

2018年4月12日 全9頁

欧米企業の現預金保有が増加している背景

負債性資金の調達が増加も、投資は営業キャッシュフローの範囲内

金融調査部 主任研究員
太田珠美

[要約]

- 主要先進国の上場企業の手元流動性（現預金および短期保有目的有価証券の合計）が増加している。フランス、ドイツ、英国、米国の4ヶ国の主要株価指数採用銘柄を対象に2016年決算期の手元流動性を集計したところ、リーマン・ショック前の2006年決算期比で全体の4分の3の企業で増加していることが確認された。
- 企業の手元流動性増加の主な背景として、①企業の資金調達コストが低下し、負債性の資金調達（債券発行や、金融機関からの借入）が増えたこと、②フリーキャッシュフロー（FCF）が潤沢であること、の2点があるようだ。
- 多くの企業は営業キャッシュフローを超えない範囲で投資を行っており、少なくとも、主要株価指数に採用されるクラスの大企業においては、投資のための資金需要が高いと言える状況ではないようだ。
- 米国においてはFRBの保有資産の圧縮や利上げが始まっており、今後米国企業を中心に負債性資金の借換えコストの上昇が予想されるが、上場企業クラスの大企業に関しては、資金繰りへの影響は軽微だろう。

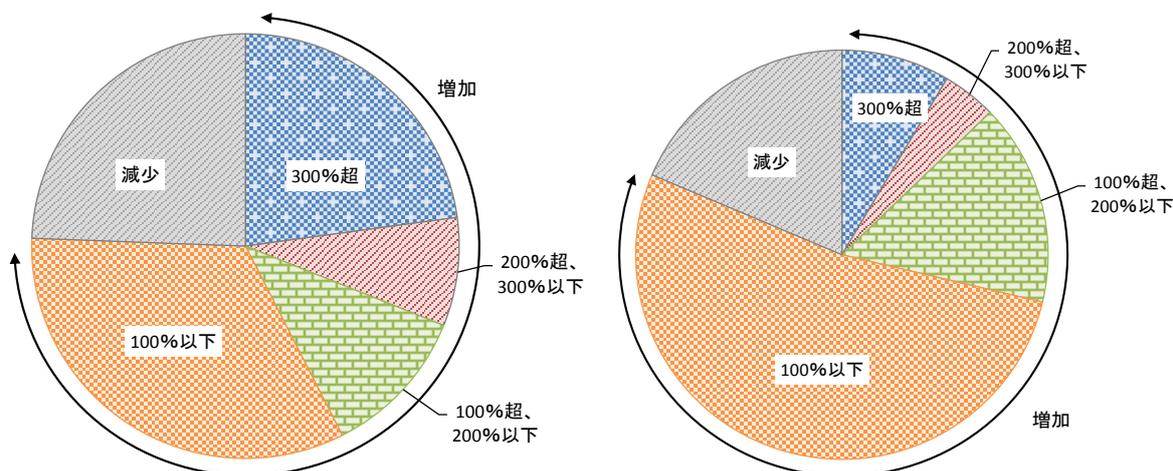
1. 主要先進国において上場企業の手元流動性が増加

主要先進国の上場企業（事業会社）の手元流動性（現預金および短期保有目的有価証券の合計）が増加している。フランス、ドイツ、英国、米国の4ヶ国の主要上場企業（フランス：CAC40、ドイツ：DAX30、英国：FTSE100、米国：S&P Global LargeCap (US) の採用銘柄のうち 271 社、以下欧米上場企業と表記）¹について、リーマン・ショック前の 2006 年決算期と、2016 年決算期の財務諸表を用いて比較したところ、全体の4分の3の企業の手元流動性が増加していた（図表1左上図）。日本の上場企業（日経平均株価採用銘柄のうち 188 社、以下日本上場企業と表記）²も約8割が増加しているが、変化率の中央値・平均値を見る限り、欧米上場企業と比べて突出して増えている、という状況ではない（図表1右上図、図表1下図）。

図表1 上場企業の手元流動性の変化率の分布（2006年→2016年）（左上図：フランス・ドイツ・米国・英国、右上図：日本、下図：各国企業の手元流動性変化率の中央値および平均値）

<フランス・ドイツ・米国・英国>

<日本>



	中央値	平均値
フランス	66%	156%
ドイツ	61%	143%
英国	60%	196%
米国	91%	269%
日本	70%	118%

（注）フランス・ドイツ・米国・英国はそれぞれ CAC40、DAX30、FTSE100、S&P Global LargeCap (US) の採用銘柄のうち、金融や過去に遡って数値が取得できない企業等の一部銘柄を除いた 271 社。日本は日経平均株価採用銘柄のうち、金融や過去に遡って数値が取得できない企業等の一部銘柄を除いた 188 社。

