

# 日本企業のマネーフローに変化はみられるか

みずほ総合研究所

調査本部 市場調査部・金融調査部

03-3591-1248 / 03-3591-1351

- 2013年7～9月期における日本企業の資金運用（資金の使い途）は、大企業では投融資の増加を背景に回復基調が続いた一方、中堅・中小企業では設備投資の低迷により緩やかな伸びにとどまった
- 安倍政権発足後、企業の前向きな投資行動に対する期待が高まっているが、企業は未だ投資に対する慎重姿勢を崩していない模様
- 今後は、設備投資や海外向け投資などの増大に伴う資金需要の動向が注目される。また、成長戦略において産業の新陳代謝促進が掲げられる中、国内M&Aに伴う資金需要の動向も注目点である

昨年末の安倍政権発足以来、金融政策、財政政策、成長戦略の三本の矢からなる経済政策が遂行される中で先行きへの期待が高まり、それに伴い企業の前向きな投資行動に対する期待も高まっている。本稿では、資金運用・資金調達の両サイドからみた最近の企業行動の特徴を整理し、日本企業のマネーフローに積極的な変化がみられるかどうかを確認していきたい。

## 1. 企業の資金運用・調達動向の概要

はじめに、財務省法人企業統計を用いて企業の資金運用・調達動向を概観する。法人企業統計では、設備投資や在庫投資など実物資産への投資を「資金需要」、現預金や有価証券など金融資産への投資を「資金運用」と定義している。一方、資金の調達サイドについては、内部留保と減価償却の合計を内部調達、また増資、社債、借入金の合計を外部調達としており、内部調達と外部調達の合計は「資金調達」と分類されている。本稿では、「資金調達」の定義は法人企業統計と同様とするが、実物資産、金融資産への投資をともに「資金運用」と呼ぶことにする。したがって、ここで定義した「資金運用」額と「資金調達」額は常に等しくなる。

### （1）企業規模毎に差異が見られる資金運用の増加ペース

12月2日に公表された財務省法人企業統計によると、2013年7～9月期における企業の資金運用額は、大企業では前期比+6.6%（4四半期累計値）、中堅・中小企業では同+3.7%となった（次頁図表1）。安倍政権発足後の13年1～3月期以降の動向をみても、大企業では投融資等の増加を背景に堅調に増加している一方（13年1～3月期以降の3四半期平均前期比伸び率：+11.1%）、中堅・中小企業では設備投資の低迷により緩やかな伸びにとどまっている（同：+5.3%）。但し、投融資等の項目については保有有価証券の時価変動に伴う増減が含まれているため、資金フローの純増減を十分に捕捉すること

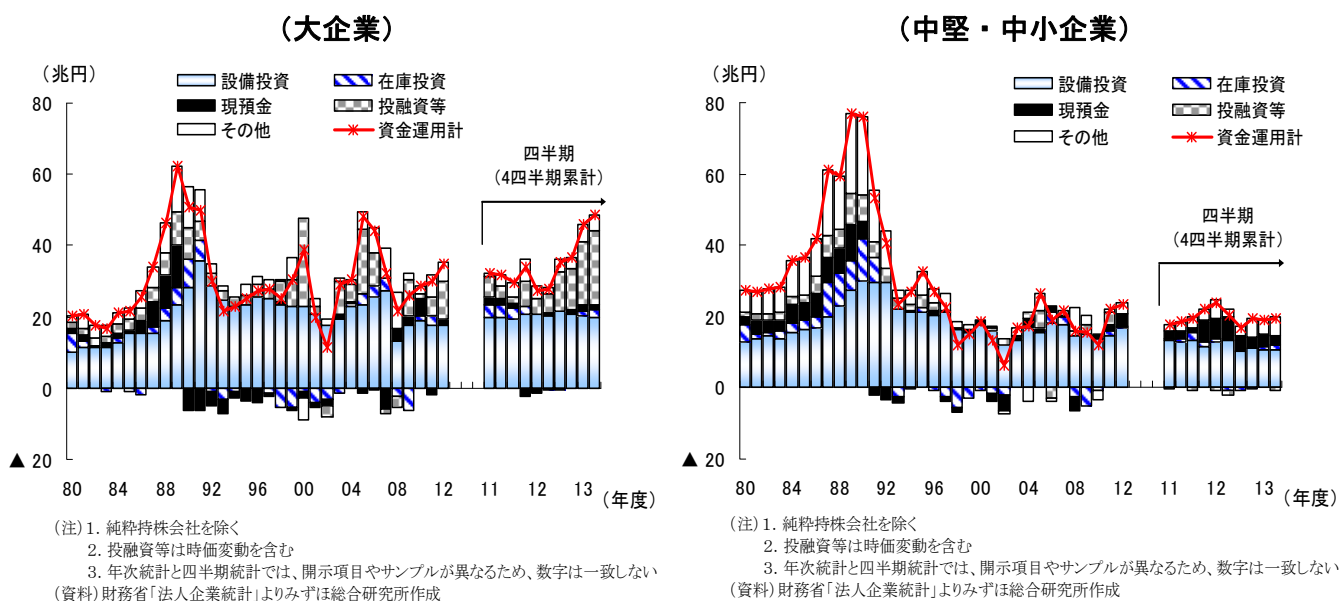
ができないという問題点がある。足元一年の投融資等の増加については、株高や円安による時価上昇が含まれており、その点は割り引いてみる必要がある。

