

CF計算書からみた米国資金需要 資金需要減の背景に設備投資の一服とM&A縮小

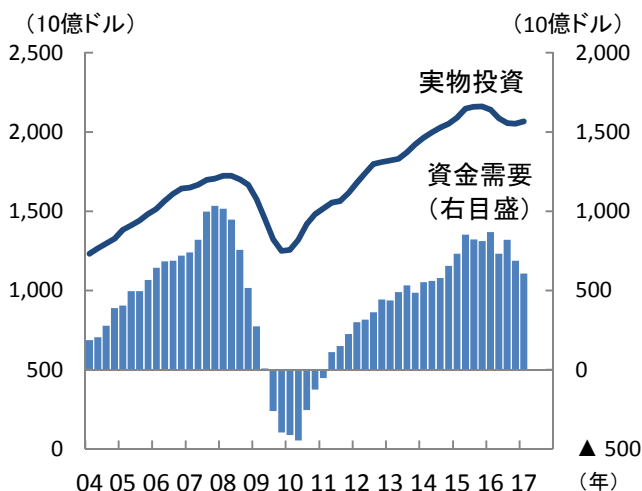
みずほ総合研究所
調査本部 市場調査部
03-3591-1242

- 米国企業の資金需要は、設備投資の回復を受け金融危機後の落ち込みから回復過程にあったが、足元で再び弱含んでいる
- 上場企業のキャッシュフロー（CF）計算書から資金の流れをみると、設備投資の増勢一服のほか、事業買収の動きが縮小したことが資金需要減退の要因となっている
- 一方で4割の企業は有利子負債を増加させており、資金調達平均額も増加している。社債の発行環境が良好なことなどから、事業拡大志向の企業を中心に当面は底堅い資金需要を見込む

1. 再び減少に転じた米国企業の資金需要

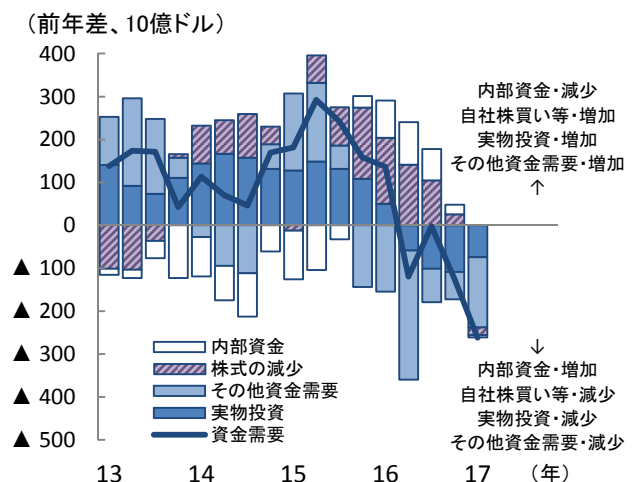
米国企業の借入および社債による資金調達（以下、「資金需要」）は、金融危機の影響から2008～10年にかけて大きく落ち込んだが、その後は順調に回復していた。しかし、2015年になると資金需要の増加に歯止めがかかり、足元では再び弱含んでいる（図表1）。設備投資（実物投資）の増勢一服が大きな要因になっていると見られるが、資金需要が弱含んでいる要因はそれだけではない。資金循環統計を分析すると、設備投資（実物投資）以外の資金需要が減少していることも資金需要の弱含みに寄与していることがわかる（図表2・「その他資金需要」）。また、米国企業は内部資金の一部を自社株買いに充てているが、そうした支出の拡大が足元で一服したことも、間接的に資金需要の抑制につながっている。

図表1：米企業の実物投資・資金調達



(注) データは、季節調整済・年率換算値の4四半期移動平均。
資金需要は社債と借入による資金調達額。
(資料) FRB「Flow of Funds」より、みずほ総合研究所作成

図表2：資金需要の要因分解



(注) 季節調整済・年率換算値の4四半期移動の前年差。資金需要は社債と借入による資金調達。内部資金は税引き後利益、減価償却等。米国では自社株買い等による株式の減少傾向が続いている。
(資料) FRB「Flow of Funds」より、みずほ総合研究所作成

