、2004年度の有利子負債は2003年度とあまり変わらないペースでの削減が続いている（図表4（2）③）。

以上をまとめると、企業収益の改善度合いがとりわけ大きかったために、投資の拡大と、有利子負債削減のハイペースな継続が、両立する形で実行された点に特徴があったと言えよう。

## ② 製造業・加工業種

これに対して、製造業のうち加工業種について2004年度中の動きをみると、営業キャッシュフローは横ばい圏内となる一方、投資キャッシュフローの増加が目立っている（図表5（1））<sup>（注10）</sup>。このため、素材業種とは対照的に、フリーキャッシュフローの黒字幅ははつきりと縮小している。また、財務キャッシュフローにおける有利子負債の動きをみても、素材業種とは異なり、2003年度、2004年度と、負債削減ペースが鈍化している（図表5（2）③）。その結果、加工業種では、有利子負債の返済額自体が2004年度は既にかなり小さくなっており、余剰資金のほとんどが配当・自己株式取得に充てられる姿となっている。

つまり、加工業種の特徴をまとめると、有利子負債の過剰感が逸早く後退してきたことなど

を背景に、高水準の企業収益が、設備投資等の積極的な支出と株主への利益還元、主として振り向けられるようになってきている。

## ③ 非製造業

非製造業について2004年度中の動きをみると、利益収入の増加にもかかわらず、法人税等の支払いや運転資金の増加が響き、2004年度の営業キャッシュフローは小幅の減少となった（図表6（1））。一方、投資キャッシュフローは、ほぼ横ばいとなった。この結果、フリーキャッシュフローの黒字幅は幾分縮小したが、引き続き高水準であった。有利子負債の削減ペースは、2004年度には鈍化した。

非製造業には様々な業種が含まれるため、一括りにして語るのは難しい面があるが、全体としてみれば、①設備投資の回復がごく緩やかなものにとどまっていること、②その裏側で債務の削減が依然としてかなりのペースで進められていることが、製造業（とりわけ加工業種）との違いであると言えよう。もっとも、ここ2～3年の傾向を見れば、非製造業でも債務の削減ペースが徐々にではあるが鈍化しており、代わりに株主への利益還元がやや拡大してきている<sup>（注11）</sup>。

## （2005年度の見通し）

最後に、2005年度のキャッシュフロー見通し

（注10）製造業・加工業種の投資キャッシュフロー（とりわけ貸付金）には、自動車メーカー等が手掛ける販売金融や、一部メーカー傘下の銀行子会社が営む金融事業の計数も含まれている。もっとも、それらを除いてみても、投資キャッシュフローの動きに大きな変化はない。

（注11）ちなみに、中堅・中小企業を含めた全企業規模での姿を、財務省の「法人企業統計年報」（単体ベース）でみてみると（図表7）、フリーキャッシュフローの黒字縮小が2004年度ではなく2003年度に生じている。これは主として、製造業の投資キャッシュフローが、2003年度に大きく回復し2004年度に頭打ちとなったことを反映した動きであり、先ほどの上場企業ベースとは明らかに異なっている。法人企業統計の場合、①そもそもキャッシュフロー計算書がないためキャッシュフローはすべて推計によるものであること、②とりわけ中堅・中小企業では調査サンプルが毎年かなり変動すること、などの限界があるため、あくまでも参考程度にみておくべきであろう。

について、大胆な仮定を置いてラフな試算を行った。試算に当たり、2005年度の営業キャッシュフローは個社別の当期利益予想から、投資キャッシュフローは短観の設備投資計画（業種単位で集計した前年比伸び率）を使って、それぞれ作成した（注12）。

試算結果をみると、2005年度の営業キャッシュフローは、2004年度に比べてごく小幅ながら増加する姿となった（図表8（1））。また、投資キャッシュフローは着実に増加を続ける見通しである。このため、フリーキャッシュフローの黒字幅は、2004年度と同程度ないし若干縮小する、との結果が得られた。

試算結果を業種別にみると、製造業では、設備投資が2005年度も高い伸びを示す計画となっていることから、投資キャッシュフローの増加幅が大きく、その分フリーキャッシュフローの黒字幅縮小も目立っている。とりわけ、加工業種では、フリーキャッシュフローの黒字がほぼ解消される（営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの水準がほぼ均衡する）見通しとなっている。

もちろん、実際の2005年度のキャッシュフロー動向は、この試算時点以降における業績見通しや設備投資計画の修正状況次第で、大きく変わり得る。仮に、収益の改善度合い以上に企業の投資行動が活発化することになれば、フリーキャッシュフローの黒字幅はさらに縮小することになるだろう。

### 3. 中期経営計画でみる 2005 年度以降の姿

#### （1）有利子負債の削減スタンス

ここからは、主要企業の中期経営計画も利用しつつ、有利子負債の削減スタンスや各種の支出行動について、現時点で想定されている2005年度以降の姿を見ていきたい。

まず、現行の中期経営計画で示されている有利子負債の削減スタンスを、前回の中期経営計画と比較する（注13）。負債削減を経営上の優先課題に位置付ける企業の割合は、前回計画では全体の約半数にも上っていたが、現行計画では4分の1にまで減少している（図表9（1））。次に、今後の負債削減ペースについてみると、これ以上削減しない先が、全体の4割を占めるほか、削減するがそのペースを鈍化させるという先も、全体の2割を占める（図表9（2））。これは、過去数年間、負債返済を優先して進めてきた結果、ここに来て過剰債務からの脱却に目途をつけた企業が増えてきていることを表している。

ただし、現時点では、有利子負債の削減傾向が止まったとまでは言えない。この点に関して、非常にラフな推計ではあるが、中期経営計画で示されている有利子負債の目標額から、2005～2007年度にかけての負債削減額の見通しを試算した。結果をみると、削減ペースはこれまでに比べてかなり緩やかになるが、負債削減の動き自体は、根強く続く姿となっている（図表9（3））（注14）。

（注12） 試算方法の詳細は図表8の注を参照されたい。試算に利用した当期利益予想は2005年8月現在のものであり、その後に公表されている業績予想修正は全く反映できていないことには十分な注意を要する。また、投資キャッシュフローの試算も個社別には行っていない。このため、ここでの試算結果は幅を持つてみる必要がある。

（注13） 現行計画は、2004年度以降を開始時期とするものに限定した。また、同一企業において、現行計画の一つ前の計画（前回計画）も取り上げ、比較分析の対象とした。

（注14） 単年度の負債削減額見通しは、一部単純な仮定に基づいて算出しているため、十分な幅を持つてみる必要がある。

もう一つの変化は、負債削減の手段に表れている。中期経営計画における負債削減の原資を列挙してみると、前回計画では資産売却や投資抑制、諸コスト削減等により、負債削減資金を捻出する企業が多かった（図表 10（1））。これに対し、現行計画では、期間利益が負債削減の主たる原資となっている。これは、好調な企業収益を背景に、いわば自然体で、負債を返済していく企業が増えていることを表している。

また、従来は、有利子負債の残高そのものを財務改善の目標に掲げる企業が多かったが、最近では、D/E レシオ（＝有利子負債／自己資本）の低下を目標とする先が増えている（図表 10（2））。これは、バランスシート全体のサイズは必ずしも圧縮せずに、むしろ資本拡充により財務基盤を整える動きが、ある程度広まってきていることを示唆している（図表 10（3））。実際、2003 年度以降の動きをみても、D/E レシオの主たる低下要因は、有利子負債の減少から資本の増加に移ってきている（図表 10（4））。もっとも、資本と負債をともに増加させてバランスシートの拡大を目指す動きや、株主へのリターンである ROE の向上を狙って債務を積み増すといった形の財務戦略は、依然きわめて限定的である。

最後に、中期経営計画における、有利子負債の削減と設備投資スタンスの関係を見てみる。興味深い事実は、設備投資を積極化させると表明している企業でも、そのうち約 4 割の先が有利子負債の削減を実行する、としていることである（図表 11（1））。逆もまた真であり、有利子負債の削減を実行する企業の半数が、同時に設備投資を積極化させる、としている（図表 11（2））。実際、設備投資の増加と有利子負債の削減を両立させている企業の割合は、2003 年度以降増加して

おり、2004 年度には設備投資を減少させる企業の割合を上回った（図表 11（3））。

このような、投資拡大と負債削減のいわば二正面作戦が可能であるのは、営業キャッシュフローが潤沢であることによる面が大きいと考えられる。キャッシュフロー創出力の向上を背景に、有利子負債の削減を自然体で進めつつ、これまで絞り続けてきた設備投資を積極化させることが、多くの企業で可能になってきたものと考えられる。

## （2）資金使途別にみた支出行動

### ① 設備投資

ここからは、主要な資金使途別に、企業の支出行動を見ていきたい。まず、企業の設備投資行動については、前述したとおり、営業キャッシュフローが潤沢であるため、その水準を超えて大規模な設備投資を行う動きは、今のところ一部にとどまっている。しかし、以前のように設備投資を減価償却費の範囲内に収める企業は、さすがに少なくなっている。2004 年度には、減価償却費を超えて設備投資を行う企業の割合が目立って増加した（図表 12（1））。2005 年度もそのトレンドに変化はない見込みである。

現行の中期経営計画の中で投資スタンスに関する表現を探ると、「戦略的」あるいは「前向き」な設備投資を行うと表明する企業が、製造業では全体の約半数、非製造業でも約 4 分の 1 に上っている（図表 12（2））。また、先行きの投資金額を年度ごとにラフに集計してみると、2006～2008 年度にかけても、それなりの規模の投資が既に予定されている（図表 13（1））。もとより、こうした計画は、今後の経営環境次第で相当修正され得る性質のものではあるが、設備投資の

持続性を示唆する材料の一つと言えるであろう。

設備投資を積極化させる分野について、前回計画と現行計画を比較したところ(図表 13(2))、前回も相対的に多くみられた「コア(中核)事業の育成」を掲げる企業が、現行計画ではさらに増えて、6割以上に達している。また、「海外事業の拡大」を目指す企業の割合も倍増しているほか、前回はほとんど皆無であった「事業全般の底上げ」や「事業分野拡大」も、現行計画ではそれなりにみられるようになってきている。こうした中期経営計画の変化からは、あくまで比較優位を持つ事業の重点強化を基本戦略としつつ、グローバル化への対応など将来の成長へ向けた基盤作りを含めて、企業がより積極的なリスクテイクを模索し始めていることが、はっきりと伝わってくる。

## ② 海外事業

上述した設備投資内容の特徴にも一部表れていたように、現行の中期経営計画では、海外事業の強化方針が一段と鮮明になっている。すなわち、海外事業の強化方針を打ち出す企業の割合は、前回計画の3分の1強から、現行計画では半分以上に増加している(図表 14(1)①)。中味をみても、既存事業の拡大に加えて、新規展開に踏み出す先が増加しているほか、M&Aも一つの選択肢となってきている(図表 14(1)②)。

また、大きな特徴の一つは、海外事業展開における地域的な広がりである。最近では、BRICs(ブラジル、ロシア、インド、中国)を筆頭とする新興国での投資や事業活動が目立っている。現行の中期経営計画で事業展開地域をみても、従来の北米、欧州、アジアに加えて、前回

計画では登場していなかったオセアニア、中東、中南米、アフリカといった地域名が明記されるようになっている(図表 14(2))。

こうした海外事業の積極化は、連結ベースの企業収益にも、見逃せない好影響を与えている。売上高に占める海外比率が着実な上昇傾向をたどる中で、海外部門の収益性向上を反映して、営業利益の海外比率はそれ以上に上昇している(図表 15(1))。この結果、2004年度までの3年間でみると、連結ベースでみた営業利益率の改善幅のうち、約3分の1が海外部門から生じている(図表 15(2))。

## ③ M&A

資金の使い道として、M&A(企業の合併、買収)の重要性も増してきている。中期経営計画の中では、基本方針としてM&Aに力を入れることを表明する企業や、M&Aの投資枠を設定する企業が増えているが、ことの性質上、具体的な案件名までは掲げられないのが普通である。そこで、以下では、業界データを概観することで、最近のM&Aの特徴をいくつか指摘する。

M&A全体の件数は、グループ外とのM&Aを中心に、2004年度に大幅に増加して過去最高を更新した後、2005年度もさらにそれを上回る勢いで伸びている(図表 16(1))。ここ数年、M&A市場で大きな存在感を示しているのが、いわゆる投資ファンドであり、ファンドの投資件数は2003年度以降、急激に伸びている(図表 16(2))。同時に、ここに来てファンドが売却する件数も非常に増えており、その買い手として、豊富な資金を手にした事業法人が顔を出すことが多くなっている。これは、最近のM&A市場におけ

る特徴の一つと言えよう（注15）。

また、前述したとおり、日本企業が海外事業展開を一段と強化する中で、海外企業を買収するケースも増えつつある（図表17（1））（注16）。その代表例が、資源・エネルギーの確保を目的としたM&Aであり、2004年度以降の件数は、近年にない高水準で推移している（図表17（2））（注17）。

#### ④ 株主への利益還元

株主への利益還元（配当や自己株式の取得）に対する姿勢にも、このところ前向きの変化が窺われる。業績回復と歩調を合わせる形で、配当支払額は2003年度以降増加しており、増配する企業もはっきりと増えている（図表18（1）①）。一方、自己株式の取得は、2002年度以降高水準で推移しているが、一部の個社要因による部分が大きく、配当の増加ほど広範な動きとなっているわけではない（図表18（1）②）。

中期経営計画においても、配当重視へと向かう企業のスタンスが確認できる。配当性向（配当金額／当期純利益）の目標値を明記する企業がみられ始めているほか（注18）、業績連動型の配当方針を掲げる企業も増えている（図表18（2））。

もっとも、これまでの実績に関するかぎり、大幅に改善している利益と比べれば、配当の伸

びは小さい（図表19（1））。また、米国企業と比較しても、日本企業の配当性向はまだまだ低いものとどまっている（図表19（2））。株主への利益還元を従来よりも強く意識する企業は増えつつあるものの、安定配当志向が根強く残っていることもあって、実際にみられる変化のスピードは、今のところ緩やかである。

#### ⑤ 不動産売買

キャッシュフローの使途との関連で、企業の不動産（土地、建物）取引についても見てみると、最近では、売買ともに活発化している（図表20（1））。中期経営計画で、資産リストラを経営課題に挙げる先は大幅に減少したが、なお一部に残存しており、不動産の売却先と購入先の両方が増えている現状をよく表している（図表20（2））。2006年3月期からの減損会計の強制適用も、企業の不動産売買を活発化させる方向で作用しているとみられる（図表20（3））。

