



BOJ *Reports & Research Papers*

2007年12月

上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動(2007年)

日本銀行調査統計局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行調査統計局までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動(2007年)*

グローバル経済の成長を取り込みながら企業価値の増大を図る動き

1. 分析の目的と留意点
2. 2006年度までのキャッシュフロー動向
 - (1) 全産業のキャッシュフロー
 - (2) 業種別にみた特徴点
 - (3) 2007年度のキャッシュフロー見通しに関する試算
3. 中期経営計画でみる今後の企業の支出行動
 - (1) 中期経営計画の売上げ・収益目標と基本戦略
 - (2) 海外事業展開
 - (3) 設備投資
 - (4) M & A
 - (5) 株主還元
4. おわりに

BOX 支出行動に影響を与えるステークホルダーとの関係

* 本稿は、主に、景気動向担当の以下のスタッフが作成した。主たる分析：繁本知宏、丸尾優士。各パートの分析：福永一郎、伊藤智、佐藤学、藤本啓、三好祐子。データ整理および分析：小林裕子。執筆および全体のとりまとめ：中山興。

(図表)については、本文末にまとめて掲載している。

要 旨

1. 景気が緩やかな拡大を続けるもとで、企業収益は増加傾向をたどってきている。そうした中、上場企業では、負債の圧縮にほぼ目処をつけたこともあって、前向きの動きを示すようになってきているが、この点を2006年度にかけてのキャッシュフローの動向から確認すると、以下の特徴が挙げられる。すなわち、運転資金や税金支払いの増加から、営業キャッシュフローの伸びが、利益の伸び対比緩やかとなったこと、設備投資に加えて投融資(M & A)資金も増加したため、フリーキャッシュフロー(=営業キャッシュフロー-投資キャッシュフロー)の縮小ペースがやや速まったこと、製造業を中心に、配当や自社株買いといった株主還元支出がさらに増加したこと、返済基調が続いていた有利子負債が、キャッシュフロー計算書の利用可能な1999年度以来、初めて調達方向に転じたこと、である。
2. こうした2006年度までのキャッシュフローの動きを大まかな業種別にみると、製造業・加工業種では、設備投資や株主還元が引き続き増加し、有利子負債の増加幅が拡大した。また、製造業・素材業種でも、運転資金が高水準となる中で、業績回復の序盤に抑制気味となっていた設備投資や株主還元が伸びを高め、有利子負債が増加に転じた。この間、非製造業では、設備投資が緩やかな増加を続ける中、運転資金や投融資が大きく増加し、有利子負債が増加に転じた。非製造業の有利子負債の増加には、一部通信関連の投融資に伴う資金調達の影響も大きい。これを除いても、返済基調には歯止めが掛かった姿である。
3. 上場企業の中期経営計画における売上げ・収益目標をみると、数年前に打ち出した前回の計画と比べ、高めの成長目標を掲げている企業が多い。そうした目標を達成するための基本戦略としては、コストダウンを掲げる企業数は、前回計画に比べ若干減少している一方で、事業の成長・拡大を意識する企業が増えているのが特徴である。
4. このため、中期経営計画で示されているキャッシュフローの用途についても、有利子負債の削減を掲げる企業が大きく減少する一方、様々な分野に支出を積極化させていくといった攻めの姿勢の強まりがうかがわれる。とりわけ、海外事業展開については、非製造業でも意識を高めるなど、業種的な拡がりを伴いつつ、取り組み姿勢がさらに前向きになっている。その上で、設備投資、M & A、株主還元などを同時並行的に積極化しようとしている。これらは、上場企業においては、やや長い目でみれば、株主を強く意識しつつ、グローバル経済のエネルギーを取り込みながら企業価値の増大を図る動きが、拡がっていく可能性を示すものと考えられる。
5. ただ、こうした上場企業における前向きな動きが拡がりつつあるとは言え、その

モメンタムは今のところやや力強さを欠いており、一部ではあるが、株式持ち合い増加といった経営安定化にウエイトを多少傾ける動きもみられる。また、近年ようやく活発化し始めたM & Aの成果はなお未知数であるほか、収益の源泉とみられている海外経済の動向も当面不確実性が高い。今後は、これらの点にも留意しながら、企業行動がどのように展開し、わが国経済の持続的な成長につながっていくかどうか、注意深くみていく必要がある。

1. 分析の目的と留意点

2002年初に始まった今回の景気拡大は、そのペースは緩やかながらも5年を超える長期に及ぶものとなっており、そのもとで、企業の収益は増加傾向をたどってきている。こうした中で、企業が手もとの余剰資金（キャッシュフロー）をどのような用途に振り向けるかという点については、企業の活力、ひいては景気拡大の持続性を判断するうえで重要なポイントである。

日本銀行調査統計局では、そうした観点から、2005年末に「上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動」という本稿と同じ題名の調査ペーパーを公表し、当時の利用可能な財務データや中期経営計画等に基づく分析結果を示した。当時は、日本経済が長期低迷をようやく脱し、企業業績も回復途上に乗じ始めたという局面であり、分析結果も、上場企業が、増加したキャッシュフローを有利子負債返済に充てるといった守りになお重点を置きつつも、設備投資の積極化など攻めの方向へと経営の舵を切り始めつつあることを示す内容であった。今回は、その後2年が経過し、景気拡大、高収益がなお続いている状況を踏まえ、企業行動がどのように変化してきているかという点について、キャッシュフロー分析等を通じて一定の評価を行うことを目的としている。

本稿では、まず、2006年度までの、上場企業のキャッシュフロー動向と、支出内容について分析する。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・ガスを除く）のうち、1999年度以降、連続してキャッシュフロー計算書のデータが取得可能な1,035社である¹。

次に、今後数年間といった中期的な上場企業の支出行動について、最近公表された個別企業の中期経営計画を集計²、キャッシュフローの主な用途別に整理・

¹ 分析に用いる財務データは、日経 Financial QUEST を使用した。なお、キャッシュフロー計算書は連結ベースであるため、親会社と子会社の両方が東京証券取引所の市場第1部に上場されている場合には、子会社が二重計上されている点に注意する必要がある。

² 分析対象は、昨年から本年にかけて中期経営計画を発表している企業から選択した主要100社。業種構成に偏りが出ないように配慮しているが（業種構成は末尾の参考図表を参照）、中期経営計

分類することによって、現時点で企業が想定している支出行動の特徴を抽出する。対象企業数は 100 社と、上記の財務データ分析に比べ少ないが、上場企業のスタンスの大まかな傾向を把握することは可能と考えている。

なお、本稿の分析対象は、財務データ、企業の中期経営計画ともに利用可能な上場企業に限定されており、以下、特に断りなく「企業」という場合には、上場企業あるいは大企業のことを指す点に留意されたい。

2 . 2006 年度までのキャッシュフロー動向

(1) 全産業のキャッシュフロー (図表 1 ~ 3)

本節では、まず、2006年度までの上場企業のキャッシュフロー動向について、営業キャッシュフロー、投資キャッシュフロー、財務キャッシュフローの、3つの観点から分析する (図表 1)。

まず、営業キャッシュフローをみてみよう。これは、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、税引き前利益、減価償却費、法人税等の支払い、運転資金 (在庫資金、企業間信用等) などによって構成される³。営業キャッシュフローは、2001年度をボトムとして、基本的には、収益の増加を背景に増加傾向をたどっている。ただ、2004年度以降は、キャッシュフローの源泉となる税引き前利益が増加を続ける一方、運転資金がそれまでの減少 (キャッシュイン) から増加 (キャッシュアウト) の方向に変化し、税金支払いも増加に転じるなど、キャッシュフローの圧縮につながる動きも出ている。2006年度については、企業活動の活発化や原材料高などを背景に運転資金のプラス幅が拡大し、税金支払いも増加したことから、営業キャッシュフローの伸びは利益の伸びに比べ緩やかとなった⁴。

次に、投資キャッシュフローをみてみよう。これは、企業の設備投資や投融資に伴う現金収支のことであり、有形固定資産の取得・売却、貸付金や有価証券の

画を発表している企業に限りがあることから、必ずしも上場企業の平均的な姿を忠実に描写しているわけではない。また、計画は連結ベースで策定されているケースが大部分であるため、計数には海外における収益や設備投資、M & Aなどが含まれている点にも注意されたい。

³ 本稿では、運転資金を「売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務」と定義している。なお、運転資金については、減少の場合は、在庫の削減や企業間と信の圧縮 (売上債権の回収) などによってキャッシュを生み出す方向 (図表 1 ではプラスの方向) に作用していることを意味する。

⁴ 長い目でみれば、利益と法人税支払いの伸びはほぼ平行に動くと考えられる。しかし、今回のように、厳しい景気後退を経たあとの景気回復局面においては、回復初期は、欠損繰越金が多いため利益が回復しても税金の支払いは増えにくく、回復が数年続くと、逆に税金の伸びが利益の伸びを上回る局面を迎えることになりやすい。

増減などによって変動する⁵。投資キャッシュフローについては、2002年度をボトムに、主に設備投資動向を反映し増加傾向にあるが、2006年度については、設備投資が増加を続けるも、投融資（M & A 関連等）も大きく増加したため、全体として伸びを高めることとなった。

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」と呼ぶ）については、2003年度を境に縮小に転じ、その後、2006年度まで3年連続で縮小した。また、2006年度のフリーキャッシュフローは、2005年度に比べ縮小ペースがやや加速し、ゼロ水準に近くなった。これは、企業の通常の事業活動において生み出されたキャッシュフローの殆どが、設備投資や投融資といった長期的な視点に基づく資産形成に振り向けられるようになってきたことを示している。

最後に、こうしたフリーキャッシュフローの裏側とも言える財務キャッシュフローをみてみよう⁶。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、有利子負債の増減、配当、自社株取得などによって変動する。例えば、利益等に比べ投資が抑制されキャッシュ・リッチとなると、それが有利子負債の返済に充てられるようなケースを考えると分かりやすい。財務キャッシュフローの動きをみると、2002～2003年度をボトムに、全体としてマイナス幅が縮小し、2006年度にはほぼゼロとなっている。その内訳をみると、キャッシュアウトにつながる株主還元（配当、自社株取得）が増加を続ける一方、有利子負債については、2004年度から返済（＝キャッシュアウト）額が縮小し始め、2006年度には調達（＝キャッシュイン）方向に転じることとなった。有利子負債が調達に転じたのは、キャッシュフロー計算書が利用可能な1999年度以来、初めてである。

そこで、有利子負債の動きをやや詳しくみると（図表2）、2004年度までは、バランスシート圧縮を企図した財務リストラの動きを反映し短期中心に多額の借入金返済が返済されていたが、2005年度に返済がほぼ終了し、2006年度には、設備投資やM & Aなどに向けられる長期借入金の調達が増加している。この結果、債務資本比率（デット/エクイティ・レシオ）や債務償還年数（＝有利子負債残高/営業キャッシュフロー）は、一頃に比べかなり低い水準となり、2006年度にかけては、低下テンポが緩やかとなっている。なお、有利子負債が調達に転じるも、

⁵ 正式なキャッシュフロー計算書においては、キャッシュ（現金収支）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「マイナス」になる。ただ、本稿では、説明の分かりやすさを考慮し、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「プラス」として）記述している。

⁶ 両者の差が「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。2006年度であれば、フリーキャッシュフロー（プラス）が財務キャッシュフロー（マイナス）を若干上回るため、手元資金が若干積み上がったこととなる。

両指標が緩やかながらもなお低下しているのは、利益拡大に伴い内部留保（資本）や営業キャッシュフローが増加しているためである。このように企業の債務負担が低下し、返済能力も高まってきた状況を反映し、のちに議論する現行の中期経営計画をみても、有利子負債削減を目標に掲げる企業は少数となっており、経営における負債削減の優先度はかなり後退している。

以上の2006年度にかけてのキャッシュフロー分析について、キャッシュインとキャッシュアウトに組み替えて、その全体像を眺めながら改めて整理すると（図表3）「上場企業においては、収益の増加傾向を受けてキャッシュフローが潤沢に流入し続けており、負債の圧縮も多くの先が目処をつけている。こうした状況下、企業活動の活発化に伴う運転資金需要のほか、設備投資やM&Aなどに関連する資金需要がさらに増加し、加えて株主還元のための資金需要も高まっており、有利子負債の新規調達にも乗り出すようになっている」という姿となっている。また、キャッシュイン・アウトの規模自体も、2006年度にかけて、やや拡大テンポを速めている。

（2）業種別にみた特徴点

製造業（図表4～8）

次に、キャッシュフローの動きを、製造業・非製造業別に確認してみよう。

まず、製造業についてみると（図表4）2004年度以降、設備投資や投融資、株主還元が、いずれも着実に増加を続けている。この間、運転資金も、企業活動の活発化等に伴い、2004年度に増加方向に転じ、その後、緩やかに規模を拡大している。こうした支出（キャッシュアウト）を支えているのは、基本的には税引き前利益の増加であるが、2005年度以降は有利子負債が資金調達方向に転じていることも寄与している。

これを加工・素材別に分類して確認してみると、加工業種では（図表5）2004年度からはっきりと増加し始めた設備投資が、2006年度も、増勢をやや鈍化させつつ増加を続けたほか、投融資や株主還元も着実に増加した。また、企業活動の活発化や原材料・中間投入財の価格上昇などを背景に、電気機械や輸送機械、一般機械を中心に、運転資金も引き続き増加した（図表6（2）、（3））。こうした支出の増加を背景に、有利子負債については、2003年度から返済額が縮小し始め、2005年度に調達方向に転じたあと、2006年度には調達額が拡大した。なお、加工業種において、投資キャッシュフローが営業キャッシュフローを上回り、フリーキャッシュフローが赤字となっている企業の割合をみると、ペースをやや鈍化させつつも、電気機械を中心に引き続き上昇方向にある（図表7）。

一方、素材業種では（図表8）加工業種に比べるとやや慎重なスタンスにあった設備投資が2005年度、2006年度と高めの伸びとなったほか、緩やかな増加にと

どまっていた株主還元も 2006 年度に大幅に増加した。また、国際商品市況高を反映し原材料価格が高騰したため、非鉄金属や化学を中心に、運転資金が 2005 年度、2006 年度と高水準で推移した（前掲図表 6 (2)）。2004 年度まで多額の返済が行われていた有利子負債は、支出が 2005 年度以降ははっきりと増加したことを反映し、2005 年度にゼロ近傍まで返済額が縮小したあと、2006 年度には調達増に転じた。素材業種においてフリーキャッシュフローが赤字となっている企業の割合をみると、2004 年度まで加工業種に比べてかなり低水準であったが、2005 年度から上昇テンポを速め、2006 年度には加工業種と同水準まで上昇した（前掲図表 7 (1)）。

このように、支出や負債調達の拡大の面において、素材業種は、加工業種にやや遅れながらも、2006 年度にかけて急ピッチで追いつく姿となった。こうした展開の背景には、素材業種では、加工業種と比べ高い債務残高が重石となっていたが、業界再編に伴う余剰設備削減などの効果もあって、2005 年度以降は加工業種並みの債務負担まで低下したこと（前掲図表 2 (2)）、景気拡大が長期化する中、とりわけ 2005～2006 年度にかけては、新興国の目覚ましい経済成長を受けて素材に対する需要拡大に弾みがついたこと、といった事情があるものと考えられる。

非製造業（図表 9）

次に、非製造業についてみると（図表 9）、営業キャッシュフローや設備投資の増え方は、製造業に比べて緩やかとなっている。これは、非製造業においては、グローバル需要を取り込みやすい製造業とは異なり、売上げの多くを増加テンポが緩やかな国内需要に依存しているためである。

それでも、非製造業においても、税引き前利益が着実に増加する中、設備投資が緩やかに増加し、有利子負債の返済も着実に進んできた（図表 9）。2006 年度には、運転資金がマンション・オフィスビル開発（不動産）や国際商品市況高（商社）などを背景にはっきりと増加し（前掲図表 6 (2)）、投融資も一部通信関連の大型 M & A 案件を反映し大幅に増加した⁷。この結果、有利子負債は増加に転じた。2006 年度の有利子負債の増加分の大半は、通信関連の大型 M & A に伴う資金調達によるものであり、これを除くと、非製造業の有利子負債は概ねゼロ近傍にとどまる。ただ、それでも、返済基調に歯止めが掛かっている姿は明らかである。

（3）2007 年度のキャッシュフロー見通しに関する試算（図表 10）

最後に、いくつかの仮定を置いて 2007 年度のキャッシュフローの姿をラフに試算してみた。試算に当たっての主な仮定は以下のとおりである⁸。まず、2007 年度

⁷ ソフトバンクがポータフォンジャパンを買収（約 1.8 兆円）したことによるもの。ちなみに、2000 年度の投融資とその他の増加分は、NTTドコモの AT & T ワイヤレスへの資本参加（約 1.1 兆円）の寄与が大きい。

⁸ 試算方法の詳細は図表 10 の「見通し試算の前提」を参照されたい。いずれにせよ、大胆な仮

の税引き後利益の伸び率は、個社別の当期利益予測の伸び率に等しいと仮定した。次に、2007年度の設備投資ならびに投融資は、2007年9月短観における業種別の設備投資計画の伸び率を用いた。短観は連結ベースではなく単独ベースであるため、最近のように企業が海外事業展開を積極的に行っている状況では、短観の設備投資の伸びが、連結ベースの設備投資や投融資の伸びよりも低めとなりやすい点に留意する必要がある。さらに、2007年度の配当は、当期利益予測の伸び率に比例すると仮定した。なお、試算に当たっては、基調的な動きを捉えるとの観点から、一部通信関連の大型M & Aによるキャッシュフローの動きを除外している⁹。

2007年度見通しの試算結果を全産業ベースでみると、収益と設備投資の増加を反映して、営業キャッシュフローと投資キャッシュフローは、ともに伸びをやや鈍化させつつも増加を続ける姿となった。この間、有利子負債については、2006年度と同程度ないし若干大きめの増加幅になるとの結果が得られた。

業種別にみると、製造業では、設備投資の高い伸びを反映して投資キャッシュフローの伸びが営業キャッシュフローの伸びを上回り、フリーキャッシュフローの黒字が縮小する姿となっている。このため、有利子負債の増加幅は、2006年度に比べ幾分拡大する。こうした傾向は、ここにきて設備投資を積極化している素材産業において、よりはっきりとしている。一方、非製造業では、営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの増加はともに小幅であり、その結果、有利子負債も2006年度と同様に増減がほぼゼロ近傍にとどまる姿となる。

なお、実際の2007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、大きく変わり得る点に注意が必要である。

3. 中期経営計画でみる今後の企業の支出行動

本節では、やや長い目でみて、上場企業の支出内容がどのように推移しており、今後どのように変化していく可能性が高いか、といった点について議論することとしたい。具体的には、これまでみてきた個社財務データの集計値に基づいて、2006年度までの分野別の支出実績とその特徴点を改めて簡単に整理した上で、主要企業が発表している中期経営計画(対象期間は概ね2007~2009年度<前回計画は概ね2003~2006年度>)や各種アンケート調査を用いながら、現時点で想定されている2007年度以降の企業の支出スタンスを概観する。

定を置いているため、ここで得られた試算結果はかなりの幅を持つてみる必要がある。

⁹ 具体的には、脚注7で示したような、2000年度と2006年度の投資キャッシュフローと財務キャッシュフローを一時的に大きく押し上げたNTTドコモのAT & Tワイヤレスへの資本参加分(2000年度)とソフトバンクのボーダフォンジャパン買収分(2006年度)を除外した。

(1) 中期経営計画の売上げ・収益目標と基本戦略 (図表 1 1)

分野ごとの支出行動をみる前に、キャッシュフローの源泉となる売上げ・収益の中期経営計画目標を確認しておく(図表 1 1 (1))、現行の中期経営計画では、前回計画と比べて高めの成長目標を掲げる企業の割合が増えている。

また、そうした目標を達成するための基本戦略についてみると(図表 1 1 (2))、コストダウンを掲げる企業数は、なお半数程度に上るが、前回計画に比べると若干減少している一方で、事業の成長・拡大を強く意識する企業が増えているのが特徴である。事業拡大の内容としては、海外への事業展開を掲げる企業が最も多く、前回計画に比べてもさらに増加している。また、高付加価値化、コア・戦略事業の強化と新事業育成・多角化の同時達成、などを掲げる企業も増加している。

こうした事業拡大に向けた企業行動の変化は、有利子負債の削減スタンスの変化にも現れている。前節でみたとおり、上場企業では、全体としてみれば、有利子負債の返済にほぼ目処をつけ、2006 年度には、有利子負債が調達増の方向に転じている。今回の中期経営計画においても、有利子負債削減を目標に掲げる企業は 2 割程度と、前回計画の 5 割程度から大きく減少しており、経営における負債削減の優先度はかなり後退していることが見て取れる (前掲図表 2 (4))。

(2) 海外事業展開 (図表 1 2、 1 3)

ここからは、主要な資金使途別に、上場企業の支出行動をみていきたい。まずは、上述のとおり、基本戦略で最優先に掲げられていた海外事業展開についてである。

中期経営計画における海外事業への取り組みをみると(図表 1 2 (1)(2))、製造業では、加工業種、素材業種とも、多くの企業が海外事業展開を意識していることが確認できる。とりわけ、素材業種では、2006 年度時点での海外売上高比率が 4 割と加工業種の 6 割に比べれば低めということもあってか、成長余地の大きい海外事業展開を意識する企業の割合は、前回計画と比べて増え、全ての先が意識するようになってきている。一方、非製造業においても、海外事業への取り組みを意識する企業の割合は、前回計画の 4 割弱から増加し、半数強に上っている。このように、上場企業の海外事業への取り組み姿勢が、業種の裾野を拡げつつ、前傾化している様子がうかがわれる。

この点を、業種別にもう少し詳しくみてみよう((図表 1 2 (3)、 1 3))。まず、従来から積極的に海外展開してきた製造業・加工業種では、「事業拡大」を挙げる先の割合が高水準で横ばいとなる中、採算向上を意識した「事業の集約・効率化」を掲げる先が増えていることが特徴である。また、地域ごとの事業展開スタンスをみると、中国を中心に幅広い地域で事業拡大姿勢を堅持していると同時に、競

争の激しい欧米や近年急速に事業拡大を図ってきた中国において、収益性向上のための事業集約・効率化を意識する企業も増えている。

次に、製造業・素材業種についてみると、国内事業再編や財務リストラに目処がつくもとで、新興国の需要増大といったグローバル経済のエネルギーを積極的に取り込もうとする意識の高まりを反映し、「事業の集約・効率化」の割合が低めにとどまる一方、全ての先が「事業拡大」を挙げるようになっている。地域ごとの事業展開スタンスをみると、欧米先進諸国など堅実な需要が見込まれる地域に加え、中国やインド、その他地域（ロシアなど）といった成長著しい地域でも事業を拡大しようとする動きが目立つ。

また、非製造業については、「事業拡大」を挙げる先が増加し、半数に上っている。非製造業には、もともと海外事業に重点をおく商社などに加え、運輸・倉庫や建設など国内需要への依存が高い業種でも海外展開を図っていく動きが広がっている。これらの先では、地理的に近く、かつ製造業の活動が増えている NIEs、ASEAN、中国など東アジアでの事業拡大を考えている企業が多くみられる。こうした動きは、非製造業においても、ウエイトの高い国内売上げの将来性に大きな期待が持てないため、アジアを中心としたグローバル需要の拡大を積極的に取り込んでいこうとする動きが広がってきていることを示すものと考えられる。

（3）設備投資（図表 14、15）

上場企業の設備投資は、2002 年度をボトムに増加を続けている（図表 14）。第 2 節でも指摘したように、製造業・加工業種の設備投資拡大が先行し、素材業種が 2005 年度から投資を積極化している一方、非製造業の設備投資は相対的に緩やかな増加傾向にある。中期経営計画における先行きの設備投資スタンスをみても、前回計画に比べ積極的なスタンスを示す企業が増えており、投資金額の平均的な伸びは、製造業・素材業種がリードするかたちで、年率 + 10% 程度と前回計画（+ 4% 程度）を上回る高めの計画が示されている。

こうした積極的な設備投資スタンスの基本的背景のひとつとしては、上述のような海外事業展開への意識の高まりを挙げることができる（図表 15）。今回の景気拡大局面においては、製造業、非製造業にかかわらず、海外での売上げや収益が高めの成長を示し、国内事業の成長を上回っている¹⁰。こうした状況を受けて、企業は海外事業に高い成長性を期待し、それに関連する設備投資を積極化しているものと考えられる。なお、中期経営計画は連結ベースでみたものであるため、この設備投資は国内投資とともに、海外における工場や営業拠点などでの投資も含まれている。

¹⁰ 図表 15 の海外営業利益は、脚注に示したように、幾つかの前提に基づいた試算であるため、ここでの試算結果は幅を持つ必要がある。

(4) M & A (図表16～19)