がっていると考えられる。

以下では、米国企業の資金需要について、さらに詳細な分析を行うため、上場企業のキャッシュフロー（CF）計算書を用いて企業の資金フローの可視化を試みた。

2. 資金調達の変質

今回の分析では、米国の上場企業（金融業を除く）のうち、2010年1～3月期から2016年10～12月期までのデータが取得可能な2,515社を対象としており、さらに有利子負債を削減した企業の行動を把握するために、①2016年に有利子負債を増やした企業（1,028社、41%）、②有利子負債を減らした企業（1,016社、40%）、③増減のなかった企業（471社、19%）の3つに分類し、分析を行った。

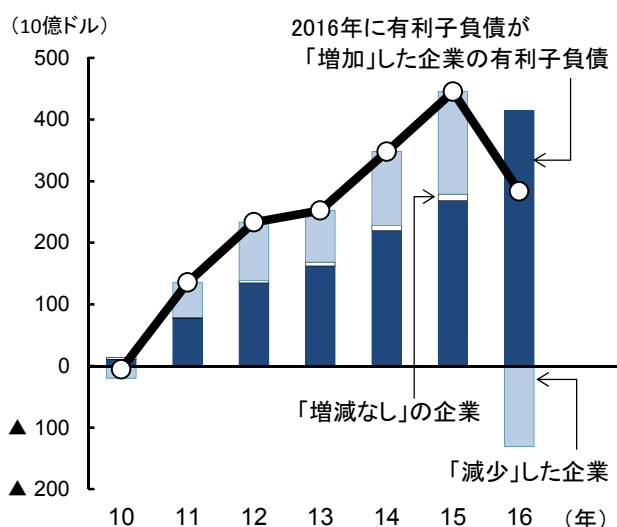
（1）一部の企業が2016年に有利子負債を削減

集計した有利子負債（銀行借入や社債調達等）の増減額をみると、それまで外部調達を拡大（有利子負債を増加）させていた企業の一部が、2016年になって有利子負債の削減に動いていることがわかる（図表3）。全体としては有利子負債の増加ペースが鈍化した2016年についても、有利子負債を増やした企業は、引き続き外部調達を増額している。設備投資の増勢が一服したことが、資金需要が弱含んでいる一因となっていることはすでに述べたが、すべての企業が資金需要を減退させている訳ではないことがうかがえる。

（2）4業種に削減の7割が集中

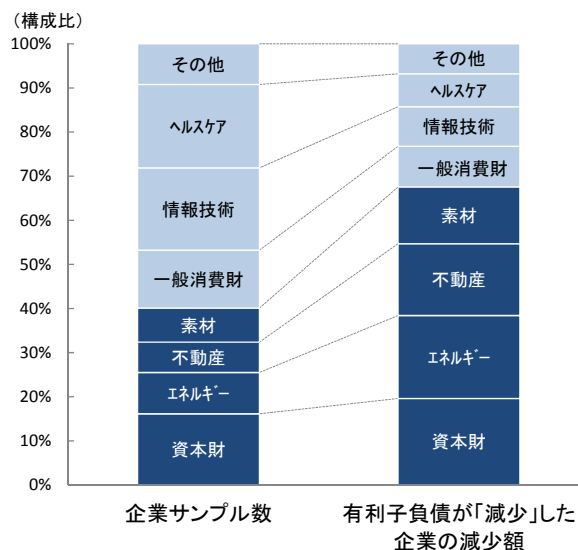
さらに産業別に有利子負債の増減状況を見ると、有利子負債の削減は一部の産業に集中していることがわかる（図表4）。「資本財・サービス」と「エネルギー」だけで削減幅の約4割を占めており、