業種別に不動産の保有スタンスをみると、製造業では、工場用地の取得増加に伴い、自社保有比率も上昇に転じている（図表21（1））。一方、非製造業では、保有よりも賃貸形式を好むというノンアセット志向が引き続き根強く、不動産の利用ニーズが、必ずしもそのまま土地投資にはつながっていないとみられる（図表21

（注15）一般の企業がファンドから買収した最近の事例としては、GMOインターネットが、ユニゾン・キャピタル・パートナーズからオリエント信販を買収した件がある（公表は2005年8月15日。買収金額は約250億円と報じられている）。また、オムロンがカーライル・グループからコーリンメディカルテクノロジー（旧日本コーリン）を買収した件も記憶に新しい（2005年5月11日、100億円強の模様）。

（注16）最近の事例としては、楽天による米リンクシェア買収（2005年9月6日、約460億円）や、住友商事による米TBCコーポレーション買収（2005年9月18日、約1,300億円）が挙げられる。

（注17）最近の事例には、三井物産と丸紅による、赤道ギニアLNGプロジェクトへの資本参加（2005年6月6日）などがある。

（注18）本稿の配当性向は、当期中に支払われた配当金を当期純利益で除して計算した。なお、当期純利益は単体ベースの利益を用いるのが一般的であるが、最近では連結ベースの純利益を基準とした連結配当性向を配当目標に掲げる企業もみられている。



(2))。最近の不動産市況の好転等を背景に、オンバランスでの不動産投資の有利性を再認識する声も聞かれるが、現在のところ非製造業では、そうした動きは一部の先にとどまっている。

#### ⑥ 雇用

最後に、雇用面における企業のスタンスについても、中期経営計画でごく簡単に見ておこう。総人件費の圧縮を明記する先は、前回計画では全体の約半数あったが、現行計画では2割弱にまで減少している(図表22(1))。もちろん、派遣労働者など非正規雇用の活用等により、総人件費の増加をなるべく緩やかなものにとどめようとする傾向は続いていると考えられるが、さすがに総人件費を「圧縮」する動きは後退してきている。

雇用・賃金面の課題をみても、人員圧縮や給与制度見直し等を挙げる企業は大幅に減少する一方で、人材育成強化や中途採用拡大といった前向きな目標を掲げる企業が増えている(図表22(2))。また、「団塊の世代」の大量退職に備えて、技能・技術伝承を重視する先が増えていることも、最近の特徴である。

### 4. おわりに

以上、本稿では、キャッシュフロー計算書や企業の中期経営計画等をもとに、今回の景気回復局面でみられる企業行動の変化を、様々な角度から眺めてきた。

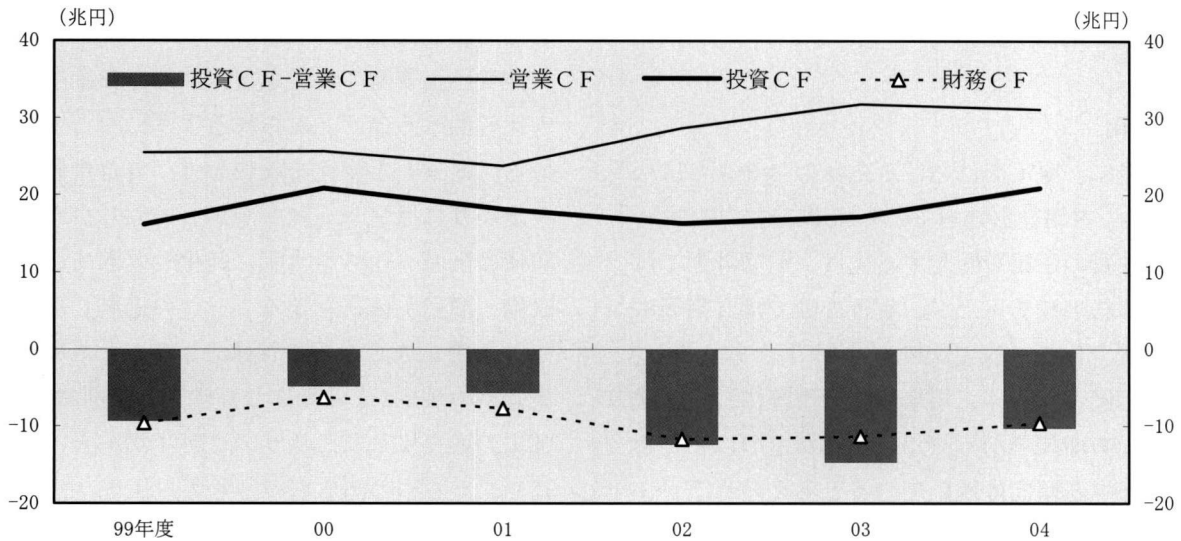
確かに、過去最高益がもたらす潤沢なキャッシュフローとの対比でみれば、企業の支出行動は引き続き抑制的である。しかし、設備投資の着実な回復、海外事業展開やM&A戦略の強化、人件費圧縮姿勢の後退など、前向きな企業行動も比較的是っきりとみられるようになってきている。そうした変化を反映して、資金余剰の積み上がりにはブレーキがかかっており、有利子負債の削減ペースも次第に鈍化してきている。設備、雇用、債務を巡る「三つの過剰」が後退し、金融システム不安も解消してきたため、企業戦略の軸足が、非効率な経営資源の削減から、将来の成長につながるリスクテイクへと、徐々にシフトしつつあるものと考えられる。さらに、株主による企業統治の高まりも、企業行動に影響を与えていると考えられる。

もともと、負債／資本比率のさらなる引き下げを目指す企業が多いことや、配当性向が依然として低水準であることなどに注目すると、企業の支出行動はなお総じて保守的である。経済の長期低迷や金融不安の記憶が、完全に過去のものとはなっていないため、安定的な財務基盤の確立を第一に考える企業の姿勢には、根強いものがある。株主重視という意識の高まりについても、今のところ実際の企業行動に目に見えて表れてきているとは言い難い。今後、こうした面も含めて、企業行動がどう変化していくかは、景気回復の持続性や資金需要の先行きを考えるうえでも、引き続き興味深いテーマである。



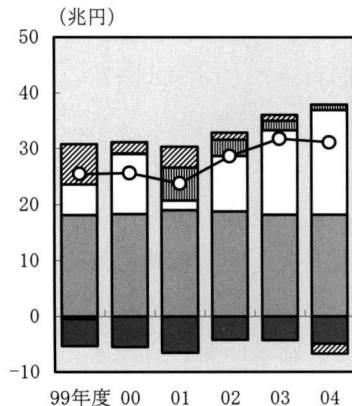
(図表 1) 全産業のキャッシュフロー

(1) 全体像



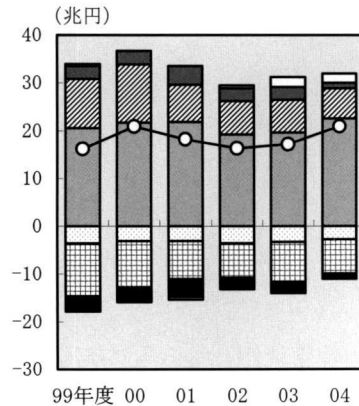
(2) 各キャッシュフローの内容

① 営業キャッシュフロー



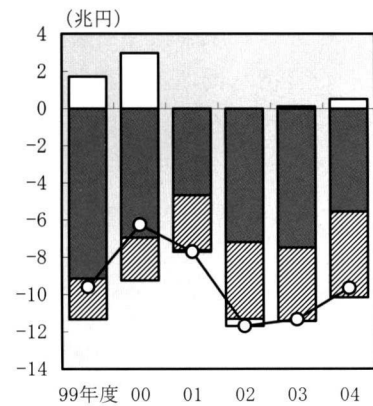
斜線 その他  
 黒 法人税等  
 点線 売却評価損益  
 白 税引前利益  
 縦線 減価償却費  
 〇 営業CF

② 投資キャッシュフロー



斜線 その他  
 黒 貸付金の回収  
 点線 貸付金の増加  
 縦線 (投資) 有価証券売却  
 斜線 (投資) 有価証券取得  
 白 有形固定資産の売却  
 縦線 有形固定資産の取得  
 〇 投資CF

③ 財務キャッシュフロー



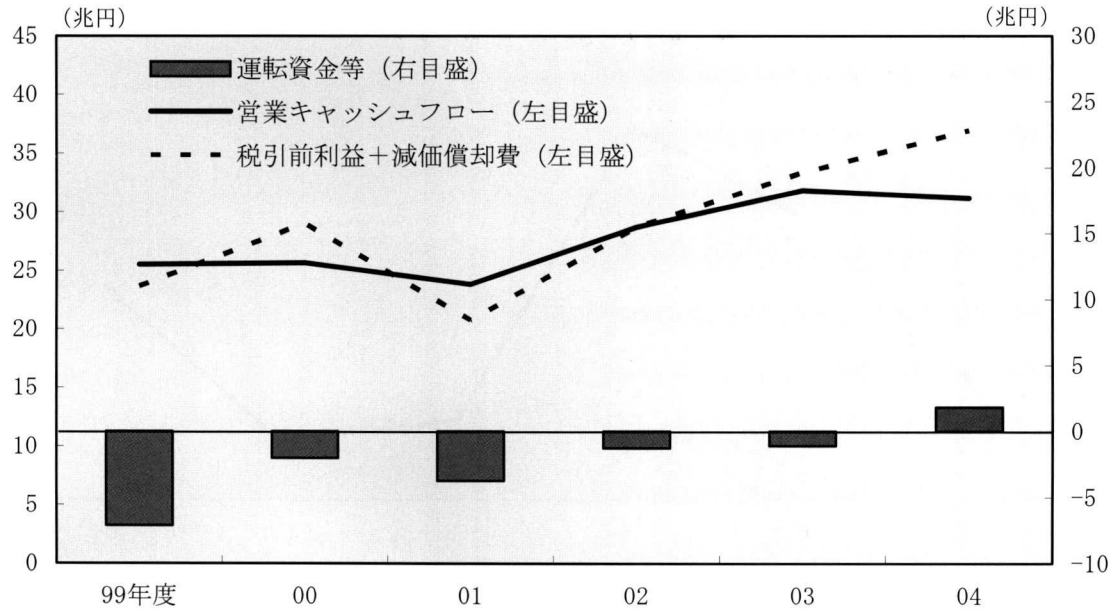
斜線 その他  
 黒 自己株取得・配当  
 〇 有利子負債  
 〇 財務CF

(注) 1999 年度以降、連結キャッシュフロー計算書を作成している東証 1 部上場の非金融事業法人（電力・ガス・ノンバンク除く）1,072 社が対象。

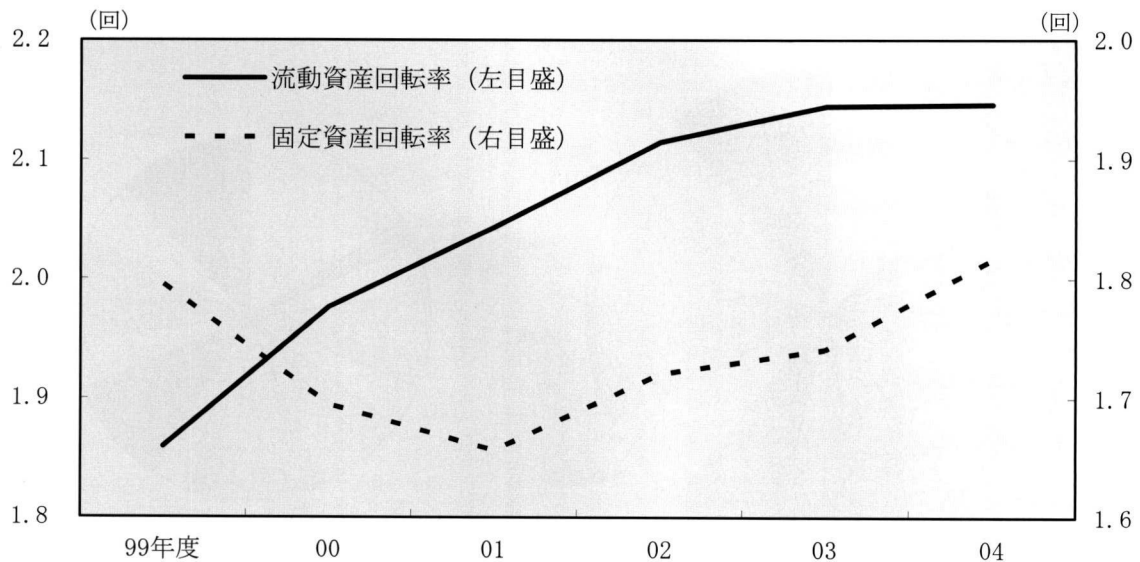
(資料) 日経 Financial QUEST

(図表2) 運転資金と流動資産回転率

(1) 企業収益と営業キャッシュフロー



(2) 資産回転率

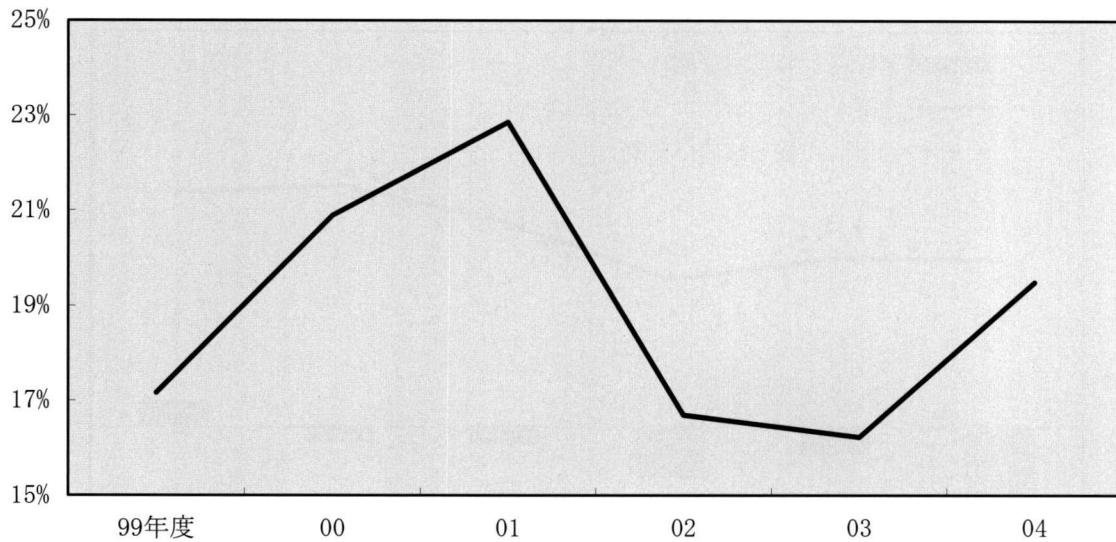


- (注) 1. (1) の「運転資金等」は、図表1 (2) ①の「その他」の部分 (符号逆転)。  
 2. 流動資産回転率=売上高/流動資産期末残高  
 3. 固定資産回転率=売上高/固定資産期末残高  
 4. 集計対象は図表1 (注) を参照。