フリーキャッシュフローの使途として、M & A (投融資、企業の合併・買収)の重要性も一段と増してきている。企業の中期経営計画の中では、基本方針としてM & Aに注力することを表明する企業や、M & Aの投融資枠を設定する企業が増えているが、先行きM & Aに関する情報としては、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、各種アンケート調査や業界データを用いて、最近のM & Aへの取り組みの特徴を探っていくことにしよう。

まず、近年のM & A全体の件数をみると、1990年代後半から徐々に増え始め、2002～2003年にいったん横ばいとなったあと、2004年から再びはっきりと増加し、2006年にはピークを更新した。米国サブプライム住宅ローン問題に端を発した国際金融市場の動揺は、当面のM & Aにマイナスの影響を及ぼす可能性があるが、2007年についても、現時点で利用可能な1～10月のデータを見る限り、M & A件数は高水準となっている(図表16(1))。上場企業の財務データから集計したM & Aに該当する支出項目の動向をみても、2004年度から増加し始め、2006年度には通信関連の大型案件もあって高い伸びとなったことが確認される(図表16(2))¹¹。また、内閣府によるアンケート調査によると¹²、65%の企業が「友好的M & Aであれば検討」するとしているほか、6%の企業が「敵対的M & Aでも必要に応じて検討」するとしており、合計すると約7割の企業が、M & Aを肯定的に捉えていることが分かる(図表16(3))。

こうしたM & A増加の背景としては、1999年の独占禁止法の運用基準緩和や商法改正などによって¹³、機動的な企業組織の再編や合併が行われやすくなったという、制度的変化の重要性を指摘することができる。同時に、企業の財務や業績の

¹¹ 企業のキャッシュフロー計算書では、「投資有価証券の取得」と「連結範囲の変更を伴う子会社株式取得のための支出」が広義のM & Aと考えられ、ここでは両者を併せて「投融資」と呼んでいる。ただし、前者には、M & Aとは関係なく投資的目的で株式や債券等を保有する場合も含まれる。一方、後者については、経営権取得目的の有価証券取得であり、より狭義のM & Aである。

¹² 2007年2月から3月にかけて実施された上場企業を対象とする「企業の新しい成長戦略に関するアンケート調査」によるもの。以下で記述される内閣府アンケート調査も同様。

¹³ 1999年に行われた制度変更としては、1月に合併審査基準の緩和(独占禁止法の運用基準緩和)が行われて企業の合併が容易となったことに続き、10月には2003年3月までの時限立法として産業再生法が施行され、不採算事業の分社化や他社との事業統合などが容易となった。さらに同月には商法改正により株式交換(移転)制度の導入が行われ、戦略的に重要な公開子会社の完全子会社化を容易にするなどグループ経営の強化が促された。なお、こうした一連の企業再編を促す制度面の変化の詳細については、「近年の設備投資動向と本格回復への課題 投資行動を生み出す企業活力の復活に向けて」日本銀行調査統計局(2003年6月)を参照されたい。

バラツキが拡大するといった経済環境の変化も、M & Aの増加につながっていると考えられる。これを検証するために、年度毎の上場企業の資本金額および売上高経常利益率の平均からの標準偏差と、当該年度のM & A件数との組み合わせを、データが利用可能な1985年度から2006年度までプロットし、両者の相関を計算してみた(図表16(4))。その結果、資本や売上高経常利益率の企業間のバラツキとM & A件数は高い相関を有することが明らかとなり、2005年度、2006年度には、そうしたバラツキが大きくなる中で、M & Aの件数が高水準となっていることが確認された。このことは、企業規模や収益性の企業間格差が拡大した結果、いわゆる「勝ち組」が「負け組」を買収するようなケースが増えてきていることを示している。また、多くの企業がこうした現実を目の当たりにすることによって、M & Aに対する抵抗感が薄れ、肯定的に捉えるようになってきたものと考えられる。

また、海外事業展開への注力も、M & Aの拡大につながっている。最近では、わが国企業の海外企業に対するM & Aの件数の増加が目立っており、金余りを背景に海外企業を積極的に買収したバブル期に迫る水準となっている(図表17(1))。金額に関しては、M & A金額が公表されないケースも多いため正確に把握することは難しいが、M & A案件を多く含むと考えられる国際収支統計の対外直接投資をみると、2006年はバブル期を上回る水準に達した(図表17(2))¹⁴。個別の事例をみると、幅広い業種において海外企業に対するM & Aが行われており、多くの企業が、高い成長性が期待できる海外事業を展開する際の重要な手段のひとつとして、M & Aを用いている様子が浮かび上がってくる(図表17(3))。

今後のM & Aに対する企業のスタンスをうかがうと、中期経営計画の中でM & Aの活用に言及している先は、前回計画と同様に、製造業を中心に全産業で半分程度に上っている(図表18(1))。その活用目的については、既存事業強化・再構築を挙げる企業が依然として最も多いが、最近の変化点としては、リストラなどを挙げる企業が減少する一方、新事業育成や海外展開といった事業拡大をより意識した先が増加していることが特徴的である(図表18(2))。また、現行の中期経営計画では、M & Aを行うとする先の中で、設備投資も積極化するとしている企業が8割を超えており、前回計画の4割強から大きく上昇している(図表18(3))。加えて、M & Aを視野に入れている企業は配当などの株主還元にも意欲的になってきている、といった変化もみられる(図表18(4))。これらを総合すると、企業のM & Aについては、前回計画時には、攻めのM & Aを推し進めるケースも増加しつつあったとはいえ、既存事業の再構築やリストラといったプロセスの中で、設備投資を抑制しながら、その代替的な意味合いもあってM & Aを行うといった、どちらかといえばなお守りにウエイトを置いたケースが少なからず見

¹⁴ 2007年は、日本たばこ産業による英ガラハラの買収(約2.3兆円)が押し上げに寄与する見込みである。

受けられた。しかし、現行計画では、企業が、株主を強く意識しつつ、企業価値の増大のために必要な設備投資やM & Aをともに積極化するという、攻めの方向への意識をより強めながら、M & Aを活用しようとしている様子が見られる。

この間、最近注目されている動きとしては、敵対的M & Aが挙げられる。内閣府のアンケート調査によると、上場企業のうち、敵対的M & Aを容認する企業と否定する企業は、ほぼ半々となっている。敵対的M & Aを容認する企業が半分に達していること自体、長期雇用や株式持ち合いなどを特徴とした1990年代までの日本的経営からの大きな変化と評価できる。ただ一方で、敵対的M & Aを否定する理由として、「意図しない経営戦略の転換」や「長期的視点に立った経営が困難」など、株主の利益よりも、経営者独自の視点に立ったものが多く挙げられている（図表19(1)(2)）。敵対的M & Aに対抗する手段としても、「本業を通じた企業価値向上」や「ガバナンスの充実」といった前向きな方策と並んで、「株式持ち合い」を導入ないし検討中とする企業が多い（図表19(3)）。実際、株式持ち合いに投じられた金額をみると、2004年度まではごく僅かであったのが、敵対的M & Aが強く意識され始めた2005年度以降、はっきりと増加しており、株式持ち合いを強化する企業がここにきて増えている様子が見られる（図表19(4)）。こうした動きを反映し、バブル期以来趨勢的に低下傾向を辿ってきた株式持ち合い比率は、2004～2005年度をボトムに下げ止まり、2006年度に僅かながら上昇に転じた（図表19(5)(6)）。現時点では、こうした株式持ち合いの増加の動きは、これまで急ピッチで続いてきた持ち合い解消の若干の揺り戻しに過ぎず、企業の健全な発展のために適正な状態を模索する過程で生じる不可避的な現象と、解釈することも可能である。また、全ての株式持ち合いが買収防衛策としての意味合いを有しているわけではなく、技術提携や製品開発提携などを通じてシナジー効果を発揮することを企図して行われているケースも多い。ただ、仮に、わが国企業が再び経営安定化に過度に重点を置くようになり、防衛策的な意味合いでの株式持ち合いが今後も基調的に増加していくとすれば、長い目でみて企業活力の阻害要因になりかねない点には注意が必要である。

M & Aは、経済環境が目まぐるしく変化する中で、企業価値の最大化に必要な不可欠なリソースの最適配分を実現するための、重要な手段のひとつである。わが国の場合、今みたように、近年ようやくM & Aが本格化してきた段階であるだけに、それがどう経営に生かされ、どの程度の成果につながっていくかは、やや長い目でみた企業の成長性や収益性を左右し得る重要な要素であると考えられる。わが国におけるM & Aの成果については、今のところ、詳細なデータの蓄積がなく、判断するだけの確たる材料はないが、わが国の場合、M & A実施に踏み切っ

た企業が必ずしも十分な成果を得ていないとの指摘も一部に聞かれる¹⁵。こうした点も念頭に置きつつ、今後のM & Aの動向やその成果については、引き続き注目していく必要がある。

(5) 株主還元 (図表20～23)

最後に、株主への利益還元(配当、自社株買い)の動向をみてみよう¹⁶。自社株買いは株価が低迷していた2001～2002年度ごろから増加し始めたほか、配当金支払いも収益増加を追い風に2004年度以降増加しており、両者の合計を株主還元と定義し営業キャッシュフロー対比でみると、その割合は着実に高まっている(図表20(1))。業種別に株主還元額の水準を営業キャッシュフロー対比でみると(図表20(2))、製造業・加工業種では、2002年度にかけて上昇した後、2003年度以降は15%程度での横ばい推移となっている。一方、素材業種の株主還元比率は、15%程度で推移していたが、債務返済負担の軽減や新興国における需要好調を背景に、2006年度にかけて大幅に上昇した。この間、非製造業の株主還元比率は、営業キャッシュフロー対比でみて、緩やかな上昇傾向にある。

なお、海外売上高比率と株主還元比率(=総還元額/営業キャッシュフロー)の関係を見ると、2005年度以降、海外売上高比率の高い企業ほど株主還元比率が高い傾向がはっきりしてきている(図表20(3))。これは、海外売上高比率の高い企業ほど、株式投資へのリターンを強く意識する外国人持ち株比率が高いためと考えられる(図表20(4))。

今後の株主還元スタンスについて中期経営計画からうかがうと、現行計画では前回と比べて株主還元に関及する企業が大幅に増えているほか、内閣府によるアンケートでも大企業が重要と考える利益配分先として株主還元が10項目中上位3位となるなど、企業の株主還元に対する意識が着実に高まっている(図表21(1)(3))。また、中期経営計画における株主還元と設備投資に対するスタンスとしては、上場企業は、前回計画から現行計画にかけて、株主還元と設備投資の両方を同時に積極化する傾向を高めてきている(図表21(2))。この点は、先のM & Aの分析でも触れたように、企業が、株主価値を高めることも強く意識しつつ、

¹⁵ 例えば、M & A実施企業の株価を対TOPIX超過リターンで測り、相対的に株価が下落していることを指摘する調査がみられる(図表18(5))。これについては、M & A観測によって事前に株価が上昇した点を必ずしも十分考慮していないことや、2005年度以降のM & Aに関し調査が行われていないといった問題点があるが、わが国企業ではM & Aの果実を得るのに時間が掛かり過ぎている様子も垣間見える。

¹⁶ ここでは、企業が最も重視するステークホルダーである株主への利益還元を取り上げたが、多くの企業では、株主以外のステークホルダーにも幅広く目を向けているのが現状である。企業が株主以外のステークホルダーをどのように意識しているのかという点については、BOX「支出行動に影響を与えるステークホルダーとの関係」で考察する。

必要な各種投資を積極化するようになっていることを示したものと考えられる。

この間、配当に対する企業の考え方をみると、現行の中期経営計画では、配当への意識が高まっており、とりわけ「配当性向」を重視する企業が大幅に増加している（図表 2 2 (1)）¹⁷。ただ、これまでの配当実績をみると、2004 年度以降、配当支払額は着実に伸びているものの、大幅に改善している利益に比べればその増加額は小幅であり、米国企業と比較しても、日本企業の配当性向はなお低い水準にとどまっている（図表 2 2 (2) (3)）¹⁸。また、中期経営計画で配当性向を重視すると回答している企業のうち、配当方針のキーワードとして、「業績連動」と並び「安定的」、「継続的」を掲げている先も少なくない（図表 2 2 (4)）。これらは、わが国企業が、配当性向の向上や業績連動型配当を意識しつつも、配当水準そのものをある程度安定化させたいとの考えも根強く持っていることを反映したものであり、その結果として、配当政策は漸進的に変化していく可能性が高いのではないかと考えられる。

一方、自社株買いについては、生命保険協会による調査をベースに企業の考え方をみると、基本的には、個人を含めた幅広い株主に対して還元姿勢を直接的にアピールする狙いもあってか、マーケット経由で利益を還元する自社株買いより、企業から株主に直接利益を還元したとの印象が期待できる配当を重視する企業が大半である（図表 2 3 (1)）。ただ、機関投資家サイドとしては、「配当をより重視する」先と「配当、自己株式取得を同等に重視する」という先がほぼ同数であり、自社株買いに対する要請が相対的に大きい。こうしたもとで、企業は自社株買いを着実に増やしてきており、その際、希薄化リスクを嫌がる機関投資家の要望にも耳を傾けながら、金庫株として手もとで保有せず、消却する先が増えている（図表 2 3 (2) (3)）。なお、最近の企業の自社株買いの動機については、「機動的な株主還元」といった余剰資金の株主への直接的な還元のほか、株価挺入れや資本効率の向上を挙げる先も多いが、これらも、株価上昇につながれば、広い意味での株主還元のひとつと考えられる（図表 2 3 (4)）。

4 . おわりに

以上、本稿では、上場企業の財務データや中期経営計画などをもとに、過去数年の企業行動の変化、および先行きのスタンスをみてきた。今回の緩やかな景気拡大局面において、企業は増益にもかかわらず抑制的な支出スタンスを堅持する

¹⁷ 2001 年度の日本の配当性向は、いわゆる IT バブルの崩壊に伴って当期純利益がマイナスとなったことから、計算できない。

¹⁸ なお、配当性向については、過半数の企業が連結ベースで考えており、企業がグローバル展開から得られた収益を株主に還元しようとしている姿がうかがわれる（図表 2 2 (5)）。

ことでキャッシュフローを蓄積し、有利子負債の返済を優先する傾向があったが、このところ、ようやく負債の増加を伴いつつ、設備投資などへの支出を積極化させてきている姿が明らかとなった。とりわけ、非製造業を含めて海外事業展開への意識を高めつつ、設備投資やM & Aをともに積極化すると同時に、配当など株主還元も増加させている点は、ここ数年の大きな変化である。

こうした変化は、わが国の上場企業においては、基本的には、株主を強く意識しつつ、グローバル経済のエネルギーを取り込みながら企業価値の増大を図っていかうとする行動が拡がりつつあることを、示唆するものと考えられる。また、そうした動きが、わが国経済の持続的な成長をサポートしていくことが期待できる。

このように企業行動の前向きなモメンタムがみられる一方で、以下のような幾つかの点にも留意が必要である。

まず、企業行動の前向きなモメンタムの力強さについての評価である。有利子負債が増加に転じたとはいえ、その度合いはまだ小幅であり、レバレッジを明確に効かせるところまで、設備投資やM & Aが積極化しているわけではない。敵対的買収への対抗策として株式持ち合いを増やす先も出てきているなど、限界的ではあるが、業績回復への安心感からか、再び経営安定化に多少ウエイトを傾けるような動きもみられている。これらの動きは、企業が積極性と慎重さとのバランスをとっていることの証左とみることもでき、息の長い景気拡大を支える面もあると考えられるが、安定化への意識が高まり過ぎると、長い目でみて企業活力が阻害される可能性がある。

次に、M & Aの成果に関する不確実性である。わが国においては、企業がM & Aに積極的に取り組み始めたとはいえ、はっきりとした成果が確認されるには至っていない。M & Aがどう経営に活かされ、どの程度の成果につながっていくかは、わが国企業の成長性や収益性を左右し得る重要な要素である。

さらに、企業業績の成長の源泉とみられている海外経済の不確実性が高まっていることもリスク要因である。多くの企業では、欧米先進国の成長率が幾分低下しても、アジアを中心とした新興国の高い成長が世界経済を牽引することを期待している。そうした新興国経済の高成長の実現性については、長い目でみれば、かなり高いのではないかと考えられる。ただ、足もと、米国経済についてダウンサイドリスクが増大しており、その動向次第では新興国を含めた海外経済全体の減速につながるリスクもある。そうしたリスクが現実のものとなった場合、仮に海外経済の減速が比較的短期間にとどまったとしても、先行きに対する不確実性の増大をも通じて、企業行動の前向きなモメンタムが弱められる可能性は否定できない。

今後は、これらの点も念頭に置きつつ、企業行動がどのように展開し、わが国経済の持続的な成長につながっていくかどうか、注意深くみていく必要がある。

以 上

支出行動に影響を与えるステークホルダーとの関係

(企業が重視するステークホルダー < B O X 図表 1、 2 >)

東京証券取引所の調査をみると、「企業が最も重視しているステークホルダー」に対する回答は、「株主」が圧倒的に多い。ただし、複数回答可とした場合、「従業員」と「取引先」が大きく増え、「株主」に近い割合となり、「地域社会（住民）」、「消費者」、「債権者」を回答する割合も、半分程度に上る。また、現行の中期経営計画においても、「株主のための企業価値向上」と「利害関係者全体のための企業価値向上」が、ともに前回計画と比べ大きく増加し、ほぼ同数の先が掲げている。

こうした複数のステークホルダーを同時に重視する姿勢が反映されてか、生保協会調査によれば、経営に当たって重視する指標は、株主志向の R O E を挙げる企業が多い一方で、利益額や利益の伸び率、売上高や売上高の伸び率など、企業としてのボリューム拡大を重視する企業も多い。

(従業員に対するスタンス < B O X 図表 3 >)

以上のように従業員も重要なステークホルダーのひとつと位置付ける企業は少なくないが、長期的な観点から人材育成には力を入れつつも、やはり株主が最も重要なステークホルダーという意識のもとで、従業員への利益の配分については慎重なスタンスである。

中期経営計画で人材戦略の重点分野を確認すると、現行計画では、かつて多くの企業が表明していた人員圧縮や人事・給与制度見直しといった、従業員への厳しい姿勢が大きく後退している。代わって、人材育成やグローバルな人材活用、採用拡大といった、従業員に対する前向きで積極的な記述が増加している。

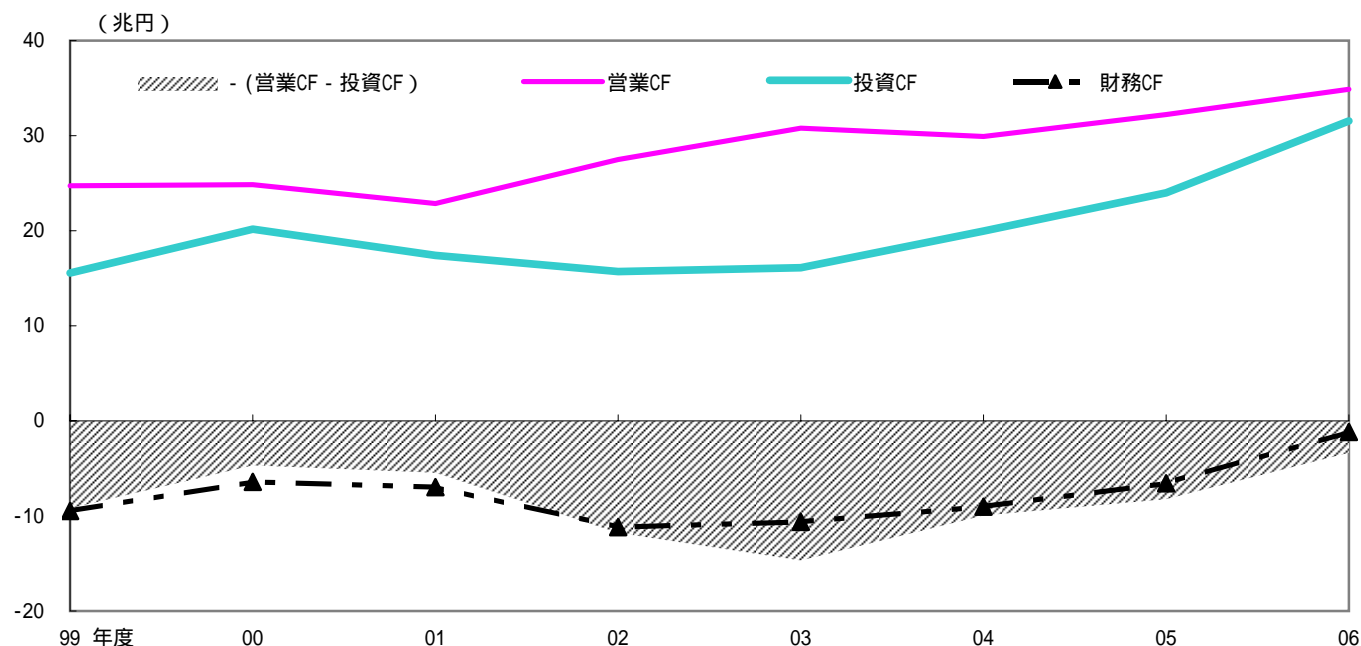
一方、従業員への利益配分については、日本経済新聞調査をみると、従業員配分に高い優先順位を付与している企業はごく少数に止まっており、7割方の企業が「利害関係間のバランスを考慮」と回答し、約1割の企業は「賃金の上昇は困難」と回答している。企業としては、日々の企業活動を支える人的資源の重要性は強く認識しつつも、それは長い目でみて企業価値を高めることにつながることを主に期待したものであり、グローバルな競争環境の厳しさや株主還元の重要性を踏まえると、総人件費を引き上げるほどの余裕はない、というのが現時点でのスタンスと考えられる。

(CSRに対する考え方 < BOX図表4 >)

最後に、現行の中期経営計画では、ステークホルダー全体の利益を意識した「CSR」や関連するキーワードを掲げる企業が目立っている。「CSR」とは、Corporate Social Responsibility の略であり、「企業の社会的責任」を意味するが、その定義はいまだ固まっておらず、法令遵守から株主還元、地域社会への貢献、地球環境保護まで実に幅広い解釈がなされている。CSRを掲げる企業が増加してきた背景としては、わが国企業が、グローバル企業として発展し企業価値を高めていくためには、世界的な潮流となっているCSRに取り組んでいく姿勢を積極的に示していく必要があり、そのことが結果として株主の利益（あるいは株主からの評価）にもつながっていくという意識を強めていることがあるものと思われる。