長期的な視点から足元の動きを評価するため、年度ベースでの推移をみると、大企業では、リーマン・ショックが発生した08年度に資金運用額が大きく落ち込んだ後、09年度以降は増加が続いている。内訳をみると、10年度までは現預金での運用が増加しており、手元流動性を確保する動きが目立ったものの、11年度以降はM&Aなどを含む投融資等が増加しており、資金を前向きの事業活動に振り向ける動きが徐々に積極化してきた様子がみられる。その結果、大企業の13年7～9月期における資金運用額はバブル期（89年度）の8割弱、2000年代半ばの景気回復期（05年度）とほぼ等しい水準まで回復している。

一方、中堅・中小企業の資金運用額は、バブル崩壊後、さらに90年代後半や2000年代前半の金融危機時に大きく落ち込んだ後、低水準で推移してきた。大企業に比べると、リーマン・ショック時の落ち込みは小さかったものの、その後の回復の動きも弱い。その結果、中堅・中小企業の13年7～9月期における資金運用額は、バブル期（89年度）の3割弱、05年度と比較しても7割強の水準にとどまっている。

また、大企業、中堅・中小企業ともに、資金運用の大半を占める設備投資の増加は、緩やかなものにとどまっている。とりわけ中堅・中小企業の08年度から12年度までの設備投資の年平均伸び率は+3.8%と、過去の設備投資の拡大局面（86～91年度：同+11.9%、01～07年度：同+7.9%）と比較してかなり低くなっている。大企業については同+7.9%と、中堅・中小企業よりは伸び率が高くなっている。しかしより詳細にみると、09年度にはリーマン・ショックによる設備投資の大幅な減少（08年度）の反動によって増大したものの、10年度以降の設備投資はほぼ横ばいで推移している。また、過去の設備投資拡大局面（86～91年度：同+18.3%、01～07年度：同+9.2%）と比較しても緩慢な伸びにとどまっている。