（出所）Thomson Reuters より大和総研作成

企業の手元流動性が増加した背景には、リーマン・ショックや欧州債務危機など、金融市場において資金の流動性が低下した時期に、手元流動性を確保する必要に迫られたことが挙げら

¹ 国別の内訳はフランス 30 社、ドイツ 23 社、英国 63 社、米国 155 社。

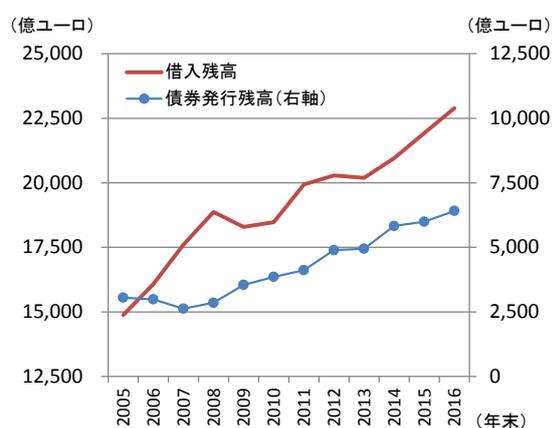
² 金融以外にも、過去に遡って数値が取得できない企業等の一部銘柄を除外している。

れる。また、この数年は堅調な企業業績を背景にフリーキャッシュフロー（FCF）が潤沢であり、手元流動性増加の主因の1つとなっている（詳細は後述）。

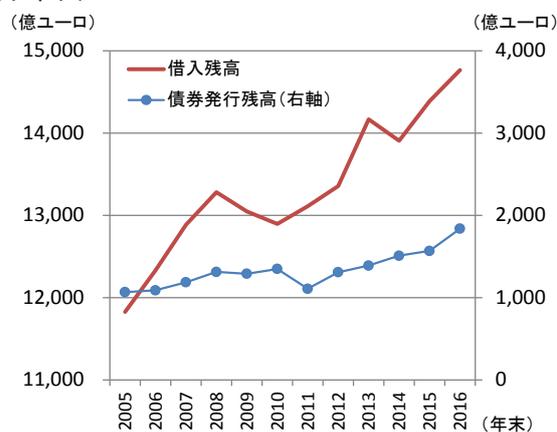
資金流動性が回復した後も、手元流動性を抑える動きは見られず、また企業全体で見て負債性資金の調達額（ストック）は増加が続いている。これは過去の金融危機を経て、企業が手元流動性の重要性に対する認識を強めたことに加え、先進国中央銀行が相次いで講じた金融緩和策により、企業の資金調達コストが大きく低下しているためとみられる。各国の統計から非金融法人企業の負債性の資金調達（債券発行、金融機関からの借入）の状況を確認すると、フランス・ドイツでは借入残高と債券発行残高がともに増加傾向にある（図表2）。英国・米国でも債券発行残高が増加している（借入残高はリーマン・ショック前の水準までは回復していないが、足元では増加基調にある）（図表3）。日本では債券発行残高は横ばいだが、借入残高は増加傾向である（図表4）。