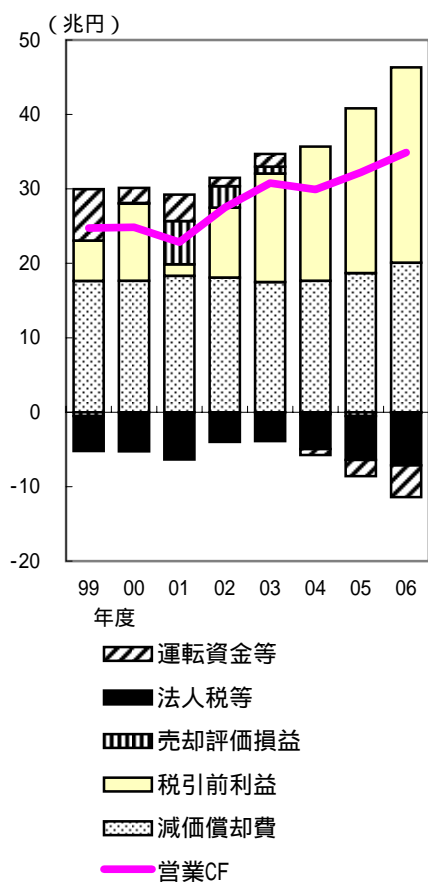
全産業のキャッシュフロー

(1) 全体像

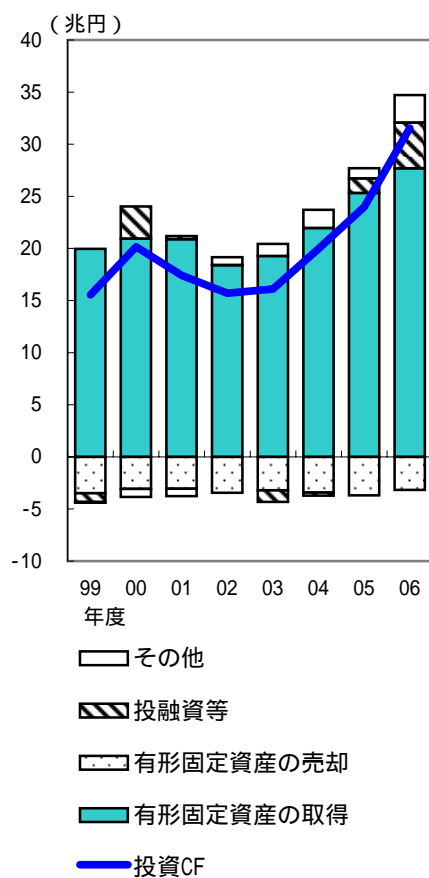


(2) 各キャッシュフローの内容

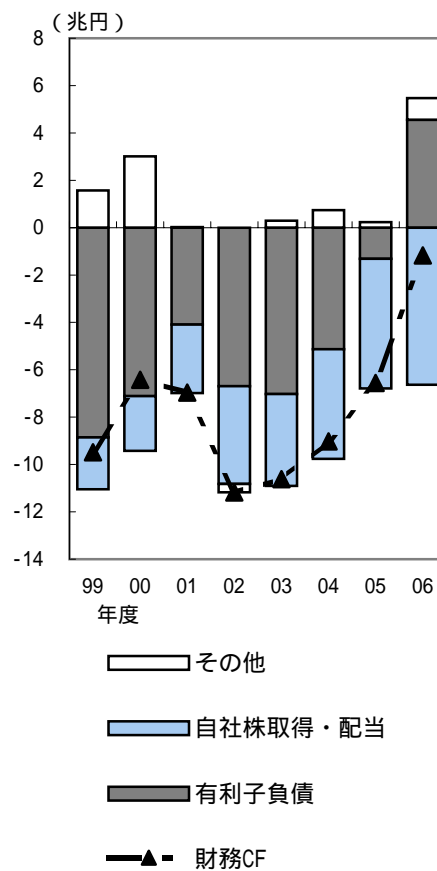
営業キャッシュフロー



投資キャッシュフロー



財務キャッシュフロー

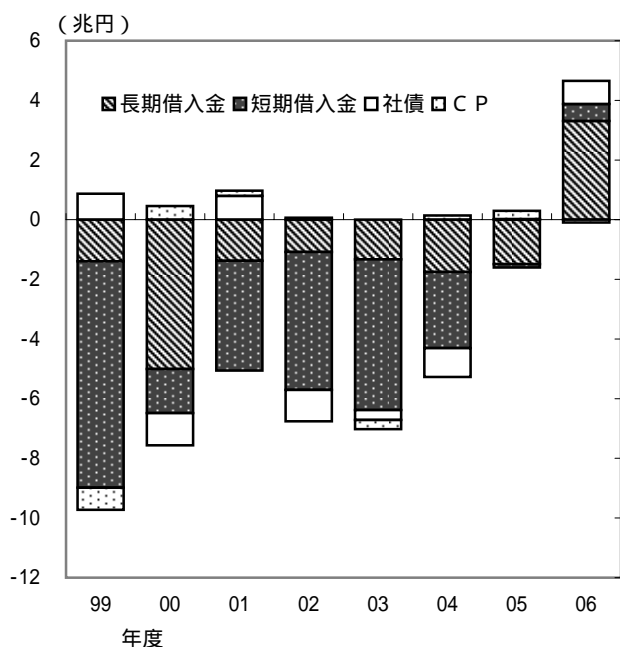


(注) 集計対象は、東証1部上場非金融事業法人(除く電力・ガス)のうち、1999年度から連続してキャッシュフロー計算書のデータが取得可能な、1,035社。

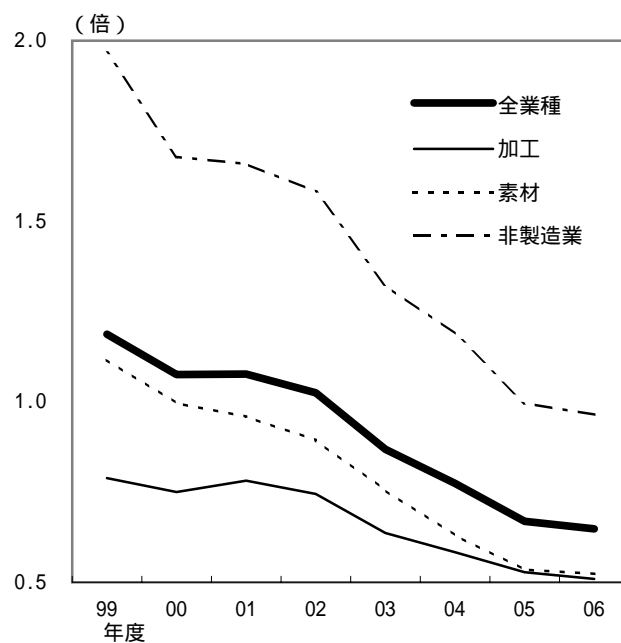
(資料) 日経Financial QUEST

有利子負債

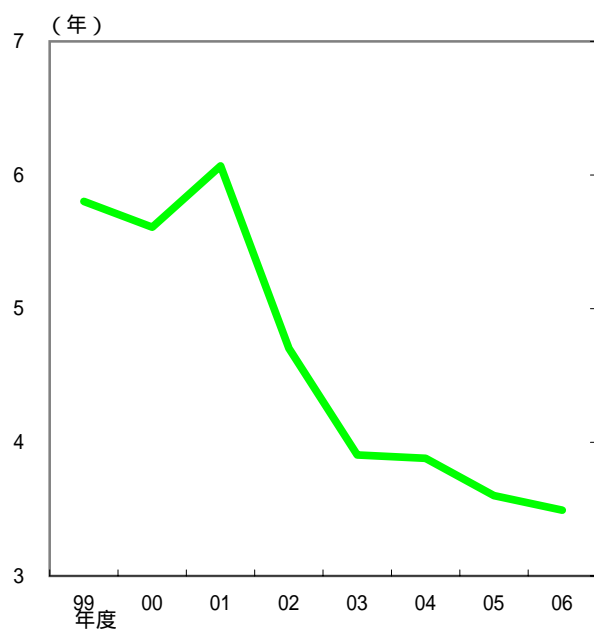
(1) 調達手段別内訳



(2) デット/エクイティ・レシオ

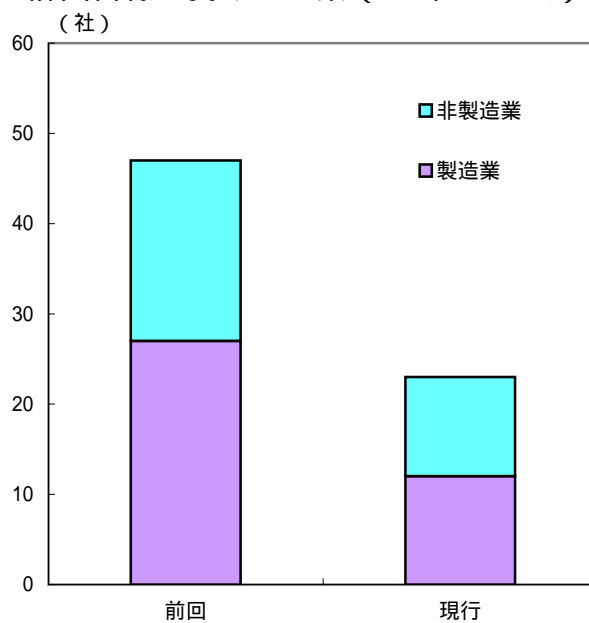


(3) 債務償還年数



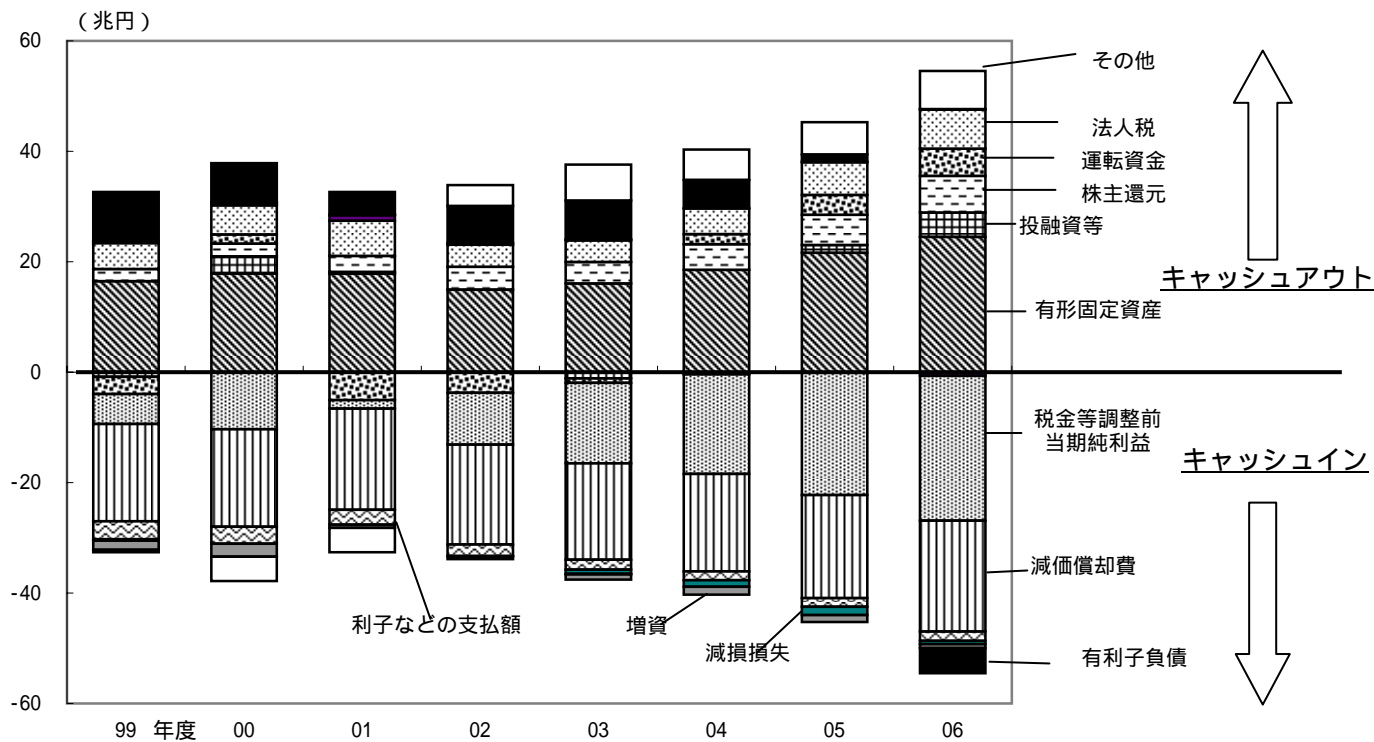
(注) 債務償還年数 = 有利子負債残高 / 営業キャッシュフロー

(4) 中期経営計画において有利子負債削減を計画目標に掲げる企業 (100社ベース)

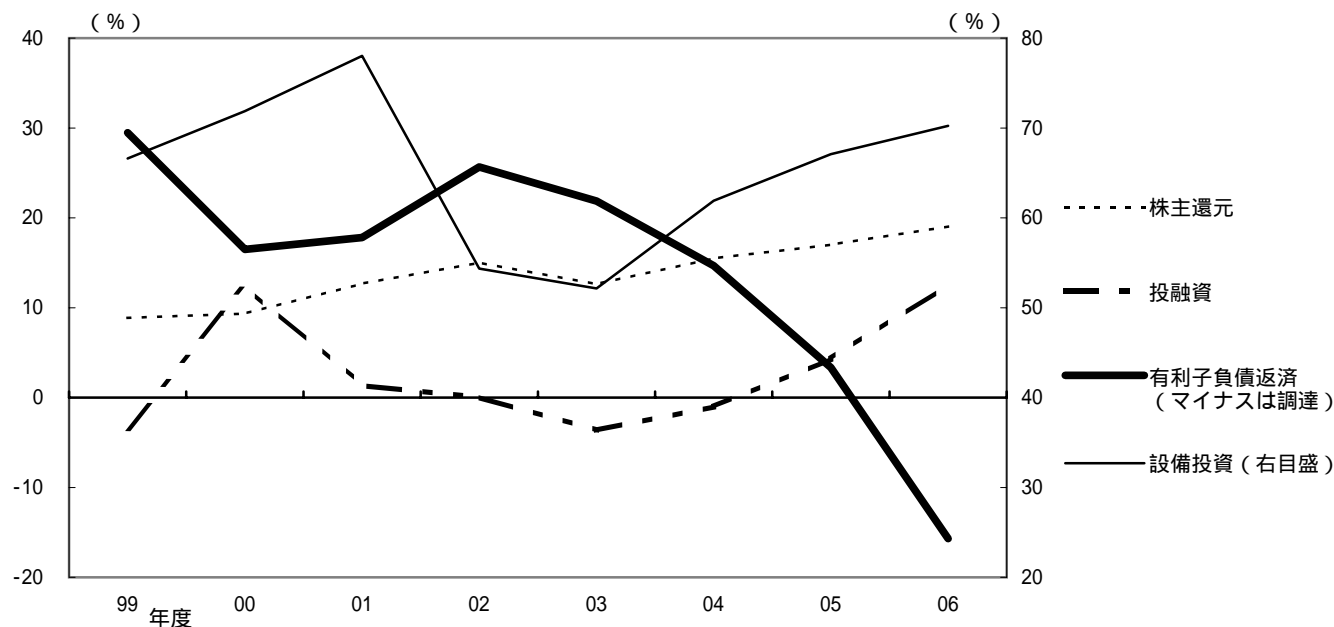


キャッシュインとキャッシュアウトの動向

(1) キャッシュインとキャッシュアウトの全体像



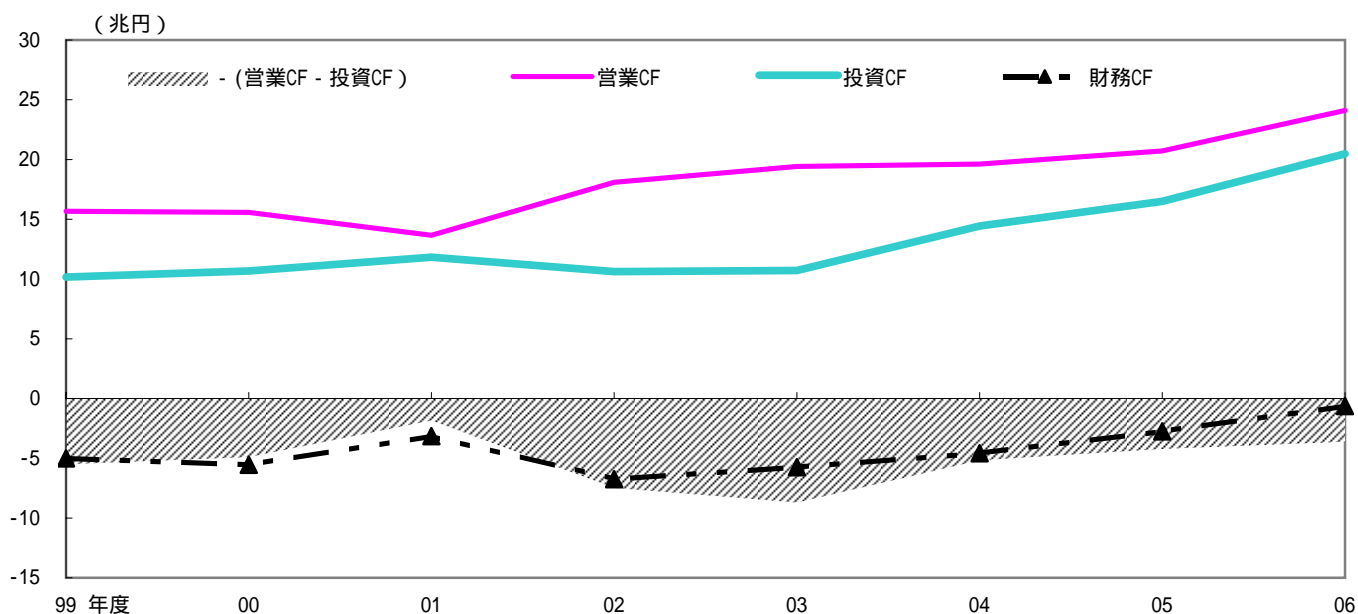
(2) 主要支出項目の対営業キャッシュフロー比率



(注) 株主還元は配当と自社株取得支出の合計。また、投資等は、各種有価証券の取得(ネット)と貸付金(ネット)、設備投資は有形固定資産の取得(ネット)を示している。