図表1 資金運用の動向



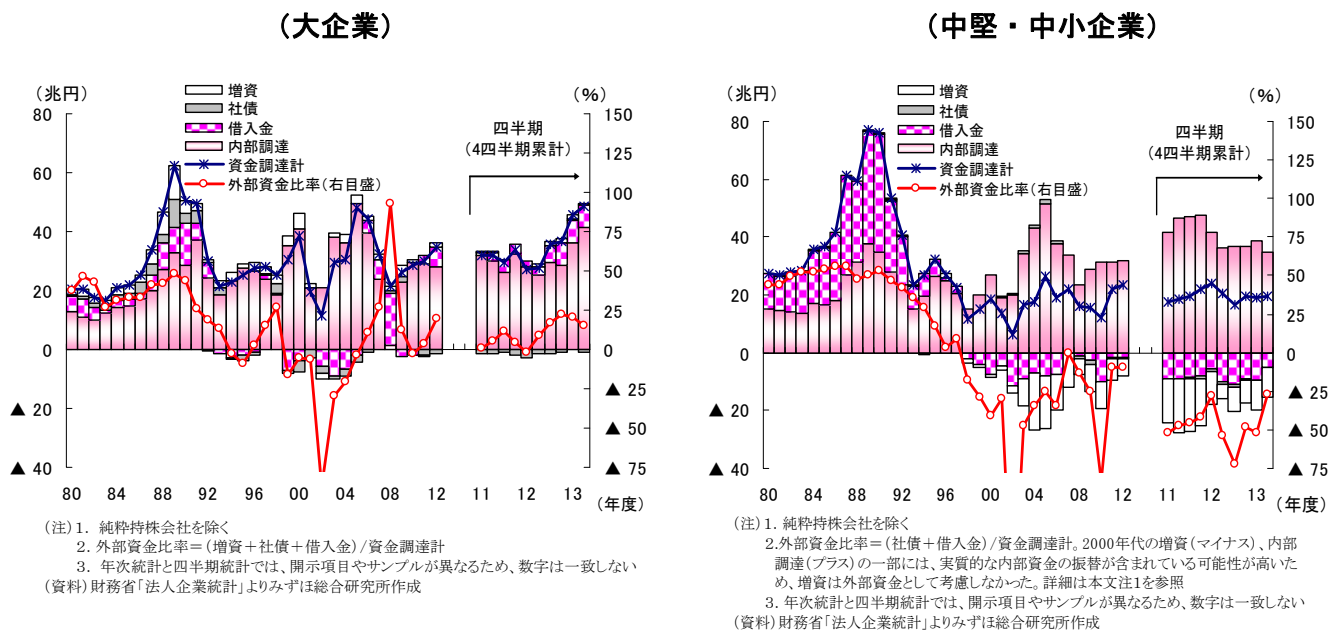
## (2) 徐々に顕在化する外部資金需要

次に、企業の資金調達のうち外部資金調達額の動向についてみていきたい。まず大企業の外部資金調達額を年度ベースの推移でみると、リーマン・ショック後の資金確保の必要性から借入金が大きく増大した08年度の反動減により、09年度には純減となったものの、その後は資金運用の復調とともに徐々に外部資金調達も増加している(図表2)。その結果、資金調達全体に占める外部資金の比率(外部資金比率)も、12年度には20.0%と、リーマン・ショック前の07年度(26.6%)とほぼ同程度の水準となっている。足元の13年7~9月期の外部資金調達額は前期比▲24.8%(4四半期累計値)と減少し、外部資金比率も14.7%と前期比6.2%ポイント低下した。しかし、11~12年度上期と比べれば、なお高水準にあるといえ、13年度入り後も大企業による外部資金調達は総じて増加傾向が継続しているといえる。

一方、中堅・中小企業については、事業活動に伴う前向きな資金需要が伸び悩む中、外部資金の大半を占める借入金の返済傾向が足元でも継続している。このため、13年7~9月期の外部資金比率も▲26.8%と、引き続き水面下にある<sup>1)</sup>。

但し、中堅・中小企業の借入金額は年度統計と四半期統計とでやや乖離が生じており、年度統計でみると、借入金の返済額は10年度をピークに縮小している。四半期統計は速報性に優れるものの、資本金1,000万円未満の中小企業がカバーされていないという限界がある。そこで以下では資金の出し手である銀行側の統計からも、企業の借入動向や業種別にみた特徴を確認しておきたい。国内銀行の企業向け貸出の動向についてみると、13年度以降も大企業向けが牽引する形で増加が続いている(次頁図表3)。大企業向け貸出の増加を業種別にみると、11年~12年上期にかけては、東日本大震災(11年3月)の影響による電力会社向けの増大が過半を占めていることが分かる。しかし、12年度下期以降は、製造業や不動産業など、複数の業種にわたって増加しているのが特徴である。中堅・中小企業向

図表2 資金調達の動向



け貸出についても、減少幅の縮小傾向が継続し、さらに直近の13年9月には不動産業やインフラ関連業種向けの貸出増加に牽引されて、僅かながらリーマン・ショック後初めて前年同期比で増加に転じている。増加幅はまだ小さく力強さには欠けるものの、中堅・中小企業においても資金需要が回復に向かう兆しが伺える。

## 2. 個別項目毎にみた企業の資金運用・調達動向

### (1) 設備投資と内部資金調達の関係

ここまでは資金運用と資金調達の全体像の把握に主眼を置いてきたが、次に、注目すべき個別項目について詳細にみていくこととする。

はじめに設備投資と内部資金調達の関係について取り上げる。企業が事業活動から生み出した営業キャッシュフロー（ここでは「経常利益×0.5+減価償却費」として算出する）のうちどの程度を設備投資に振り向けているかを示す指標である「設備投資／営業キャッシュフロー比率」の長期推移（80年～）をみると、大企業、中堅・中小企業ともに、90年代前半に120～130%となったのをピークに低下傾向が続いている（次頁図表4）。同比率は、2000年代半ばにやや反転する局面もあったものの、リーマン・ショック後の08年度以降は一段と落ち込んでいる。足元の13年7～9月期についても、大企業では56.9%（4四半期平均値）と80年度以降で最低であり、また中堅・中小企業についても55.5%（同）と極めて低い水準にある。

