

世界の企業が得たキャッシュはどこに向かっているのか

政策調査部 神尾 篤史

要 約

本稿は、日本・米国・英国・中国・香港の上場企業の財務諸表のデータを積み上げて、資金配分とキャッシュフローの状況を考察するものである。

2007年度と17年度を比べると、英国企業以外は、2017年度の「有価証券投資等」「株主還元」の増加幅が「設備投資」よりも大きかった。企業が設備投資という時間のかかる内部成長から、短期的に結果が出やすいM&Aへとシフトしていることや、潤沢なキャッシュの保有を背景として、株式投資家から配当の支払いを求められていることが要因だろう。このような状況は、短期的な結果を求める投資家に企業が迎合しているかのようにもみえる。

深圳の企業を除けば、フリーキャッシュフローはプラスであることから、「有価証券投資等」を積極的に行いながらも、「営業CF」の範囲内で投資を行っている。同じく、「財務CF」は株式配当金の支払いが大きく、マイナスであるが、借入などの「負債性資金調達」はいずれもプラスである。この状況を考え合わせると、本業で生み出されたキャッシュに加えて、借入や社債を活用しながら、積極的に投資や株主還元を行う企業の姿が浮かび上がる。企業が投資などを行わず、キャッシュをため込んでいるという状況にはないと思われる。

目 次

- 1 章 はじめに
- 2 章 株価指数と時価総額
- 3 章 企業の資金配分とキャッシュフローの状況
- 4 章 まとめ

1章 はじめに

法人企業統計によれば、日本企業（金融業・保険業を除く全規模全産業）の2016年度の経常利益は過去最高の75兆円に達した¹。7年連続の増益、そして4年連続で最高益更新という目覚ましい成果を挙げている。この間、人件費はほぼ横ばいで推移し、設備投資は緩やかな回復にとどまる。利益剰余金は406兆円、現預金は211兆円まで積み上がっている。

企業が稼いだ、または調達したキャッシュは、設備投資やM&Aを行ったり、社員のモチベーション向上のために報酬を増加させたり、将来の投資機会に備えて流動性を確保しておくなど、様々な使途が考えられる。基本的には企業が成長を念頭に置きつつ、自由に決めることである。

ただ、デフレの状況に後戻りせず、日本経済の成長を確固たるものとすることを目指す政府からは、設備投資の増加や賃上げ要請が企業になされている。また、利益が増えているにもかかわらず賃金や設備投資があまり増加しておらず、結果として企業はキャッシュをため込んでいるという指摘が巷間でなされている。

このような状況は、企業のキャッシュの使い道、すなわち資金配分への注目度を高めていると考えられる。本稿では日本のみならず、米国、英国、中国、香港の上場企業の資金配分の状況を考察する。