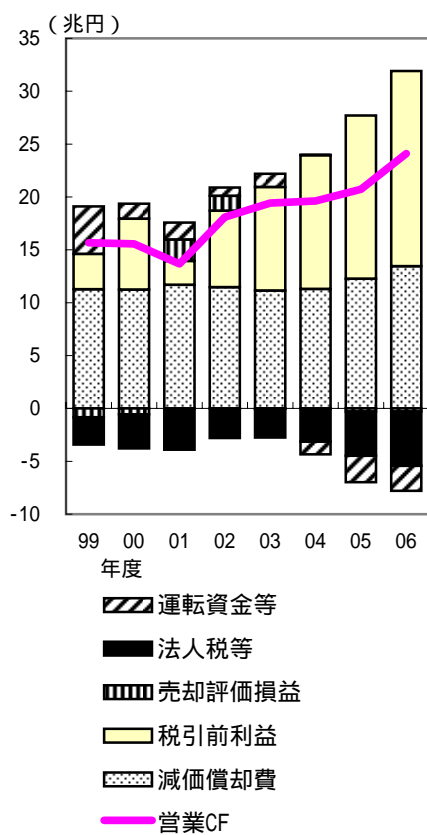
製造業のキャッシュフロー

(1) 全体像

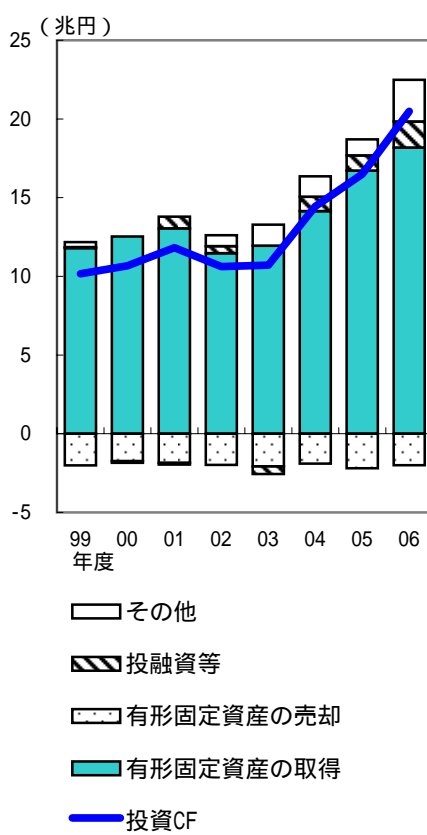


(2) 各キャッシュフローの内容

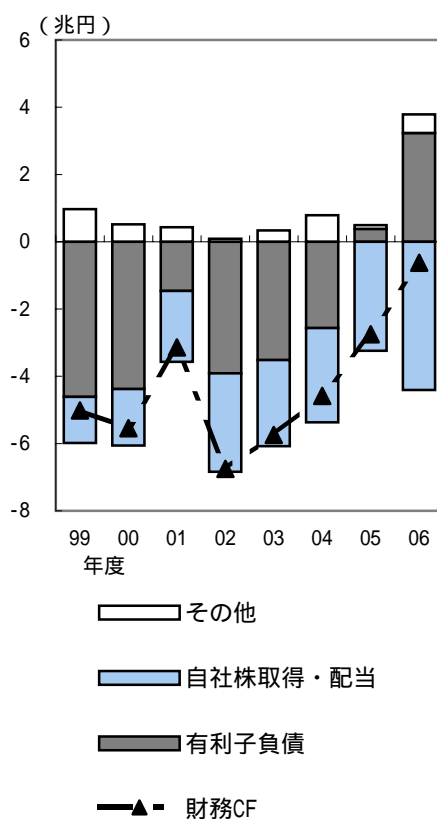
営業キャッシュフロー



投資キャッシュフロー



財務キャッシュフロー

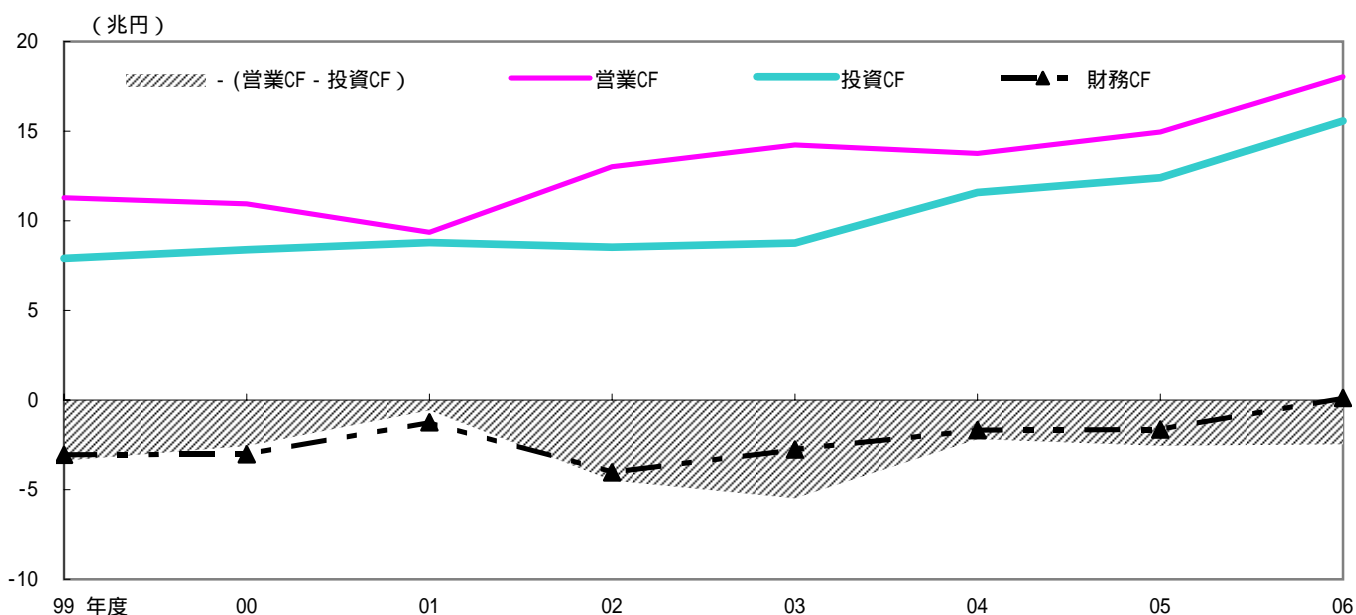


(注) 集計対象は図表1(注)を参照。

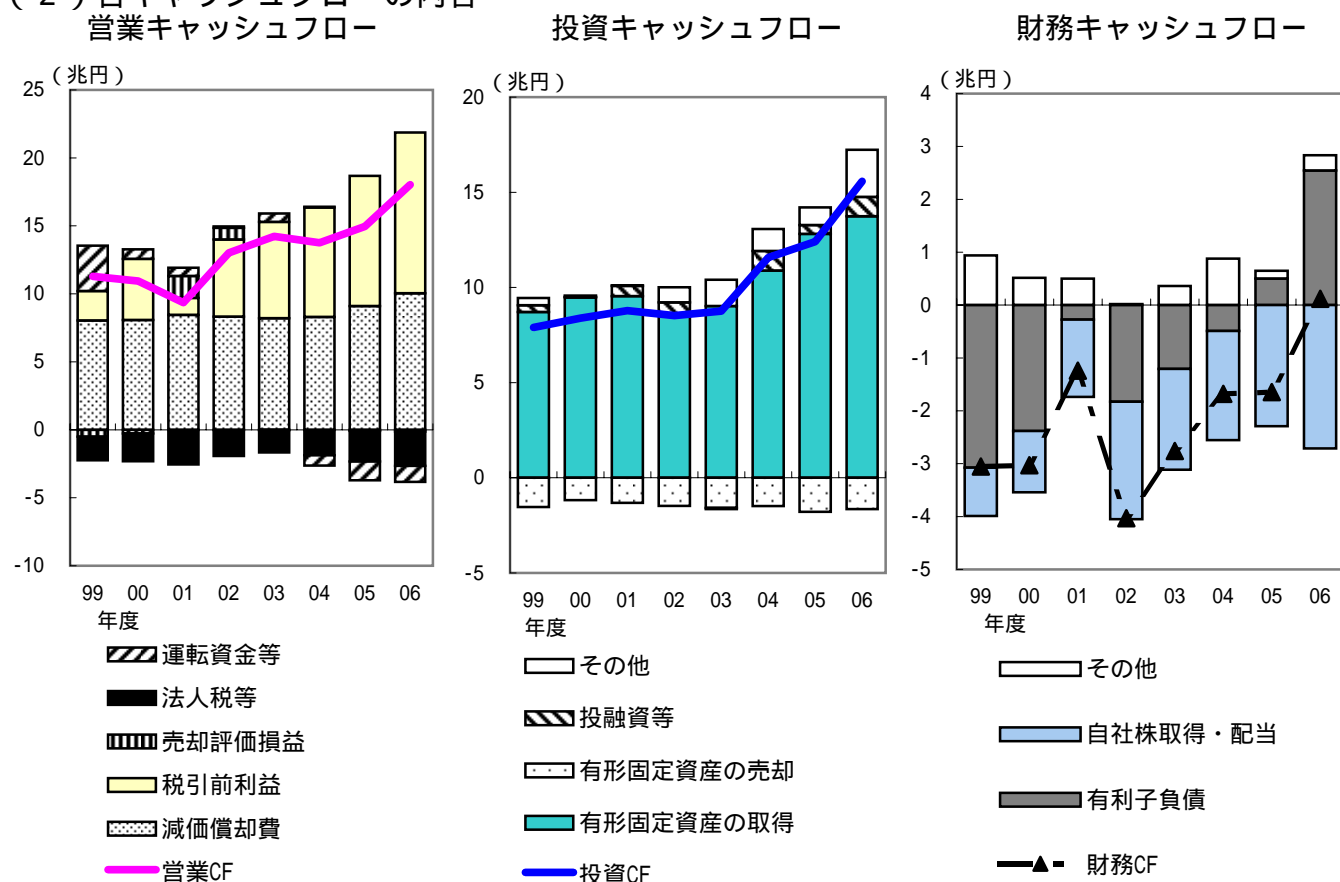
(資料) 日経Financial QUEST

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

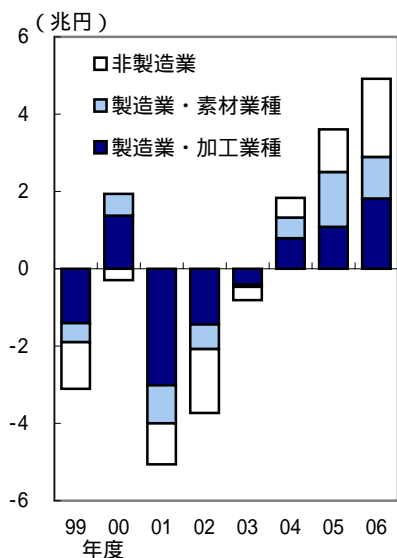


(注) 集計対象は図表1(注)を参照。

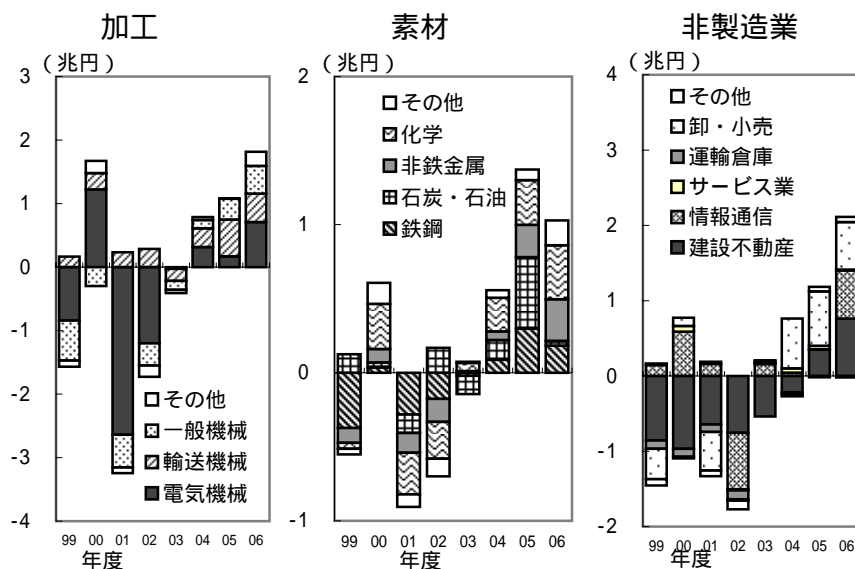
(資料) 日経Financial QUEST

運転資金

(1) 運転資金の動向

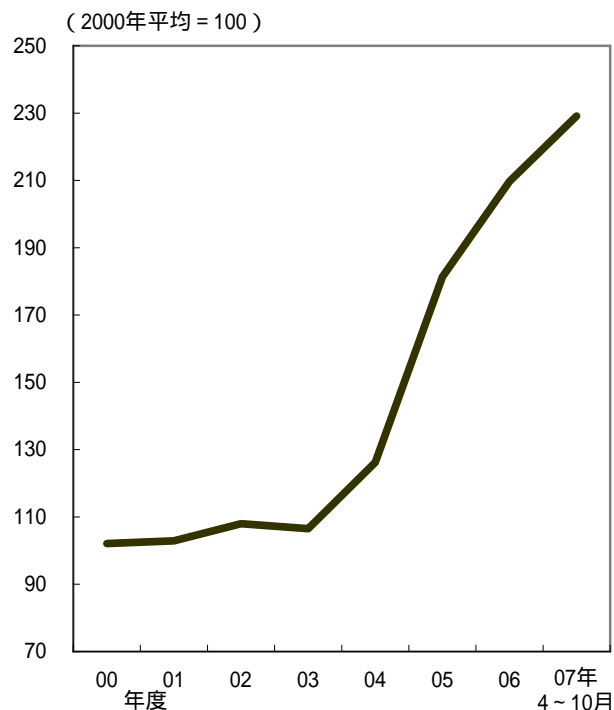


(2) 業種別

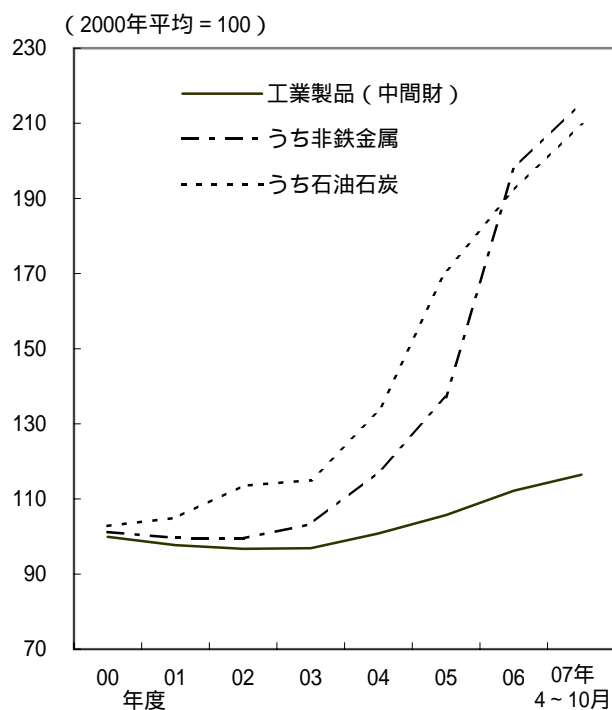


(3) 加工業における材料費高騰

鉱産物 (CGPI、素原材料 < 国内需要財 >)



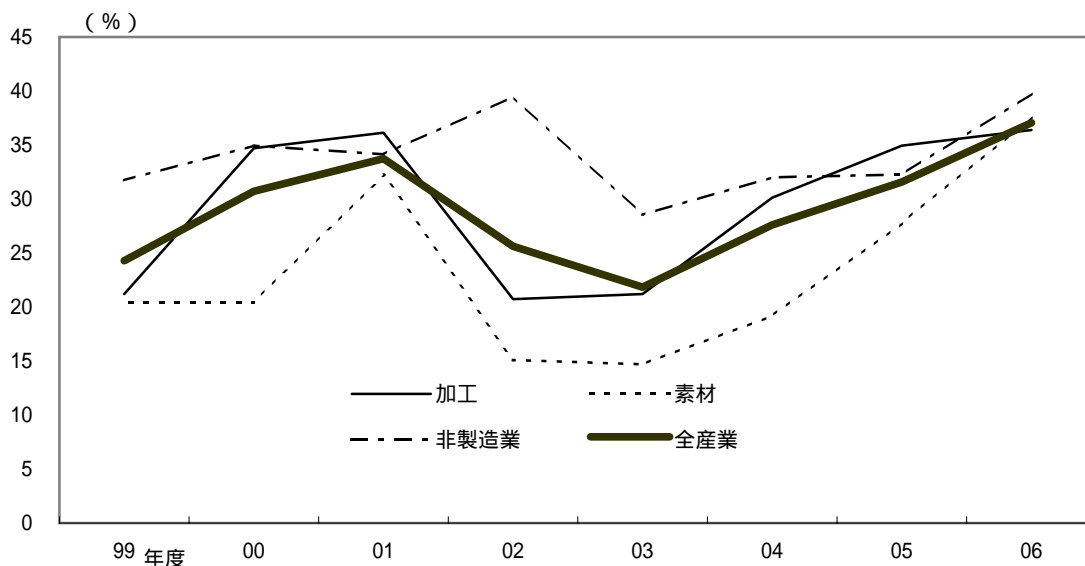
CGPI 中間財



(資料) 日経Financial QUEST、日本銀行「企業物価指数 (CGPI)」

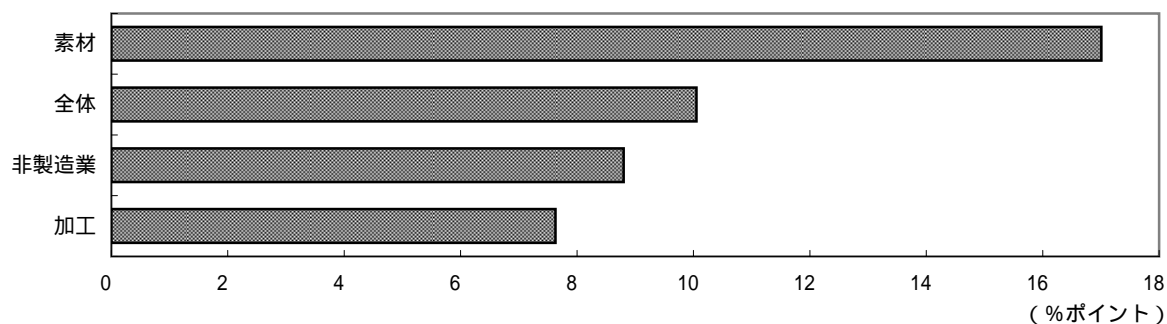
フリーキャッシュフローの動向

(1) フリーCF赤字先の割合

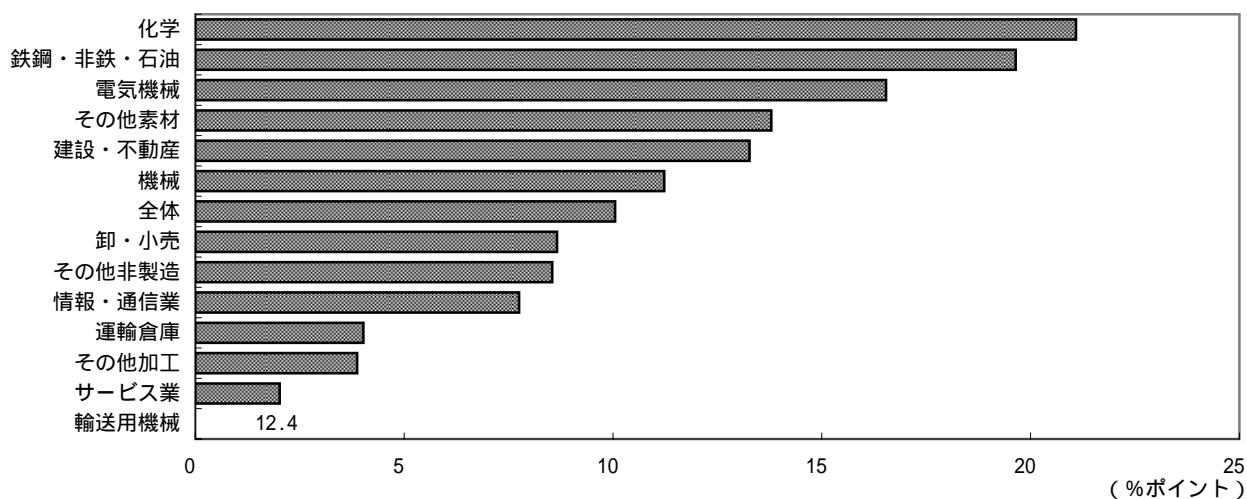


(2) フリーCF赤字先割合が上昇している業種 (06年度と03～05年度平均との差)

業種別

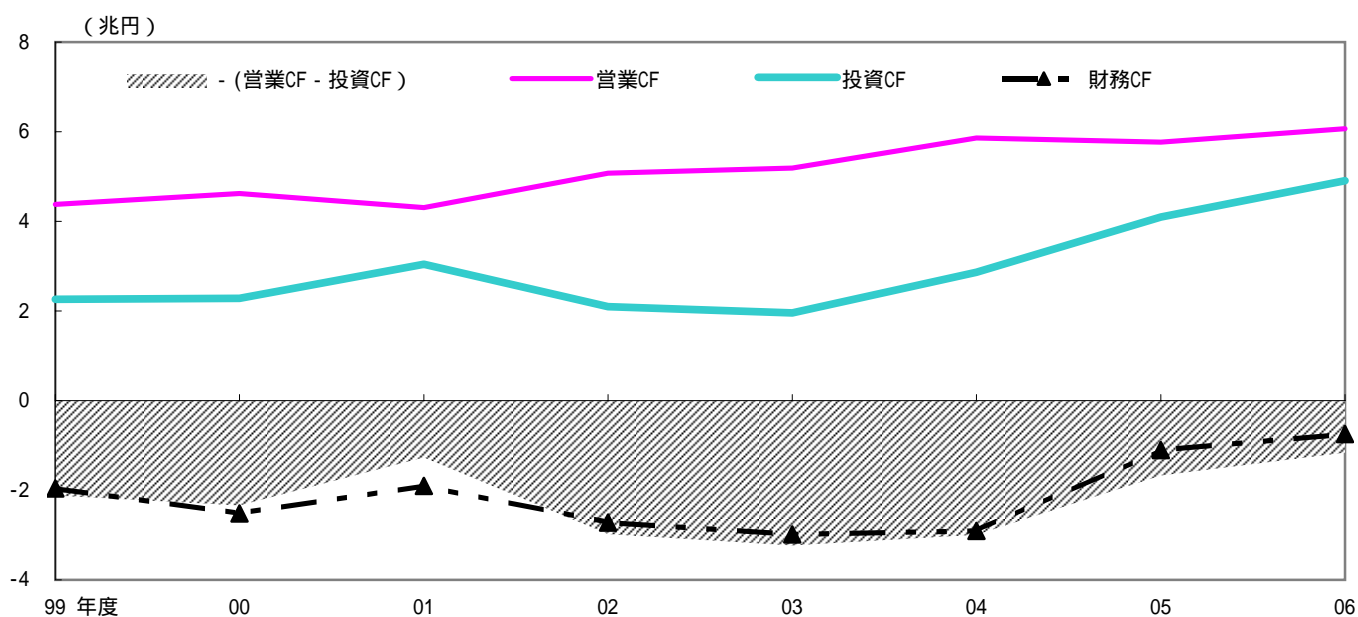


業種別詳細

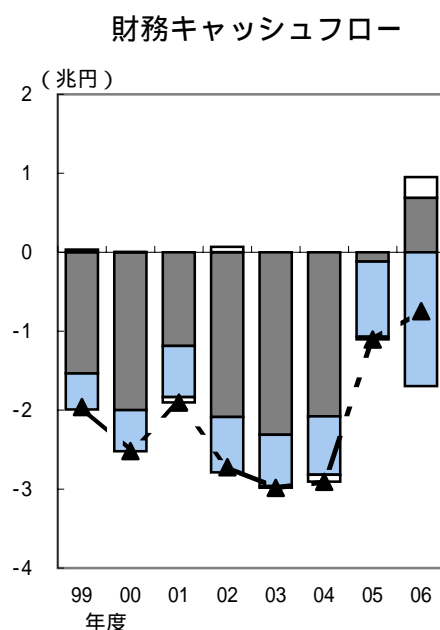
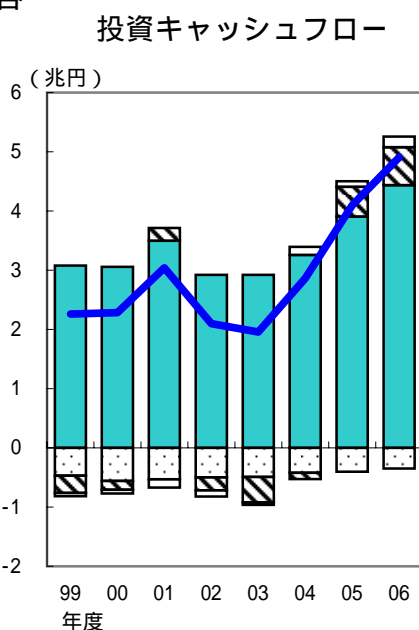
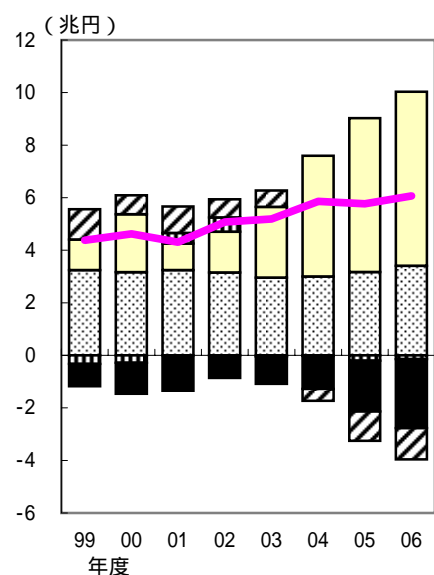


