

上場企業のキャッシュフローと今後の経営方針

—— リーマンショック後の経営環境の変化と企業の対応 ——

調査統計局 藤原正雄・三好祐子・山中利晃・永幡崇・一上響

Bank of Japan Review

2009年12月

上場企業のキャッシュフローをみると、2008年度は、リーマンショック後に収益の急激な減少に直面して、設備投資を削減したものの、なお収益減をカバーするに至らず、有利子負債の大幅増を余儀なくされたことが確認できる。こうした中、企業が新たに作成した経営計画をみると、目先の不透明感の高まりに伴い、経営計画の期間を短縮化したほか、キャッシュ・アウトフローを極力削減する「守りの経営方針」へと大きく舵を切ったことがわかる。2009年度に入ってから、収益悪化に歯止めがかかりつつあると同時に、設備資金等の絞り込みが進んでいる。また、各種政策措置が奏効する形で、CP・社債市場の機能度が回復する中、企業が予備的に積み上げた手元資金を圧縮する動きがみられる。こうしてみると、景気が持ち直しを続け、企業金融を取り巻く環境に改善の動きが広がっても、銀行借入やCP発行を通じた資金調達には、当面弱めの動きを続ける可能性が高い。

1. はじめに

2008年秋のリーマン・ブラザーズ破綻後、本年春先にかけてみられた世界経済の急速な縮小を受けて、日本の主要企業はどのような対応を行い、また、行おうとしているのか。本稿では、こうした問題意識のもと、上場企業の決算データを用いてキャッシュフローを分析するほか、最近発表された経営計画の特徴点をまとめる。

日本銀行調査統計局では、2005年、2007年と、本稿と同様の手法を用いて、上場企業のキャッシュフローと経営方針についてまとめてきた¹。過去2回の調査時には、息の長い景気拡大のもとで手元に集まったキャッシュ・インフローを、企業は、まずは有利子負債の返済に充てた後、徐々に設備投資やM&A、もしくは配当などの株主還元に向けようとしたことが明らかになった。今回調査では、そうした姿とは様変わり、企業収益の急激な減少にあって、企業は設備投資や運転資金を削減したものの、なお減益によるキャッシュ・インフローの減少をカバーするに至らず、有利子負債の大幅増を余儀なくされたことがわかった。こうした中、企業は、目先の不透明感の高まりに伴い、経営計画の期間を短縮化したほか、徹底したコスト削減による「守りの経営方針」へと、大きく舵を切った。ただし、最近では、収益悪化にも歯止めがかかりつつあると同時に、設備資金等

の絞り込みが進み、捻出された余剰資金を、積み上がった有利子負債の残高削減に振り向ける動きがみられる。

以下、第2節では、約1,000社の決算データから算出されたキャッシュフロー（以下「CF」）を分析し、リーマンショック等の環境変化が上場企業に及ぼした影響を確認する。続いて、第3節では、企業が最近発表した経営計画を旧計画と比較することで、大きな景気変動ショックが加わった中での新たな経営方針の特徴点をまとめる。

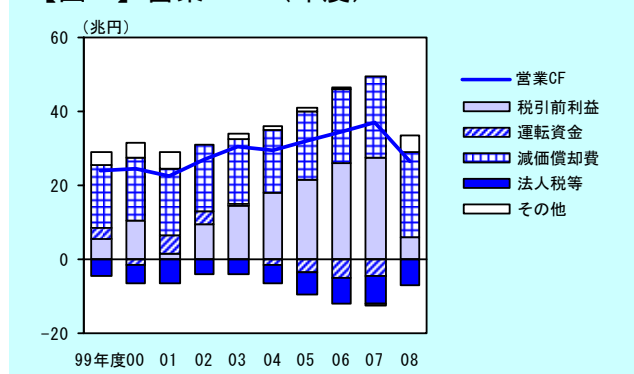
2. 上場企業のキャッシュフロー分析

CF分析とは、企業の資金の流れを、営業活動によってどれだけの資金が得られたか（営業CF）、資金を設備投資等にどれだけ用いたか（投資CF）、それらの企業活動に対応した財務面での資金の動きはどうであったか（財務CF）という3つの側面から分析しようというものであり、企業の財務分析の基本的なツールのひとつである。

まず、2008年度の営業CFに注目すると²、急激な売上高の減少に付随する「税引前利益」の急減に伴い、前回景気拡大局面以前の2001年度の水準近くにまで、大幅に落ち込んだことがわかる（図1）。この間、「運転資金」については、2008年度後半には原材料価格が低下したため、CFの