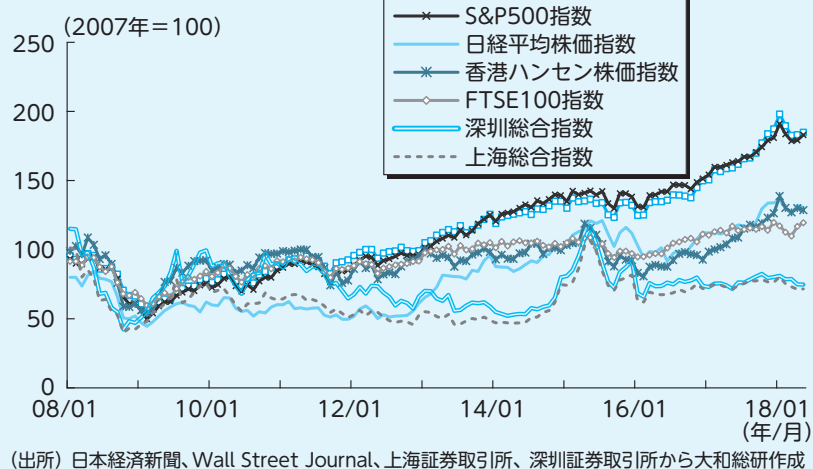
2章 株価指数と時価総額

まずは、各国・地域の上場企業の状況を確認する。図表1は各国・地域の代表的な株価指数について、2007年の1年間の平均株価を100とした時の推移である。最も力強く上昇しているのが、ダウ平均株価指数とS&P500指数の米国の株価指数であり、2008年のリーマン・ショック前の水準を大きく上回って上昇している。次いで、直近の指数が高いのは、日経平均株価指数、香港ハンセン株価指数、英国のFTSE100指数である。日経平均株価指数は、2008年の後半から12年後半まで大きく落ち込んでいたが、13年以降は大きく上昇している。

他方で、中国本土の株式市場の指数である上海総合指数と深圳総合指数は2014年後半から15年半ばには大きく上昇したものの、直近は他の株価指数に比べて低位にある。

次に、各国・地域証券取引所の時価総額について、2007年平均の時価総額を100としてみると、深圳証券取引所の上昇が際立って大きい（図

図表1 各国・地域株価指数



1) 2017年度の値は本稿執筆時点で公表されていないが、全法人ではなく資本金1,000万円以上の法人を対象にした四半期ベースの値を合算すると81兆円である。

表2)。次いで、NASDAQ、上海証券取引所、香港証券取引所と続く。ダウ平均株価指数が高い上昇を見せていたニューヨーク証券取引所は下から3番目であり、日本取引所はその下に位置している。

深圳証券取引所では株価が停滞している一方で時価総額が大きく上昇しているが、これは上場企業数が大きく増加した影響である。時価総額は各企業の株価に発行株数を乗じて、それらを総合計したものであるから、株価が低位にあっても上場企業数が増えれば、時価総額の増加につながる。深圳証券取引所の上場企業数を2007年末と18年5月で比べると、3.2倍に増加している。時価総額を上場数で除した一企業当たりの平均時価総額を2007年末と18年5月で比べると、1.4倍である。

各証券取引所について、同様に同期間における一企業当たりの平均時価総額の変化を計算する

と、NASDAQは2.9倍、ニューヨーク証券取引所は1.5倍、ロンドン証券取引所は1.4倍、日本取引所は1.1倍、香港証券取引所は1.0倍、上海証券取引所は0.8倍であった。

一企業当たりの時価総額が増加した証券取引所もあれば、減少したところもある。このような状況において、証券取引所に上場する企業の資金配分はどのようなになっているのであろうか。3章では、代表的な株価指数を構成する企業の資金配分の状況を確認していく。

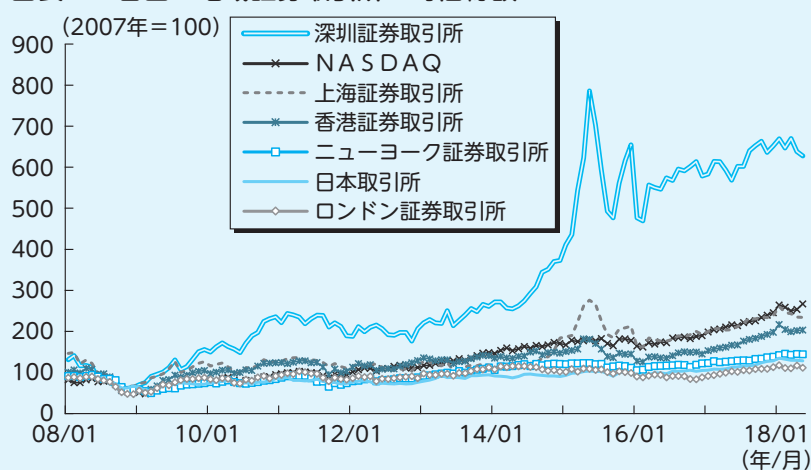
3章 企業の資金配分とキャッシュフローの状況

本章では、個別企業のキャッシュフロー計算書（以下、CF計算書）のデータを積み上げて上場企業の資金配分の状況を見ていく。資金配分の項目は「設備投資」「有価証券投資等」「株主還元」