図表3：上場企業の有利子負債（増減額）



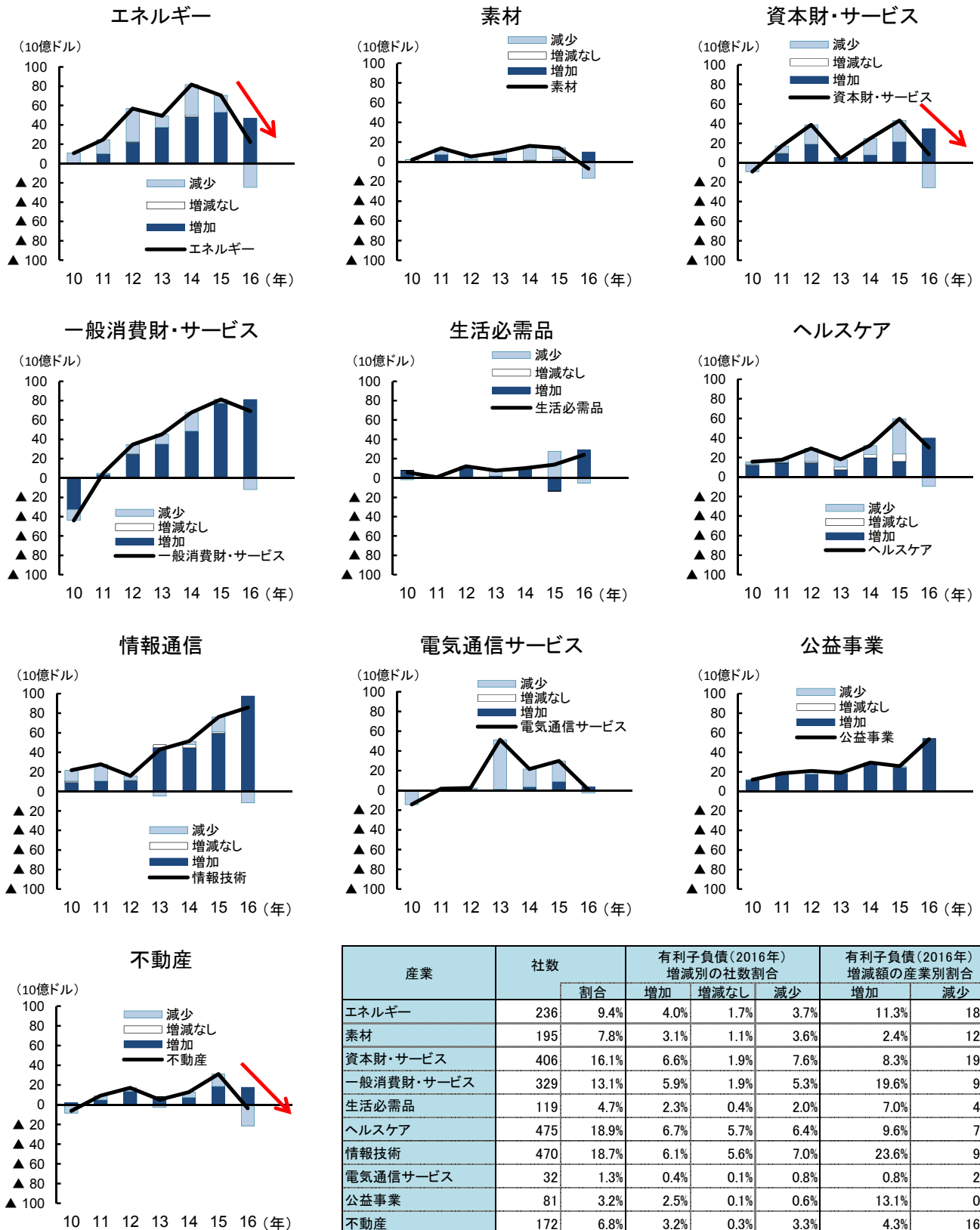
(注)「増加」1,028社、「減少」1,016社、「増減なし」471社を集計。
 (資料) Bureau van Dijkより、みずほ総合研究所作成

図表4：有利子負債が「減少」した企業



(資料) Bureau van Dijkより、みずほ総合研究所作成

図表5：産業別・上場企業の有利子負債(増減額)