図表2 非金融法人企業の負債性資金の調達動向（フランス・ドイツ）

<フランス>



<ドイツ>

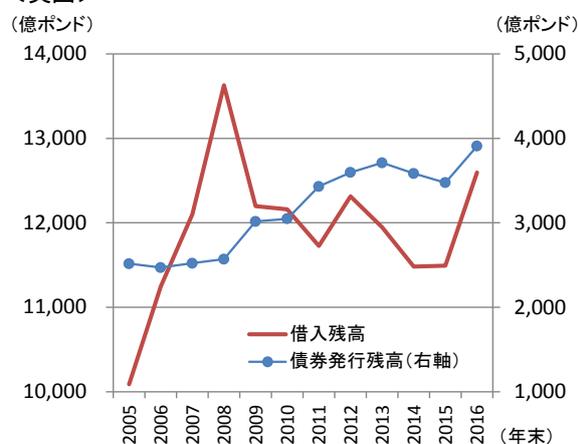


(注) 非金融法人企業（公営企業を含む）の値。

(出所) ECB より大和総研作成

図表3 非金融法人企業の負債性資金の調達動向（英国・米国）

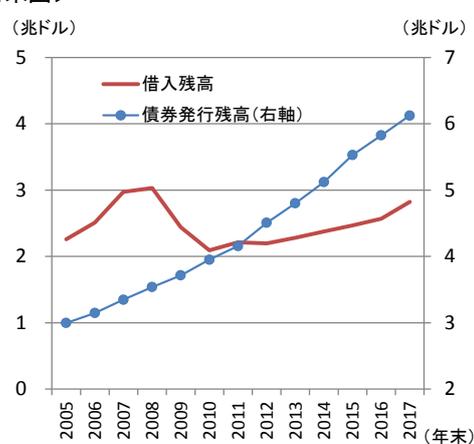
<英国>



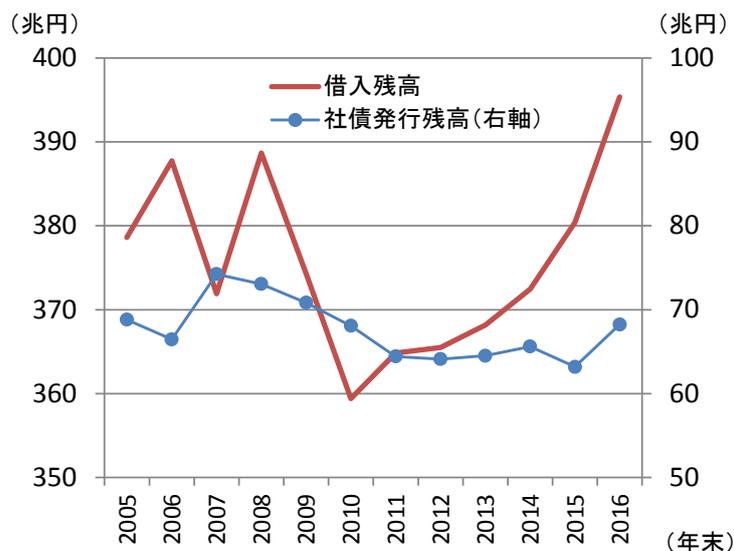
(注) 非金融法人企業（公営企業を含む）の値。

(出所) ECB、FRB より大和総研作成

<米国>



図表4 民間非金融法人企業の負債性資金の調達動向（日本）



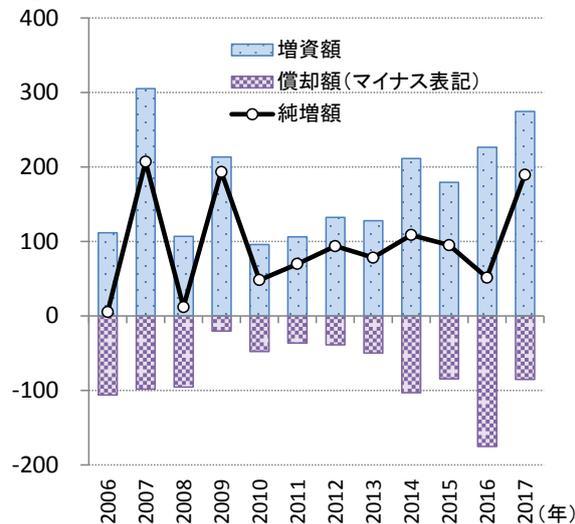
(出所) 日本銀行より大和総研作成

なお、エクイティ性資金の調達に関してはフランス・ドイツが継続的に純増（増資額が自社株買い等の償還額を上回る）を続けているのに対し、英国は2017年に関しては増資額と償還額がほぼ均衡、米国に関しては純減（自社株買いが増資額を上回る）が続いている（図表5・6）。

図表5 非金融法人企業のエクイティ性資金の調達動向（フランス・ドイツ）

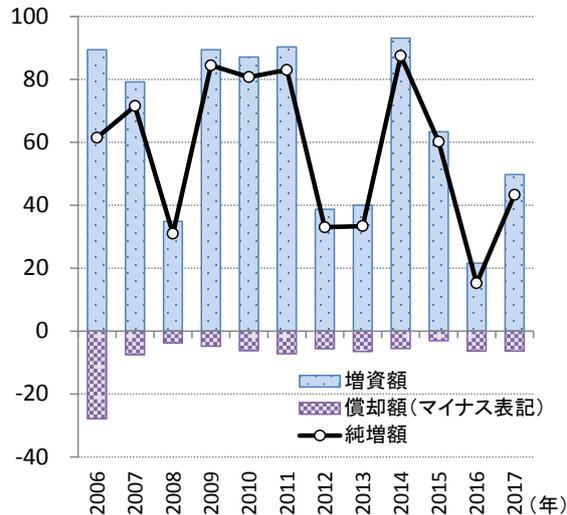
<フランス>

(億ユーロ)