(資料) 日経 Financial QUEST

(図表3) フリーキャッシュフロー赤字先

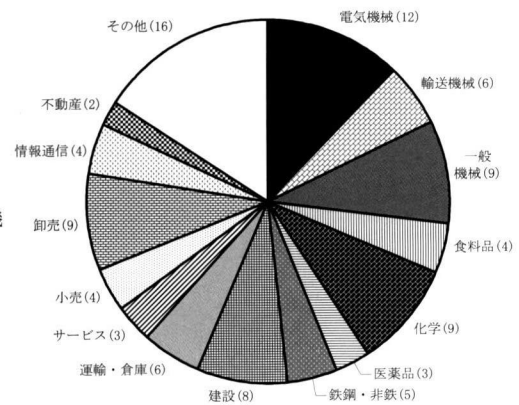
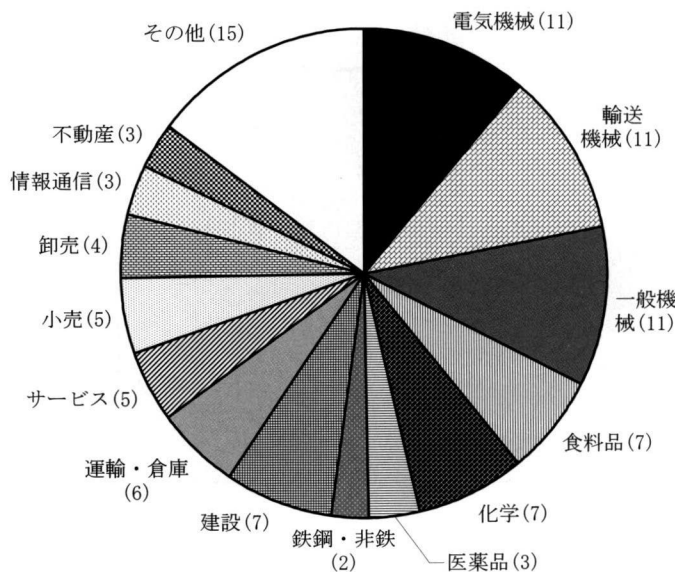
(1) 投資キャッシュフローが営業キャッシュフローを上回る企業の比率



(2) 2004年度に投資キャッシュフローが営業キャッシュフローを上回った先

該当209社

(参考) 1,072社全体

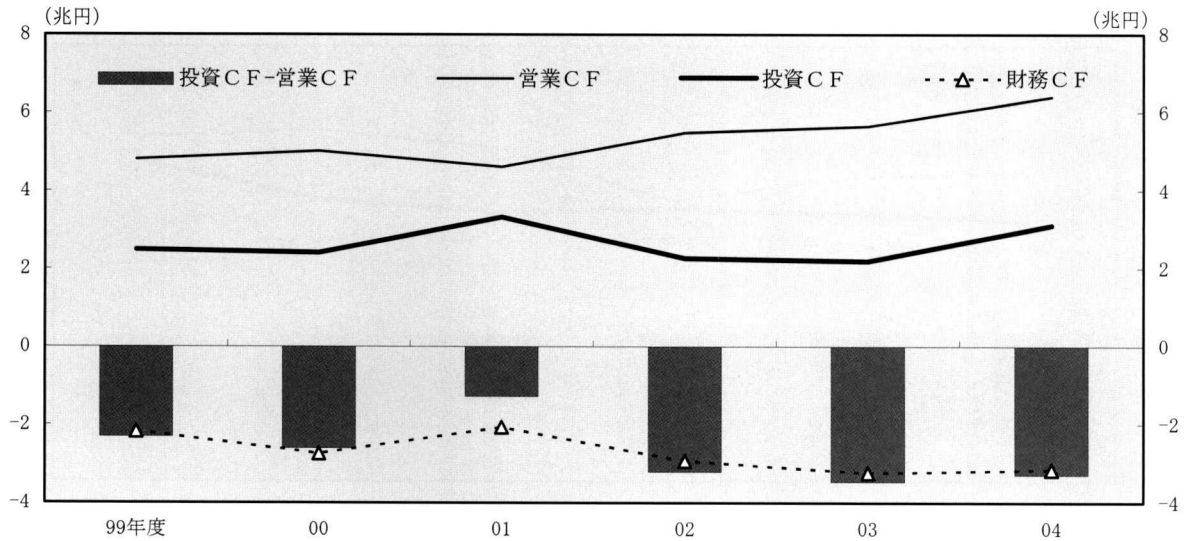


- (注) 1. 集計対象は図表1 (注) を参照。  
 2. (1) (2) とともに、営業キャッシュフロー自体が赤字の先は除いている。  
 3. (2) のかっこ内は、企業数の構成比 (%)。

(資料) 日経 Financial QUEST

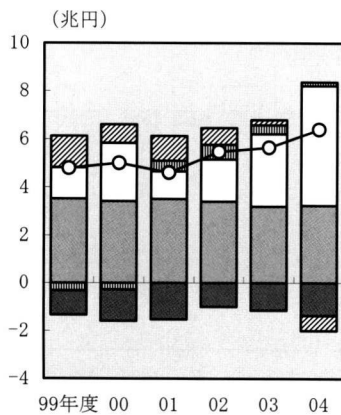
(図表4) 製造業・素材業種のキャッシュフロー

(1) 全体像



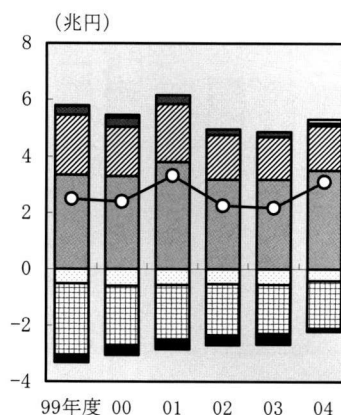
(2) 各キャッシュフローの内容

① 営業キャッシュフロー



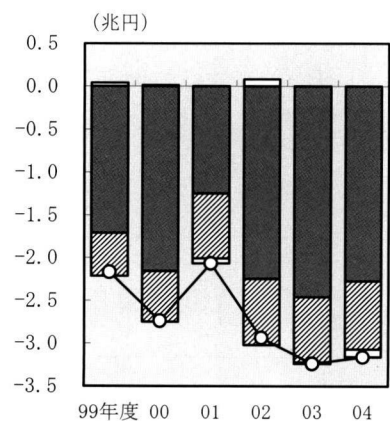
● その他  
■ 法人税等  
■ 売却評価損益  
□ 税引前利益  
■ 減価償却費  
○ 営業CF

② 投資キャッシュフロー



□ その他  
■ 貸付金の回収  
■ 貸付金の増加  
■ (投資)有価証券売却  
■ (投資)有価証券取得  
□ 有形固定資産の売却  
■ 有形固定資産の取得  
○ 投資CF