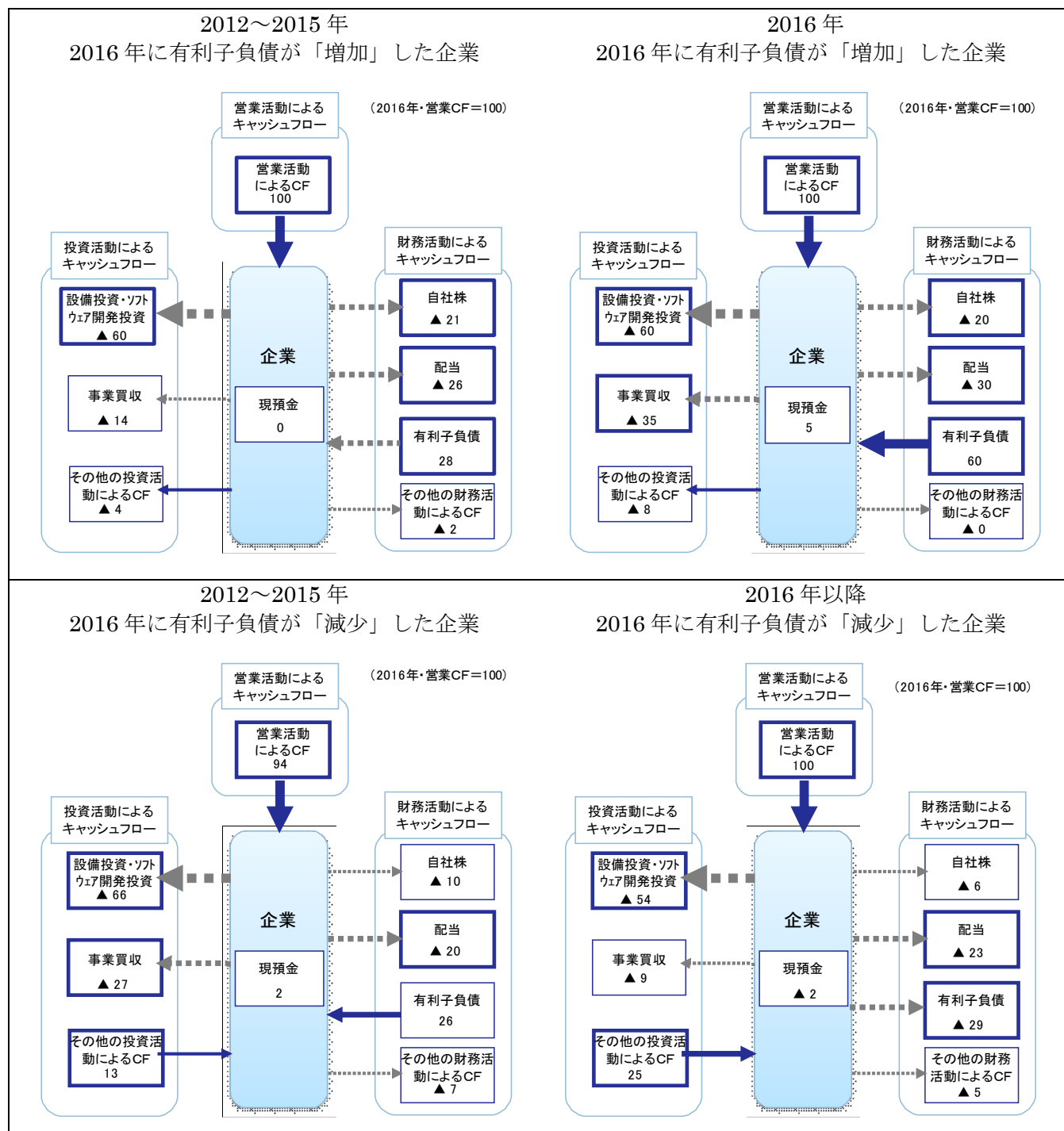
産業	社数	有利子負債(2016年) 増減別の社数割合			有利子負債(2016年) 増減額の産業別割合		
		割合	増加	増減なし	増加	減少	
エネルギー	236	9.4%	4.0%	1.7%	3.7%	11.3%	18.8%
素材	195	7.8%	3.1%	1.1%	3.6%	2.4%	12.8%
資本財・サービス	406	16.1%	6.6%	1.9%	7.6%	8.3%	19.6%
一般消費財・サービス	329	13.1%	5.9%	1.9%	5.3%	19.6%	9.2%
生活必需品	119	4.7%	2.3%	0.4%	2.0%	7.0%	4.0%
ヘルスケア	475	18.9%	6.7%	5.7%	6.4%	9.6%	7.5%
情報技術	470	18.7%	6.1%	5.6%	7.0%	23.6%	9.0%
電気通信サービス	32	1.3%	0.4%	0.1%	0.8%	0.8%	2.0%
公益事業	81	3.2%	2.5%	0.1%	0.6%	13.1%	0.8%
不動産	172	6.8%	3.2%	0.3%	3.3%	4.3%	16.3%
合計	2,515	100.0%	40.8%	18.7%	40.4%	100.0%	100.0%

(注) 図表3の業種別動向。不動産業はREITを含む。

(資料) Bureau van Dijk より、みずほ総合研究所作成

それに「不動産」の16%と「素材」の13%が続いている。集計データにおける4業種の社数構成比は、「資本財・サービス」が16%、「エネルギー」、「不動産」、「素材」がそれぞれ約7~9%となっており、合計しても4割に過ぎない。したがって、2016年に見られた有利子負債の削減は、その約7割が4割の企業に集中していたことになる。