製造業・素材業種のキャッシュフロー

(1) 全体像



(2) 各キャッシュフローの内容

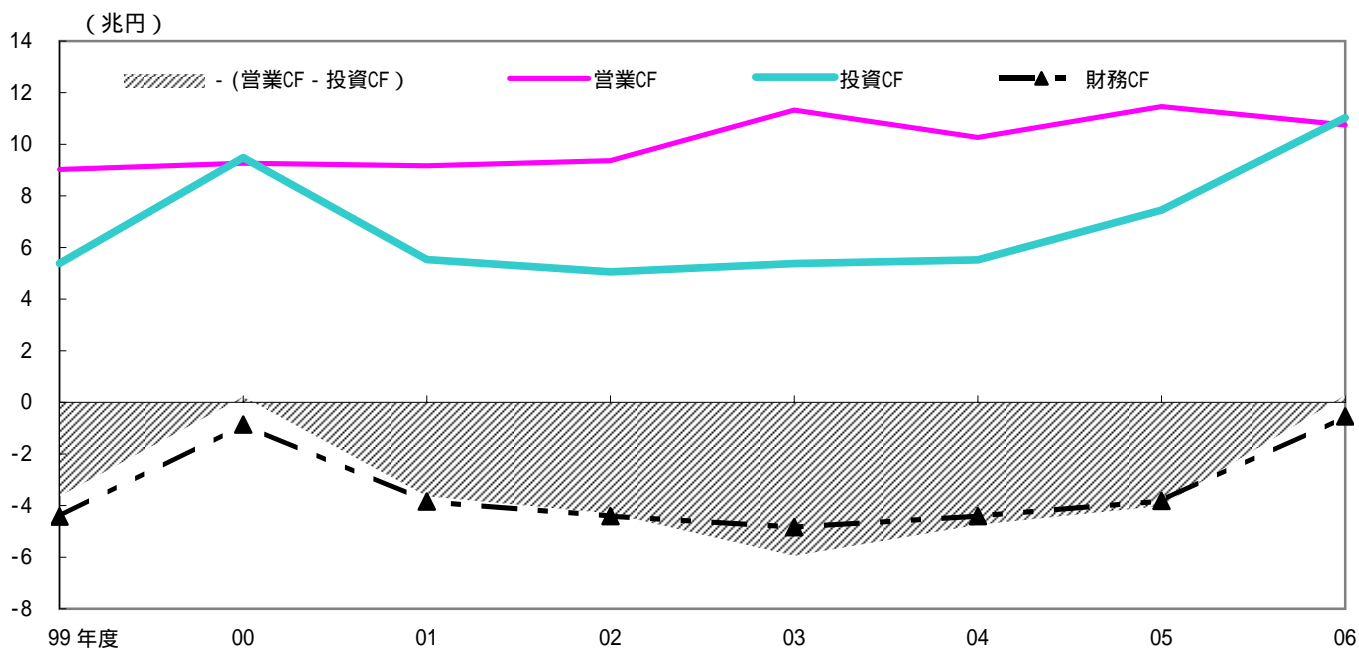


(注) 集計対象は図表1(注)を参照。

(資料) 日経Financial QUEST

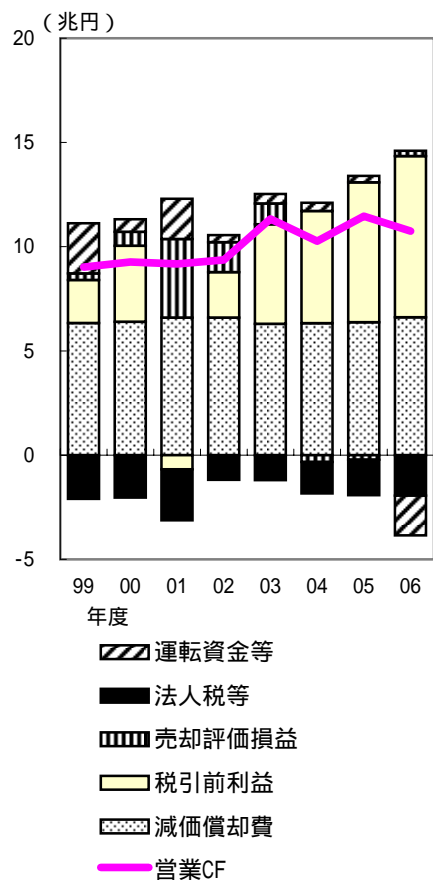
非製造業のキャッシュフロー

(1) 全体像

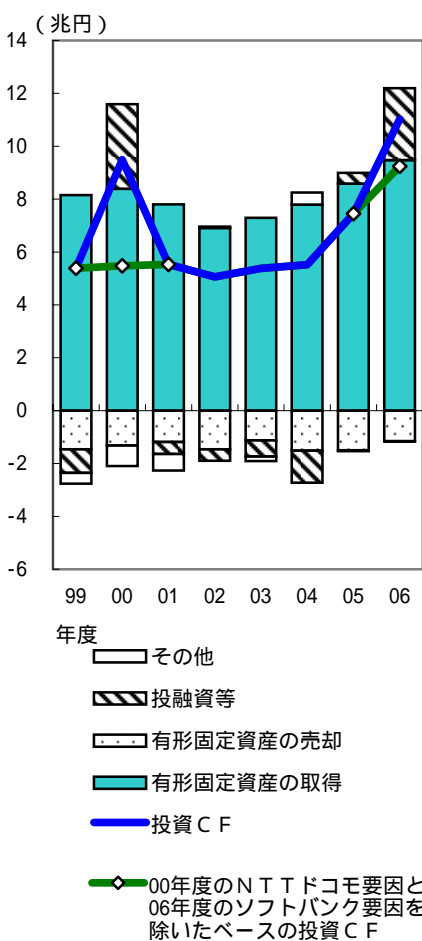


(2) 各キャッシュフローの内容

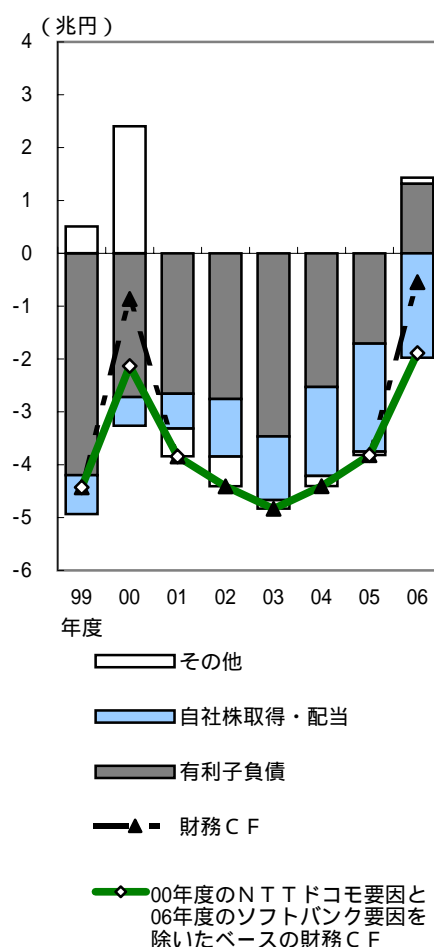
営業キャッシュフロー



投資キャッシュフロー



財務キャッシュフロー

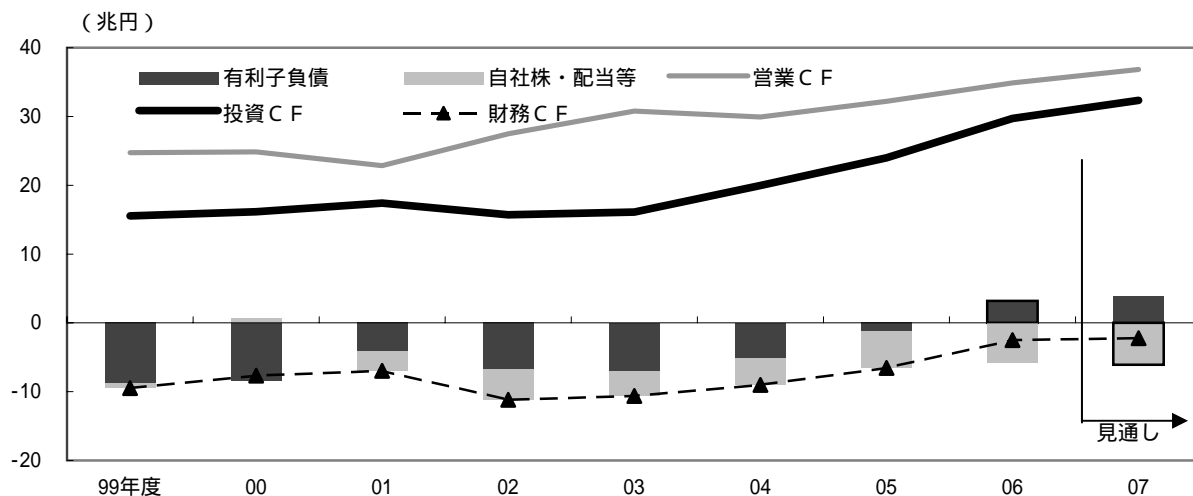


(注) 集計対象は図表1(注)を参照。

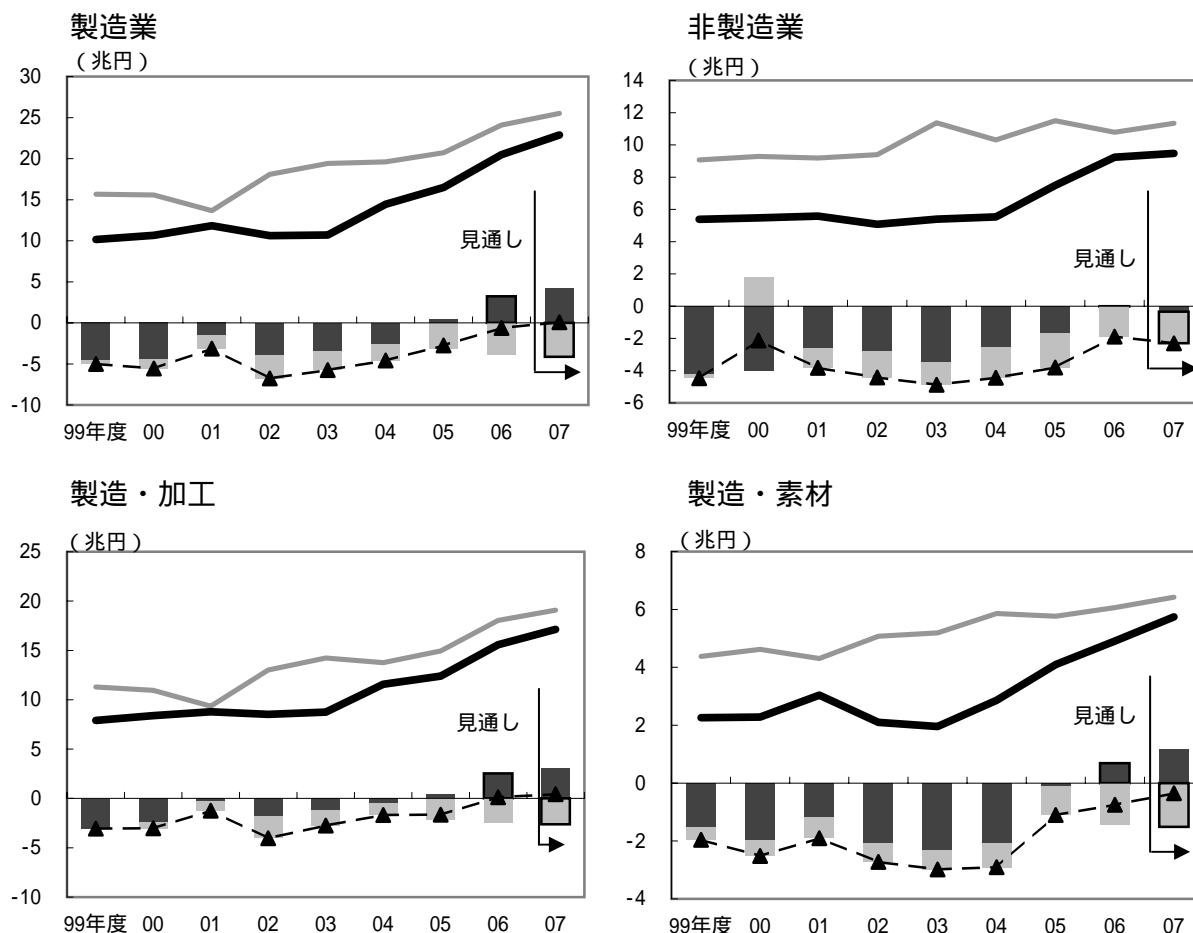
(資料) 日経Financial QUEST

2007年度のキャッシュフロー見通し

(1) 全産業



(2) 業種別



【見通し試算の前提】

営業CF : 07年度の利益部分は、個別別の当期利益予測の伸び率をもとに試算。その他の項目は06年度比横ばいと仮定。

投資CF : 有形固定資産取得支出と投融資等は、業種単位で、短観(07年9月)の設備投資計画(大企業)の伸び率を、06年度の実績に乗じて試算。その他の項目は06年度比横ばいと仮定。

財務CF : 配当は、当期利益予測の伸び率に比例すると仮定。その他の項目は06年度比横ばいと仮定。

(注) 投融資で超大型案件があった00年度のNTT及びNTTドコモ、06年度のソフトバンクを除くベースで集計している。

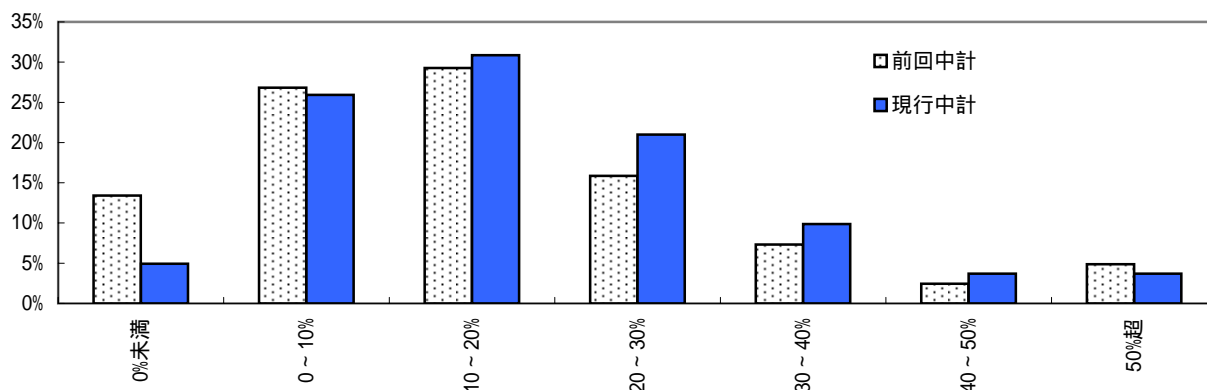
(資料) 日経 Financial QUEST、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

中期経営計画の収益目標と基本戦略

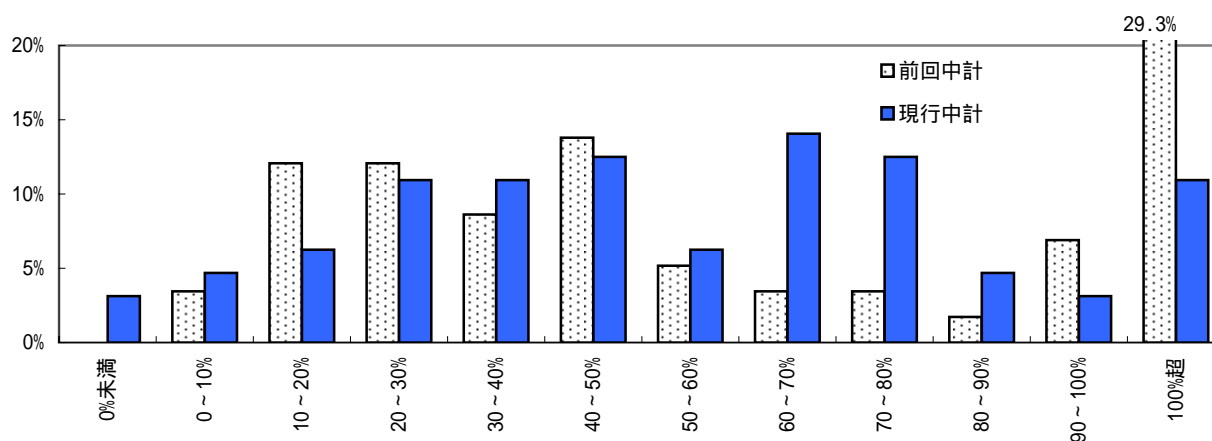
(1) 中期経営計画の業績目標の設定スタンス

中期経営計画の開始直前の年度実績から同計画の最終年度目標への伸び率

売上高

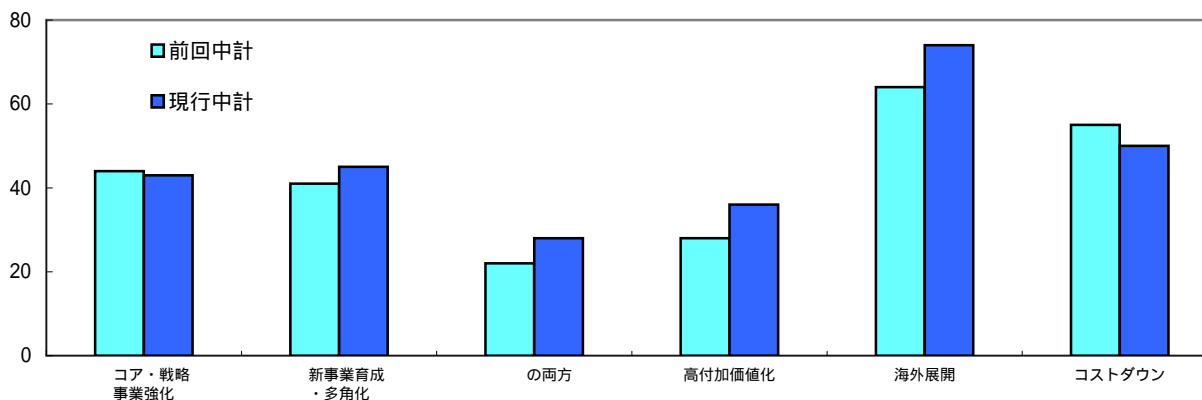


営業利益



(2) 中期経営計画における戦略の骨子

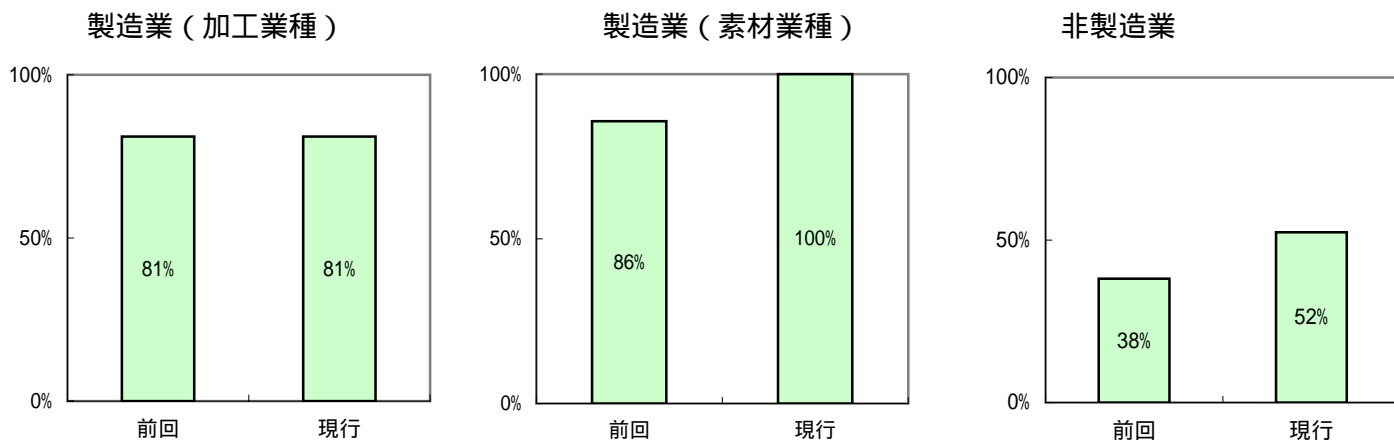
(社)



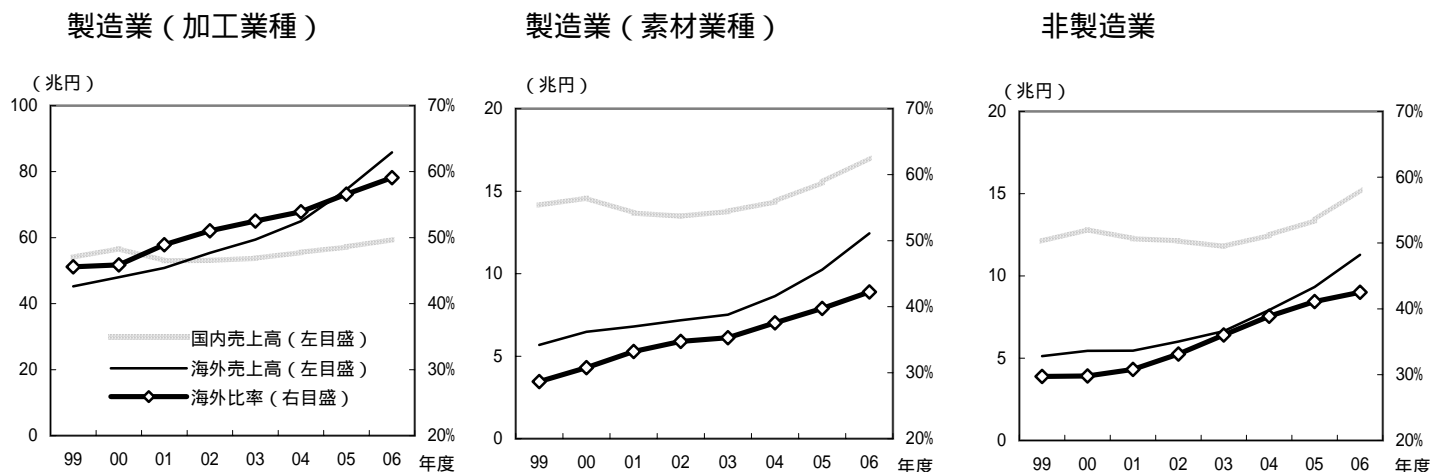
(資料) 各社資料

今後の海外事業展開スタンス

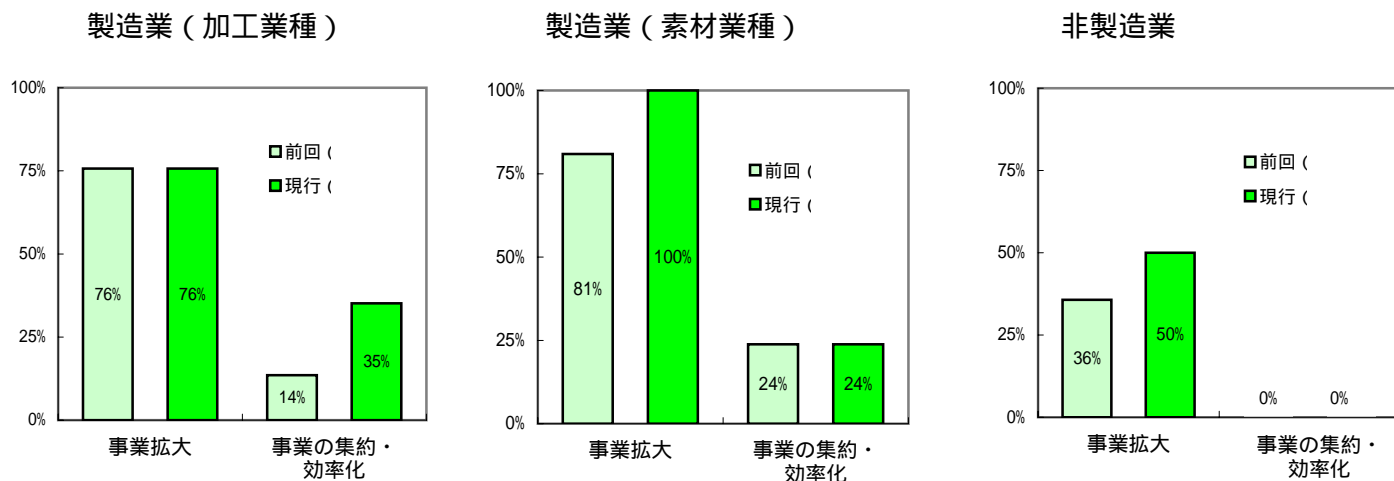
(1) 海外事業への取り組み意識 (100社ベース)



(2) 海外売上高比率

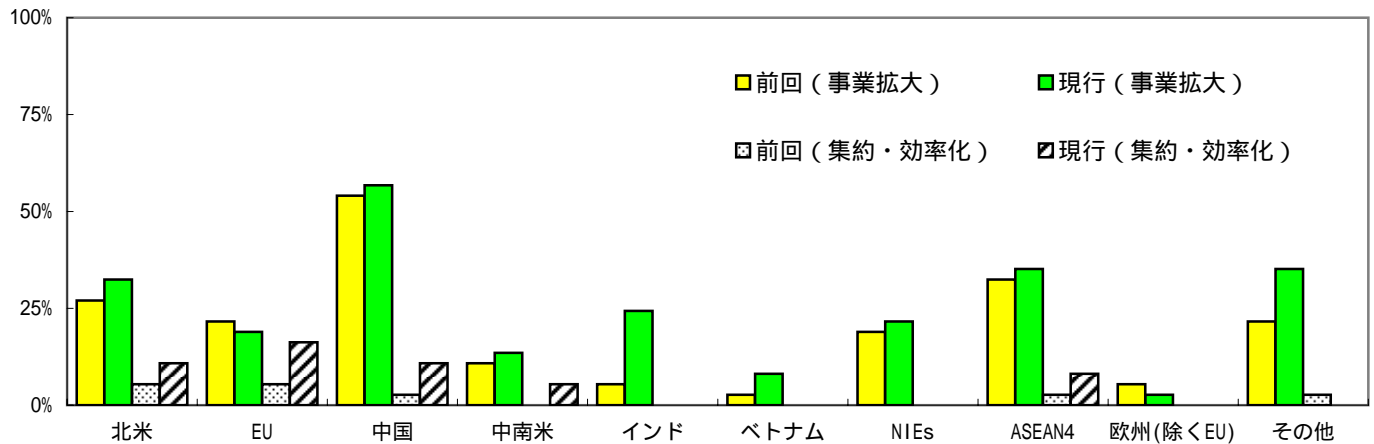


(3) 海外で取り組む事項 (複数回答)

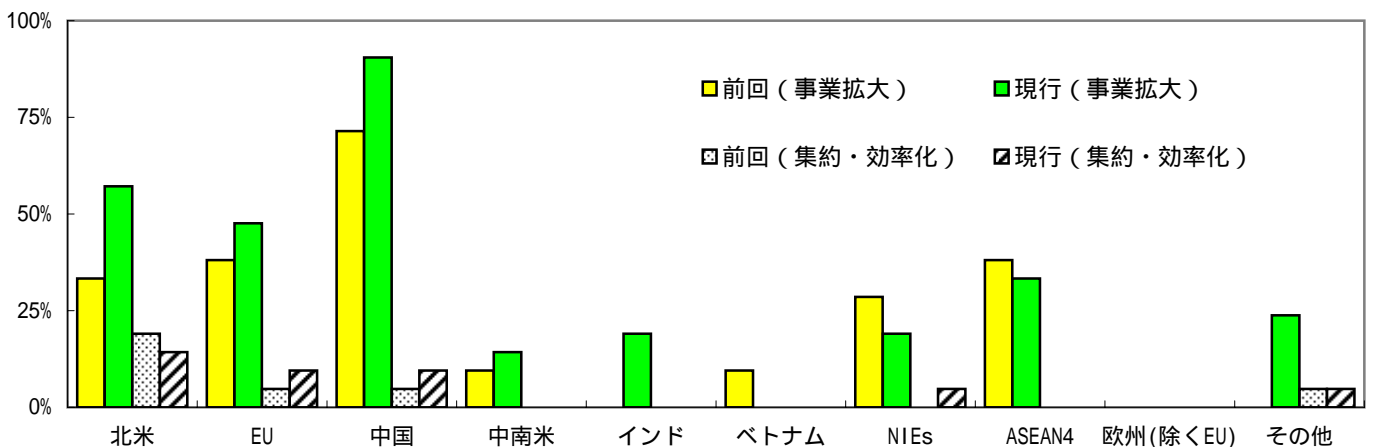


地域ごとの展開スタンス

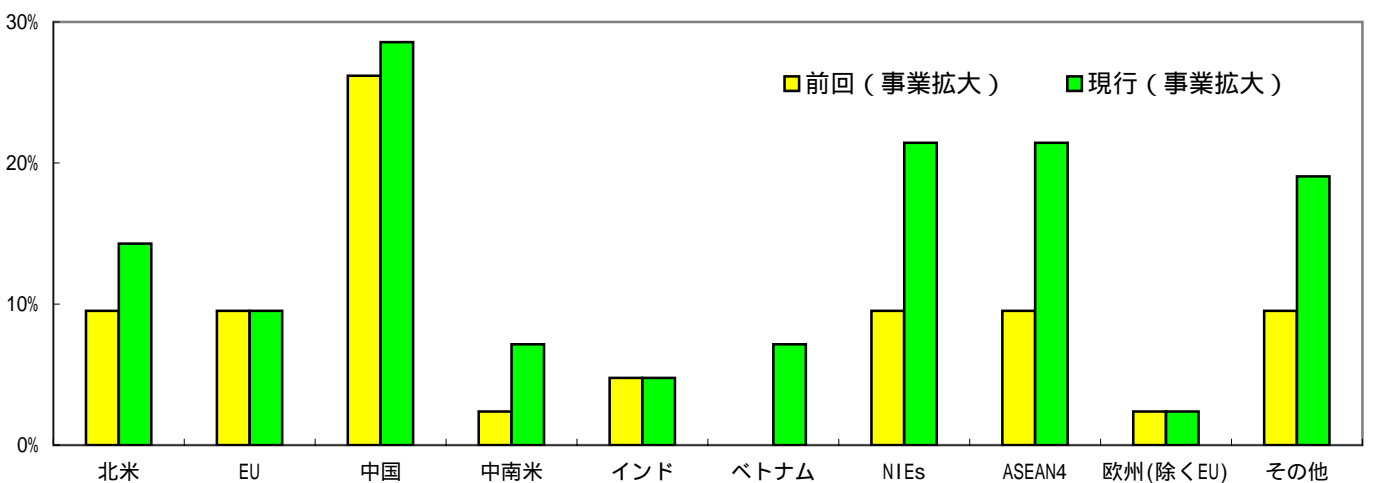
(1) 製造業・加工業種 (37社ベース)



(2) 製造業・素材業種 (21社ベース)



(3) 非製造業 (42社ベース)