③ 財務キャッシュフロー



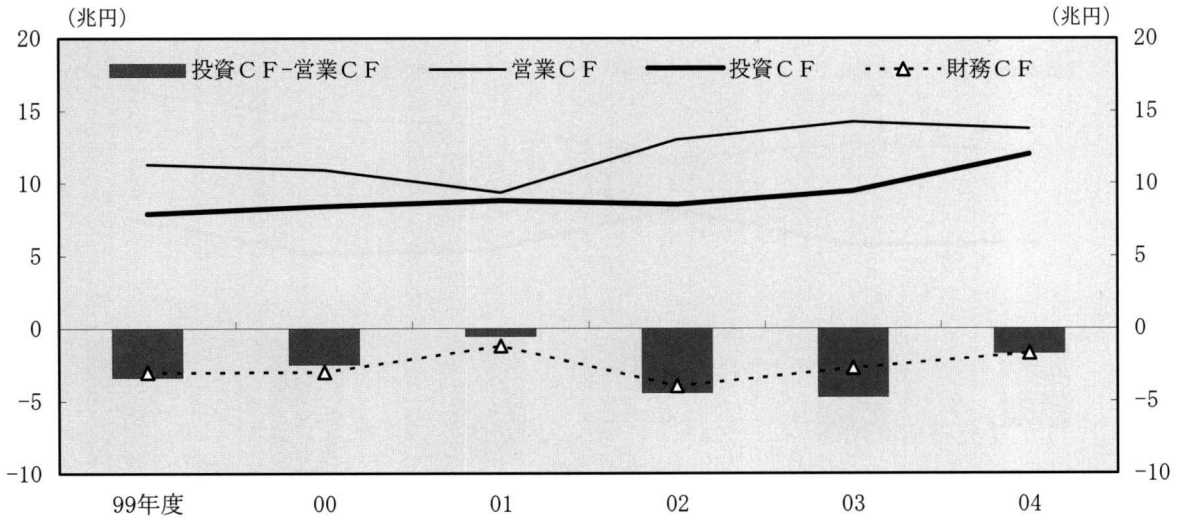
□ その他  
■ 自己株取得・配当  
■ 有利子負債  
○ 財務CF

(注) 集計対象は図表1 (注)を参照。

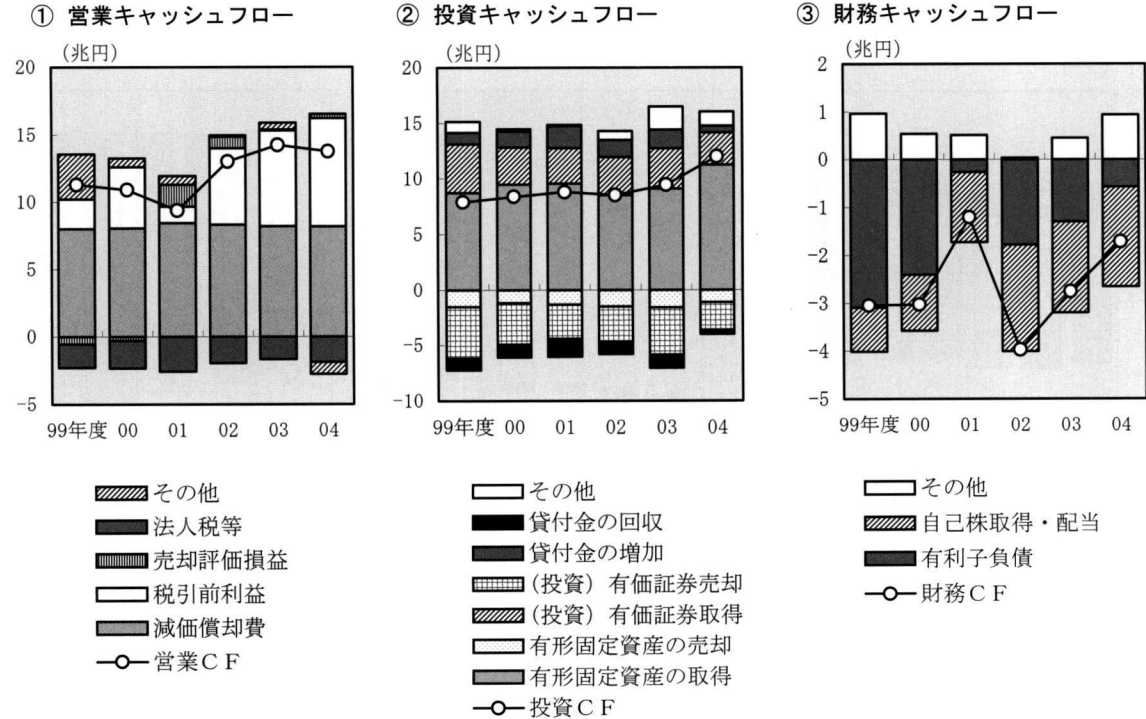
(資料) 日経 Financial QUEST

(図表5) 製造業・加工業種のキャッシュフロー

(1) 全体像



(2) 各キャッシュフローの内容

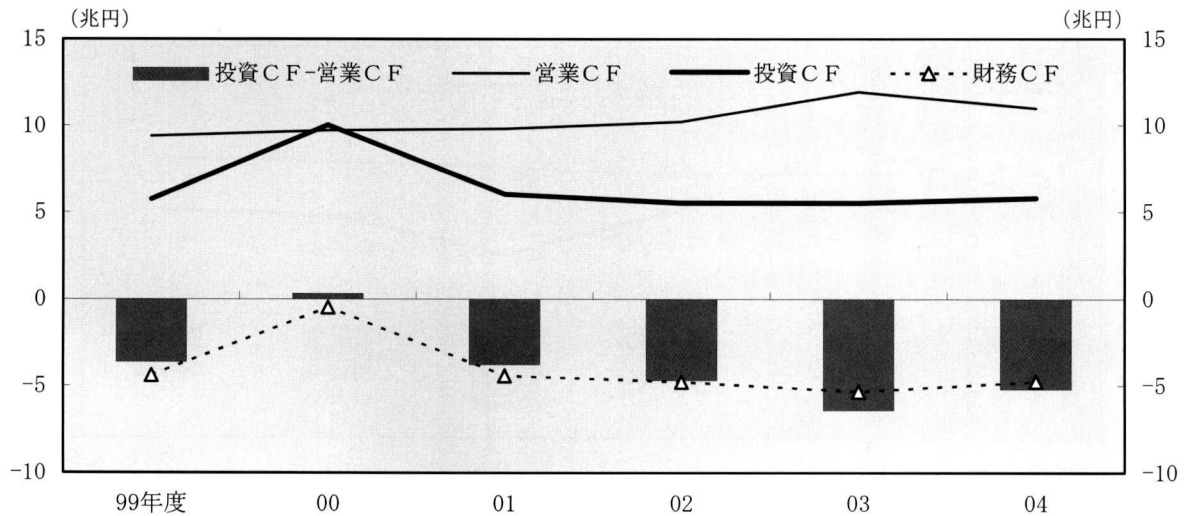


(注) 集計対象は図表1 (注) を参照。

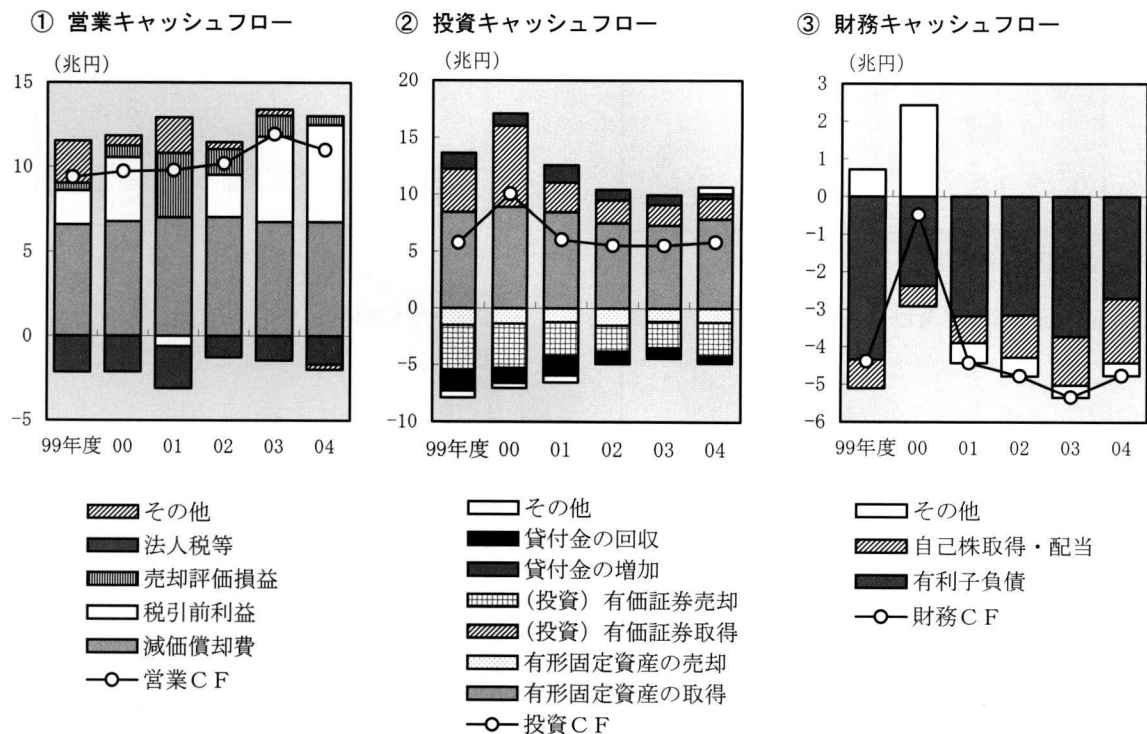
(資料) 日経 Financial QUEST

(図表 6) 非製造業のキャッシュフロー

(1) 全体像



(2) 各キャッシュフローの内容



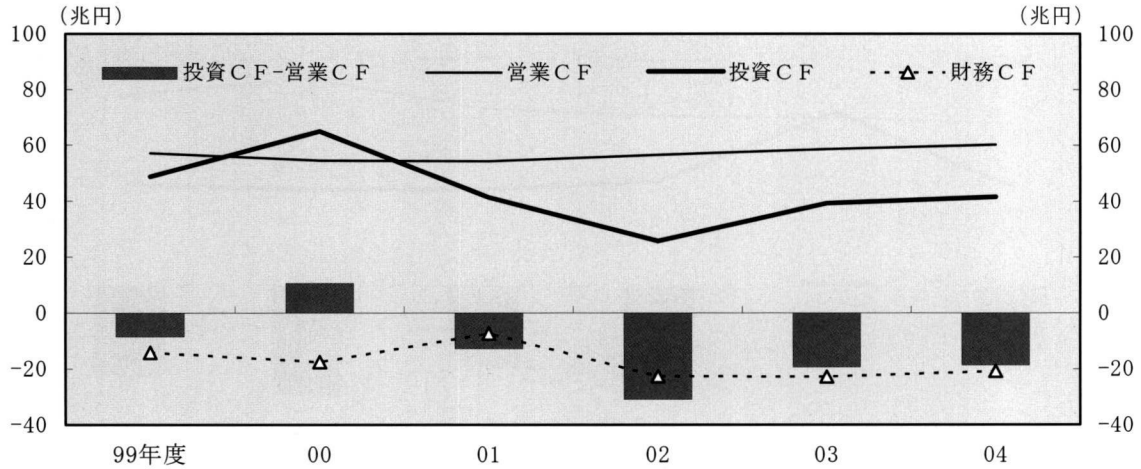
(注) 集計対象は図表 1 (注) を参照。

(資料) 日経 Financial QUEST



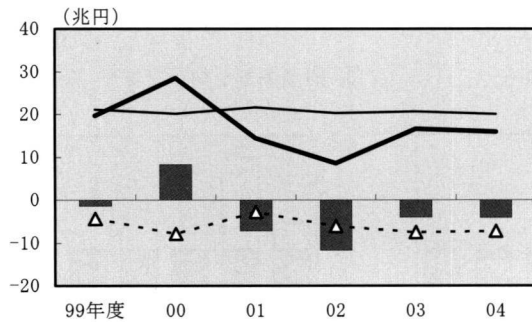
(図表7) 全企業規模ベースのキャッシュフロー (法人年報)

(1) 全産業

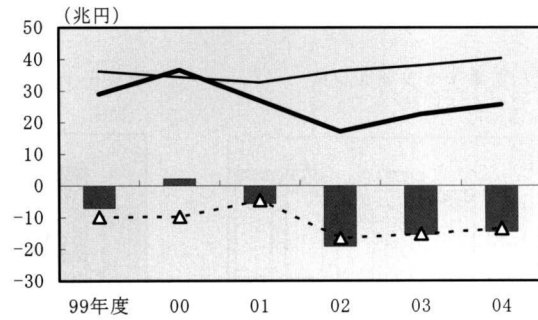


(2) 業種別にみた姿

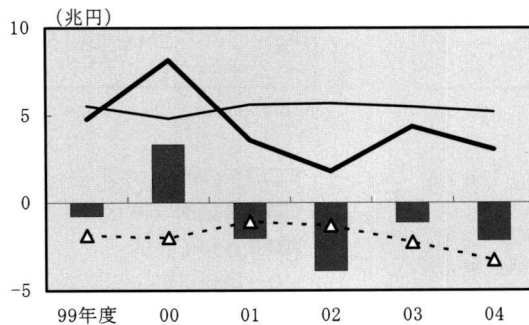
① 製造業



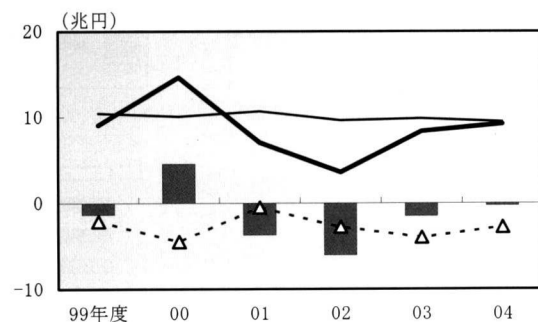
② 非製造業



③ 製造業・素材業種



④ 製造業・加工業種



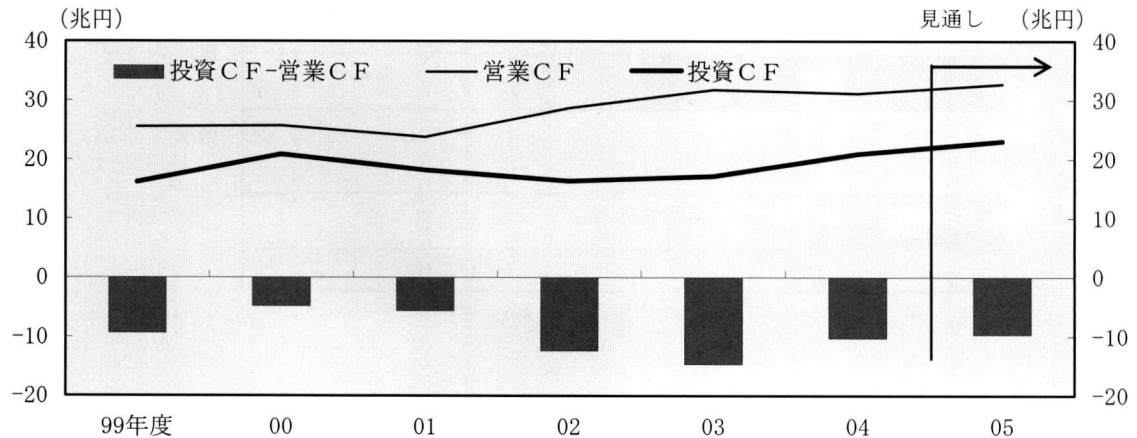
- (注) 1. 営業CF: 経常利益×50%+減価償却費+運転資金増減。なお、運転資金増減は、売掛金、受取手形、割引手形、棚卸資産、買掛金の期首残高と期末残高の差額から計算。  
 2. 投資CF: 固定資産項目の期首残高と、期末残高+減価償却費の差額として計算。  
 3. 財務CF: 借入金および社債の期首残高と期末残高の差額として計算。  
 4. 非製造業からは電力、ガスを除いている。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」



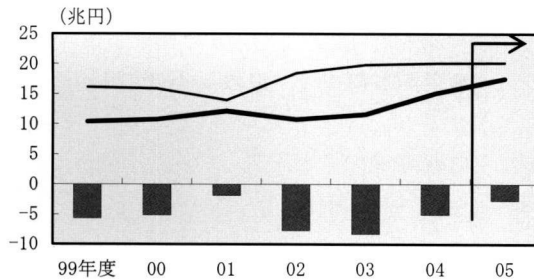
(図表 8) 2005 年度のキャッシュフロー見通し (試算)

## (1) 全産業

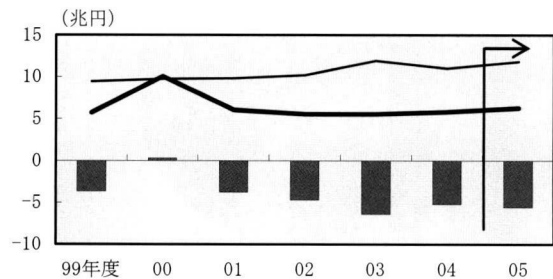


## (2) 業種別にみた姿

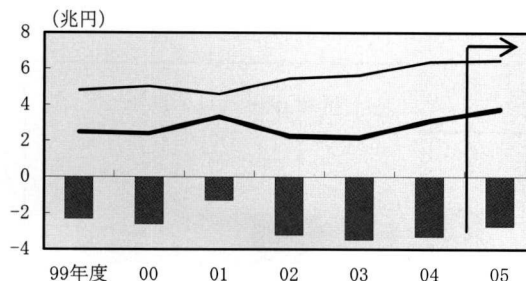
## ① 製造業



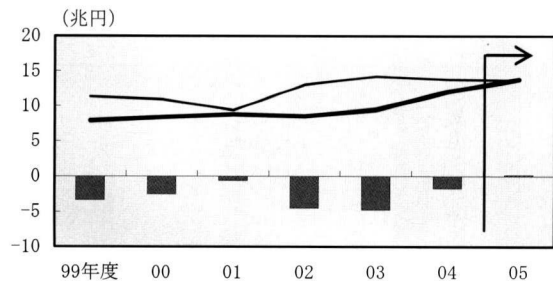
## ② 非製造業



## ③ 製造業・素材業種



## ④ 製造業・加工業種

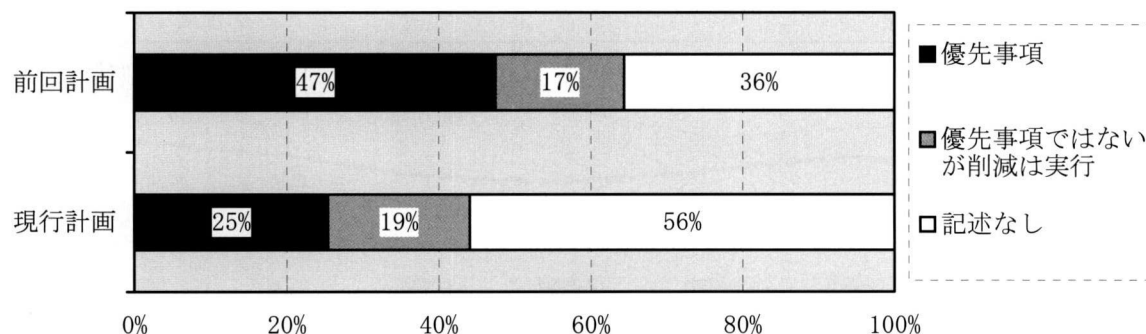


- (注) 1. 2005 年度の営業CFは、利益部分は個社別の当期利益予想をもとに試算。運転資金等(図表 1 (2) ①の「その他」の部分)の増減は、個社別の経常利益予想を集計して試算した利益伸び率を、2004 年度の運転資金等の増減に乗じて算出(その他の項目は 2004 年度比横ばいと仮定)。
2. 2005 年度の投資CFにおいて、有形固定資産取得支出は、各業種単位で、短観(2005 年 6 月)の設備投資計画の伸び率を、2004 年度の有形固定資産取得支出に乗じて算出(その他の項目は 2004 年度比横ばいと仮定)。
3. 集計対象は図表 1 (注)を参照。

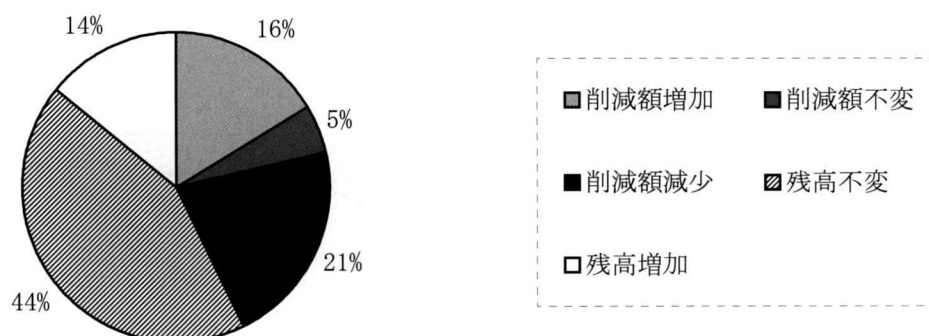
(資料) 日経 Financial QUEST、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(図表 9) 先行きの有利子負債の削減スタンス