である。「設備投資」は生産能力や生産性を引き上げるものであり、有形固定資産・無形固定資産の取得額とソフトウェア開発の支出の合計額²である。「有価証券投資等」はM&Aや関連会社・子会社の株式取得などの合計額³である。「株主還元」は株式配当金と自社株買いの合計額⁴である。

これらの支出にかかるキャッシュがどのように生

図表2 各国・地域証券取引所の時価総額



(注) 日本取引所の値は2013年6月まで東京証券取引所と大阪証券取引所の合計値(出所) World Federation of Exchangesから大和総研作成

2) CF計算書の「有形固定資産の取得による支出」「無形固定資産の取得による支出」「ソフトウェア開発による支出」を集計した。

3) CF計算書の「投資有価証券の取得による支出」「関係会社の取得による支出」「営業譲受に伴う支出」を集計した。

4) 株式配当金はCF計算書の「配当金の支払額」、自社株買いは同様にCF計算書の「自己株式の取得による支出」を集計した。

じたのかを見るために、本業の営業活動から得たキャッシュの状況を示す「営業キャッシュフロー」（以下、営業C F）、固定資産や有価証券の取得・売却など投資活動に関するキャッシュの状況を示す「投資キャッシュフロー」（以下、投資C F）、借入・社債発行や新株発行などによる資金の調達・返済などの財務活動に関するキャッシュの状況を示す「財務キャッシュフロー」（以下、財務C F）も併せて見ていく。また、「財務C F」のうち、借入や社債発行などによる調達額を見るために、「負債性資金調達」も確認する。

調査対象企業は2章で挙げた各国・地域証券取引所の代表的な株価指数を構成する企業のうち、リーマン・ショック直前の2007年度と直近の17年度⁵のデータを取得できる企業（金融・保険を除く）である。なお、国・地域によっては対象企業数が少数となるケースがあることには留意する必要がある。

1. 日米英企業の資金配分とキャッシュフローの状況

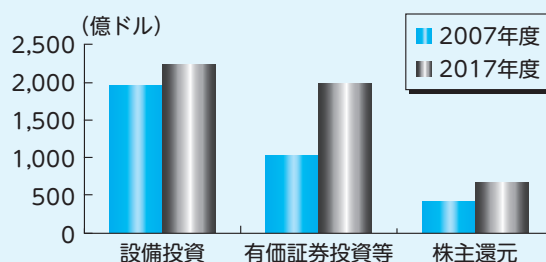
1) 日本企業

まず、日本企業の資金配分の状況を見てみよう。対象企業は日経平均株価指数を構成する企業（225社）のうち、173社である。2007年度と17年度の「設備投資」「有価証券投資等」「株主還元」を比較すると、2017年度の数値はいずれも07年度を上回る（図表3）。特に、「有価証券投資等」はおおよそ2倍になり、「株主還元」も1.5倍程度になった。「設備投資」の増加幅は「有価証券投資等」よりも緩やかなものにとどまる。

図表4はこれらの資金配分にかかるキャッシュフローの状況を示したものである。「営業C F」は、

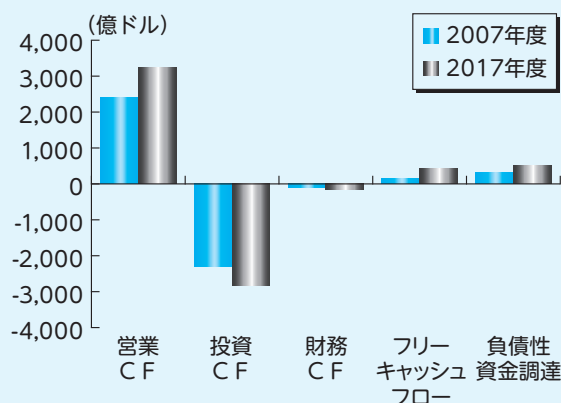
2017年度が07年度を上回っており、本業で稼いだキャッシュが増加している。一方で「投資C F」はマイナス幅が拡大しており、2007年度より17年度の方が積極的な投資姿勢がうかがえる。ただし、「営業C F」が「投資C F」を上回っており、本業で稼いだキャッシュを超えない範囲で投資が行われており（フリーキャッシュフローがプラス）、その状況は2007年度よりも強まっている。2017年度の「財務C F」は、株式配当金や自社株買いなどの支出が大きく、マイナスである。ただし、「負債性資金調達」はプラスであり、借入などをしながら投資や株主還元を行っている