図表6：キャッシュフロー計算書からみた米国企業の資金フロー



(注) プラスの値はキャッシュインを、マイナスの値はキャッシュアウトを示す。

(資料) Bureau van Dijk より、みずほ総合研究所作成

3. 事業買収への取り組みが資金需要の差を生む一因に

次に、①有利子負債が「増加」した企業と、②「減少」した企業の間で、どのような違いがあるのかを分析した（前頁図表6）。図表6は、①と②の企業群について、資金需要が金融危機後の落ち込みからの回復過程にあった2012～15年と、再び弱含み始めた2016年の資金の流れを比較している。

（1）事業買収を拡大させる「増加」企業

まず、①2016年に有利子負債が「増加」した企業（図表6・上段）をみると、2016年の営業キャッシュフローは2012～15年の平均とほぼ同額を維持しており、有利子負債の増加幅が拡大する一方、設備投資は概ね同水準にとどまっている。

「増加」した企業については自社株買いや配当支払いでも大きな変化は見られないが、事業買収について支出の大幅な増額が確認できる。事業買収を含む投資キャッシュフローの変化（▲78→▲103）は、有利子負債の増加額の変化（28→60）の8割近い規模となっている。

（2）投資活動を縮小させる「減少」企業

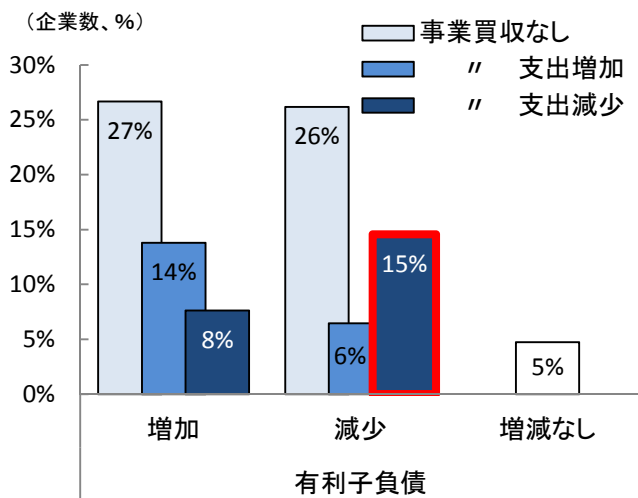
次に、②2016年に有利子負債が「減少」した企業（図表6・下段）をみると、特徴のひとつとして現金残高が減少に転じていることが挙げられる。ただし、より注目すべきは「投資活動によるキャッシュフロー」である。2012～15年の期間は有利子負債が増加しており、設備投資や事業買収についても有利子負債を「増加」した企業と比べて遜色ない水準であった。しかし、有利子負債を削減した2016年は、事業買収による支出が3分の1程度に縮小したほか、設備投資も増勢が一服しており、「その他の投資活動によるCF」（事業・有形固定資産の売却、投資有価証券の売買等）によるキャッシュインも増加している。有利子負債を「減少」した企業のこうした投資活動によるキャッシュフローの変化（▲80→▲38）は、有利子負債の変化（26→▲29）の7割以上に相当する規模となっている。

一部の企業では、事業買収等の投資活動を縮小させ、それに応じて有利子負債を圧縮している状況を確認することができる（図表7）。事業買収への取り組みの違いが、有利子負債の増減の一因となっているとみられる。

（3）共通する株主還元志向

図表6で示した米国企業の資金フローでは、有利子負債を「増加」した企業、「減少」した企業ともに、一定の水準の配当支払いを維持しているなどの共通点も見られる。同様に自社株買いについても、一定の水準を維持している。

図表7：有利子負債の増減と事業買収



(注) 有利子負債は2016年の実績。事業買収は2015年から2016年にかけての変化。

(資料) Bureau van Dijkより、みずほ総合研究所作成

4. 資金需要を支える企業の事業拡大志向

2016年は有利子負債を削減した企業がある一方で、それとほぼ同数の4割の企業が有利子負債を増やしている。産業別に有利子負債を「増加」させた企業と「減少」させた企業の数を比較すると、「公益事業」を除いて概ね拮抗しており、産業内では有利子負債を増やしている企業と減らしている企業に顕著な偏りは見られない（3頁図表5・右下表）。