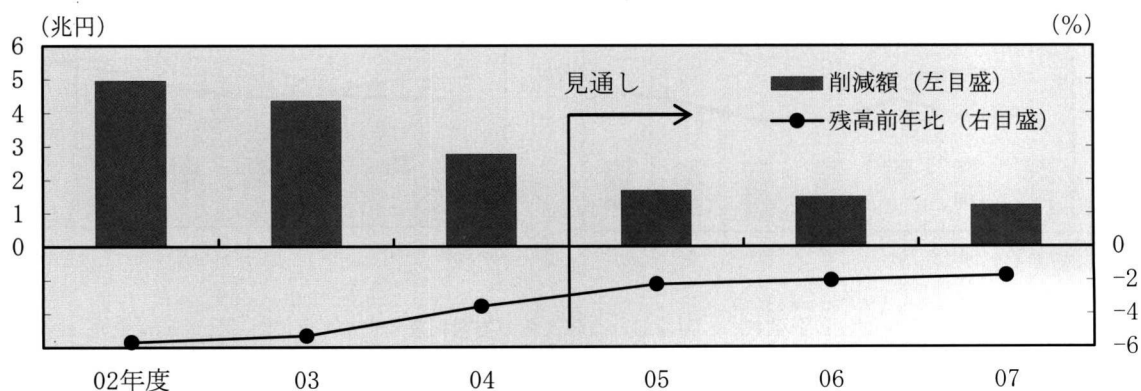
(1) 中期経営計画における有利子負債削減の位置付け



(2) 有利子負債の削減ペース



(3) 先行きの有利子負債削減額の見通し (試算)

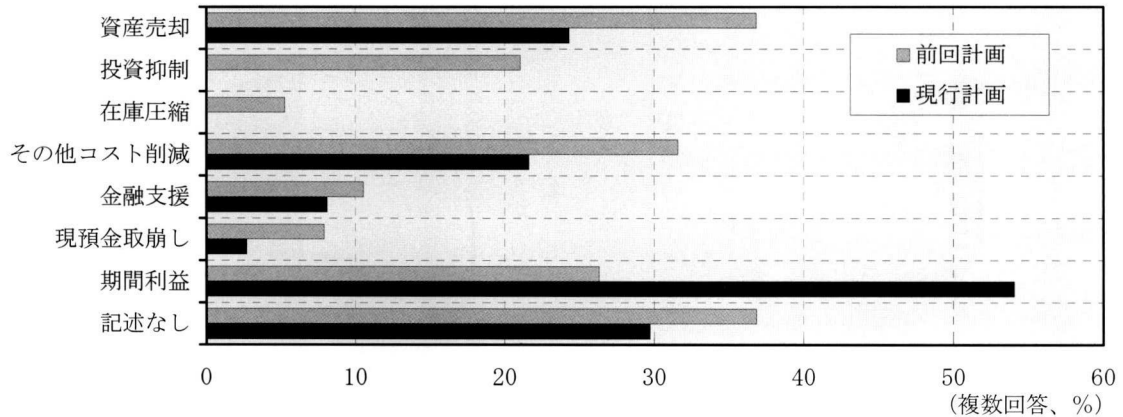


- (注) 1. (1) は、全 100 社のうち、前回計画と現行計画の両方の内容を把握できる 56 社の集計。  
 2. (2) は、先行きの有利子負債残高や削減額を算出できる 98 社の集計。計画期間中の削減目標額を 1 年当たりの金額に換算し、前回計画と今回計画の削減ペースを比較した。  
 3. (3) は、過去の負債残高と、現行計画の終期の残高見通しを算出できる 95 社の集計。

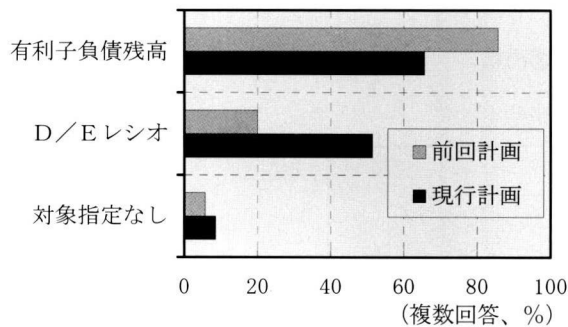
(資料) 日経 Financial QUEST、各社資料

(図表 10) 負債削減原資とD/Eレシオ

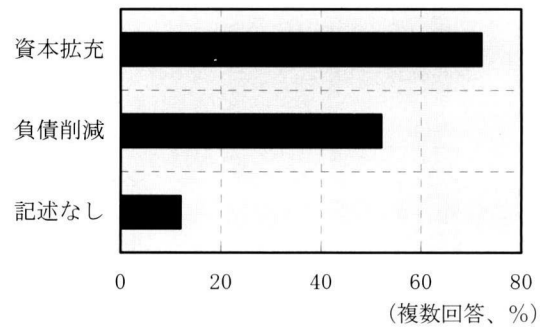
(1) 有利子負債削減の原資



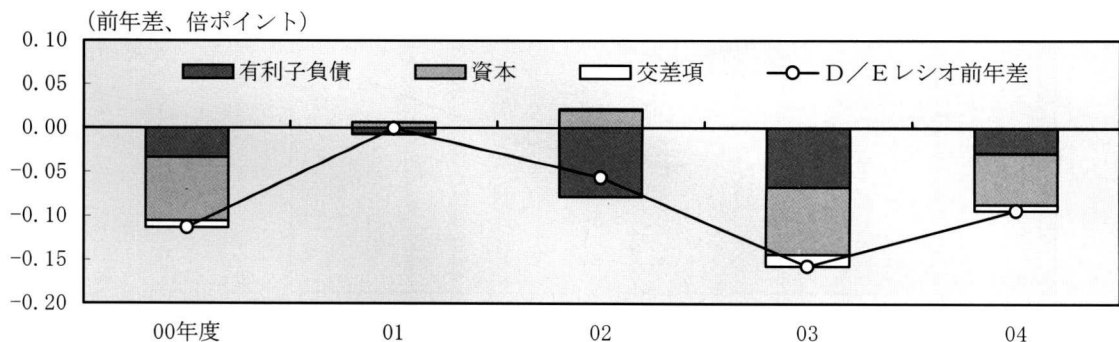
(2) 財務改善目標上の対象



(3) D/Eレシオ改善のための手段



(4) D/Eレシオ変化幅の要因分解

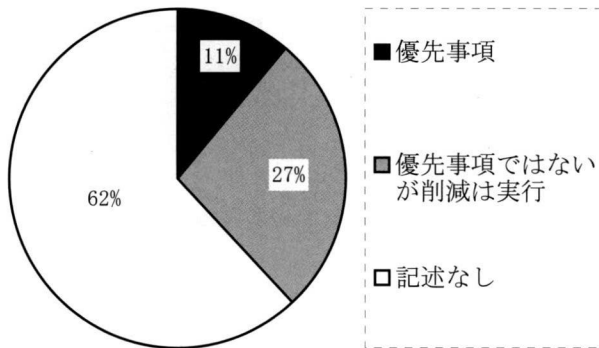


- (注) 1.  $D/E \text{ レシオ} = \text{期末有利子負債残高} / \text{期末自己資本}$   
 2. (1) は、全100社のうち、有利子負債削減を明言している先の集計 (現行37社、前回38社)。  
 3. (2) は、全100社のうち、前回計画と現行計画の両方の内容を把握できる35社の集計。  
 4. (3) は、現行計画において、財務改善目標上の対象としてD/Eレシオを挙げる25社の集計。  
 5. (4) の集計対象は図表1 (注) を参照。

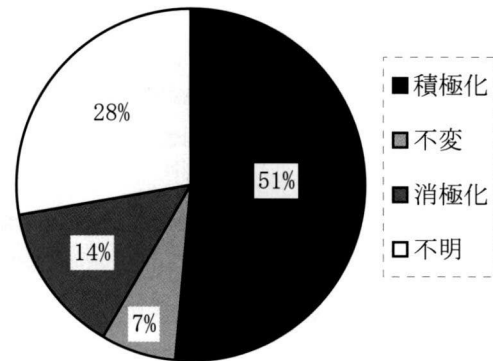
(資料) 日経 Financial QUEST、各社資料

(図表 11) 負債削減と投資積極化の関係

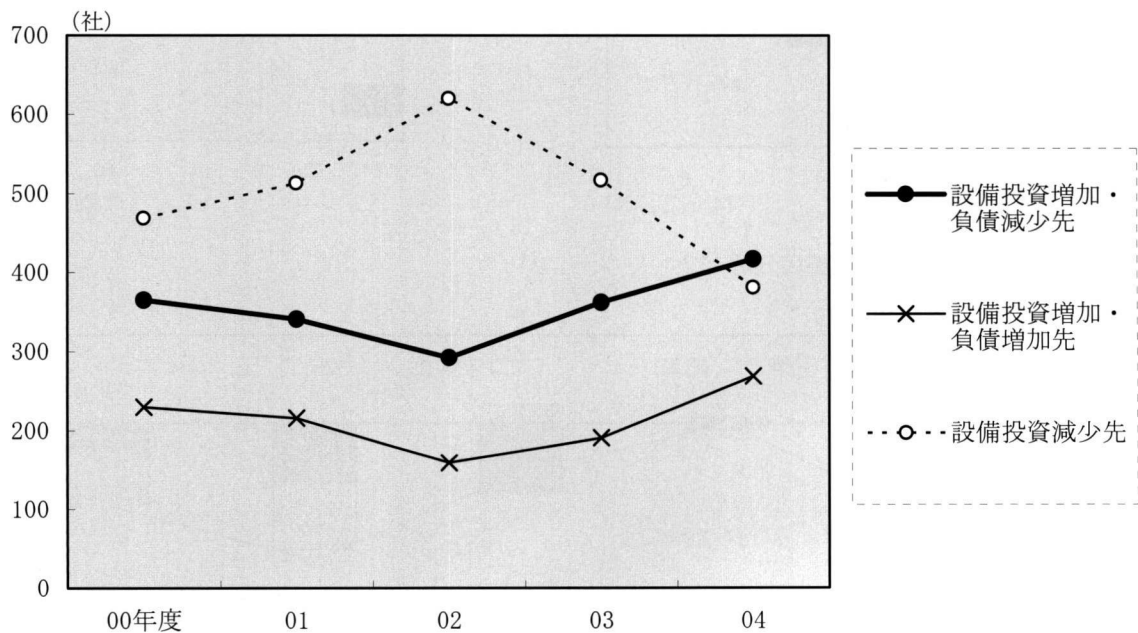
(1) 投資積極化先の有利子負債削減スタンス



(2) 有利子負債削減先の投資スタンス



(3) 有利子負債削減と設備投資増加を両立している企業の数

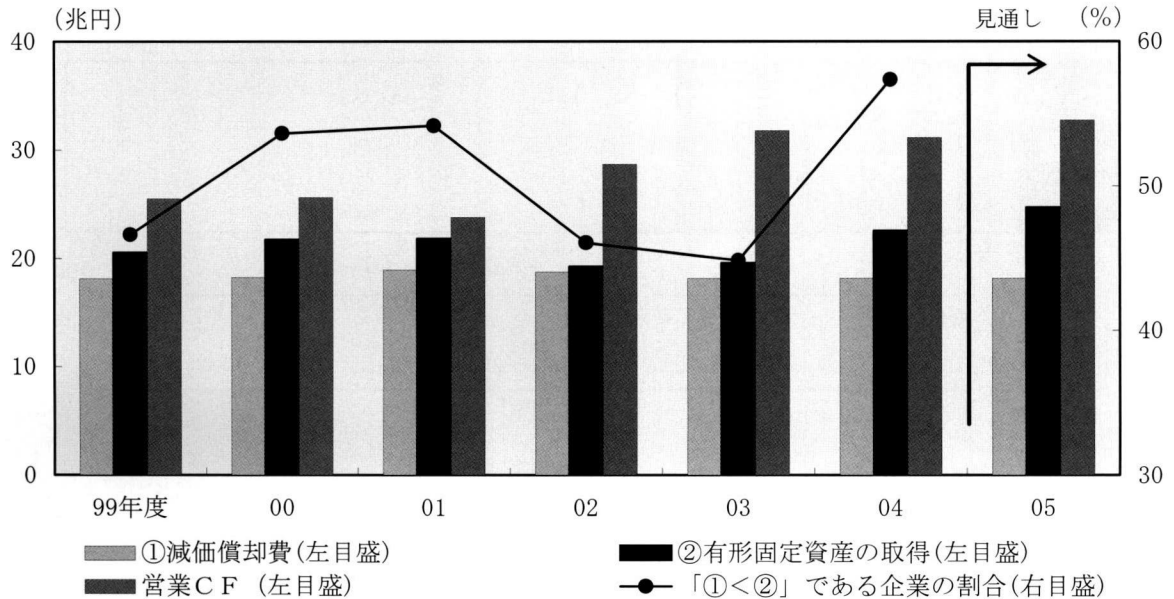


- (注) 1. (1) は、全 100 社のうち、現行計画において設備投資スタンスが積極化する 37 社の集計。  
 2. (2) は、図表 9 (2) において、「削減額増加」、「削減額不変」、「削減額減少」に分類された 42 社の集計。  
 3. (3) の集計対象は図表 1 (注) を参照。

(資料) 日経 Financial QUEST、各社資料

(図表 12) 設備投資スタンスの積極化

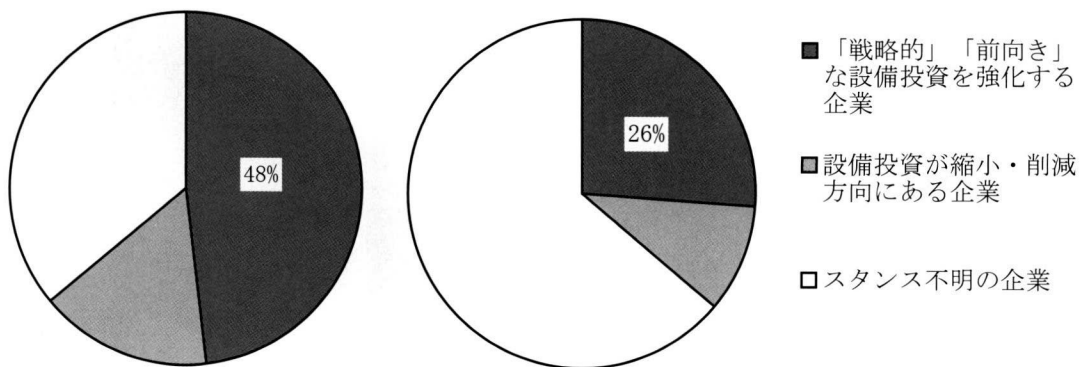
(1) 設備投資と減価償却、営業キャッシュフロー



(2) 中期経営計画において「戦略的」「前向き」な設備投資を強化する先

①製造業 (全50社)

②非製造業 (全50社)