図表3 日本企業の資金配分の状況



(注) ここで使用したC F計算書の勘定科目は全てキャッシュアウトフロー項目であるため、C F計算書は「-」で表記されるが、ここでは「+」表記に変更している
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表4 日本企業のキャッシュフローの状況



(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

⁵ 企業ごとに会計年度が異なるため、企業が使用する期間を用いている。

る。もっとも、以下で示すように、米国企業よりは借入などに対して消極的である。

2) 米国企業

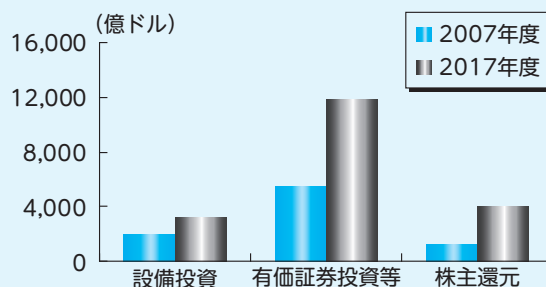
対象企業は S&P500 指数を構成する企業 (505 社) のうち、189 社である。2007 年度と 17 年度の「設備投資」「有価証券投資等」「株主還元」を比較すると、日本企業と同様に「有価証券投資等」と「株主還元」が大きく増加し、相対的に「設備投資」の増加が緩やかである (図表 5)。もっとも、「設備投資」も 1.5 倍程度に増加している。

キャッシュフローの状況を見ると、「営業 CF」は、2017 年度が 07 年度を大きく上回っており、本業で稼いだキャッシュが増加している (図表 6)。一方で「投資 CF」はマイナス幅が拡大しており、2007 年度よりは 17 年度の方が積極的な投資姿勢がうかがえる。2017 年度のフリーキャッシュフローはわずかに減った程度であり、本業で稼いだキャッシュを超えない範囲で投資が行われている。「財務 CF」は株式配当金や自社株買いなどによる支出でマイナスになっている。ただし、「負債性資金調達」はプラスであり、借入なども活用して投資や株主還元を積極的に行っている。

3) 英国企業

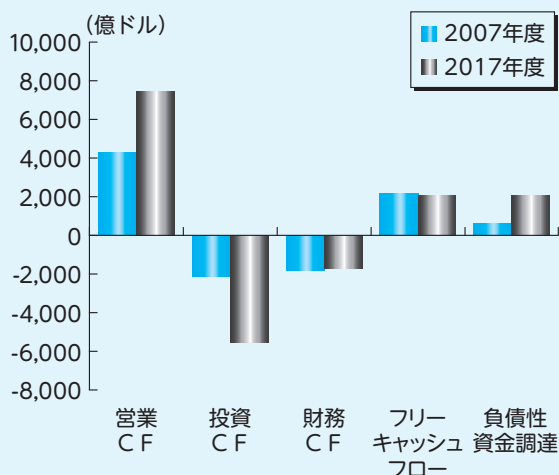
対象企業は FTSE100 指数を構成する企業 (102 社) のうち、26 社である。2007 年度と 17 年度の「設備投資」「有価証券投資等」「株主還元」を比較すると、全ての項目で減少している (図表 7)。キャッシュフローについては、日米の企業と同様にフリーキャッシュフローはプラスであり、2017 年度は 07 年度よりもプラス幅が大きい (図表 8)。「財務 CF」はマイナスであるもの