<ドイツ>

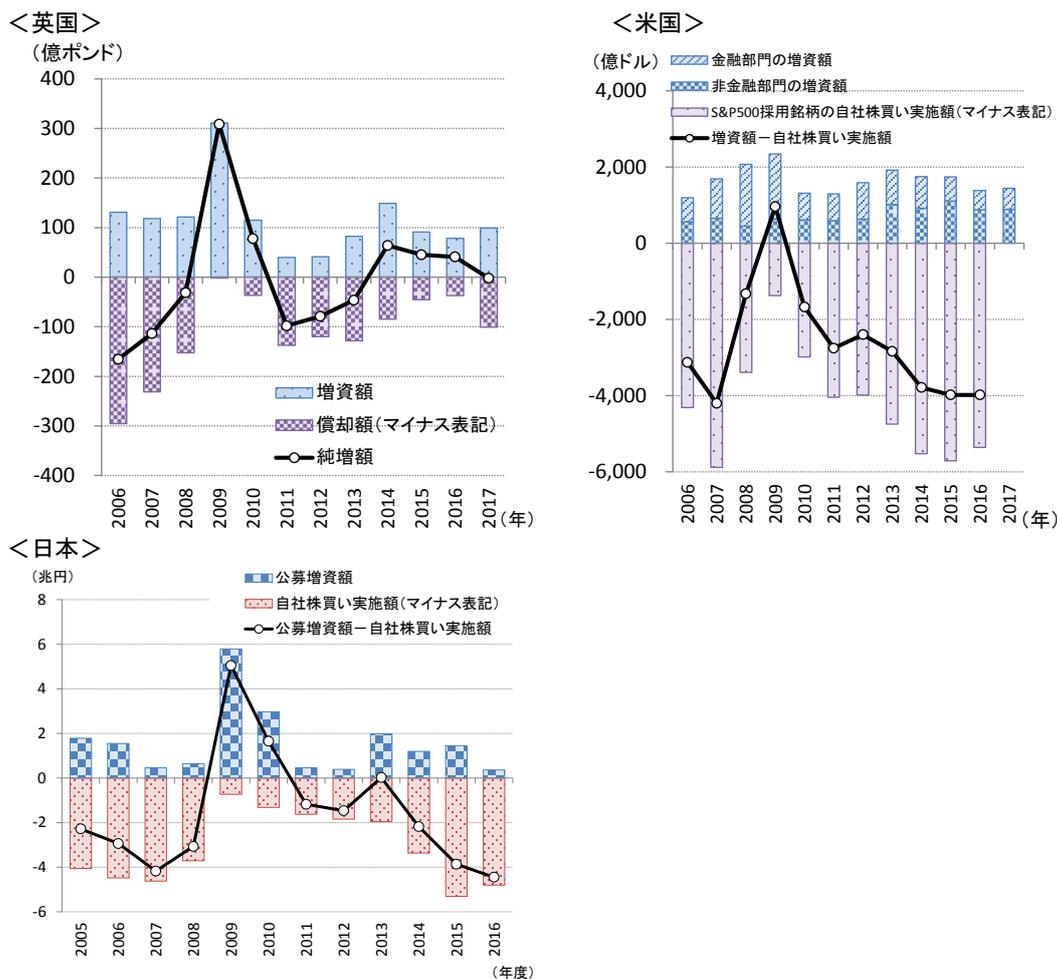
(億ユーロ)



(注) 非金融法人企業（公営企業を含む）の値、償還額は自社株買い以外によるものを含む。

(出所) ECB より大和総研作成

図表6 非金融法人企業のエクイティ性資金の調達動向（英国・米国・日本）



(注) 英国は非金融法人企業（公営企業を含む）の値、償還額は自社株買い以外によるものを含む。米国の増資額は全米の金融部門を含む値、自社株買い実施額は S&P500 採用銘柄の値である。日本は増資額・自社株買い実施額ともに上場企業のみのである（自社株買い実施は普通株式の取得）。

(出所) ECB、BOE、FRB、Standard & Poor's、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