しかし、1社当たりの有利子負債の「増加額」を同じ産業内の「縮小額」と比較すると、「公益事業」の13倍を筆頭に、「情報技術」では約10倍、次いで「一般消費財・サービス」、「生活必需品」、「ヘルスケア」でそれぞれ4～6倍近い格差がある（図表8）。10業種のうち半数以上の8業種において「平均増加額」が「平均減少額」を上回っており、そのうえ有利子負債を増やしている企業の「増加額」は概ね拡大基調を維持している（図表9）。キャッシュフロー（CF）計算書の集計結果からは、引き続き多くの企業が外部資金を調達しながら事業を拡大している様子が見えてくる。

5. 今後の展望 ～良好な社債の発行環境が追い風に～

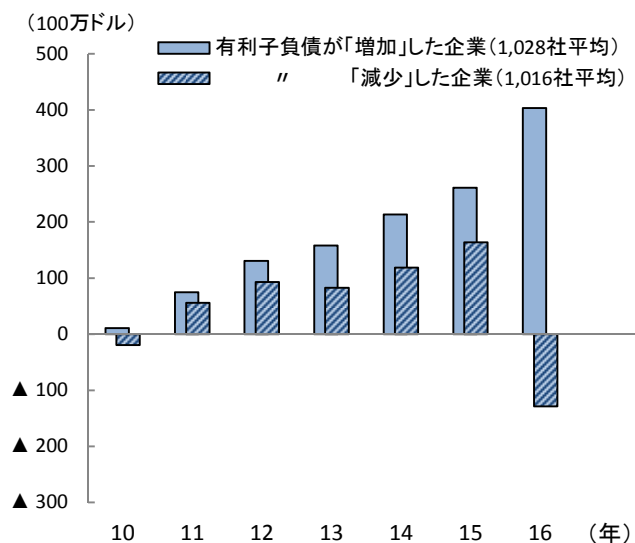
有利子負債を「増加」した企業が資金需要を維持している背景のひとつに、社債発行環境の良さがある（次頁図表10）。社債スプレッドは投資適格債・ハイイールド債ともに低水準となっているほか、社債の償還期間は長期化が続き、平均でみてもここ10年で2年伸びている（次頁図表11）。FRBの調査では、銀行貸出の償還までの平均期間は約5年（期間が365日以上の商業・産業向け貸出、米国全商業銀行ベース、2017年5月調査）となっており、償還までの平均期間が約16年の社債は、企業にとってメリットが大きい。また、社債、とりわけハイイールド社債市場については一部でバブル懸念もあるものの、昨今の低金利環境の影響もあり、米国の社債市場に対する海外からの資金流入が続くなど、買い手の購入意欲が高いことも、社債の発行には追い風となっている。

図表8：産業別の有利子負債・平均増減額

産業	有利子負債・平均増減額 (2016年、100万ドル)		
	増加	減少	増加/減少
エネルギー	469	▲ 262	1.8倍
素材	128	▲ 185	0.7倍
資本財・サービス	205	▲ 134	1.5倍
一般消費財・サービス	545	▲ 91	6.0倍
生活必需品	495	▲ 105	4.7倍
ヘルスケア	237	▲ 61	3.9倍
情報技術	638	▲ 66	9.6倍
電気通信サービス	381	▲ 130	2.9倍
公益事業	863	▲ 66	13.0倍
不動産	218	▲ 257	0.8倍
合計	404	▲ 129	3.1倍

(資料) Bureau van Dijk より、みずほ総合研究所作成

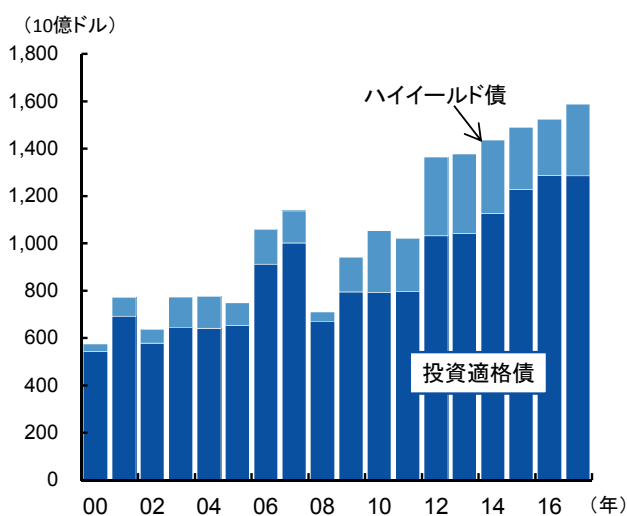
図表9：1社あたりの有利子負債(増減額)