図表 5 米国企業の資金配分の状況



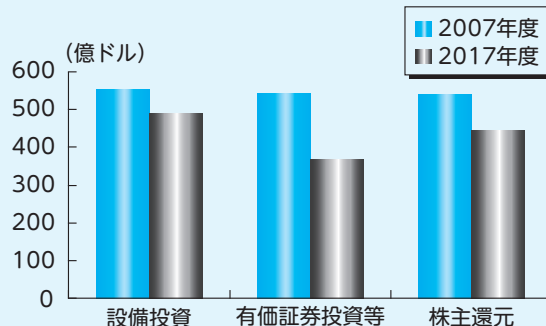
(注) ここで使用した CF 計算書の勘定科目は全てキャッシュアウトフロー項目であるため、CF 計算書は「-」で表記されるが、ここでは「+」表記に変更している
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表 6 米国企業のキャッシュフローの状況



(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表 7 英国企業の資金配分の状況



(注) ここで使用した CF 計算書の勘定科目は全てキャッシュアウトフロー項目であるため、CF 計算書は「-」で表記されるが、ここでは「+」表記に変更している
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

の、「負債性資金調達」はプラスである。

2. 中国と香港企業の資金配分とキャッシュフローの状況

1) 中国企業

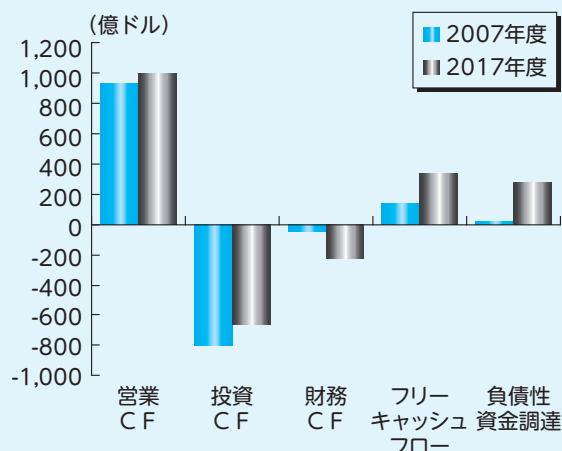
ここでは、中国で代表的な株価指数である上海総合指数と深圳総合指数を構成する企業をそれぞれ確認する。

上海総合指数の構成企業（1,464 社）については、149 社を対象に集計した。2017 年度の「設備投資」「有価証券投資等」「株主還元」は 07 年度を上回り、特に「有価証券投資等」の増加が顕著である（図表 9）。キャッシュフローの状況は、2007 年度はフリーキャッシュフローがわずかにマイナスであり、本業で稼いだキャッシュを上回って投資し、不足するキャッシュは借入や新株発行などにより調達していた。一方で、2017 年度は、フリーキャッシュフローがプラスに転じており、図表 9 で旺盛な投資意欲を確認したが、「営業 C F」の範囲内での投資になっている（図表 10）。「財務 C F」は株式配当金の支払いが借入などによる「負債性資金調達」を上回り、マイナスである。

深圳総合指数の構成企業（2,148 社）については、182 社を対象に集計した。上海総合指数を構成する企業と同様に、「有価証券投資等」が際立って大きい（図表 11）。

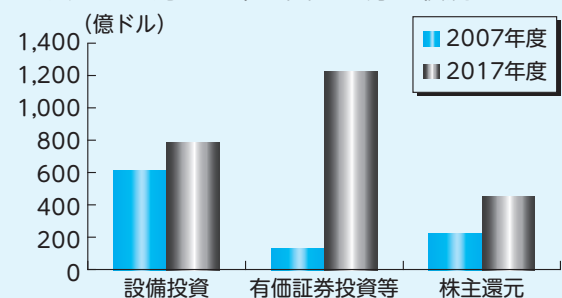
キャッシュフローについては、2017 年度は「投資 C F」が「営業 C F」を上回っており（フリーキャッシュフローがマイナス）、本業で稼いだキャッシュを超えて投資が行われている（図表 12）。これを補うために、借入などの「負債性資金調達」によってキャッシュを調達している。投資と株主還元は一部借入などによって賄ってい