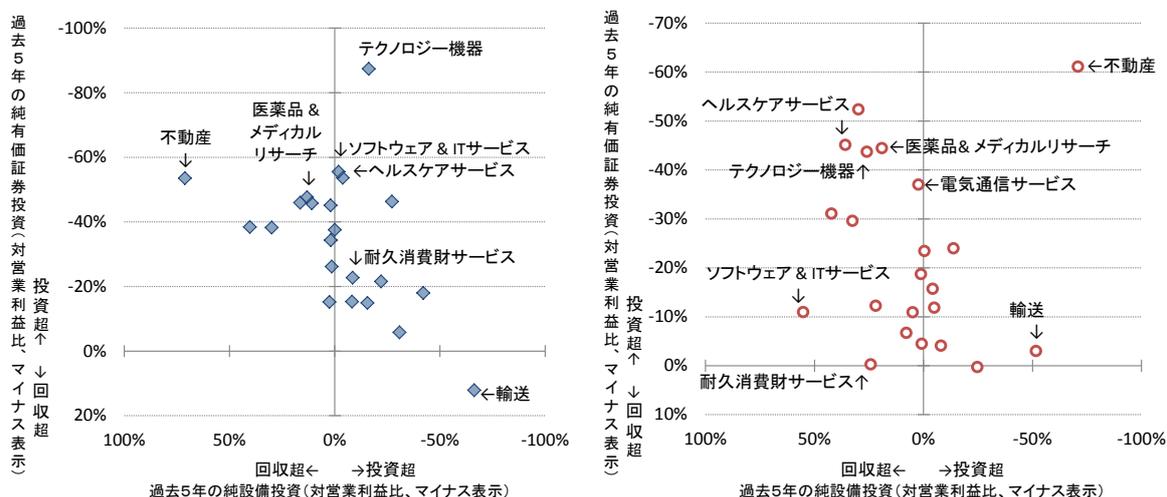
2. 資金は有価証券投資へ向かっている

欧米上場企業の 2016 年決算期から過去 5 期分の FCF（営業キャッシュフロー＋財務キャッシュフロー）を集計したところ、英国では約 9 割、フランス・米国は約 8 割、ドイツで約 6 割の企業がプラスであった。日本上場企業で同様の集計をすると、やはり約 8 割の企業がプラスである。欧米上場企業・日本上場企業の中でこの期間に営業利益が増加した企業は、全体の約 7 割を占めており、企業業績の改善とともに FCF も潤沢になっているようだ。

FCF がプラスであるということは、投資が営業キャッシュフローを超えない範囲で行われていることを意味する。企業の資金はどこに向かっているのだろうか。欧米上場企業の過去 5 期分の設備投資関連のネット支出（減価償却額＋設備等売却額－設備投資額）と有価証券投資関連のネット支出（有価証券売却額－有価証券取得額）を業種別に確認したところ、有価証券投資に関しては投資（支出）超となった業種が大半であった（図表 7 左図、企業規模の影響を考慮するため営業利益比の値である）。一方、設備投資に関しては支出超と回収超が業種によって分

かれた。日本上場企業においても同様の集計を行ったところ、有価証券投資に関してはやはり投資超となった業種が大半であり、設備投資に関しては投資超と、回収超が業種によって分かれた（図表 7 右図）。日本の設備投資超となっている業種の数も、欧米に比べ少ない状況である。

図表 7 過去 5 年の業種別の設備投資関連のネット支出と有価証券投資関連のネット支出の対営業利益比（左図：フランス・ドイツ・英国・米国、右図：日本）



(注) 集計対象は前掲図表 1 と同じ。各企業の設備投資関連のネット支出・有価証券投資関連のネット支出の 5 期分の合計値を、営業利益の 5 期分の合計値で割り、業種ごとに平均したもの。マイナスが投資（支出）超、プラスが回収超となっているのは、キャッシュフロー計算書上、支出額はマイナスで表示されるためである。業種区分は Thomson Reuters による。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

有価証券投資には、純粋な資産運用を目的とする投資と、経営権の取得や業務提携等を目的とする投資（政策投資）が混在しているが、近年世界的に M&A が増加していることに鑑みると、欧米上場企業において有価証券投資が投資超である主因は、政策投資の増加とみられる³。純有価証券投資の営業利益に対する比率が高い業種に、テクノロジー機器、ソフトウェア & IT サービス、ヘルスケアサービスがあるが、これらはいずれも M&A が活発に行われていた業種である。近年、日本において企業の設備投資が伸びず、M&A が増加していることが指摘されているが、海外でも同様の傾向となっているようだ。