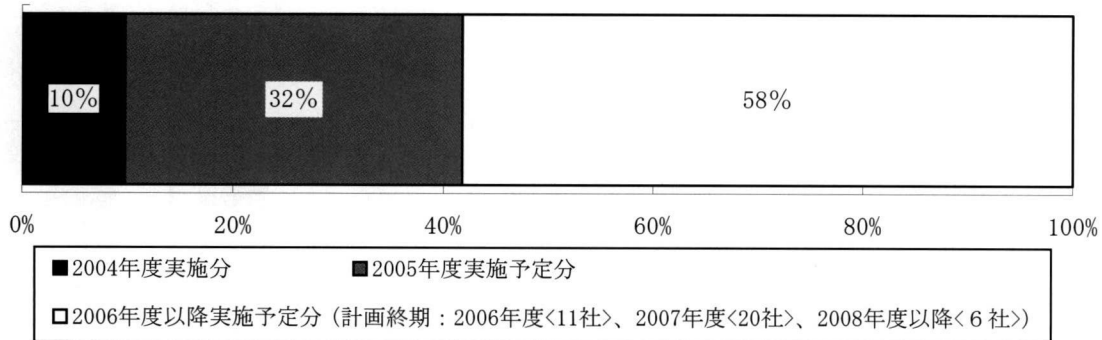


(注) 1. (1) における 2005 年度見通しの試算方法は、図表 8 を参照。  
 2. (1) の集計対象は図表 1 (注) を参照。

(資料) 日経 Financial QUEST、各社資料

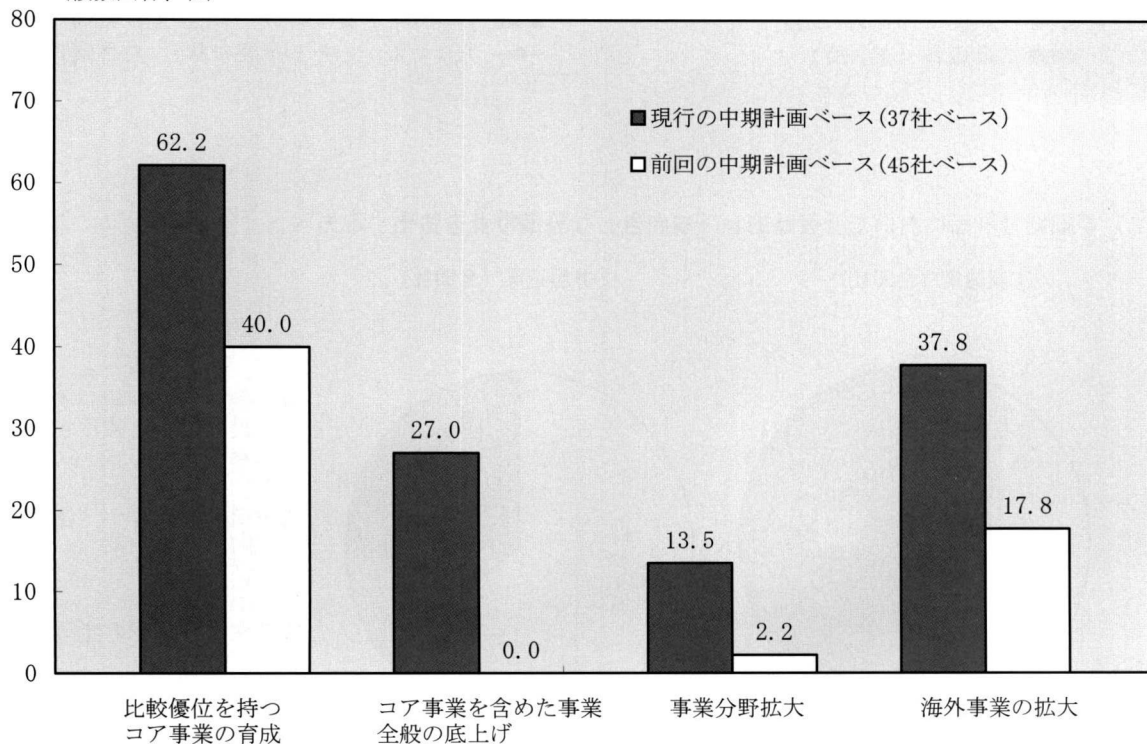
(図表 13) 先行きの投資計画と投資を積極化させる分野

(1) 中期経営計画における各年毎の設備投資金額割合 (40社)



(2) 投資を積極化させる分野

(複数回答、%)



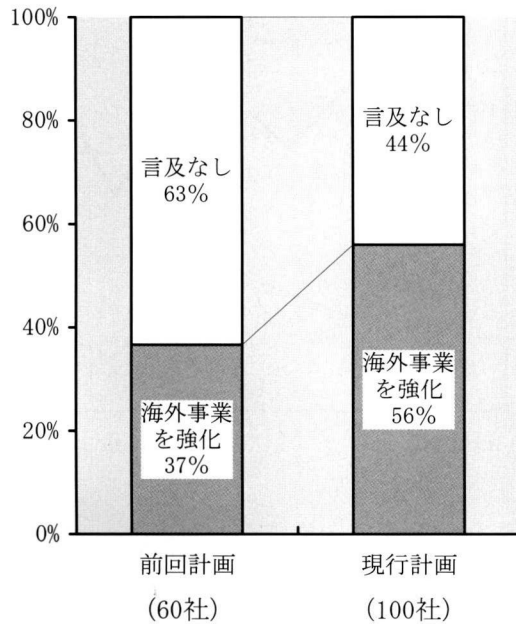
(注) (1) の年度ごとの設備投資額は、以下のように算出。2004 年度は設備投資実績を集計した。2005 年度計画は、各社の有価証券報告書等から入手。2006 年度以降については、「中期経営計画期間中の設備投資予定額合計 - 2005 年度以前の設備投資額」として算出した。

(資料) 日経 Financial QUEST、各社資料

(図表 14) 海外事業の展開

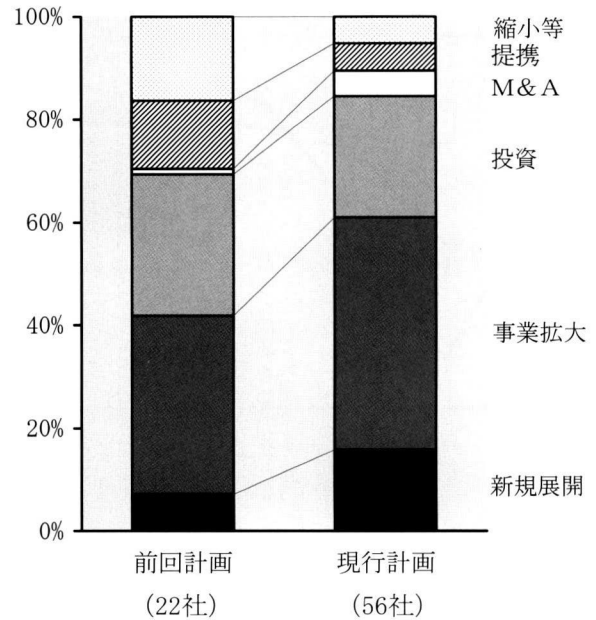
(1) 海外事業展開スタンス

① 先行きの方向性



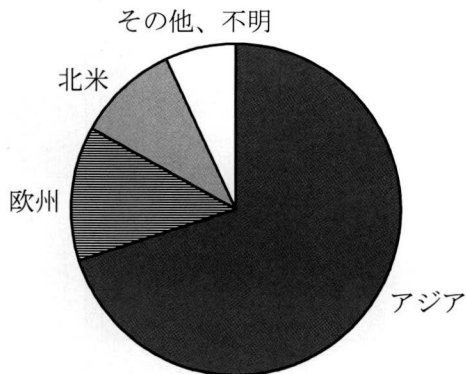
② 事業展開の内容

(複数回答)

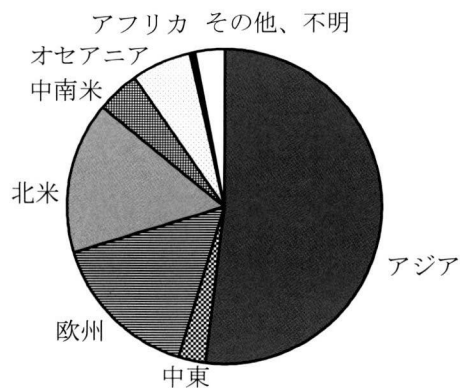


(2) 中期経営計画での事業展開地域 (複数回答)