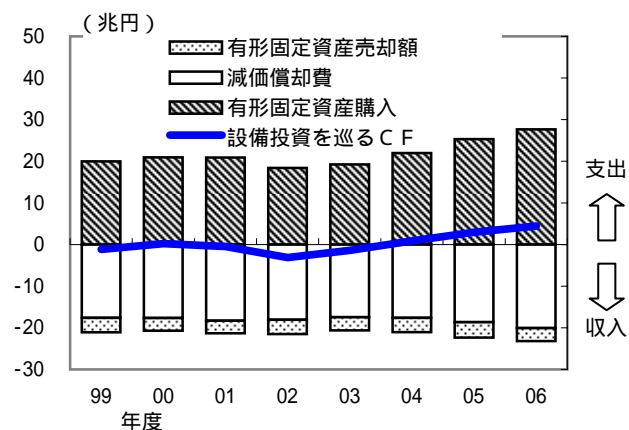
(注) 1 . 非製造業では現行計画、前回計画とも「集約・効率化」に相当する記述はなかった。

2 . NIEsは、韓国、香港、台湾、シンガポール。ASEAN4は、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

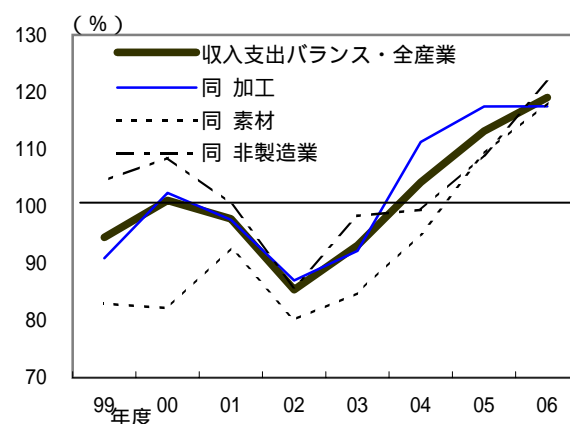
(資料) 各社資料

設備投資

(1) 設備投資に関するキャッシュフロー

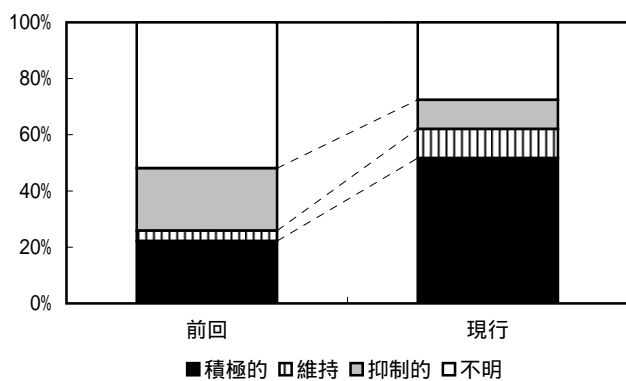


(2) 設備投資向けの支出スタンス

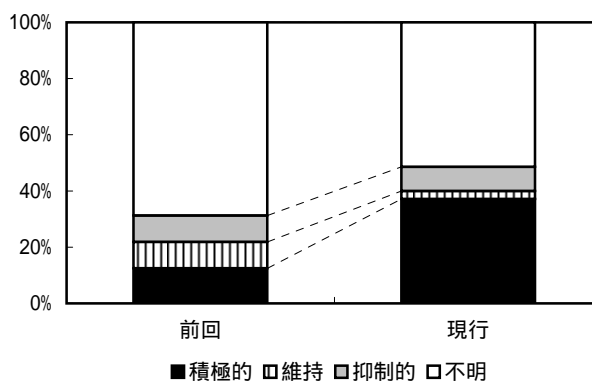


(注) 収入支出バランス = $\frac{\text{有形固定資産購入のための支出}}{\text{減価償却費} + \text{有形固定資産売却による収入}}$

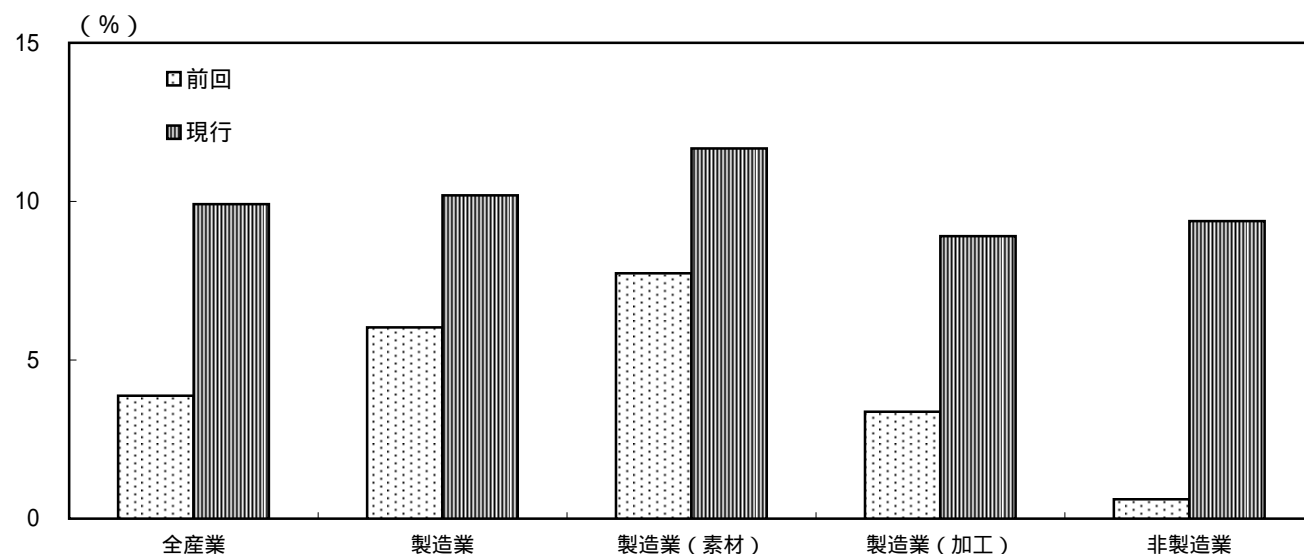
(3) 中期経営計画における設備投資スタンス
製造業 (58社)



非製造業 (35社、除く商社)



(4) 中期経営計画における設備投資計画 (2007~2009年度平均伸び率、51社ベース)

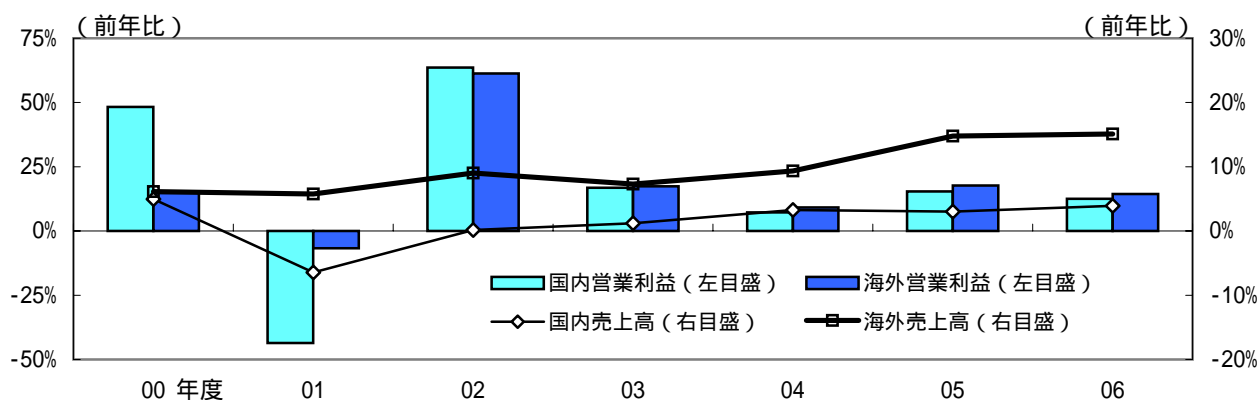


(注) 現行計画は、2004-2006年度から2007-2009年度への平均伸び率で、
前回計画は、2001-2003年度から2004-2006年度への平均伸び率。

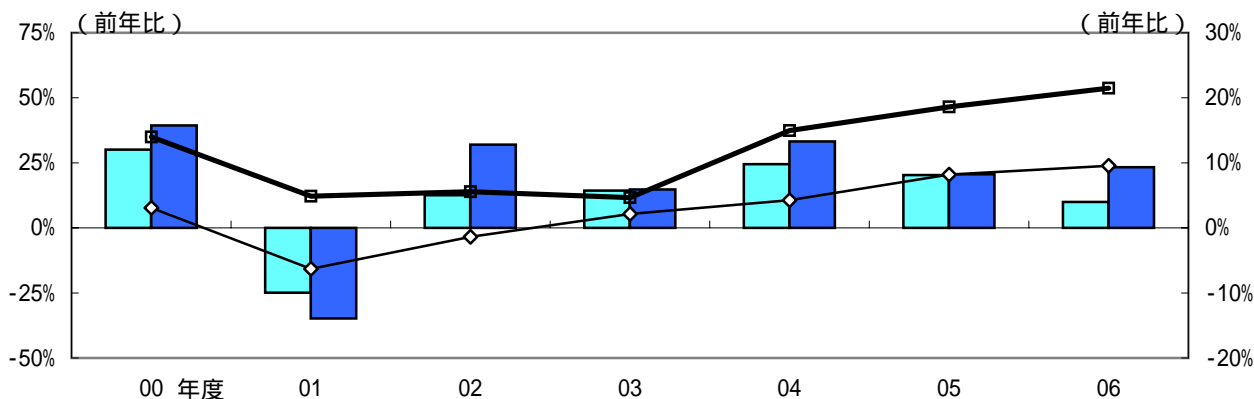
(資料) 各社資料、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、日経Financial QUEST

設備投資スタンスの背景：海外事業展開

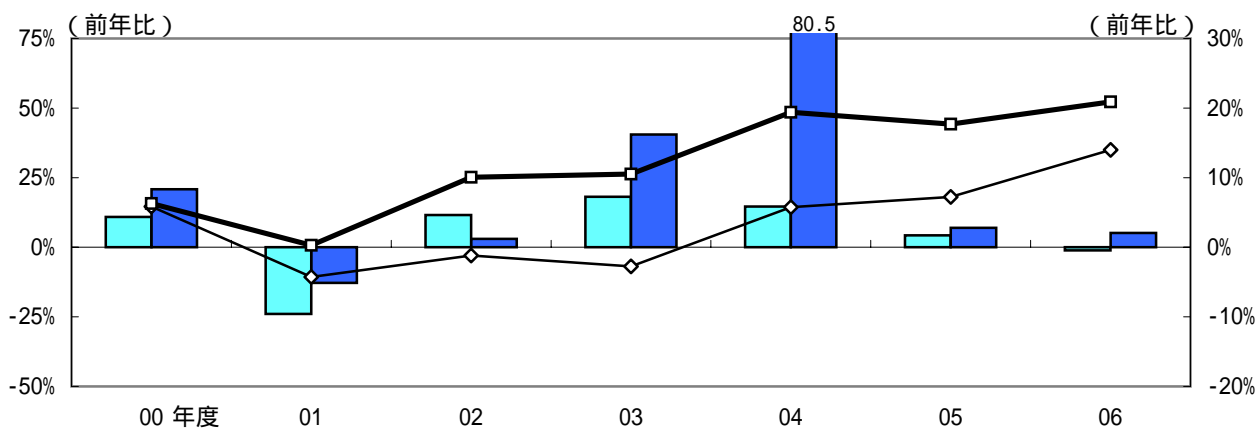
(1) 製造業・加工業種



(2) 製造業・素材業種



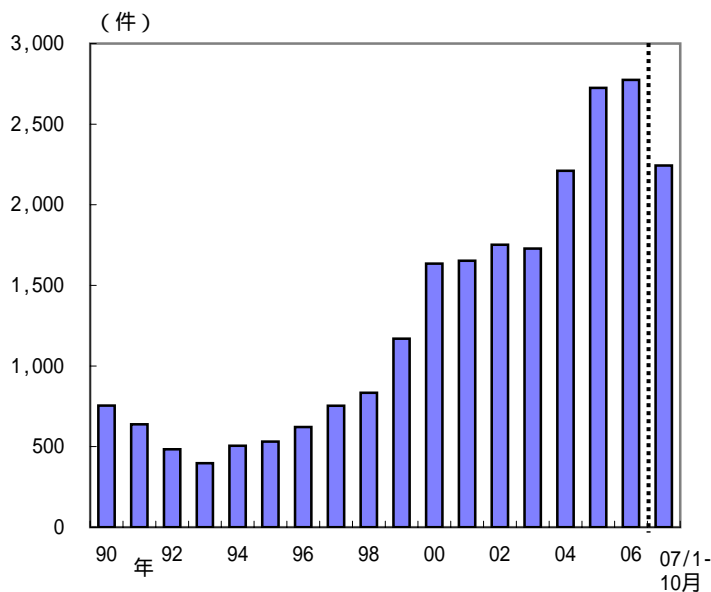
(3) 非製造業



- (注) 1 . 集計対象は、1999年度以降連続して海外売上高、所在地別セグメント情報を開示している305社 (素材69社、加工194社、非製造42社) 。
- 2 . 海外営業利益は有価証券報告書等では開示されていないため、以下のように推計した。
 海外営業利益 = (海外売上高 - 所在地別セグメント情報の海外セグメントの売上高) × 連結営業利益率
 + 所在地別セグメント情報の海外セグメントの営業利益
 ただし、この計算方法では、輸出利益率が連結全体の利益率と等しいとの仮定を置いているうえ、海外現法・支店の日本向け売上 (本邦輸入) と利益を除去できない、といった問題があるため、結果は幅を持ってみる必要がある。

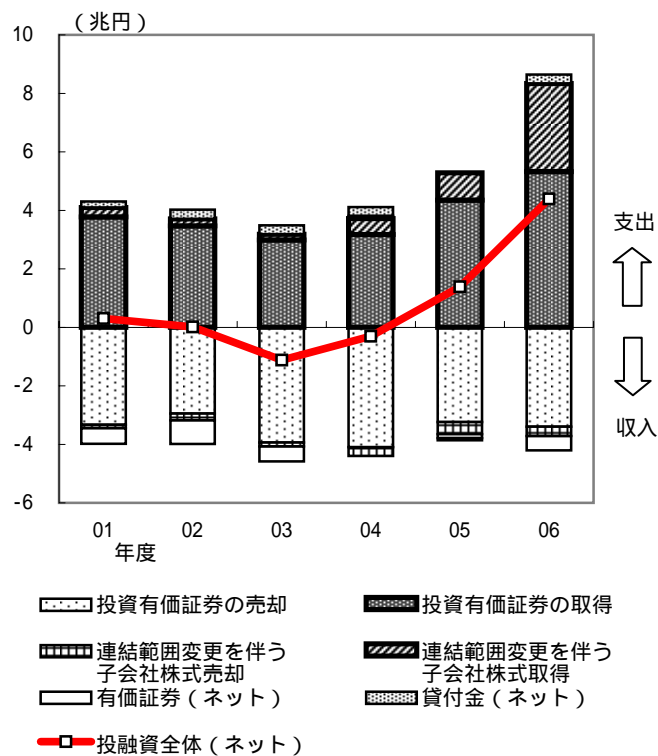
M & A (投融資)

(1) M & A 件数の推移

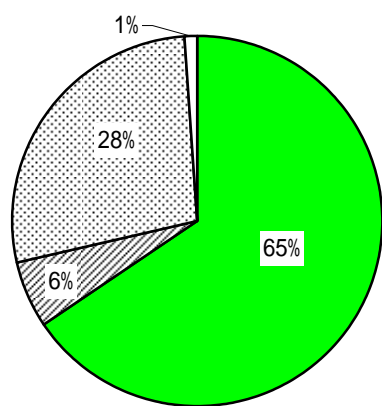


(注) グループ内M & A を含んだベース。

(2) 投融資に関するキャッシュフロー



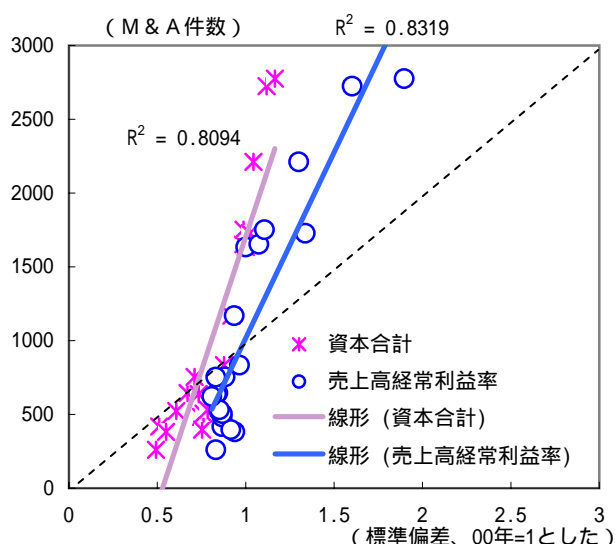
(3) M & A に対する企業の意識



(内閣府調査)

- 友好的M&Aであれば検討
- ▣ 敵対的M&Aでも必要に応じて検討
- 当面M&Aは考えていない
- 無回答

(4) 財務・業績のバラツキとM & A 件数

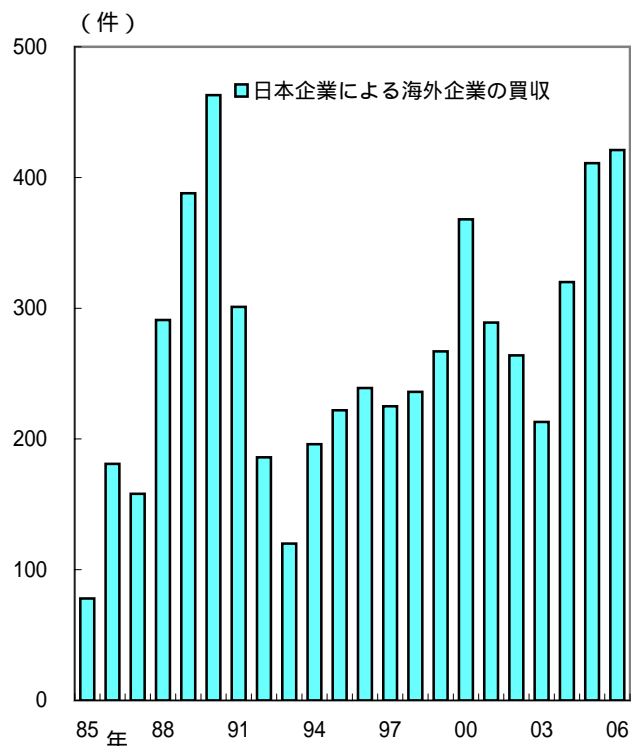


(注) 1985～2006年度の各年度で資本と売上高経常利益率の標準偏差をとり、当該年度のM & A 件数との組み合わせをプロットした。

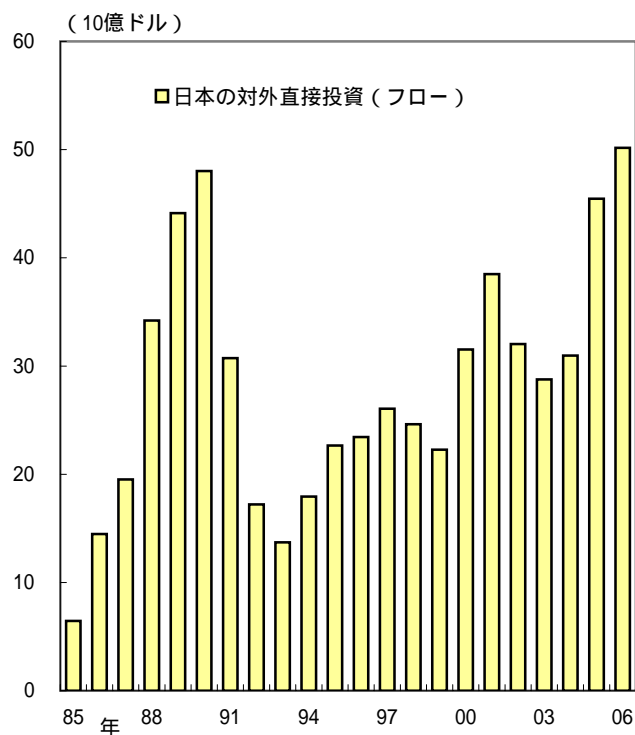
(資料) 日経Financial QUEST、内閣府「企業の新しい成長戦略に関するアンケート調査」、レコフ「MAR R」

海外企業に対するM & A

(1) 海外企業に対するM & A件数



(2) 対外直接投資



(3) 日本企業による海外企業のM & A事例 (2006年以降)

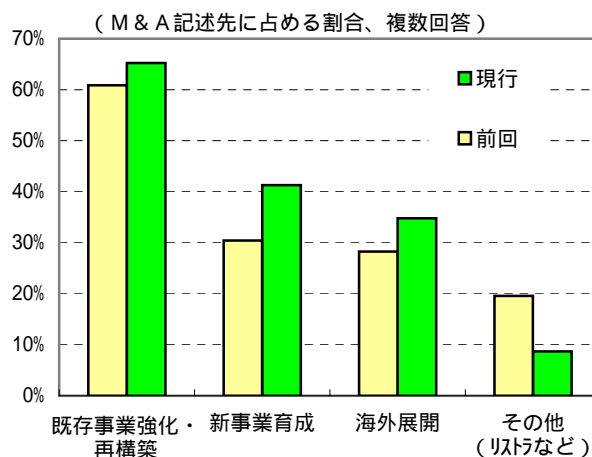
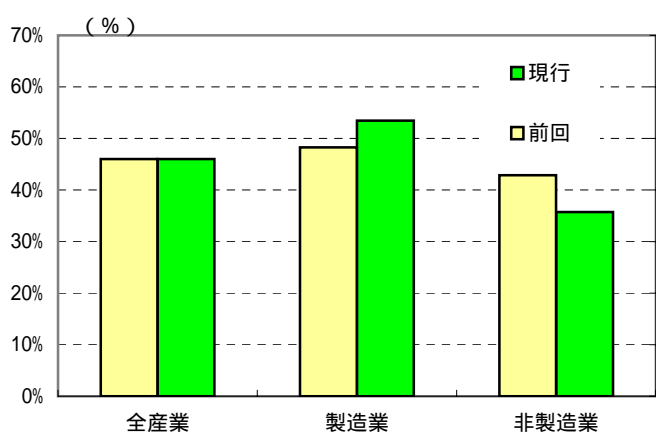
年月	買収サイド	被買収サイド	買収金額
06/1	東芝 (電機)	ウエスチングハウス (米、原子力発電プラント)	6,400億円
06/2	日本板硝子 (ガラス)	ピルキントン (英、ガラス)	3,585億円
06/2	NTTドコモ (通信)	フィリピン長距離通信 (フィリピン、通信)	521億円
06/3	ソフトバンク (通信)	ボーダフォンジャパン (英、通信)	1兆7,500億円
06/5	ダイキン工業 (電機)	OYラインダストリー (マレーシア、電機)	2,320億円
06/9	旭テック (鉄鋼)	メタルダイン (米、自動車部品)	1,373億円
06/12	日本たばこ産業 (たばこ)	ガラハ - (英、たばこ)	2兆2,530億円
06/12	東京電力 (電力)、丸紅 (商社) 等	ミラント・アジア・パシフィック (フィリピン、電力)	4,000億円
07/4	松下電工 (電機)	アンカー・エレクトリカルズ (インド、電機)	500億円
07/7	麒麟ホールディングス (食品)	ナショナルフーズ (豪、食品)	2,100億円

(注) 日本たばこ産業による英ガラハ-の買収について、実際に買収資金が支払われたのは07年入り後。

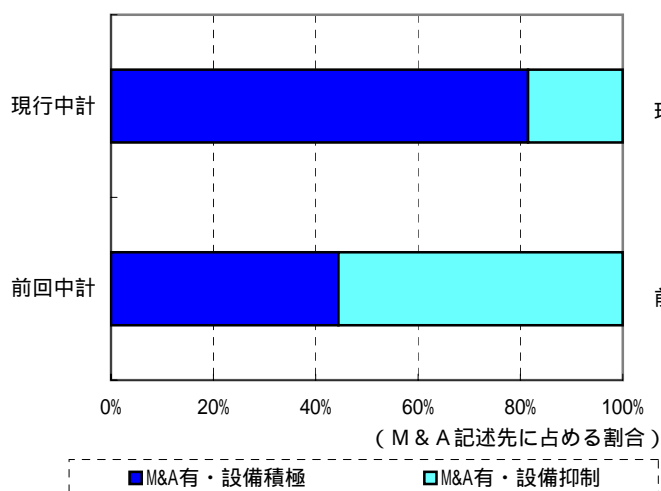
(資料) レコフ「MARR」、ジェット口、各社資料

今後のM & Aスタンス

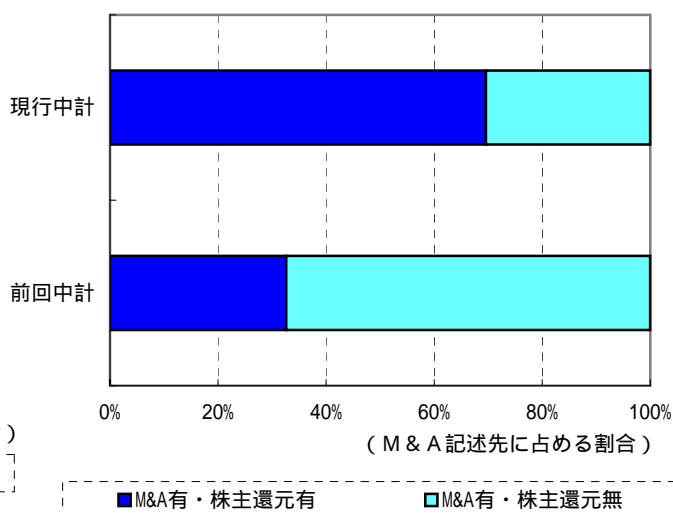
(1) 中期経営計画でM & Aを記述している先 (2) 中期経営計画におけるM & A活用の目的