3. 手元流動性と ROA の関係

次に、手元流動性と利益率の関係について確認していきたい。2006 年決算期と 2016 年決算期を比較して、欧米上場企業の総資本事業利益率（Return on Asset : ROA）と手元流動性がどの程度変化したかを業種別に確認したところ、手元流動性の増加は業種問わず確認される一方、ROA は上昇した業種と、低下した業種に分かれた（図表 8 左図）。ROA が改善している業種とし

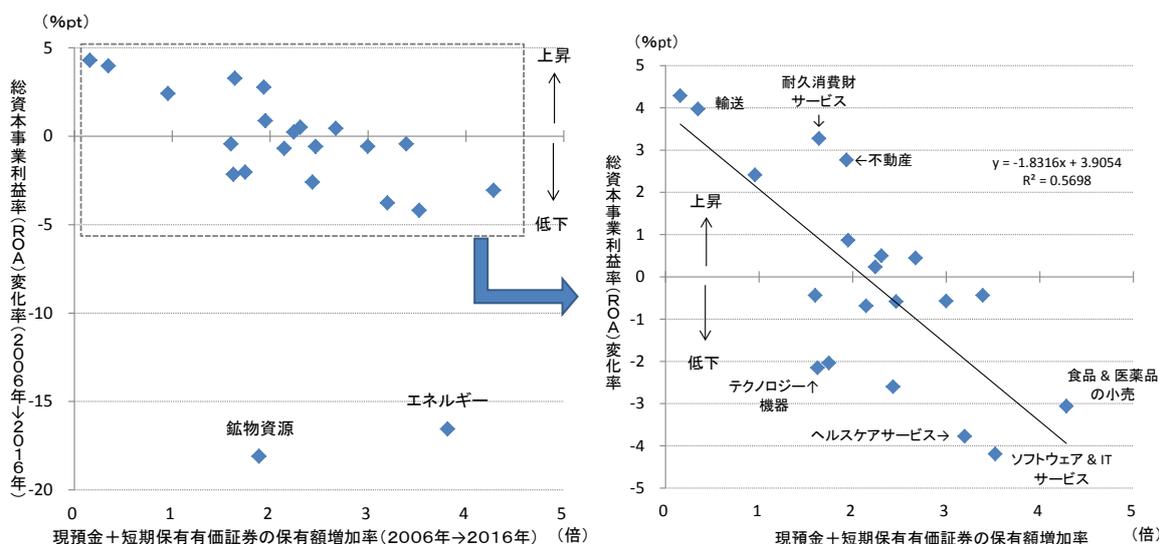
³ 世界のクロスボーダー M&A の動向に関しては太田珠美・中田理恵「収益機会を求め増加する日本企業の対外 M&A」（2017 年 12 月 12 日、大和総研レポート）を参照。

(URL : https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20171212_012549.html)

ては、輸送、耐久消費財サービス⁴、不動産といった B to C ビジネスが多い（図表 8 右図）。特に ROA の低下が顕著なのはエネルギーと鉱物資源だが、これらの業種は 2006 年に比べ、2016 年時点の石油を含む資源価格が大きく下落した影響を受けたものとみられる。

エネルギーと鉱物資源を除いた業種だけで見ると、手元流動性が増加するほど、ROA が低下する傾向が確認された。ROA が大きく低下している業種として、ヘルスケアサービス、ソフトウェア & IT サービス、テクノロジー機器が挙げられる。前述のとおり、これらの業種は M&A を活発に行ってきた業種であり、ROA の低下が M&A の動機の一つとなっていた可能性がある。またヘルスケアサービス、ソフトウェア & IT サービスは手元流動性の増加率が高く、手元流動性を高めた目的の一つに機動的な M&A の実施があったことも考えられる。食品 & 医薬品の小売も手元流動性が大きく増加する一方で、ROA の低下が目立つ業種である。前掲の 3 業種に比べると相対的に規模は小さいものの、やはり M&A を活発に行っていた業種であり、背景には異業種からの参入や e-コマースの発展等による競争激化があるものとみられる。