< 前回計画 (22社) >



< 現行計画 (56社) >



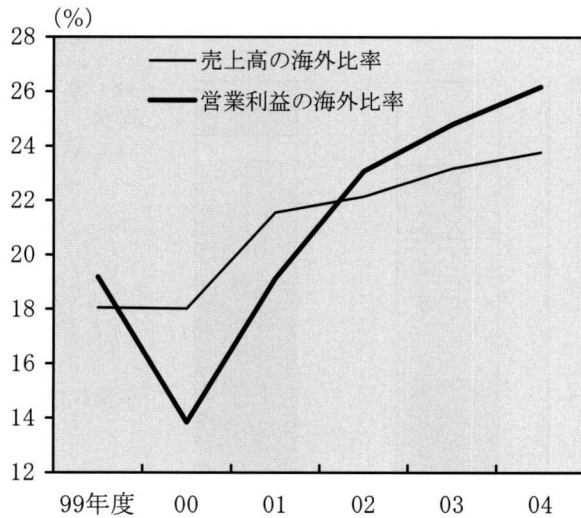
(資料) 各社資料



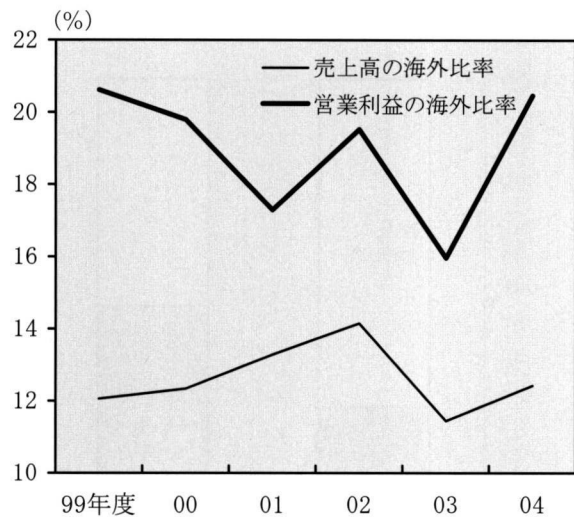
(図表 15) 海外事業の収益性

(1) 連結ベースの売上・利益に占める海外部門比率

① 製造業

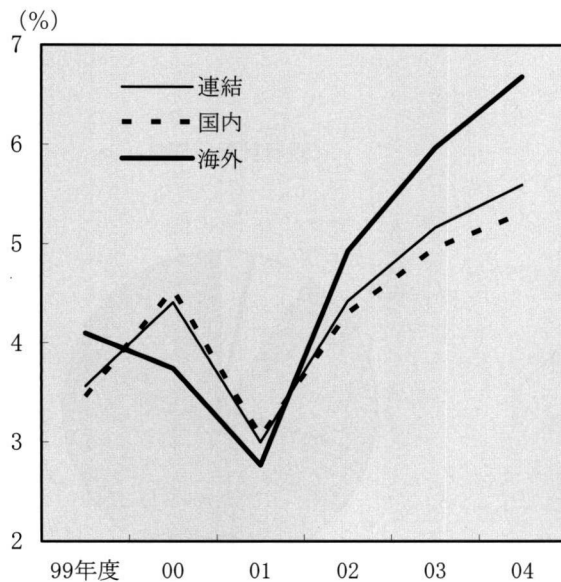


② 非製造業

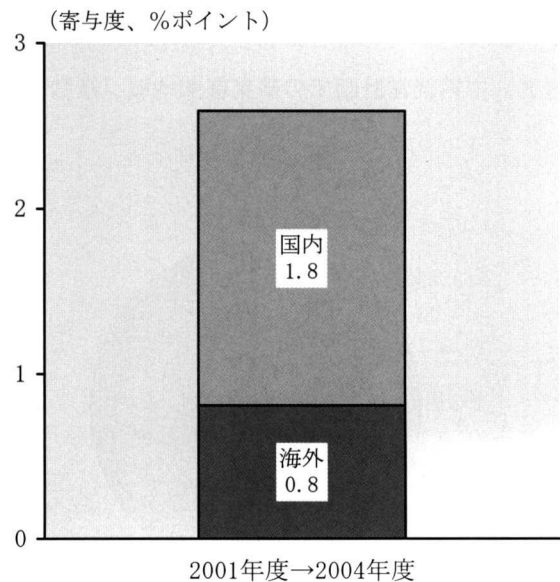


(2) 国内外の売上高営業利益率

① 売上高営業利益率



② 利益率改善幅の内外別の要因分解

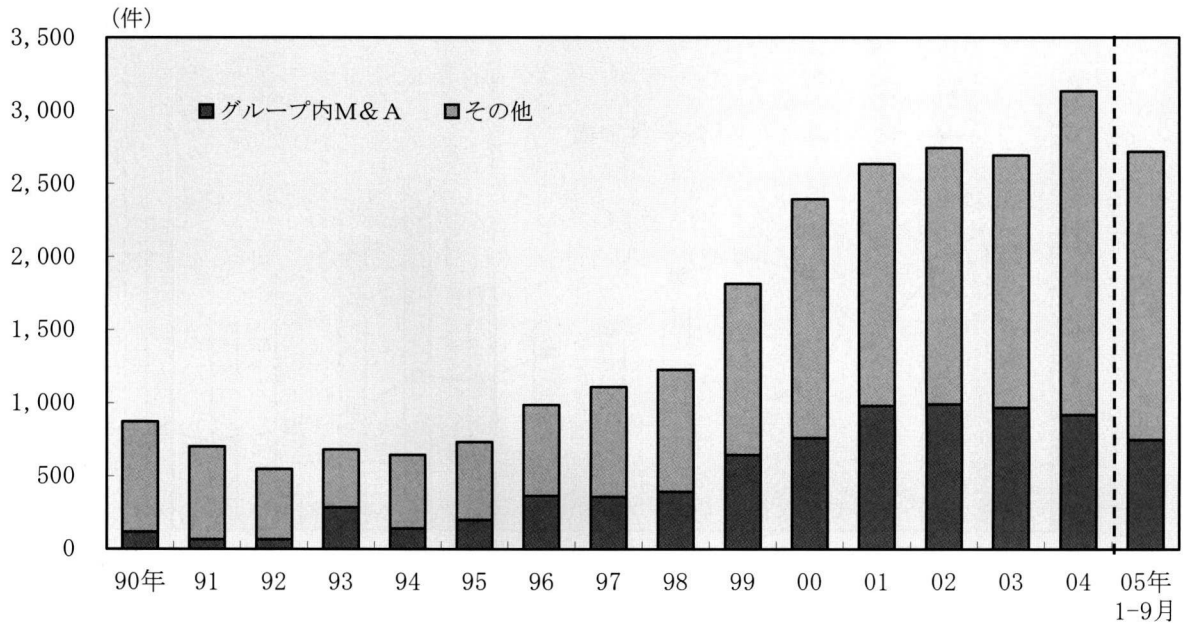


(注) 集計対象は図表 1 (注) を参照。

(資料) 日経 Financial QUEST

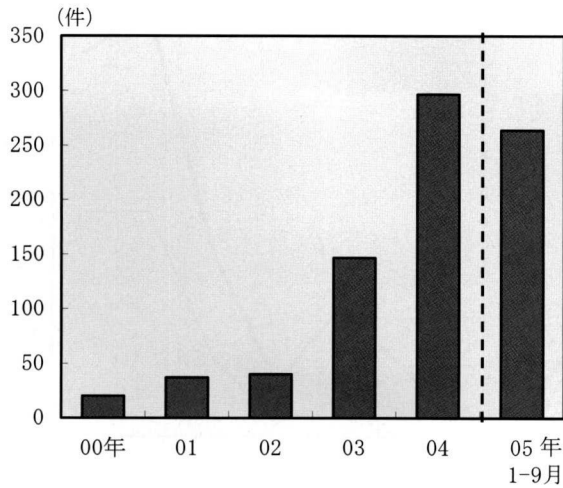
(図表 16) 企業主導型M&Aへの動き

(1) M&A件数とグループ内M&A

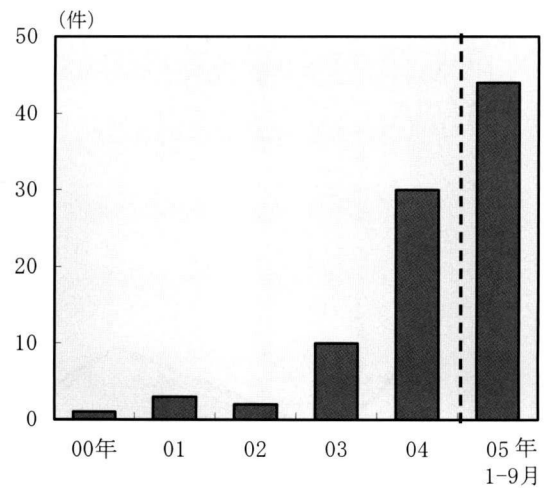


(2) ファンド型M&A

① ファンドのM&A件数



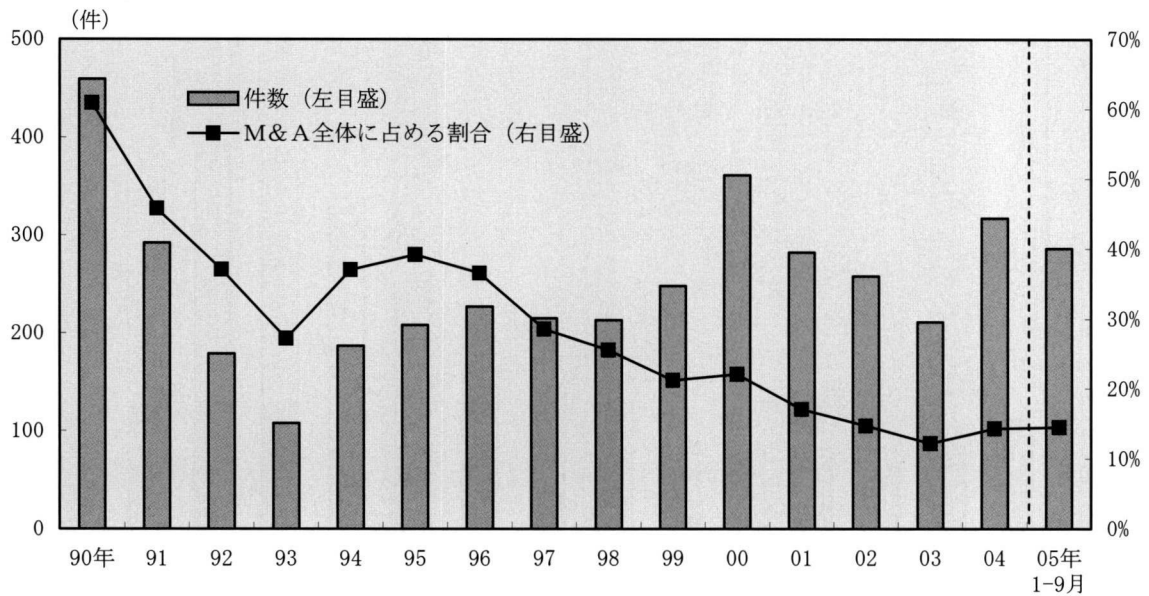
② ファンドの売却件数



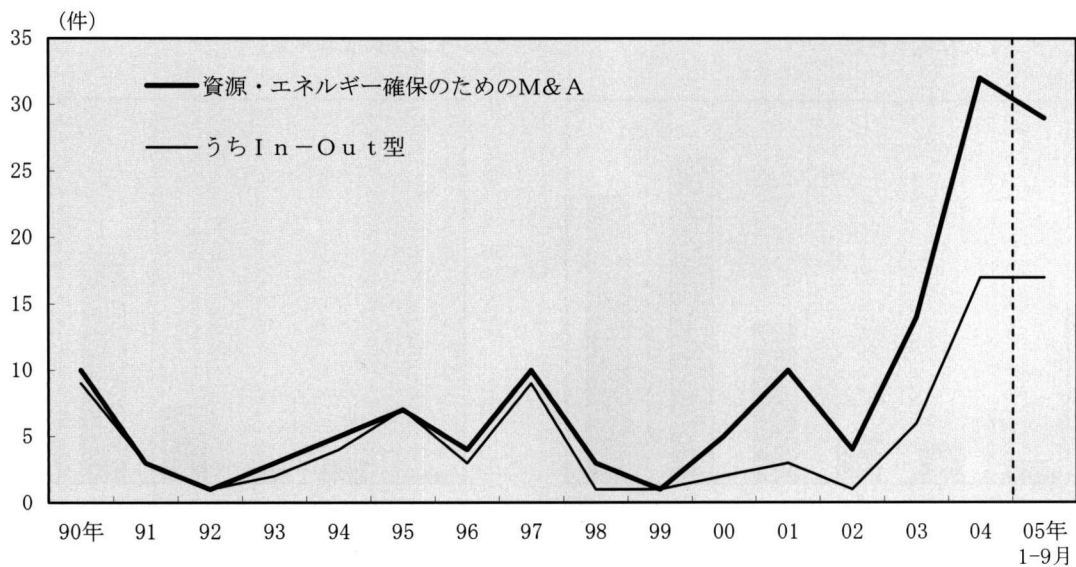
(資料) レコフ「MARR」

(図表 17) 海外企業の買収、資源目的M&A

(1) In-Out型のM&A



(2) 資源・エネルギー確保のためのM&A

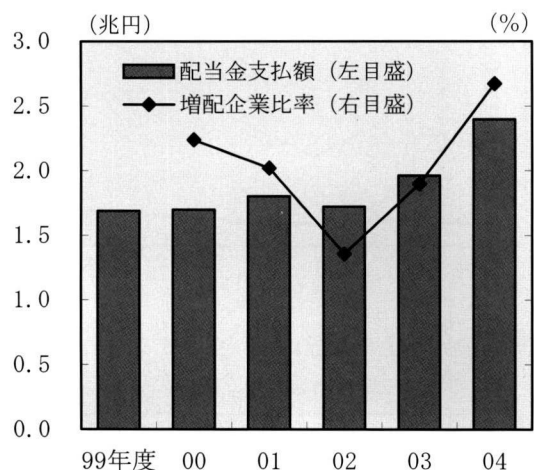


(資料) レコフ「MARR」

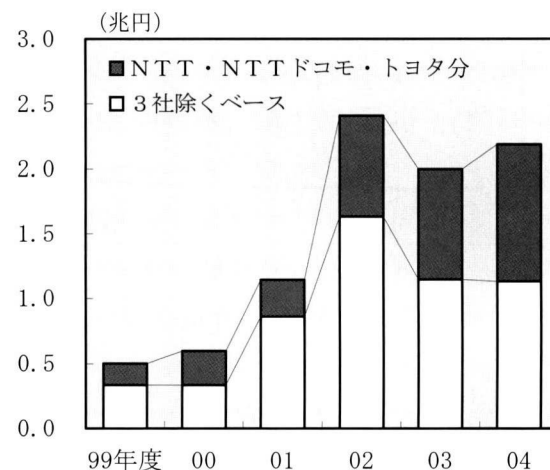
(図表 18) 株主への利益還元に対する姿勢

(1) 株主への利益還元の実績

① 配当金支払額

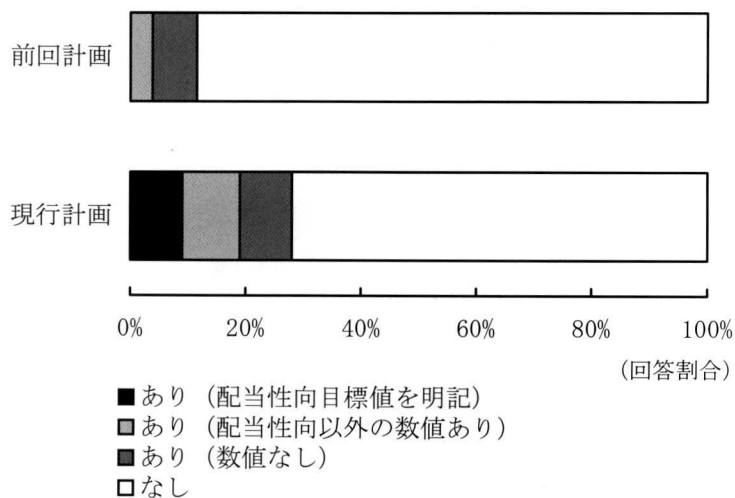


② 自己株式取得額の実績

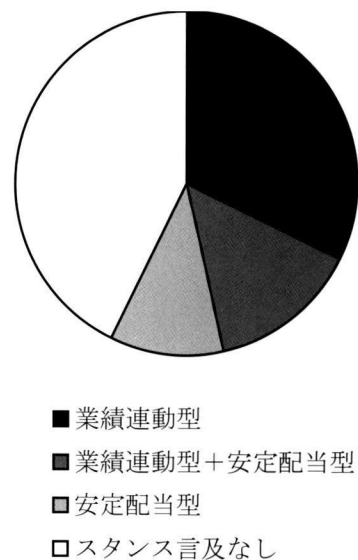


(2) 中期経営計画にみる企業の配当姿勢

① 配当言及の有無



② 配当言及企業の配当方針



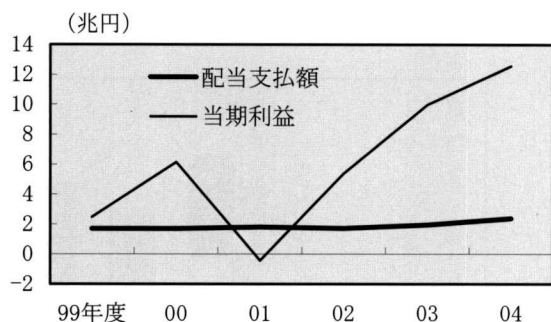
(注) (1) の集計対象は図表 1 (注) を参照。

(資料) 日経 Financial QUEST、各社資料

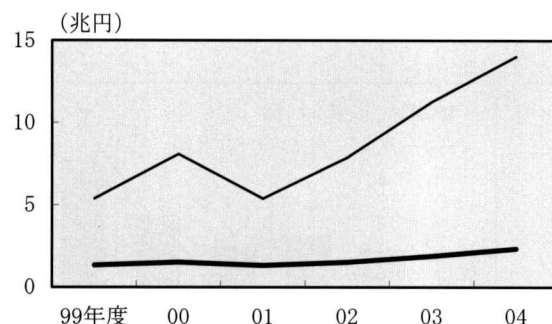
(図表 19) 日米の配当性向比較

(1) 日本企業の利益と配当額

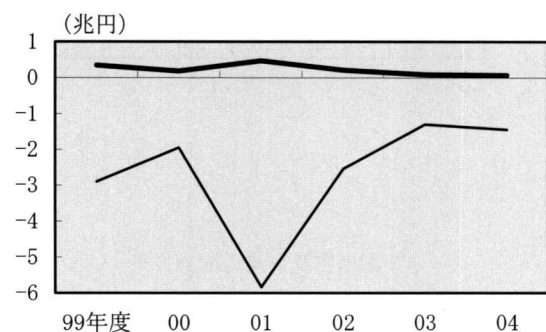
①全体



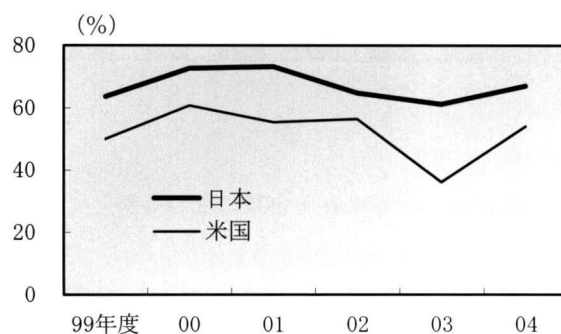
②黒字企業のみ



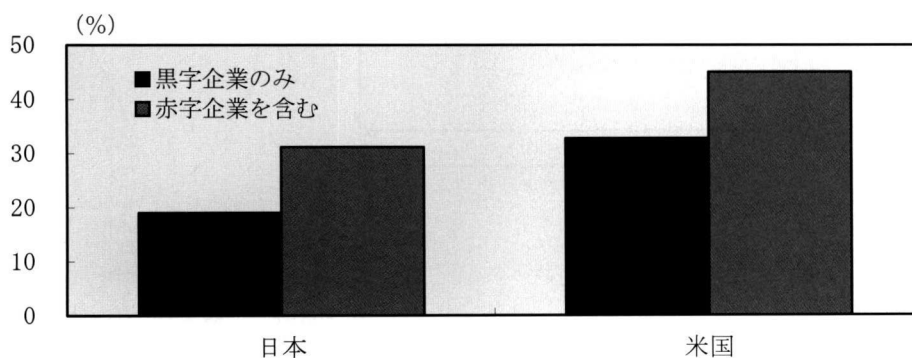
③赤字企業のみ



④日米の赤字企業有配比率



(2) 日米の配当性向 (1999~2004年度の平均)