(資料) Bureau van Dijk より、みずほ総合研究所作成

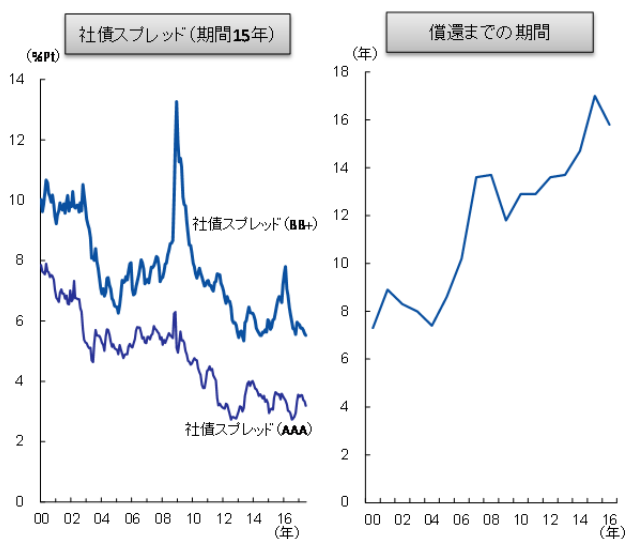
2016年は多くの企業が資金調達額をさらに増やした一方で、一部の企業が設備投資の減少などを背景に有利子負債を削減したことから、全体としては資金需要が弱含んだ。しかし、そうした一部の企業でみられた資金需要の弱含みは一時的なものにとどまる可能性が高いだろう。例えば、2016年に削減された有利子負債の2割弱を占めていた「エネルギー」セクターでは、原油相場の持ち直しを背景に原油の掘削がすでに増加に転じており、米国全体でみても、2016年に減少した設備投資は再び増加すると見ている。全体としては引き続き内部資金の範囲内で設備投資が行われるという傾向が続くと予想されるものの（図表12）、設備投資の増加によって事業の拡大志向が強い企業を中心に資金需要は底堅く推移すると見ている。

図表 10：米国における社債発行額



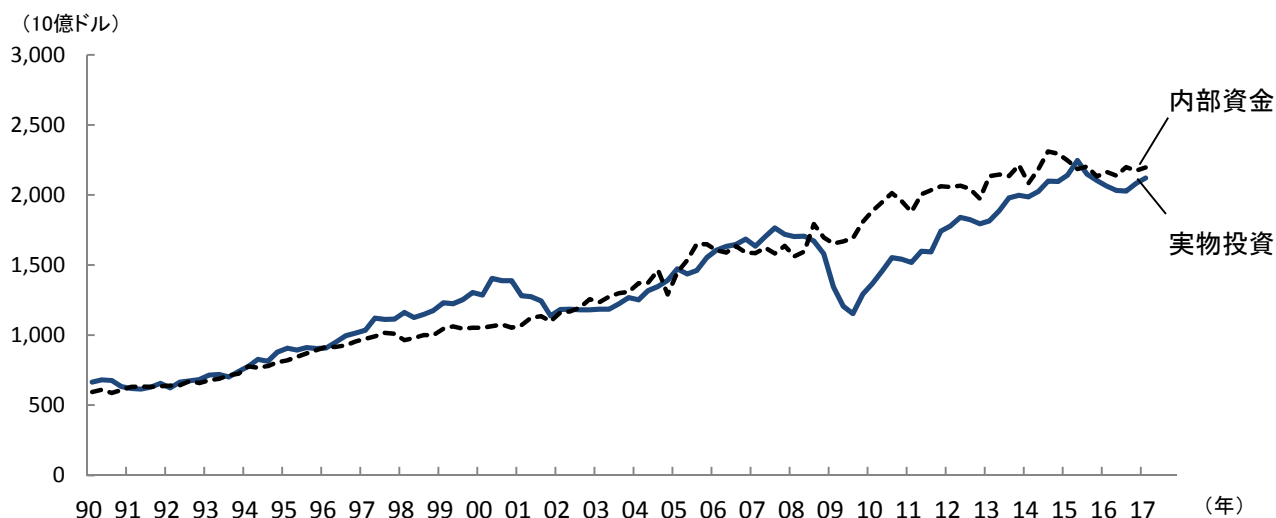
(注) 2017年は、上期の実績(前年比)を用いた年率換算値。
 (資料) SIFMAより、みずほ総合研究所作成