図表 8 手元流動性と ROA の関係（左図：全業種、右図：左図からエネルギーおよび鉱物資源を除いたもの）



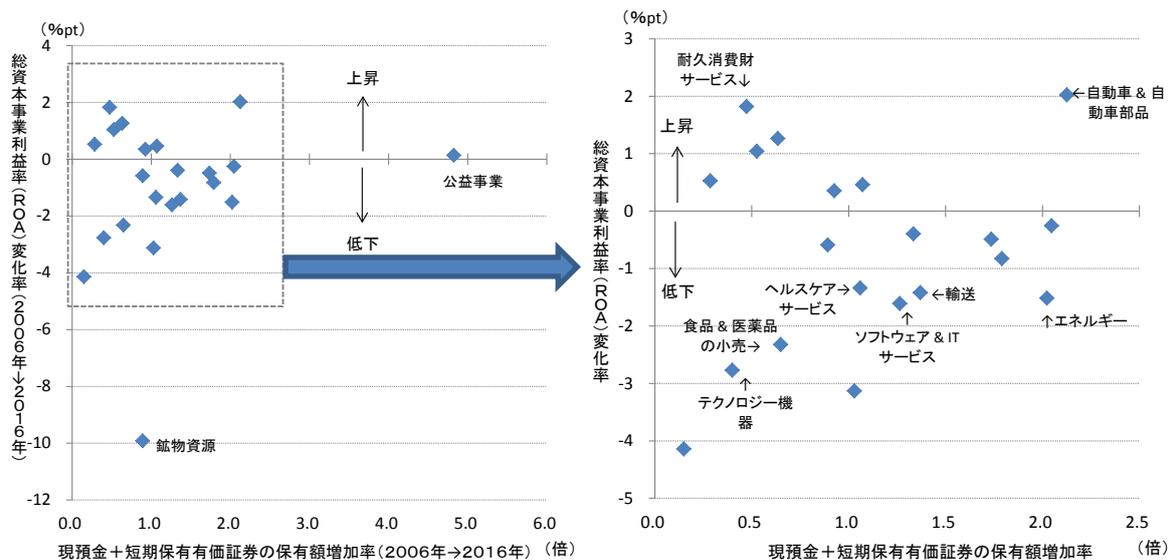
(注) 集計対象は前掲図表 1 と同じ。総資本事業利益率＝事業利益÷総資産（2期平均）、事業利益＝営業利益＋金融収支。各業種に含まれる企業の数値を平均したもの。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

日本上場企業でも同様の集計を行ったが、手元流動性と ROA には相関性が見受けられなかった（図表 9）。特に自動車 & 自動車部品は手元流動性の増加率が最も高い業種だが、ROA は最も改善している。日本企業は従来、欧米企業に比べ ROA が低く、手元流動性の水準が高かったこともあり、欧米上場企業とは状況が異なるようだ。

⁴ ホテルやエンターテインメントサービス、メディア、出版など。

図表9 手元流動性とROAの関係（左図：全業種、右図：左図から公益事業および鉱物資源を除いたもの）



(注) 集計対象は前掲図表1と集計方法は前掲図表5と同じ。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

4. 株主還元の増加は収益性が見込める投資先が限られることの裏返しか

負債性資金が低コストで調達できることや、潤沢なFCFを背景に、先進国上場企業の手元流動性は増加傾向にある。企業経営において運転資金の確保や投資機会を逃さないために手元流動性を確保しておくことは重要であるが、手元流動性の増加とともにROAが低下している業種も少なくない。FCFの状況に鑑みれば、投資のための資金需要は限定的とみられ、欧米上場企業においても手元流動性の活用は課題と言えそうだ。

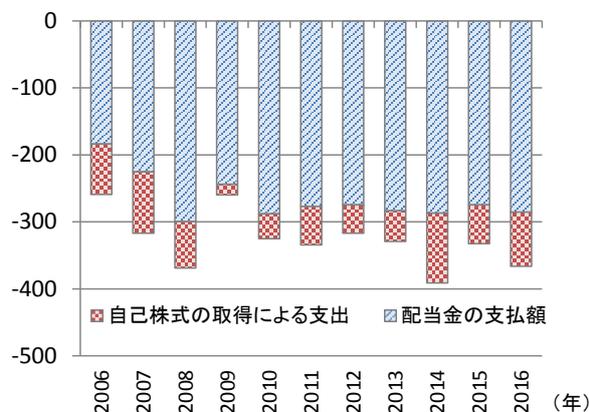
こうした状況下、株式投資家から手元流動性の使い道を問われたり、株主還元の拡充を求める声は高まっていることが予想される。欧米上場企業の株主還元の状況を見ていくと、米国は自社株買いを中心に株主還元を拡大している（図表10）。フランスやドイツ、英国では総株主還元額（配当の支払額＋自己株式の取得による支出）に特筆すべき変化は確認できないが、配当金の支払額に関しては、2000年代後半に比べ、2010年代は相対的に高い水準で推移している。日本においてもコーポレートガバナンス改革などの動きを受け、総株主還元は増加傾向である。これらの株主還元を拡充する動きは、企業が手元流動性を増やす一方で、収益性が見込める投資先が見つけれないことの裏返しであるのかもしれない。