(3) 設備投資との関係

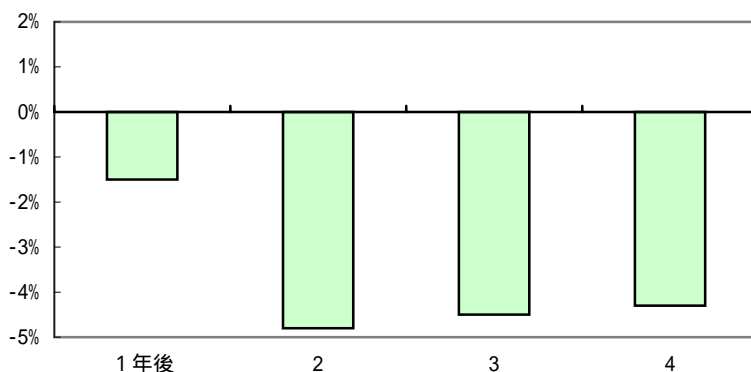


(4) 株主還元との関係



(5) M & Aの成果 (野村証券調査)

< M & A実施企業の対TOPIX超過リターン >

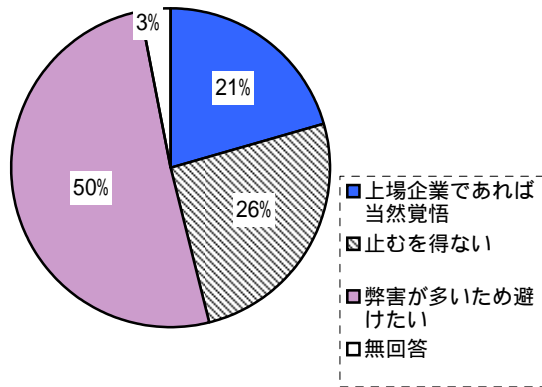


(注) サンプルは02年4月から05年3月の間に1件100万ドル以上のM & Aを実施した上場企業。02年度は607社、03年度は600社、04年度は891社が該当。02年度のサンプルはその後1年、2年、3年、4年のリターン計測に使用、03年度のサンプルはその後1年、2年、3年のリターン計測に使用、04年度サンプルはその後1年、2年のリターン計測に使用されている。

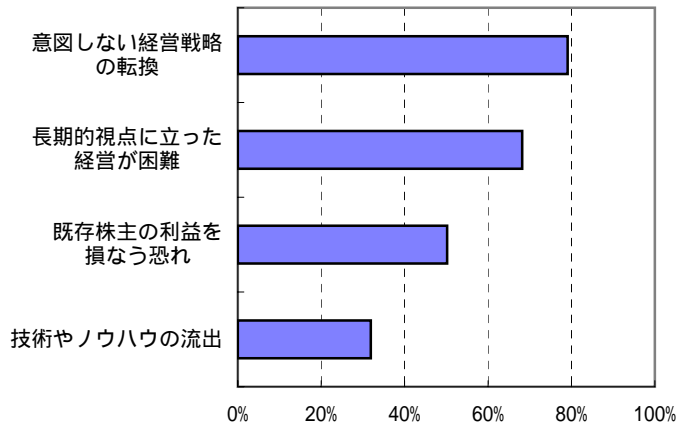
(資料) 各社資料、野村証券金融経済研究所

敵対的M & Aと株式持ち合い

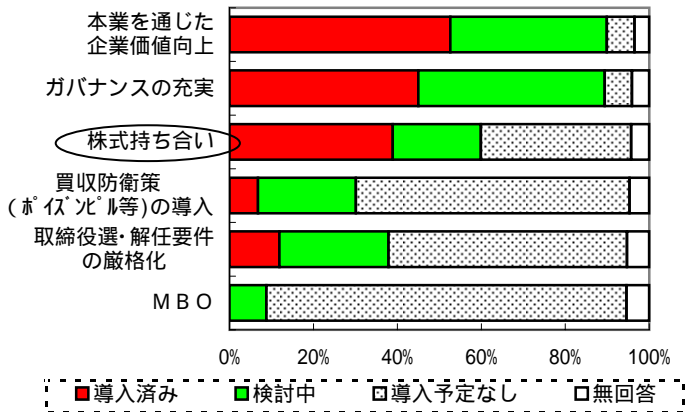
(1) 敵対的買収に対する意識 (内閣府調査)



(2) 敵対的買収の弊害 (内閣府調査)

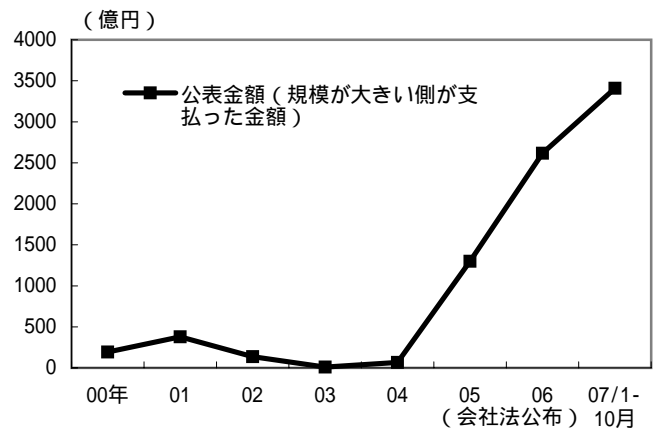


(3) 買収防衛として重視する手段 (内閣府調査)



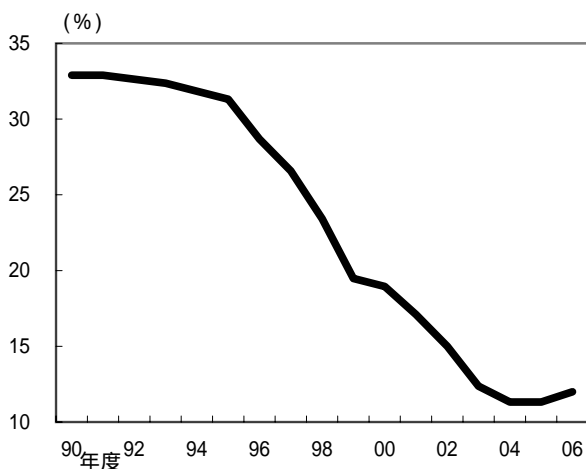
(注) 現行中計では、3社が買収防衛策の必要性を記述。

(4) 株式持ち合いに投じられた金額



(注) 1. レコフ集計による計数。
2. 規模が小さい側が支払った金額は含まれない。
3. 全ての案件で金額が公表されている訳ではない。

(5) 株式持ち合い比率



(注) 持ち合い比率は、上場企業が保有する株式の、上場株式総額に対する比率 (年度末時価ベース) として算出。

(6) 株式持ち合い事例

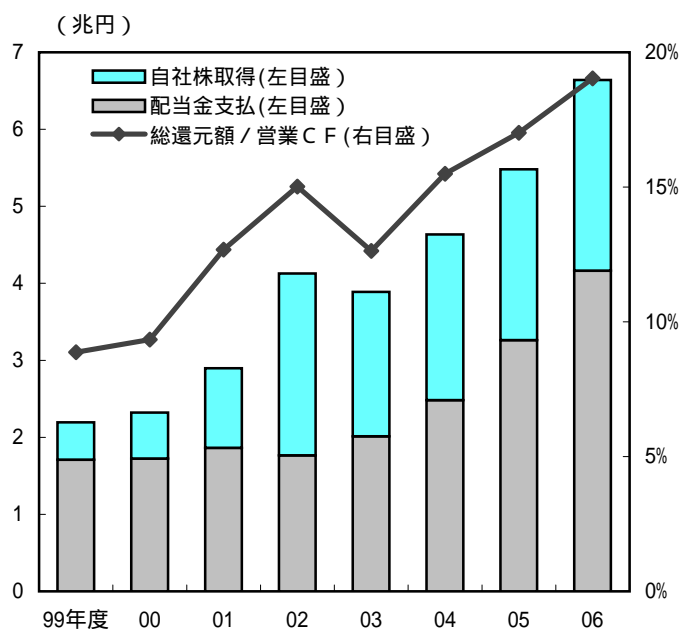
< 2005年度以降の公表金額トップ10 >

年月	企業名	金額	企業名	金額
05.8	オリンパス	150	テルモ	150
05.12	新日鉄	340	住金、神戸鋼	400
06.9	JFE	150	東国製鋼 (韓)	100
06.10	新日鉄	550	ポスコ (韓)	550
07.1	新日石	120	SK (韓)	120
07.6	新日鉄、住金	295	松下電器	300
07.6	JFE	620	川崎汽船、川重、三菱商事	不明
07.6	JFE	172	JR東、JR東海	198
07.6	新日鉄	251	JR東、JR東海	259
07.6	トヨタ	400	松下電器	不明

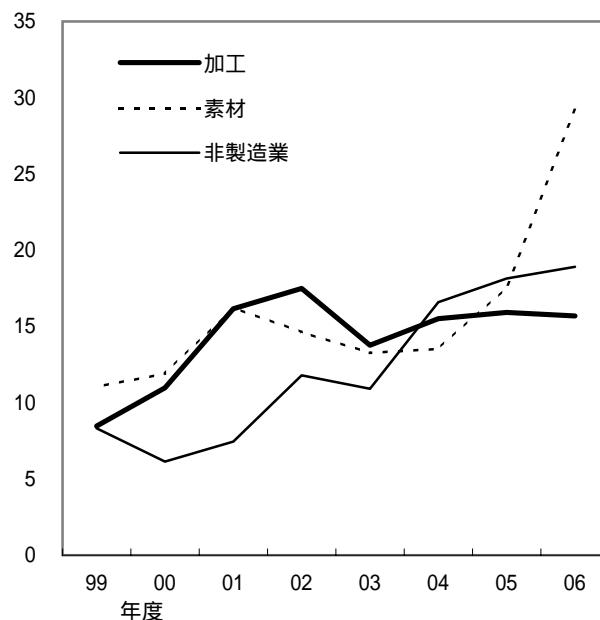
(資料) 内閣府「企業の新しい成長戦略に関するアンケート」、レコフ「MARR」、日経Financial QUEST、野村証券金融経済研究所

株主還元

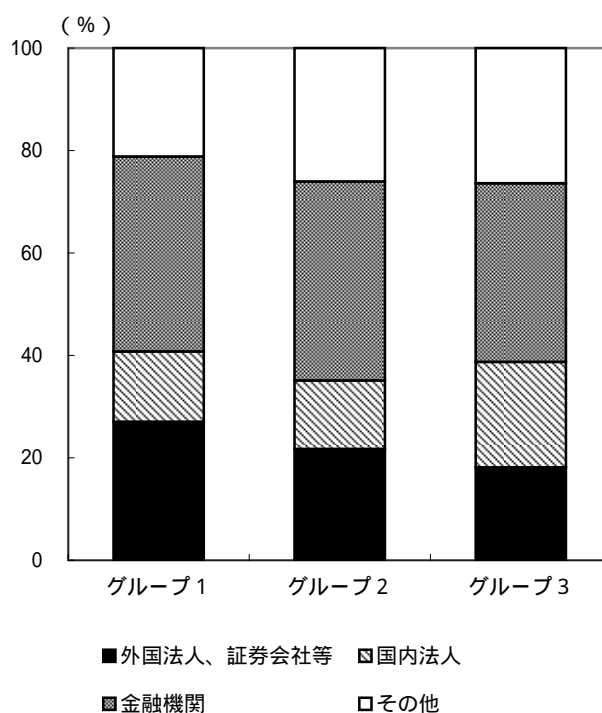
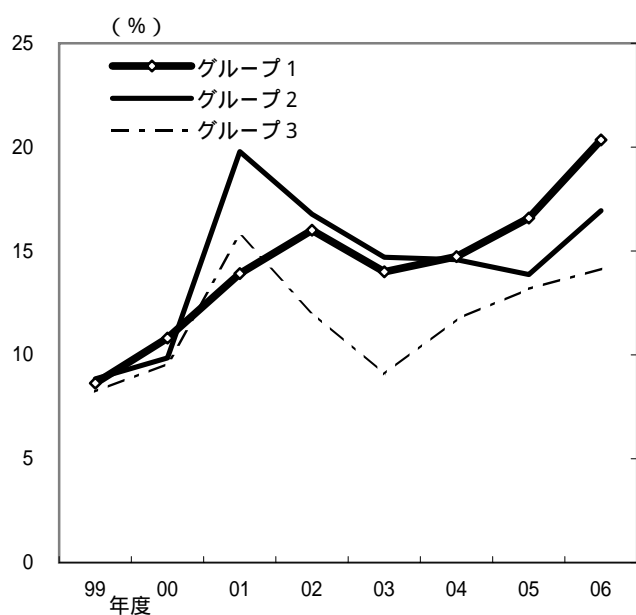
(1) 株主還元の推移



(2) 業種別の総還元額/営業CF比率



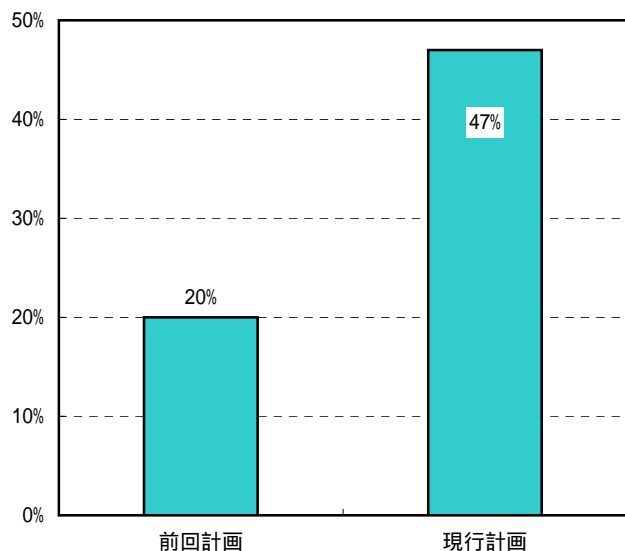
(3) 海外売上比率毎にみた総還元額/営業CF (営業利益マイナスの先を除く) (4) 株主構成



(注) 海外売上高比率(01~06年度平均)について、業種毎に上位3分の1をグループ1、3分の2をグループ2、残りをグループ3としている。

今後の株主還元スタンス

(1) 中期経営計画における株主還元への言及 (2) 株主還元と設備投資の関係

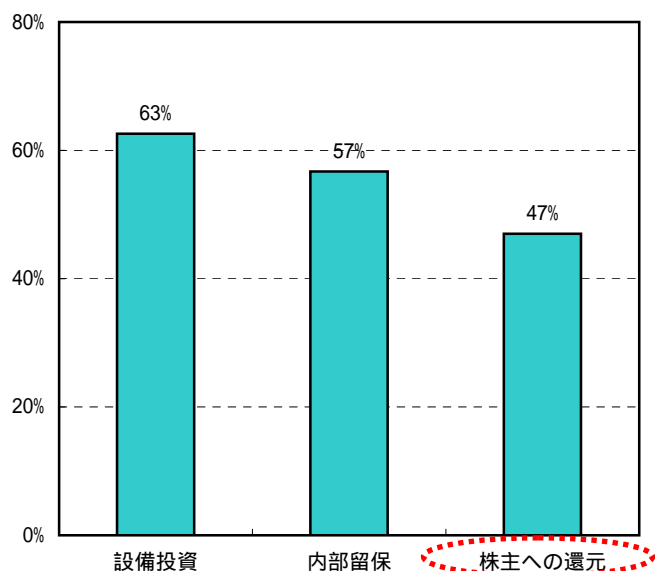


(構成比、%、< > 内は前回計画)

		設備投資	
		積極化	維持・抑制等
株主還元	積極化	37.3% < 8.3% >	11.9% < 13.9% >
	維持・抑制等	35.6% < 36.1% >	15.3% < 41.7% >

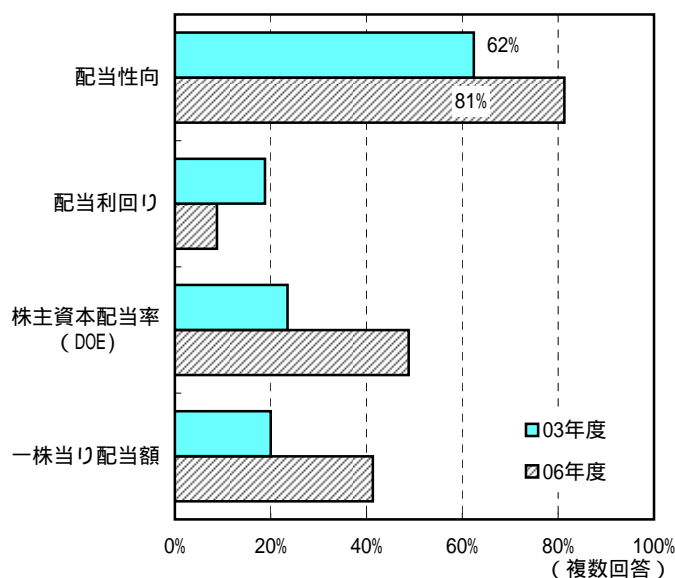
(注) 設備投資スタンスが把握可能な先の集計 (現行59社、前回36社) 。

(3) 大企業が重要と考える利益配分先 (法人企業景気予測調査、10項目中のトップ3)



(注) 10項目中3項目以内の複数回答。

(4) 機関投資家が公表を要望する指標 (生命保険協会調査)

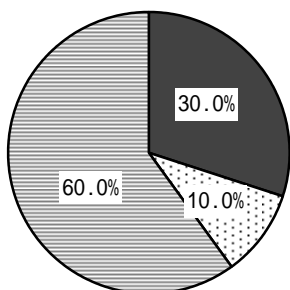


(資料) 各社資料、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、生命保険協会

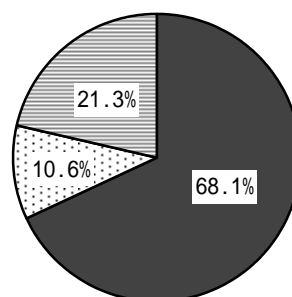
配当に対する企業の意識

(1) 配当に関する企業の目標

前回計画

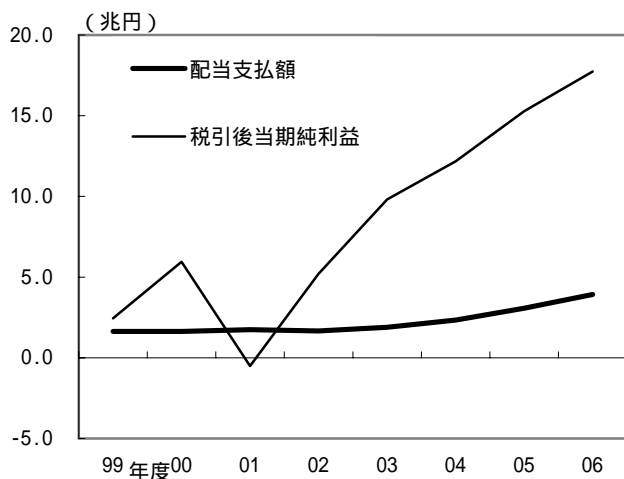


現行計画

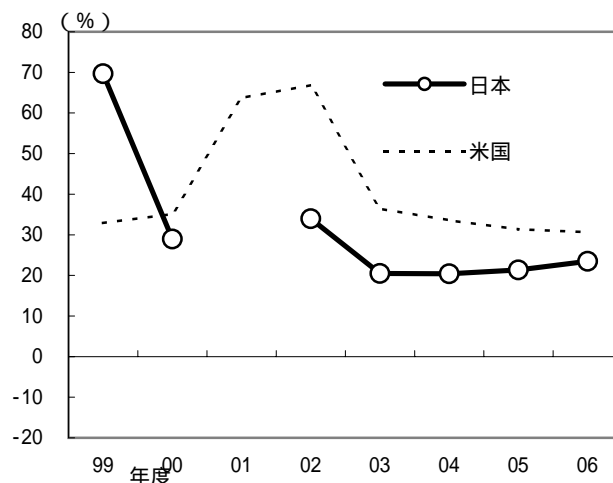


■配当性向 □配当額 ▨具体的目標なし

(2) 日本企業の利益と配当額

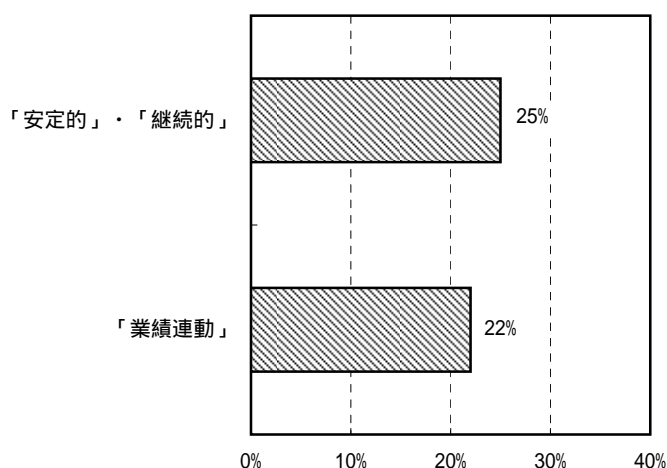


(3) 日米の配当性向



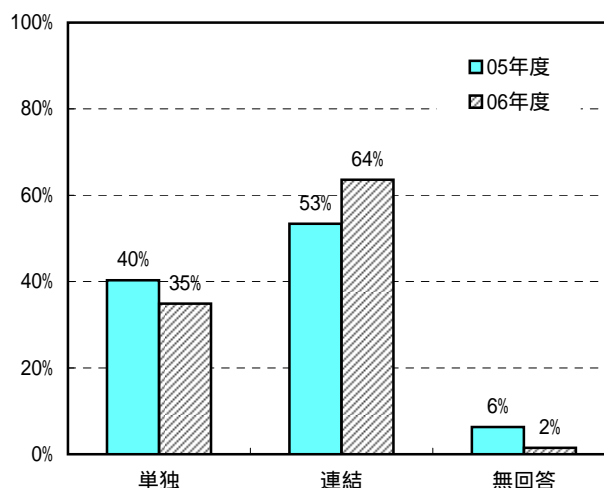
(注) 1 . 米国は、金融法人を含むベース。
 2 . 01年度の日本については、集計1035社の当期純利益の総額が負であるため、配当性向が計算できない。