図表 11：社債スプレッドと償還までの期間



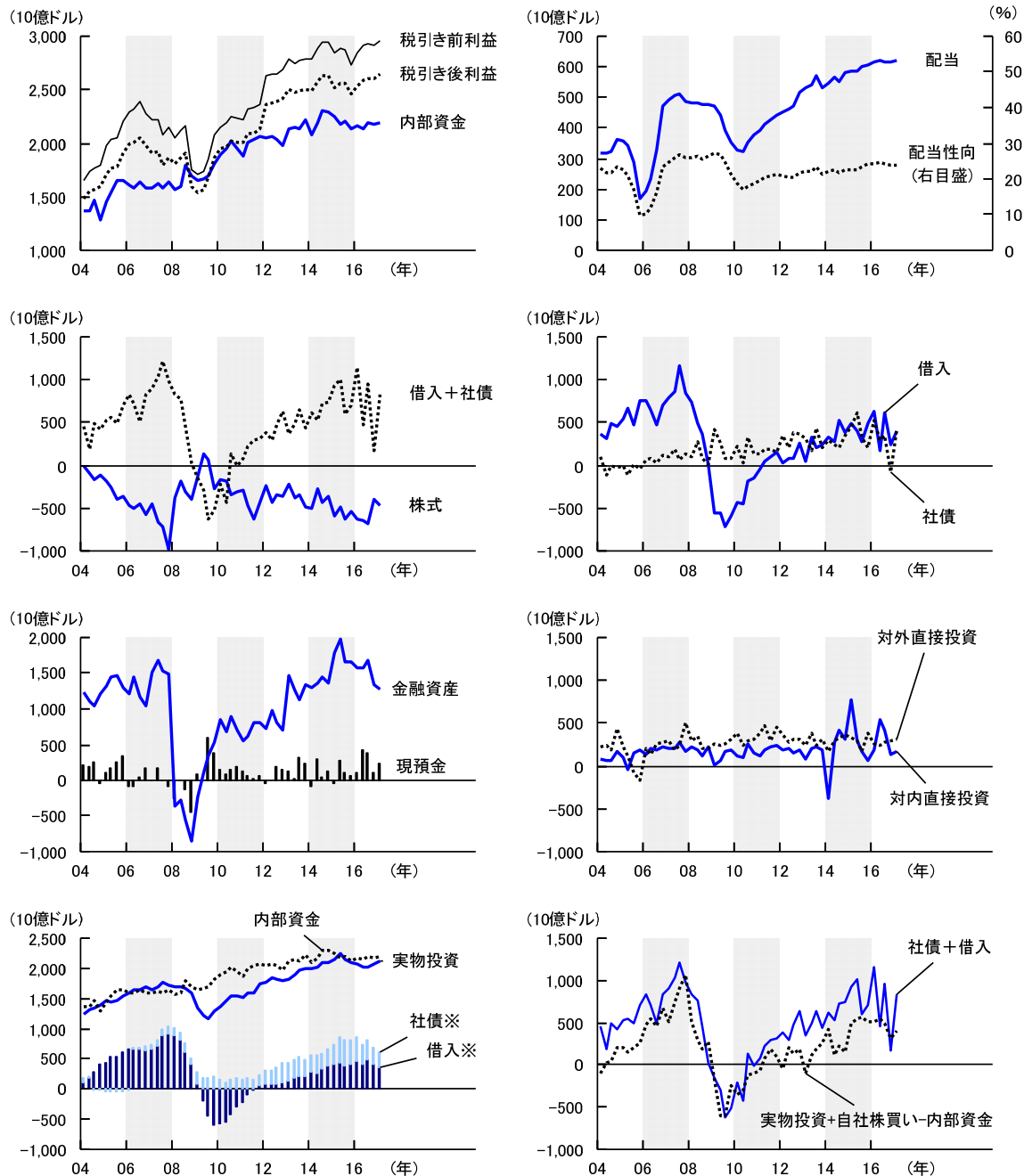
(資料) Haverより、みずほ総合研究所作成

図表 12：米国企業の内部資金と実物投資



(注) データは、季節調整済・年率換算値。
 (資料) FRB「Flow of Funds」より、みずほ総合研究所作成

参考図表：米国・企業セクターの資金循環データ



(注)データは、季節調整済・年率換算値。配当性向=配当/税引き後利益。※印は、4四半期移動平均。
 (資料)FRB「Flow of Funds」より、みずほ総合研究所作成

[共同執筆者]
 市場調査部主任エコノミスト 井上淳 jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
 市場調査部主任エコノミスト 坂中弥生 yayoi.sakanaka@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。