図表 8 英国企業のキャッシュフローの状況



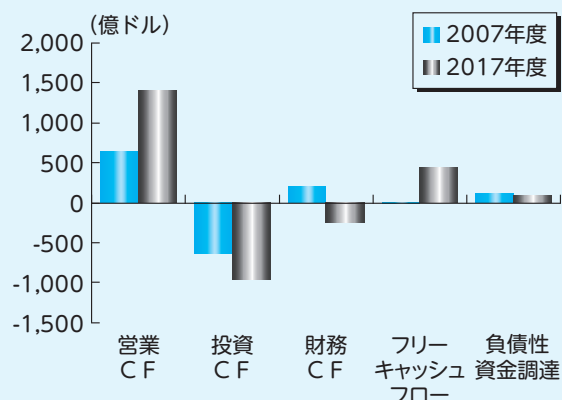
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表 9 上海の企業の資金配分の状況



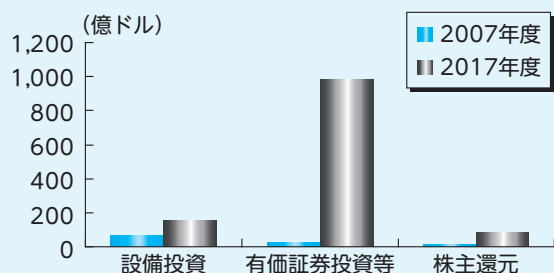
(注) ここで使用した C F 計算書の勘定科目は全てキャッシュアウトフロー項目であるため、C F 計算書は「-」で表記されるが、ここでは「+」表記に変更している
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表 10 上海の企業のキャッシュフローの状況



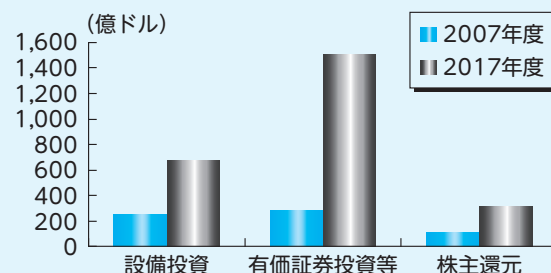
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表11 深圳の企業の資金配分の状況



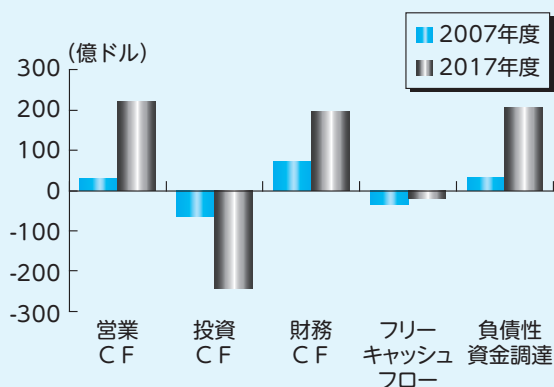
(注) ここで使用したCF計算書の勘定科目は全てキャッシュアウトフロー項目であるため、CF計算書は「-」で表記されるが、ここでは「+」表記に変更している
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表13 香港企業の資金配分の状況



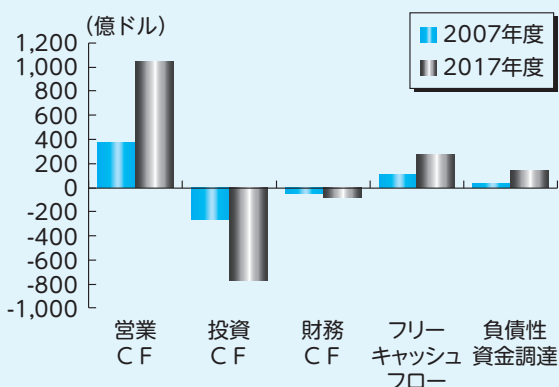
(注) ここで使用したCF計算書の勘定科目は全てキャッシュアウトフロー項目であるため、CF計算書は「-」で表記されるが、ここでは「+」表記に変更している
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表12 深圳の企業のキャッシュフローの状況