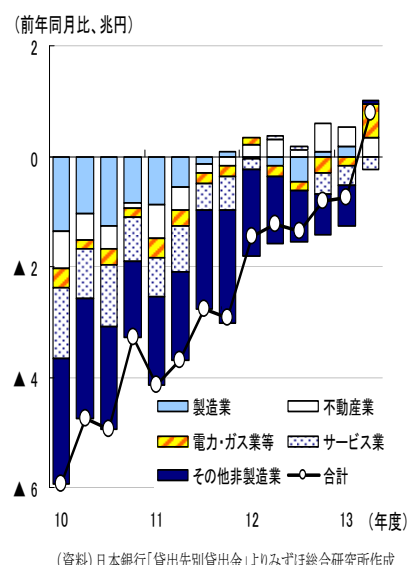
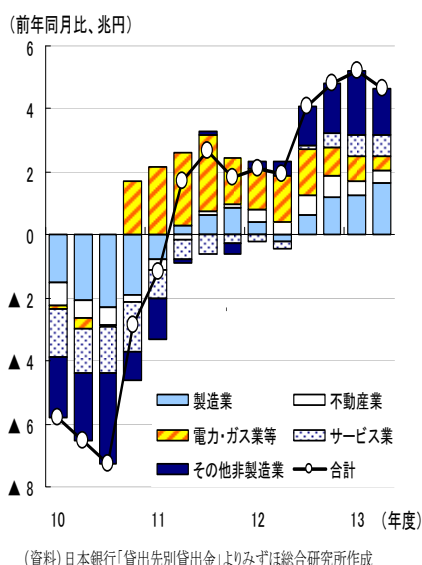
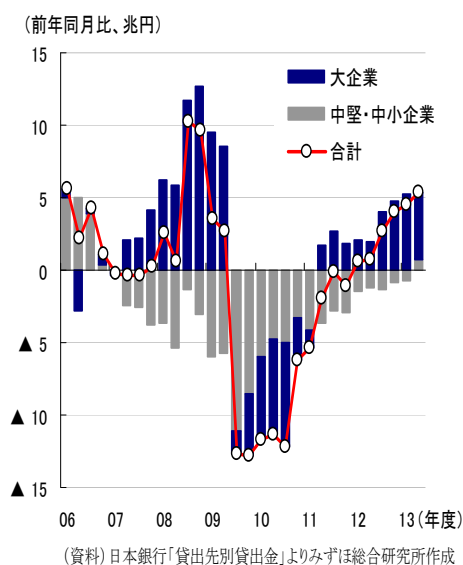
さらに、設備投資を営業キャッシュフローの一部である減価償却費と比較すると、大企業、中堅・中小企業共に、リーマン・ショック後の設備投資は減価償却費をも下回る水準まで減少した。設備投資が減価償却費を下回るというのは、新規投資のみならず更新投資も行えておらず、ストックベース

図表3 企業向け貸出の動向

(企業規模別)

(業種別：大企業)

(業種別：中堅・中小企業)



でみた設備が減少したことを示している。2000年代前半にも、減価償却費とほぼ同水準まで設備投資が減少した時期があったが、08年度以降の落ち込みはより顕著であり、企業の投資姿勢がきわめて抑制的であった様子が窺える。足元の13年7～9月期についてみると、大企業では設備投資額5.1兆円（4四半期平均値）に対して減価償却費4.9兆円（同）、中堅・中小企業では設備投資3.5兆円（同）に対して減価償却費3.4兆円（同）と、設備投資額が減価償却費を僅かに上回っている。ただしこれは、設備投資の回復というよりも減価償却費の減少により達成されている面が大きく、設備投資が本格的な回復基調にあるとはまだいえない。

このように、設備投資は営業キャッシュフローの水準を大きく下回っているだけでなく、減価償却費と同程度の低水準で推移している。こうした中、企業の余剰内部資金がどこに向かっているかといえば、現預金と海外進出関連の投資である。