(4) 配当のキーワード



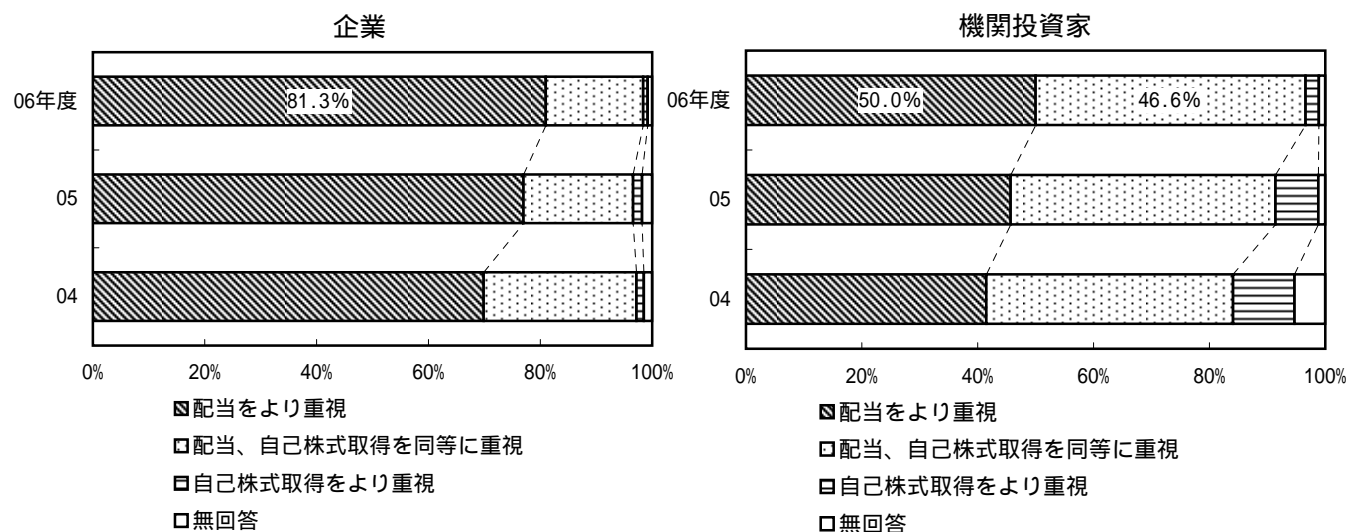
(注) 現行計画で配当性向を目標とする32社のキーワードを集計した。

(5) 配当性向目標値の連結・単独区分

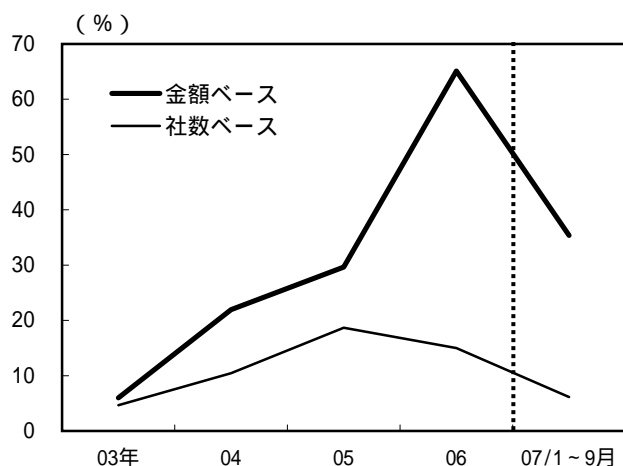


自社株取得に対する企業の意識

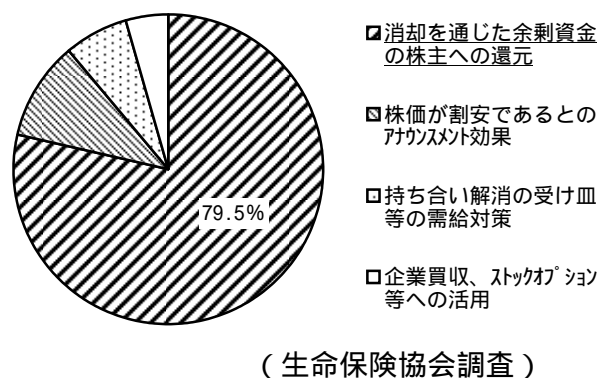
(1) 配当と自社株取得のいずれを重視するか (生命保険協会調査)



(2) 取得した自社株の消却比率



(3) 自社株取得に対する機関投資家の期待



(4) 様々な自社株取得の動機

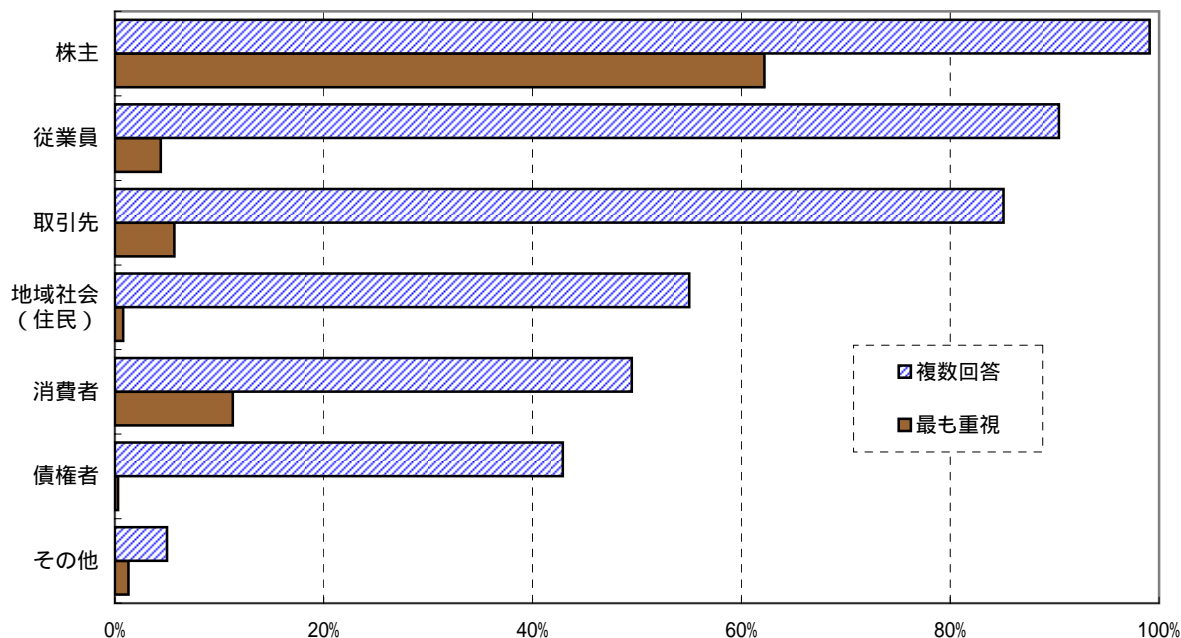
機動的な株主還元に対する投資家側の要求と企業側の意識の高まり
自社の株価が割安であるとのメッセージ発信 (株価挺入れ)
組織再編など資本政策の一環
過去の株式持合い解消時に受け皿となった機関や大株主からの買戻し
買収防衛策の一環 (浮動株を減らす思惑)

(各社資料)

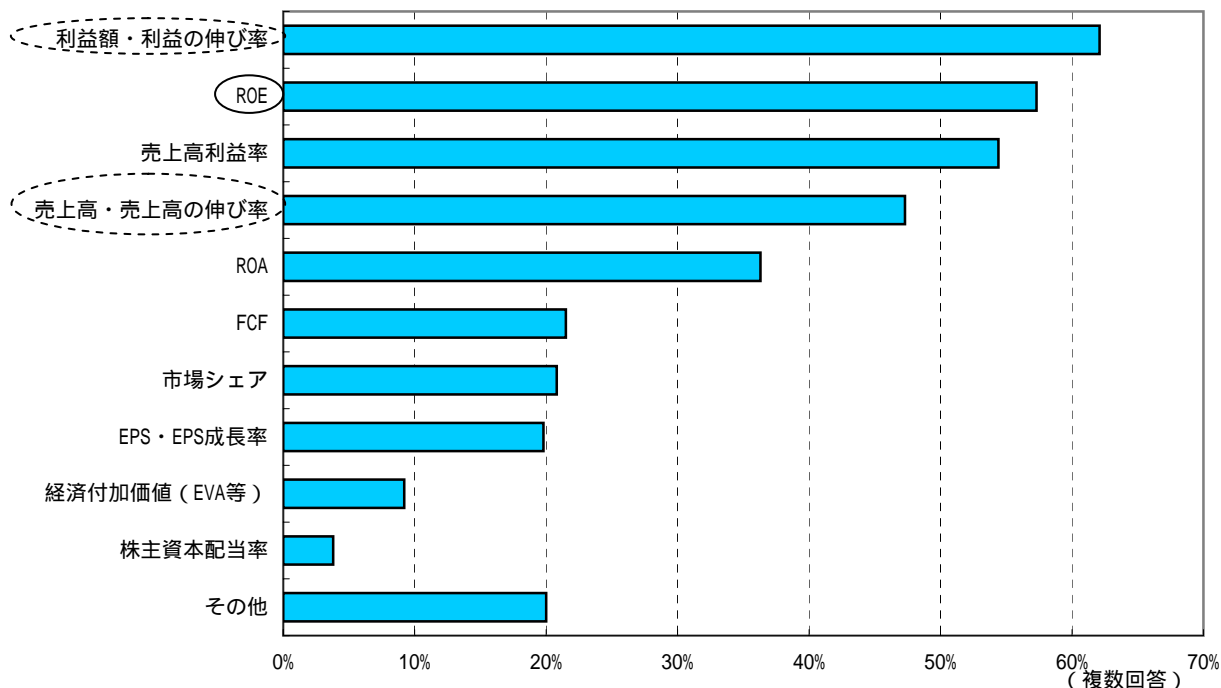
(資料) 各社資料、東京証券取引所、生命保険協会

企業が重視するステークホルダー(1)

(1) 企業が重視しているステークホルダー(東証調査)



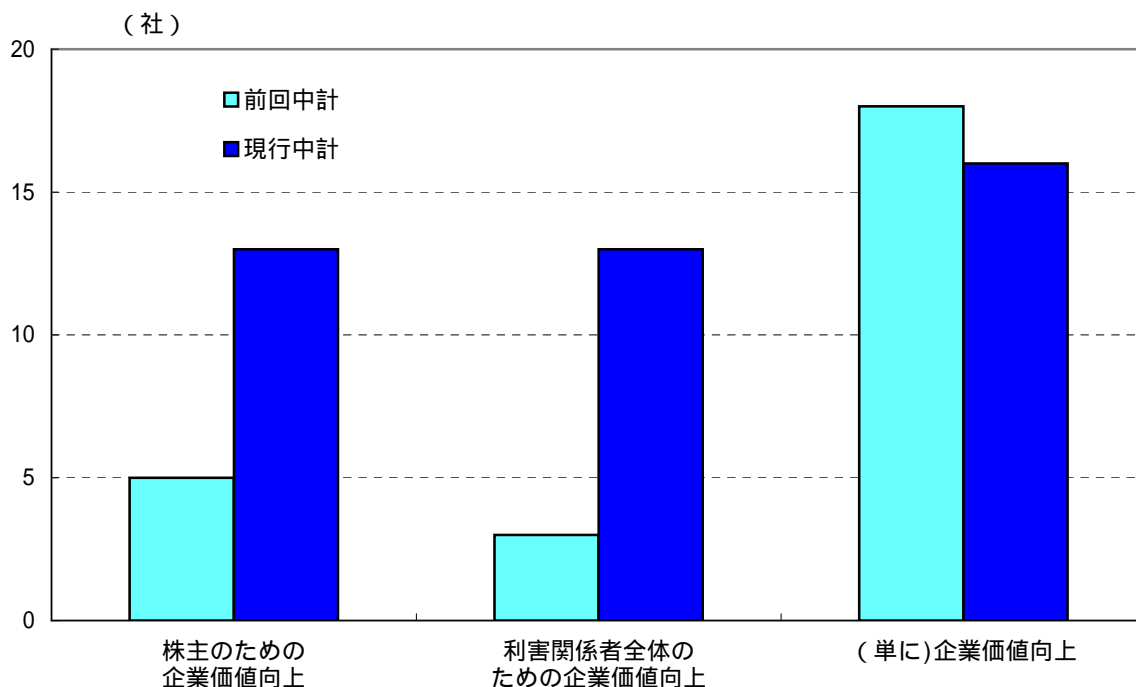
(2) 重視する経営指標(生保協会調査)



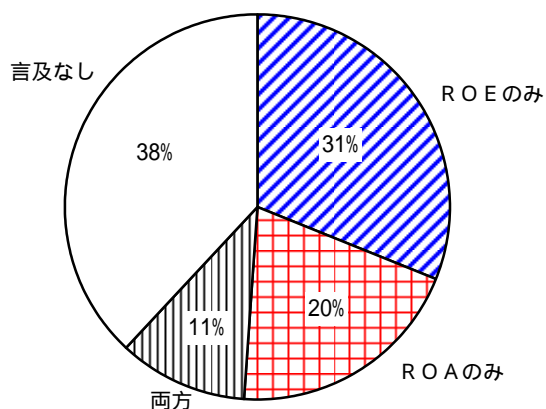
(資料) 東京証券取引所、生命保険協会

企業が重視するステークホルダー(2)

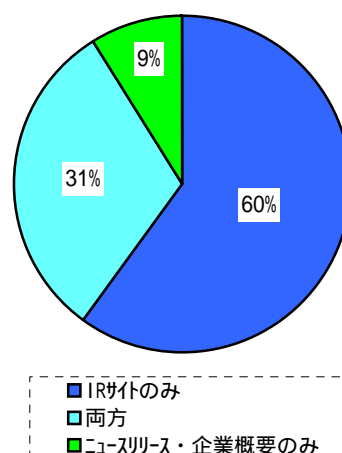
(1) 中期経営計画で「企業価値の向上」を掲げる先



(2) 現行中期経営計画の目標としてのROE、ROA

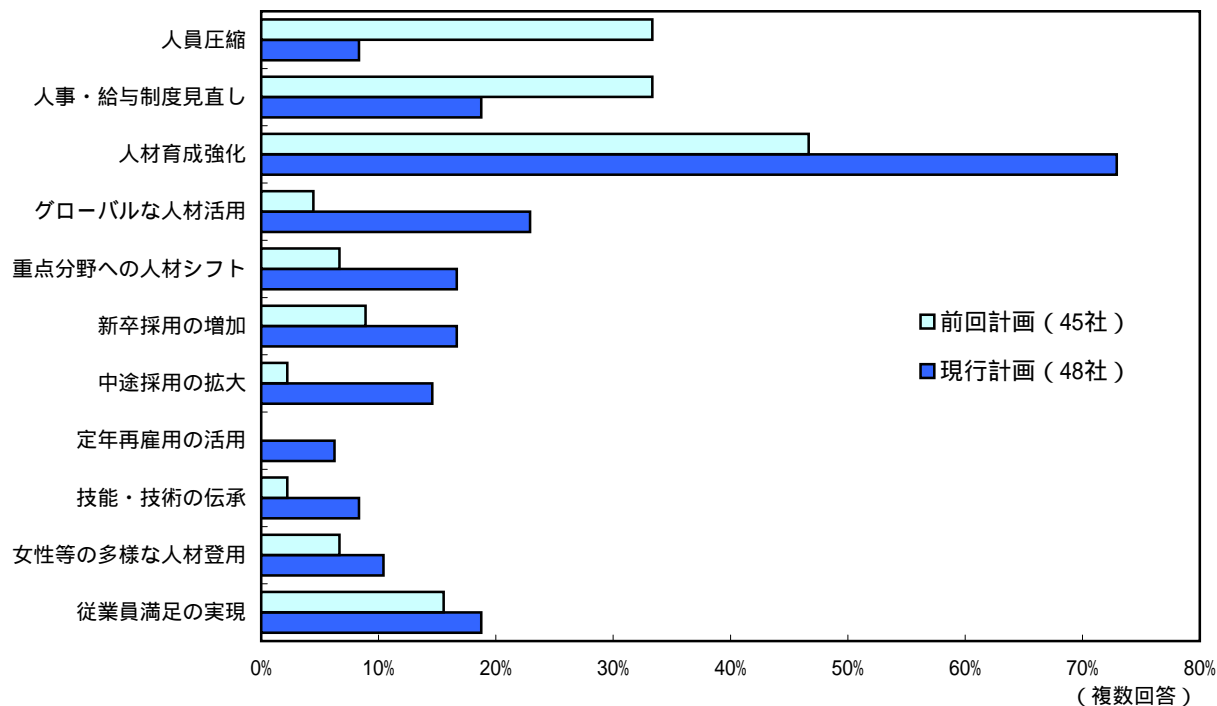


(3) 現行中期経営計画のホームページ上の掲載場所

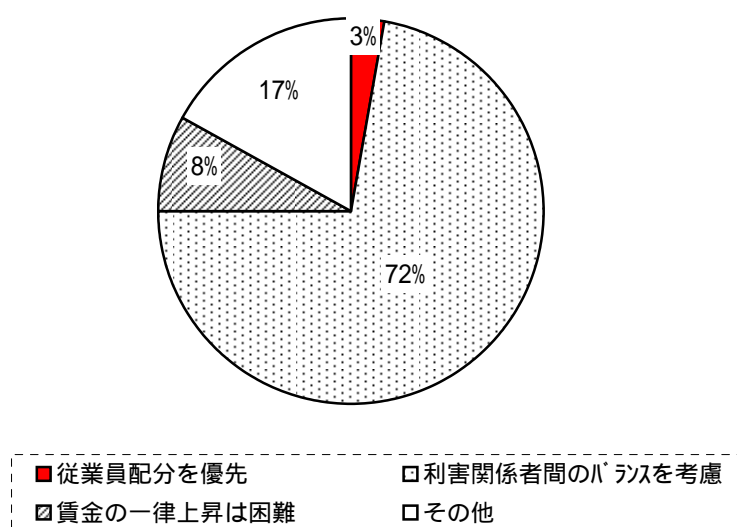


従業員に対するスタンス

(1) 中期経営計画における人材戦略の重点分野

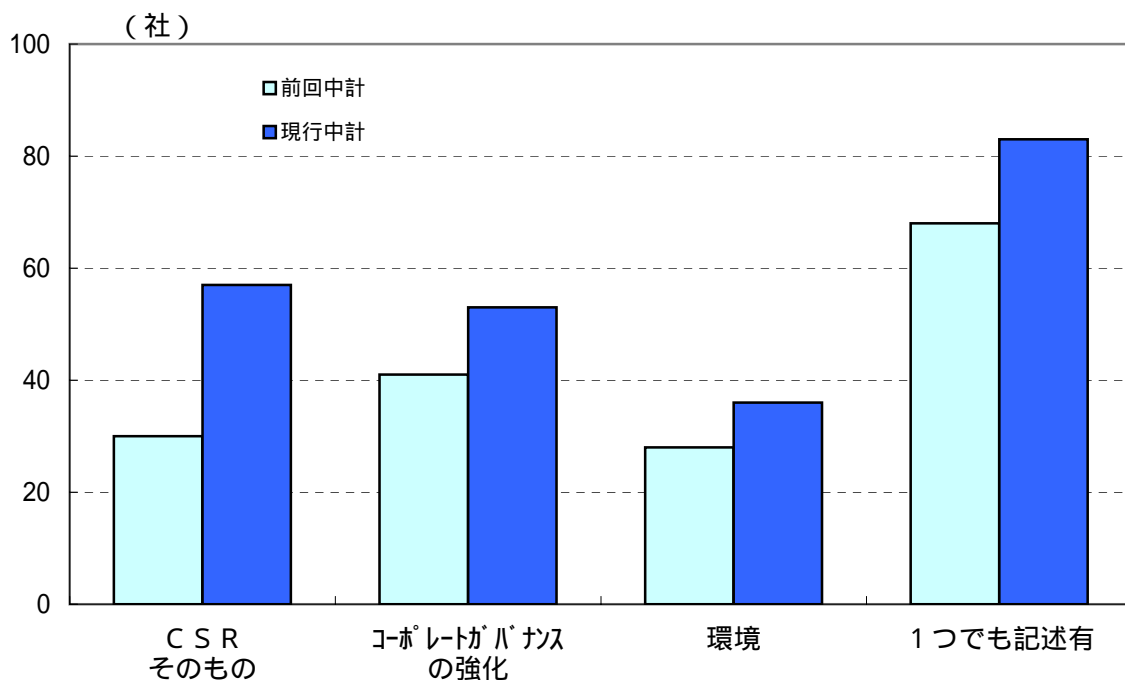


(2) 従業員への利益配分に対する考え方 (日経調査)



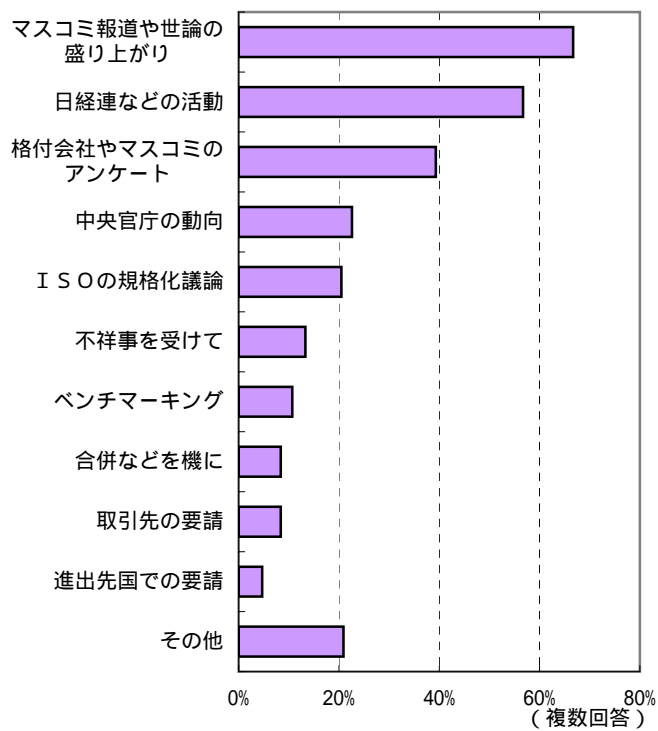
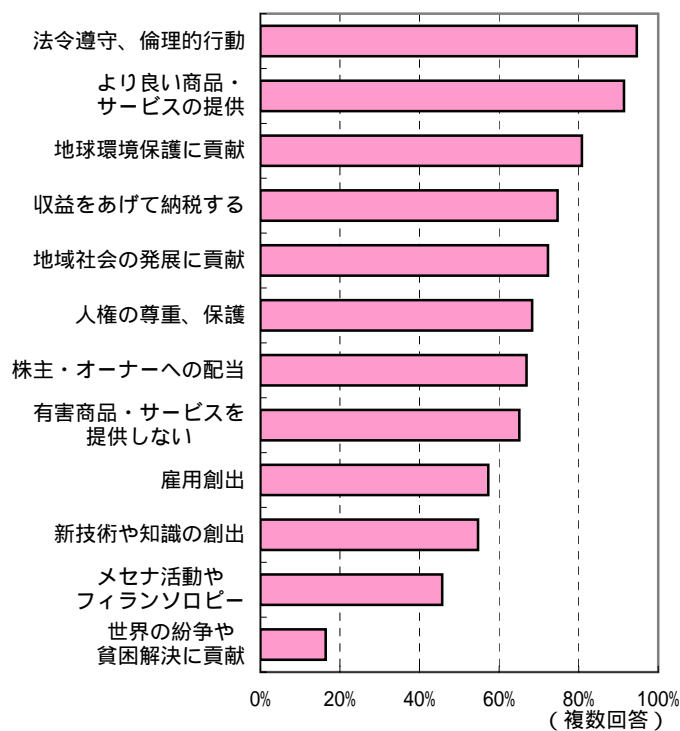
CSRに対する考え方

(1) 中期経営計画で「CSR」や関連するキーワードを掲げる先



CSR: Corporate Social Responsibility(企業の社会的責任)

(2) CSRの意味するもの (経済同友会調査) (3) CSRを意識した契機 (経団連調査)



(資料) 各社資料、経済同友会、日本経済団体連合会

(参考図表)

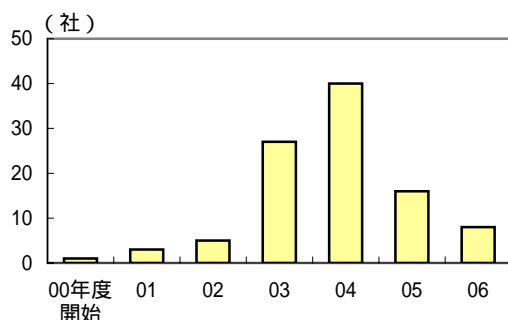
分析に利用したデータ

(1) 業種構成

<社数、()内は構成比、%>

	決算データ		中期経営計画
合計	1,035	(100.0)	100
製造業	660	(63.7)	58
素材業種	254	(24.5)	21
繊維製品	33	(3.2)	2
パルプ・紙	9	(0.9)	1
化学(含む医薬)	134	(12.9)	10
石油・石炭製品	6	(0.6)	1
ガラス・土石製品	22	(2.1)	2
鉄鋼	30	(2.9)	3
非鉄金属	20	(1.9)	2
加工業種	406	(39.2)	37
食料品	46	(4.4)	5
金属製品	24	(2.3)	2
機械	95	(9.2)	8
電気機器	129	(12.5)	10
輸送用機器	59	(5.7)	6
精密機器	21	(2.0)	2
その他製品	32	(3.1)	4
非製造業	375	(36.3)	42
電気・ガス	0	(0.0)	2
情報・通信	43	(4.2)	6
卸売	90	(8.7)	8
小売	37	(3.6)	7
建設	83	(8.0)	4
不動産	25	(2.4)	3
その他金融	0	(0.0)	2
運輸・倉庫	58	(5.6)	4
サービス	33	(3.2)	5
その他非製造	6	(0.6)	1

(2) 集計対象とした中期経営計画の開始時期 前回中計



現行中計