(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表14 香港企業のキャッシュフローの状況



(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

る。

2) 香港企業

対象企業は香港ハンセン株価指数を構成する企業（50社）のうち、23社である。2007年度と17年度の「設備投資」「有価証券投資等」「株主還元」を比較すると、2017年度はいずれの項目も07年度の2倍以上であり、積極的に投資と株主還元が行われている（図表13）。とりわけ、「有価証券投資等」が大きい。

キャッシュフローは、投資を積極的に行っているものの、「営業CF」の範囲内である（図表14）。「財務CF」の中身を見ると、株式配当金

の支払いが株式と借入などによるキャッシュの調達を上回るため、「財務CF」はマイナスになっている。株式や借入などでキャッシュを調達して投資や株主還元を行っている。

4章 まとめ

1) 上場企業の資金配分の状況

以上、日本、米国、英国、中国、香港の上場企業の資金配分状況について、2007年度と17年度の2時点を確認した。特徴的なことは英国企業を除けば、「設備投資」は増加したが、その増加幅は「有価証券投資等」に比べると小さかったこ

とである。それだけ、「有価証券投資等」がこの10年間で大きく増加した。これは、M&Aの実行や関連会社・子会社の株式取得が増加している表れである。企業が設備投資という時間のかかる内部成長から、短期的に結果が出やすいM&Aへとシフトしている可能性が指摘できる。

また、「株主還元」も「設備投資」よりも増加幅が大きい。潤沢なキャッシュフローを背景として、企業は株式投資家からその使い道を問われることや配当の支払いを求められていることが要因であろう。「有価証券投資等」と「株主還元」が「設備投資」の増加幅より大きいことは、短期的な結果を求める投資家に企業が迎合しているかのようにもみえる。

2) キャッシュフローの状況

本稿の集計結果では、2017年度の「営業CF」はプラスであり、「投資CF」はマイナスであった。深圳の企業を除けば、フリーキャッシュフローはプラスであることから、「有価証券投資等」を積極的に行いながらも、本業の活動から得た「営業CF」の範囲内で投資を行っている。同じく、「財務CF」は株式配当金の支払いや自社株買いが大きく、マイナスであるが、借入などの「負債性資金調達」はいずれもプラスである。

この状況を考え合わせると、本業で生み出されたキャッシュに加えて、借入などを活用しながら、積極的に投資や株主還元を行う企業の姿が浮かび上がる。企業が投資などを行わずキャッシュをため込んでいるという指摘はよく聞かすが、日本企業には当たらない。また本稿で扱った他の国・地域もそのような状況にはない。

今後のキャッシュフローについて展望すると、企業を取り巻く環境が変化していくことは確実だ

ろう。リーマン・ショック後、先進国を中心に中央銀行が強力な金融緩和を行ったことで企業の資金調達コストが低下したり、世界経済の拡大による好調な企業業績で自らが稼ぐキャッシュが増えたりした。これらが企業のキャッシュフローが大幅に改善した理由である。

しかし、米国のFRB（連邦準備制度理事会）は利上げや保有資産の圧縮に動いており、ユーロ圏のECB（欧州中央銀行）は2019年夏まで利上げはしないとしている一方で、今後の経済データが中期的な物価見通しを裏付けることを条件に、18年末で量的緩和策を終了することを明言している。つまり、市場にキャッシュが潤沢にある状況は修正されていく見込みである。これは、企業の負債性資金の調達コストが上昇することにつながり、資金調達環境は悪化する。また、負債性資金の調達条件が悪化すれば事業規模拡大の制約要因になりかねず、投資と株主還元にも影響が出る可能性がある。企業を取り巻くこのような環境の変化に留意すべき局面を迎えたといえるだろう。

[著者]

神尾 篤史 (かみお あつし)



政策調査部
社会システム調査グループ
主任研究員
担当は、日本とアジアの経済・社会
構造分析、金融資本市場の分析