## （2）現預金の動向

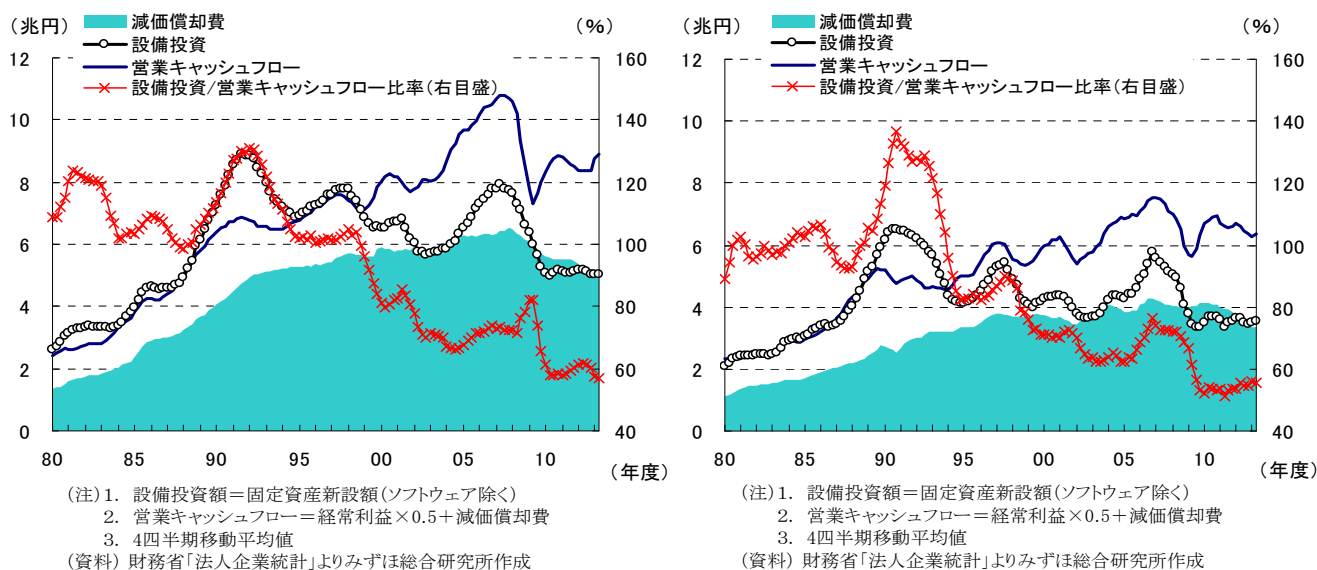
企業が保有する現預金の動向についてみていくと、中堅・中小企業では現預金の増加基調が80年度以降、趨勢的に続いている（次頁図表5）。90年度には80兆円弱程度であった現預金残高は、足元では100兆円を超えている。また、資金繰りの安定度を表す月商比でも、足元では1.7カ月分と、金額ベース同様、やはり80年度以降でみて過去最高水準となっている。

こうした中堅・中小企業の現預金増加については複数の要因が考えられよう。まず、バブル崩壊や90年代後半の金融危機など急激な経済・金融環境の変化を経て外部資金調達に係るリスクを強く認識するようになり、事業資金確保の機動性・確実性を重視する観点から現預金の保有を増大させていったことが考えられる。また、リーマン・ショック後の危機的な状況から脱してからも現預金残高が減少していない背景には、設備投資をはじめとして有望な投資機会が減少したことなどにより、結果として現預金が積み上がってきた面もあろう。

図表4 設備投資と営業キャッシュフロー

（大企業）

（中堅・中小企業）





一方、大企業の現預金残高は、90年度の70兆円から08年度には30兆円へと、半分以下の水準まで減少しており、対照的な動きとなっている。大企業はバブル崩壊以降、有利子負債と現預金を両建てで圧縮し、バランスシート調整を進めるとともにキャッシュマネジメントの効率化を進めたためと考えられる。もっとも、リーマン・ショック後の09年度以降は、大企業でも中堅・中小企業と同様に現預金を積み増す動きが確認でき、12年度の現預金残高は金額ベースで40兆円を超え、月商比でも0.9カ月分と、90年代半ば頃の水準まで上昇している。これは、リーマン・ショック後に金融市場の混乱を背景とした市場性資金調達難を経験したことを踏まえ、厚めの手元流動性を確保することを重視する動きが広まっていったためと思われる。