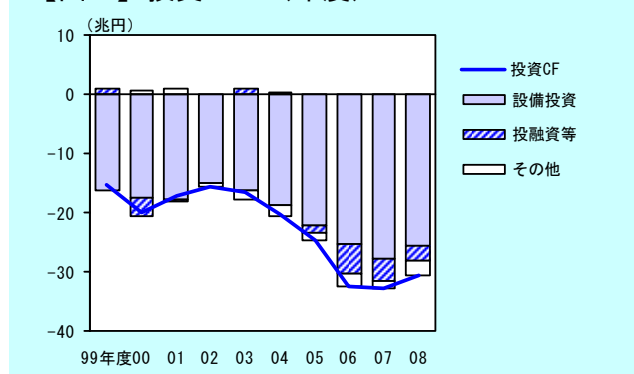
押し上げ方向（運転資金減）に寄与した。また、図中の「その他」も、CFの押し上げ要因に効いているが、これは主に、資産の評価損に伴うものである³。「減価償却費」についても、近年の設備投資の増加に伴い、若干押し上げ寄与を拡大している。このように税引前利益以外の項目は、営業CFの押し上げに寄与したものの、利益の下落幅が大きく、ここ数年順調に増加していた営業CFは大幅な減少となった。

【図1】営業CF（年度）



一方、2008年度の投資CFをみると、マイナス幅が若干縮小した（図2）。内訳をみると、2002年度をボトムに増加を続けていた「設備投資」が減少に転じたことが主因である⁴。すなわち、設備投資の減少は、その支払いに伴う資金流出が抑制される分、投資CFのマイナス幅の縮小に寄与した。ただし、縮小したとはいえ、すでに進捗している設備投資案件を完全にストップする訳にはいかず、投資CFはなお大きめのマイナス幅が続いた。

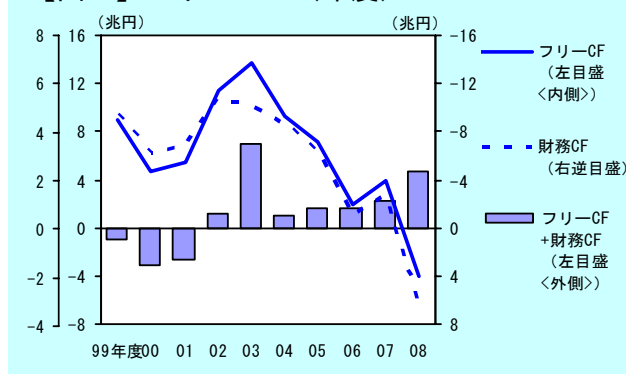
【図2】投資CF（年度）



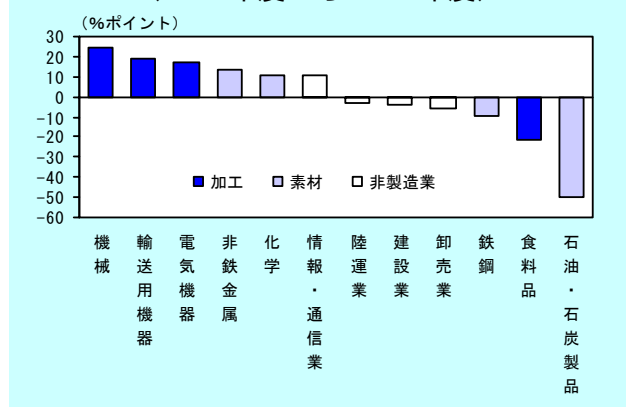
この結果、営業CFと投資CFを足しあげたフリーCF（企業の余剰資金）は、同じサンプル企業で遡る1999年度以来はじめてマイナスに転化した（図3）⁵。2008年度の景気後退は、世界経済全体の急激な縮小によるものであったため、海外の需要に依存する割合の高い機械、輸送用機器、電気機器といった製造業加工業種に、ことさら大きな影響を与えた。このため、フリーCF赤

字先比率について、2007年度から2008年度にかけての変化をみると、こうした業種で赤字先の比率が特に高まっている（図4）。一方、製造業素材業種や非製造業では、フリーCFの赤字先の比率がさほど高まっていない、ないしは、低下している。これは、2008年夏をピークに素原材料の価格が急落したほか、企業が売掛債権の削減に努めたこともあって、石油・石炭製品や卸売業といった業種で運転資金が減少したことなどが、営業CFを下支えたためである。