なお、米国においてはFRBの保有資産の圧縮や利上げが始まっており、市場に資金が潤沢にある状態は、今後少しずつ修正されていくものとみられる。米国企業を中心に、負債性資金の借換えに伴う資金調達コストは上昇していくことが予想され、企業の手元流動性の水準にも変化が生じる可能性はある。とはいえ、FCF等の状況に鑑みれば、リーマン・ショックのような流動性危機が起こらない限り（少なくとも上場企業においては）資金繰りが急速に悪化する事態にはならないだろう。

図表 10 各国上場企業の自己株式の取得による支出および配当金の支払額の推移

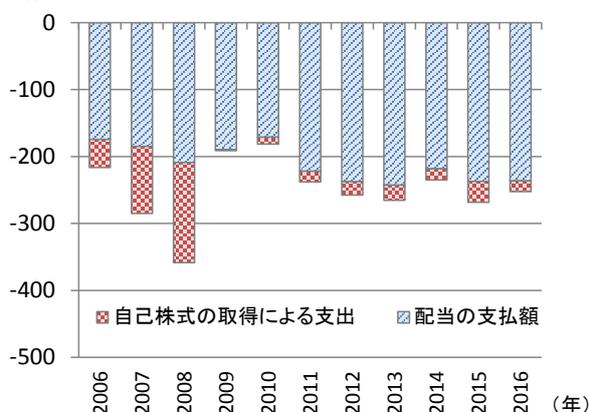
<フランス>

(億ユーロ)



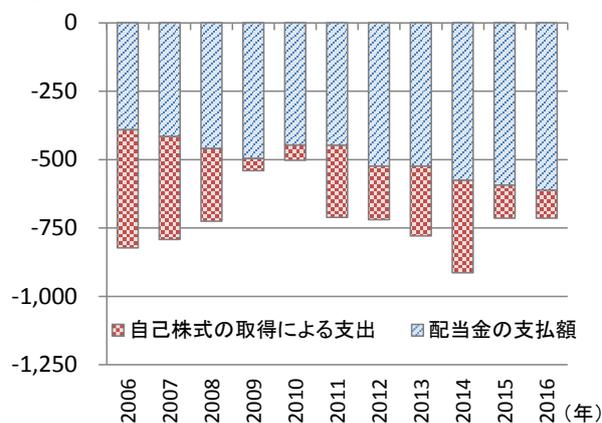
<ドイツ>

(億ユーロ)



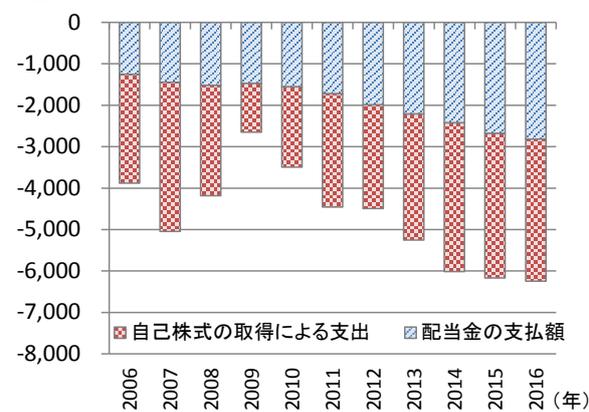
<英国>

(億ポンド)



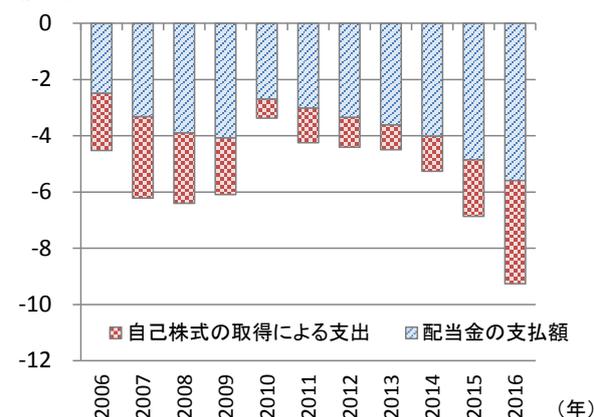
<米国>

(億ドル)



<日本>

(兆円)



(注) 集計対象は前掲図表 1 と同じ。財務活動キャッシュフロー（支出）から集計しているため、マイナスで表示しており（企業の支出はキャッシュフロー計算書上、マイナスで表示されるため）、マイナス額が大きいほど株主還元額が大きいことを意味する。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成