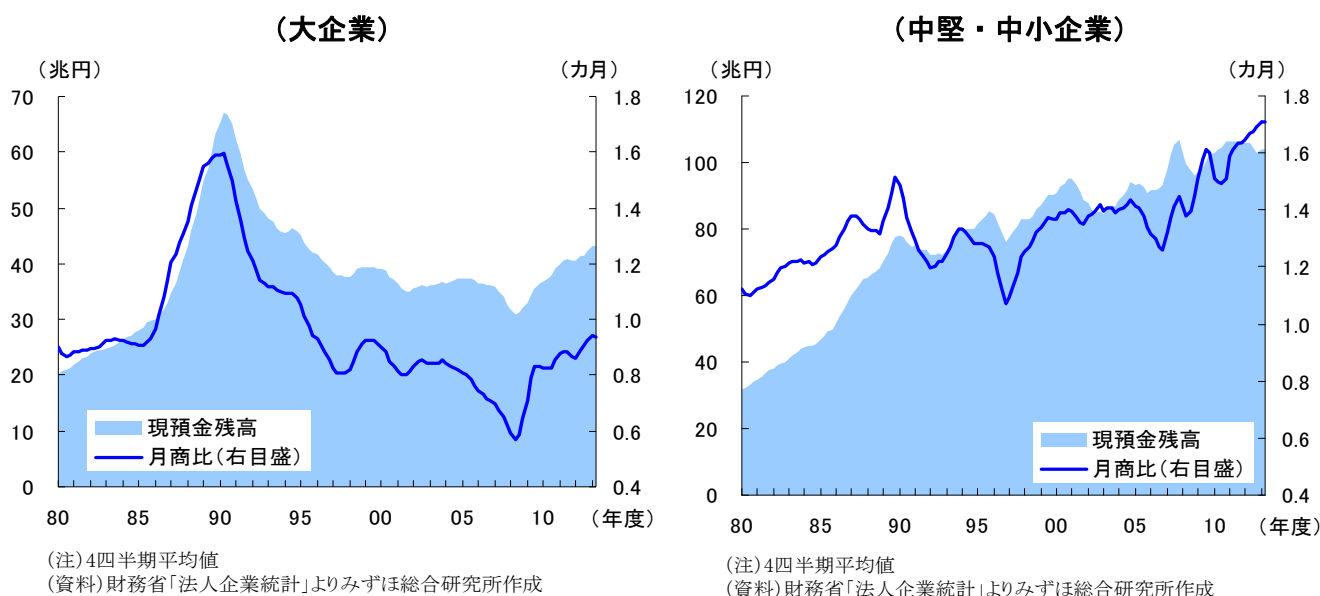
13年7～9月期の現預金残高は、中堅・中小企業では103.7兆円（4四半期平均値）、大企業では43.1兆円（同）と共に現預金保有の増加傾向は足元でも続いている。中堅・中小企業については、月商比でみた現預金水準が過去最高水準となっており、企業が現預金を取り崩して投資活動に振り向ける動きは、まだ顕在化していない。

### （3）海外進出関連の資金需要

設備投資の低迷、現預金保有の増大等、企業の消極的な資金運用姿勢に変化がみられないなか、企業の資金が前向きな事業活動に向かっている先として考えられるのが、海外進出関連の投資である。海外進出関連の資金需要とは、具体的には海外における設備投資や対外M&A（日本企業による海外企業の買収）などに伴う資金需要のことを指すが、法人企業統計は単体決算ベースで海外現地法人は含まれないため、「設備投資」の項目は基本的に国内での設備投資が中心であると考えられる。また対外M&Aについては、海外現地法人によるものでなければ「投融資等」に含まれると考えられるが、対外M&A単独で捕捉することはできない。そこで、以下では法人企業統計とは別の統計から海外投融資関連の資金需要を把握していくこととする。

はじめに経済産業省の海外現地法人四半期調査で日本企業の海外における設備投資の動向をみると、

図表5 現預金残高と月商比



2000年代前半から増加基調が続いている（図表6）。リーマン・ショックをきっかけに08～09年度にかけては落ち込んだものの、その後は急速に復調し、12年度にはリーマン・ショック以前の水準を回復した。12年度末以降は増加傾向が一服しているが、引き続き高い投資水準を維持している。地域別に見ると、新興国を中心とするアジア向けが大きく増加しているのが特徴である。

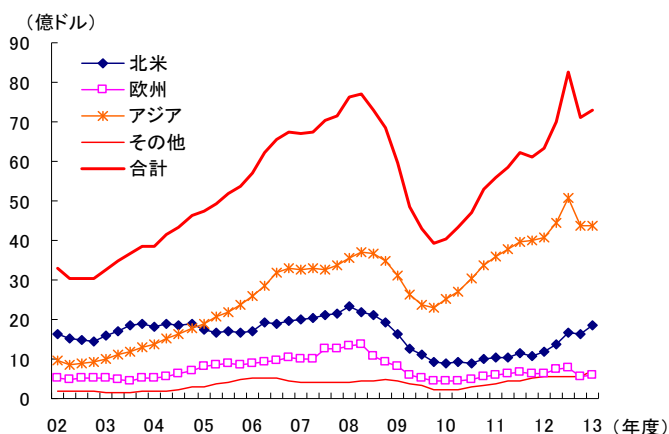
次に対外M&Aの動向についてレコフのM&Aデータベースから半期毎にみていくと、ここ数年拡大を続けており、12年下期には金額・件数ともに高水準となった（図表7）。13年上期は円安が進行し、かつ為替変動が大きい中で企業が大型案件の投資時期を様子見する動きが広がったため、金額ベースで落ち込みがみられたものの、件数ベースでは大きな落ち込みはみられなかった。また、足元の13年下期（7～11月実績を半期換算）には、金額・件数とも再び増加している。新興国での安価な労働力の活用や海外需要の取り込み等の観点から日本企業の海外進出の動きは引き続き活発であり、海外進出関連の資金需要は今後も堅調に推移するとみられる。尚、海外での設備投資やM&Aについては、中堅・中小企業の動きも活発化していると推測されるものの、資金需要額という観点からは大企業によるものが多いと推測される。