(注) 1. 日本のデータの集計対象は、図表1(注)を参照。

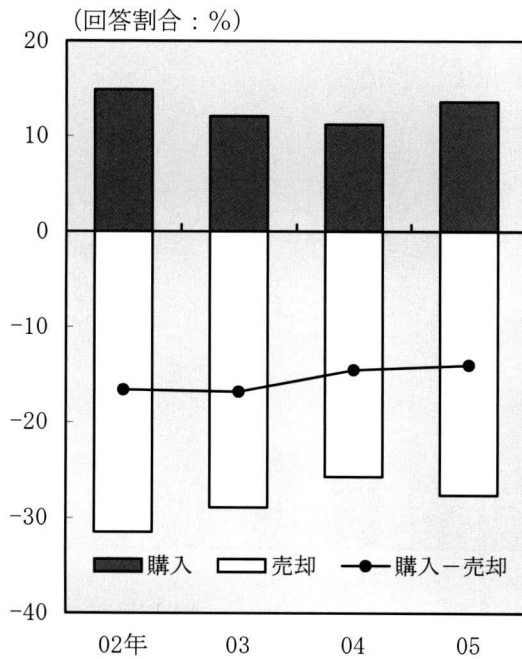
2. 米国については、S & P 500 企業のうち、1999 年から 2004 年までのデータが取得可能な企業の集計値 (除く金融業)。

3. 配当性向は、当期中に支払われた株主分配額 (前期の期末配当 + 当期の中間配当) を、当期利益で除して計算。

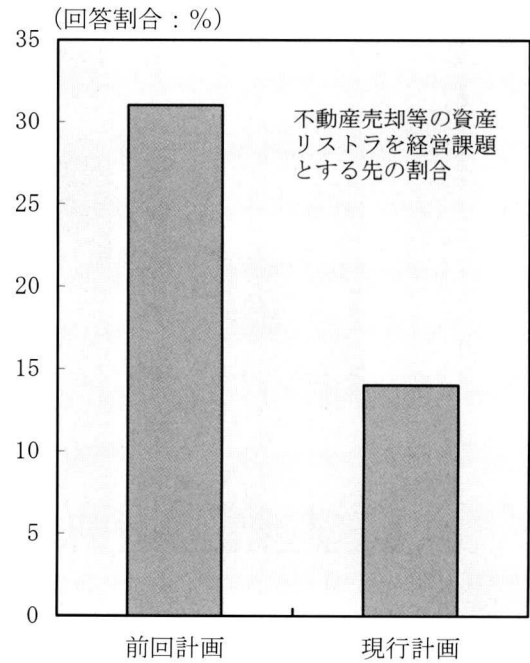
(資料) 日経 Financial QUEST、Bloomberg

(図表 20) 不動産売買

(1) 企業の土地売買スタンス



(2) 中期経営計画でみた資産リストラ圧力



(3) 減損会計の前倒し適用状況

	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期
減損計上社数	112社	347社	強制適用開始
減損損失合計	9,807億円	2兆1,253億円	

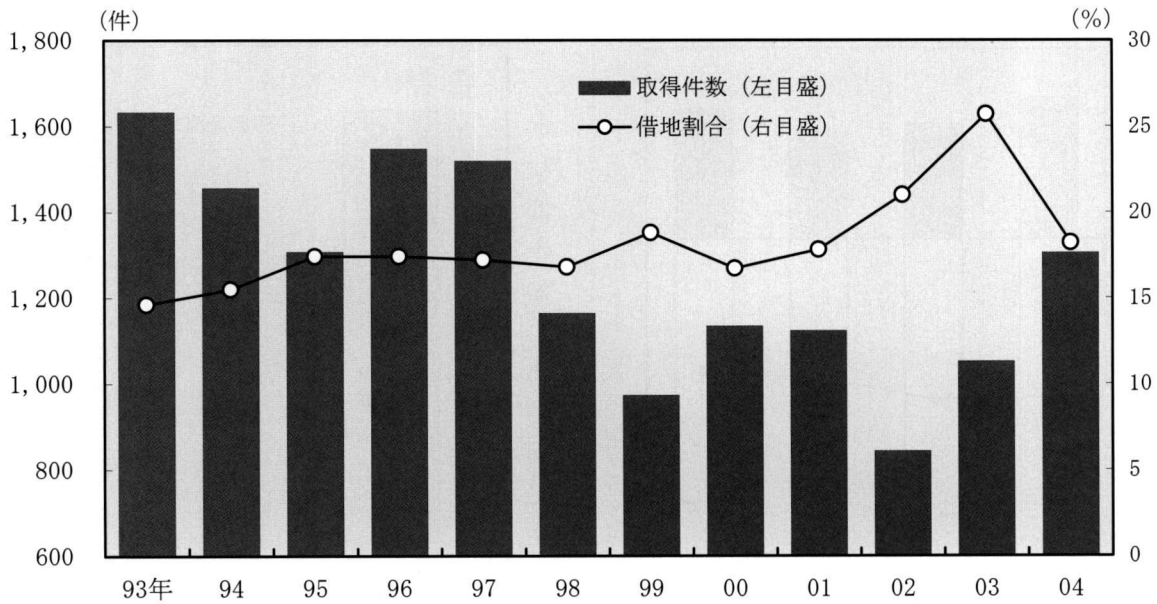
(注) 1. (1) は、各年3月時点の調査で、各時点における今後1年間の土地の購入・売却意向の有無を示す。

2. (3) は、全上場企業2,853社を対象に集計。

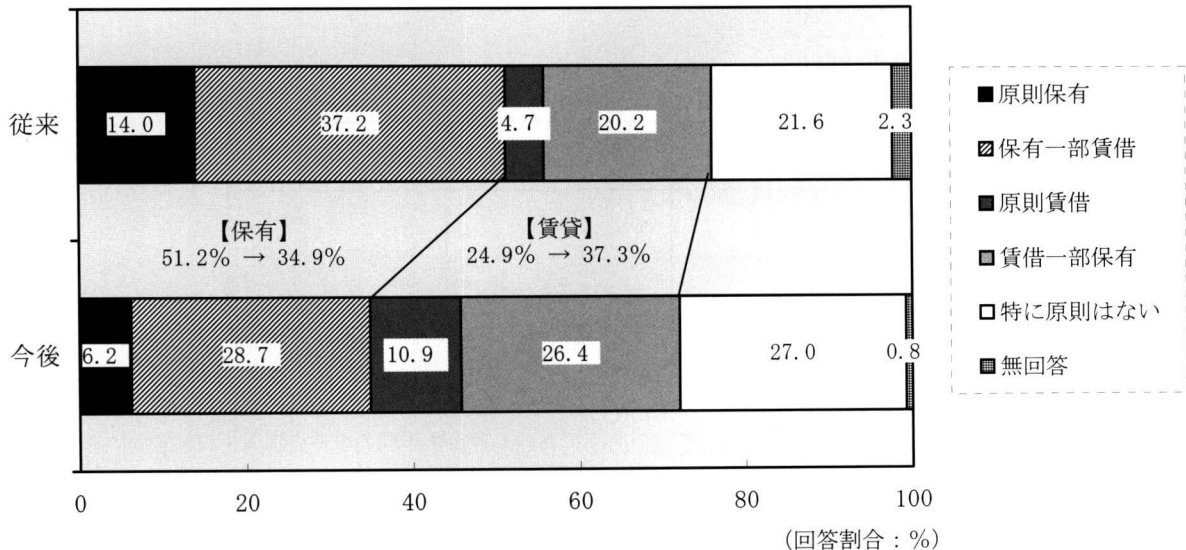
(資料) 国土交通省「土地投資動向調査」、日経 Financial QUEST、各社資料

(図表 21) 企業の不動産取得スタンス

(1) 製造業における工場用地の取得件数



(2) 非製造業における不動産の保有スタンス



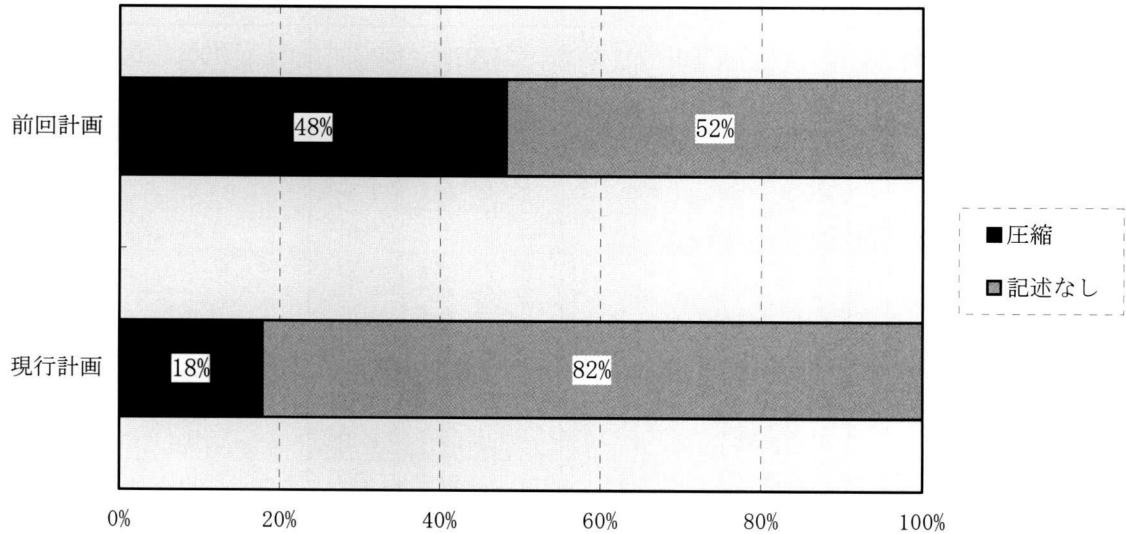
- (注) 1. (1) は、工場または事業場向けに取得した、1千㎡以上の用地が対象（借地を含む）。  
 2. (1) の借地割合は、電気、ガス、熱供給業を含んだ数値。  
 3. (2) のアンケート対象は上場企業（金融、不動産を除く）で、調査時期は2004年11～12月。

(資料) 経済産業省「工場立地動向調査」、不動産証券化協会「一般事業会社の不動産保有と証券化に関する意識調査」

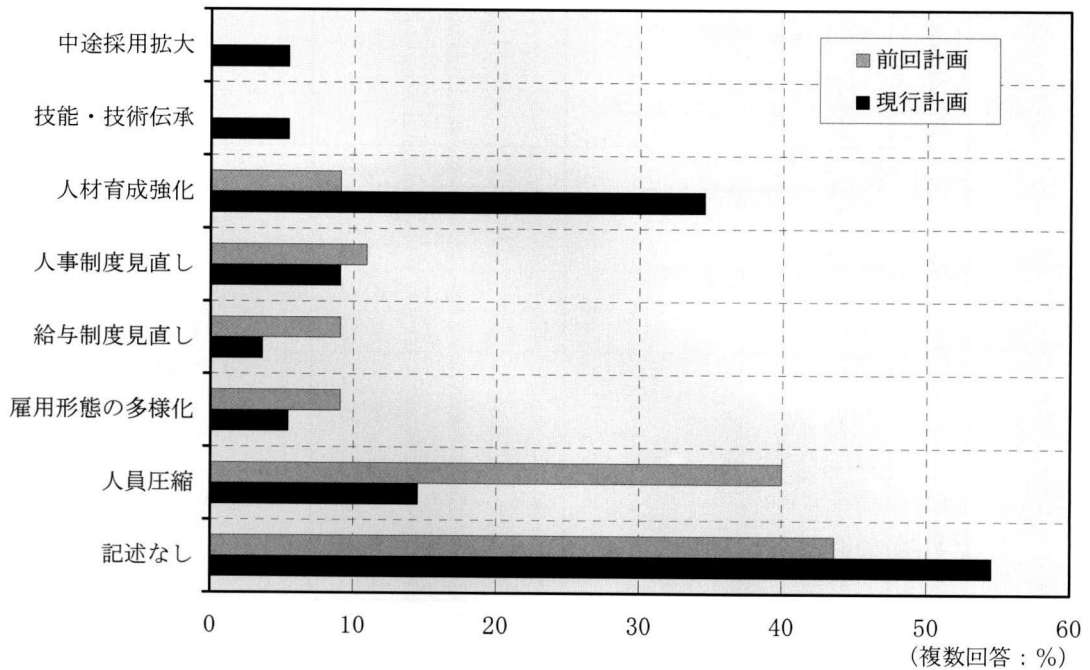


(図表 22) 先行きの雇用スタンス

(1) 総人件費に対する見方



(2) 雇用・賃金に関する課題



(注) (1) (2) とともに、全 100 社のうち、前回計画と現行計画の両方の内容を把握できる 56 社の集計。

(資料) 各社資料

(参考図表) 利用データの業種構成

	決算データ	中期経営計画
合計	1,072 ( 100.0)	100 ( 100.0)
製造業	689 ( 64.3)	50 ( 50.0)
素材業種	268 ( 25.0)	18 ( 18.0)
繊維	35 ( 3.3)	2 ( 2.0)
紙・パルプ	11 ( 1.0)	0 ( 0.0)
化学	132 ( 12.3)	5 ( 5.0)
石油・石炭製品	6 ( 0.6)	4 ( 4.0)
窯業・土石製品	22 ( 2.1)	3 ( 3.0)
鉄鋼	30 ( 2.8)	1 ( 1.0)
非鉄金属	20 ( 1.9)	3 ( 3.0)
その他	12 ( 1.1)	0 ( 0.0)
加工業種	421 ( 39.3)	32 ( 32.0)
食料品	48 ( 4.5)	7 ( 7.0)
金属製品	25 ( 2.3)	0 ( 0.0)
一般機械	99 ( 9.2)	6 ( 6.0)
電気機械	131 ( 12.2)	6 ( 6.0)
輸送機械	59 ( 5.5)	11 ( 11.0)
精密機械	21 ( 2.0)	2 ( 2.0)
その他	38 ( 3.5)	0 ( 0.0)
非製造業	383 ( 35.7)	50 ( 50.0)
建設	84 ( 7.8)	4 ( 4.0)
不動産	25 ( 2.3)	6 ( 6.0)
卸売	93 ( 8.7)	5 ( 5.0)
小売	40 ( 3.7)	4 ( 4.0)
運輸・倉庫	59 ( 5.5)	7 ( 7.0)
情報通信	46 ( 4.3)	5 ( 5.0)
電力・ガス	0 ( 0.0)	4 ( 4.0)
サービス	36 ( 3.4)	10 ( 10.0)
リース	0 ( 0.0)	3 ( 3.0)
その他	0 ( 0.0)	2 ( 2.0)

(注) かつこ内は構成比、%。