このような海外進出関連の資金需要の堅調さは、銀行の海外貸出動向でも確認できる。国内大手行（3メガバンク）の貸出残高を国内店、海外店別にみると、国内店と比して海外店は堅調に残高を伸ばしており、貸出全体に占める比率も上昇している（次頁図表8）。海外店貸出の中には非日系企業向けも含まれているものの、日系企業向けも好調に推移しているとみられる。

### 3. 今後の注目点

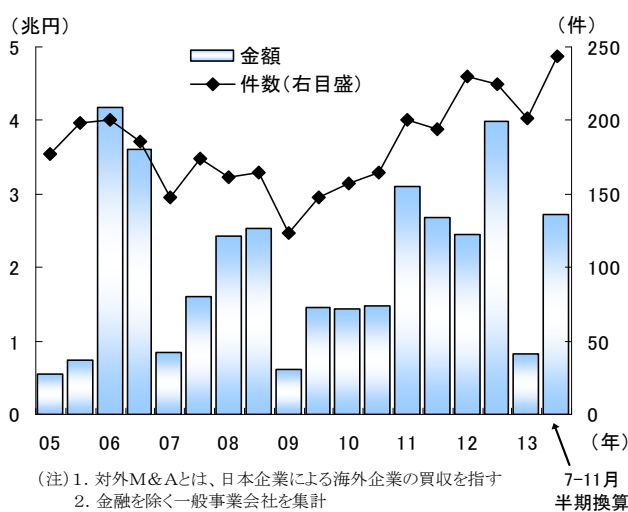
以上でみてきたように、足元の日本企業の資金運用は、大企業では国内設備投資の伸びは緩やかであるものの、投融資等の拡大により増加している。一方で中堅・中小企業では、資金運用の大半を占める国内設備投資の伸びが大企業以上に緩慢なことや、投融資が活発化していないことから、全体で

図表6 海外現地法人の設備投資



(注) 1. 過去4四半期の平均値  
2. 13年度第1四半期は速報値  
(資料) 経済産業省「海外現地法人四半期調査」よりみずほ総合研究所作成

図表7 日本企業の対外M&A



(注) 1. 対外M&Aとは、日本企業による海外企業の買収を指す  
2. 金融を除く一般事業会社を集計  
(資料) レコフ「M&Aデータベース」よりみずほ総合研究所作成

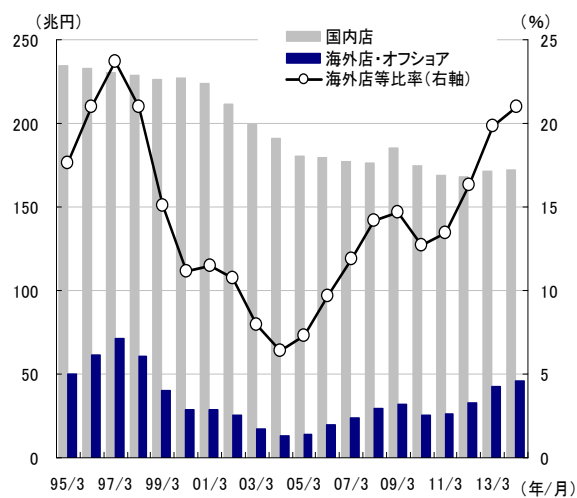
みた資金運用も緩やかな回復にとどまっている。大企業、中堅・中小企業共に設備投資の水準は08年度以降減価償却費を下回る水準で推移しており、また対営業キャッシュフロー比率は足元では60%程度の水準が続いている。こうした中で、企業の資金は現預金と海外進出関連の投資に向かっている状況である。

安倍政権発足後、日本の経済・金融環境には様々な変化がみられた。金融面では円安・株高が進行し、さらに円安による輸出採算の改善や、株式・不動産市場の回復によるマインドの改善を受けた消費の拡大など、アベノミクスの効果は実体経済面には波及している。しかし企業の資金運用・調達動向からは、依然として企業の投資に対する慎重姿勢がうかがわれ、資金需要の本格的な改善にはなお時間を要するものと考えられる。

今後については、資金運用の中心項目である設備投資や海外向け投資の動向が注目点であろう。足元の設備投資は、大企業、中堅・中小企業共に緩やかな伸びであるものの、今後も企業の生産活動の回復基調が継続すれば、設備投資の伸びもさらに高まることが期待される。但し、その場合でも、設備投資の水準が足元で営業キャッシュフローの60%程度に留まっていることを踏まえると、今後しばらくは外部資金調達の増大は限定的であろう。更にリーマン・ショック以降は大企業、中堅中小企業共に手元資金を増大させてきたため、今後資金需要が増大した場合でも現預金の取り崩しで対応する可能性があり、これも外部資金調達を抑制する要因となる<sup>2</sup>。海外向け投資については、昨年までのような円高を背景とした海外シフトの動きは一服すると考えられるものの、成長性の高いアジアを中心とした海外市場への販路拡大を図るべく、海外での設備投資や対外M&Aに伴う資金需要は、引き続き底堅く推移する可能性が高いとみられる。

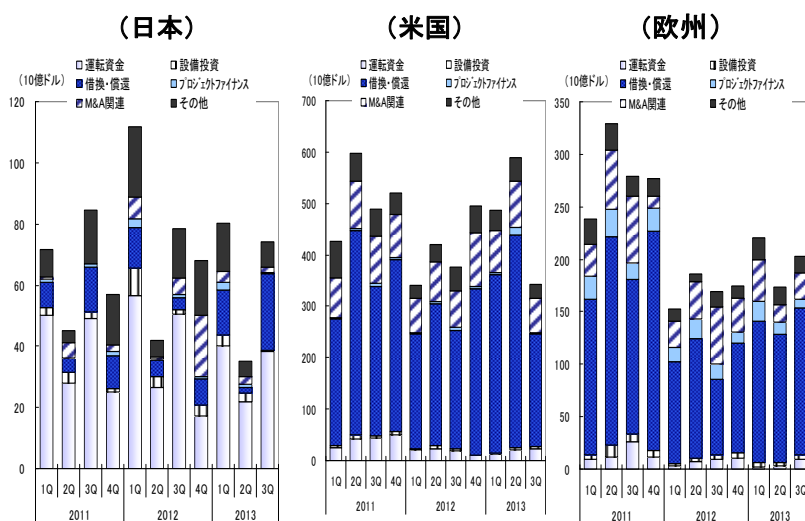
また今後は、対外M&Aのみならず国内M&Aの動向にも着目したい。今年6月に閣議決定された日本再興戦略では、産業の新陳代謝の促進を政策目標として掲げている。具体的には、我が国の開業率・

図表 8 銀行貸出の動向（国内／海外店別）



(注) 1. みずほFG、三菱UFJFG、三井住友FGの傘下銀行単体合算  
2. 直近は13年9月  
(資料) 各行決算資料よりみずほ総合研究所作成

図表 9 シンジケート・ローン実行額（債務者所在地別）



(注) 用途不明を除く  
(資料) Thomson One よりみずほ総合研究所作成



廃業率が米国・英国レベル（10%台）になることを目指すとともに（04～09年平均の開業率・廃業率は共に4.5%）、経営者の世代交代や親族外への事業承継、既存企業の経営資源のスピンオフ等により、経営資源をより有効に活用することを展望している。今後、産業の新陳代謝の一環として国内M&Aが増加すれば、M&A関連の資金需要が増大する可能性もあろう。欧米企業のシンジケート・ローンによる資金調達動向を資金使途別にみると、日本と比べて設備投資にかかる資金調達の割合は小さい一方、M&A関連の貸出の割合が大きくなっている（前頁図表9）。日本企業のM&A関連の資金需要は欧米との対比では低位にとどまっているが、今後伸びる余地が大きいとも考えられ、注目されるポイントと思われる。

<sup>1</sup> 中堅・中小企業では、2000年代半ば以降、内部調達が堅調に推移する一方、減資が行われる傾向がみられる。これは、業績不振に伴い内部留保が低迷する中、減資差益を計上することで内部留保を積み増していたためである可能性がある。また、中堅・中小企業では経営者やその親族等が持分の過半を保有するオーナー企業も少なくないことから、こうした減資差益の一部は、実質的には内部資金の振替とみることもできよう。このため、中堅・中小企業の外部資金比率の計算に際しては、増資を考慮せず、（社債＋借入金）／資金調達計として算出した。

<sup>2</sup> 詳細は、風間春香、坂中弥生「企業の借入需要は増えるのか」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年12月25日）をご参照。

〔共同執筆者〕

市場調査部シニアエコノミスト	細沼めぐみ	megumi.hosonuma@mizuho-ri.co.jp
金融ビジネス調査室研究員	山村晋介	shinsuke.yamamura@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。