【図3】フリーCF（年度）



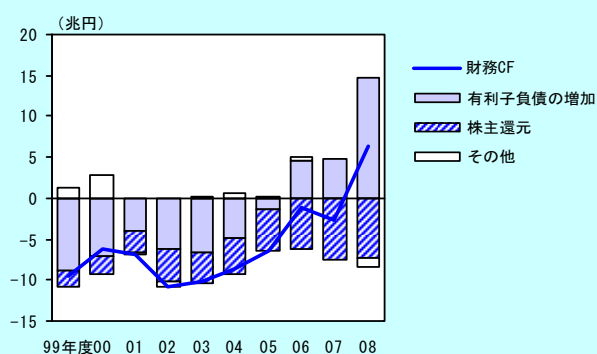
【図4】フリーCF赤字先比率の変化（2007年度から2008年度）



最後に、2008年度の財務CFをみると、配当など株主還元が高水準で推移したものの（配当金など企業から株主への支払いはCFの下押し要因）、有利子負債が大幅に増加した結果、財務CFはプラスに転じた（図5）。企業は2000年代前半には、過剰債務の返済など有利子負債の減少に努めていたが、2006～2007年度にかけては有利子負債を増加させていた。ただし、こうした有利子負債の増加が、設備投資やM&Aの積極化に伴う「前向き」の負債増であったのに対し、2008年度の有利子負債の増加は、赤字となったフリーCFの穴埋めをするための「後向き」の負債増といった性格が強いと考えられる。また、リーマン破綻以降、昨年秋から冬にかけてはCP・社債市場が実質的に機能不全となるなど、企業金融を取り巻く環境に対する不安感が著しく高まる中、銀行借入に

よって予備的な手元資金を厚めに保持しようとする動きも、有利子負債の増加に寄与したとみられる。現に、2008年度の財務CFは、フリーCFのマイナス幅を、ここ数年はなかったほどの幅で上回っており、企業はその分、現預金を手元に積み上げたこととなる（前掲図3）。ヒアリング情報でも、その当時を振り返って、「CPが発行できないという異常事態に直面し、財務担当として、言いようのない恐怖感にかられた」とか、「調達コストは度外視で、何とか手元資金を厚めにした」といった声が聞かれた。

【図5】財務CF（年度）

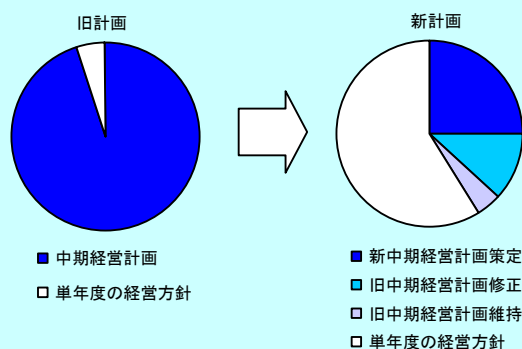


3. 上場企業の経営方針の変化

上記のCF分析からは、2008年度において、企業は余剰資金が急速に減少する中であって、有利子負債を増加させたことが明らかになった。さらに、今回の景気後退を受けて、企業はどのように対応しようとしているのだろうか。以下では、2009年中に発表された新経営計画のうち、100社分（製造業55社、非製造業45社）をピックアップし、旧計画と比較することで、企業の経営方針の変化を分析する⁶。

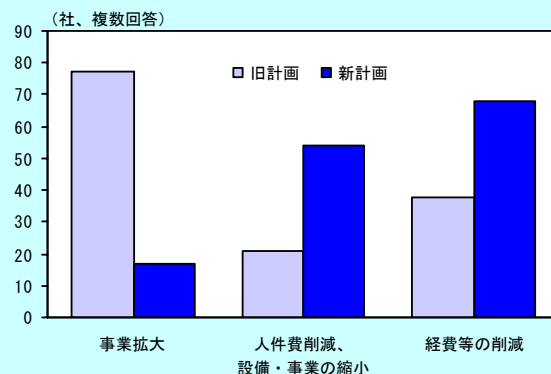
まず第一の変化点は、経営計画の短期化である（図6）。「旧計画」は、2006～2008年度を初年度とする数年間を対象としている場合が多い。一方、「新計画」の対象は2009年度を初年度とする期間であるが、単年度の経営方針を示す企業が過半となっている⁷。これは、経営環境の不確実性が高まっている中であって、複数年の計画を作成するのが困難になったためとみられる。

【図6】新旧計画の特徴



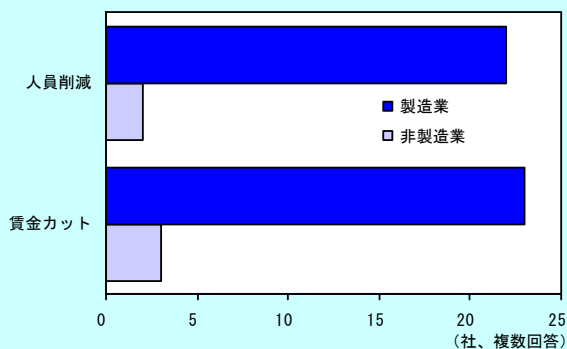
第二の変化点は、「守りの経営方針」への方向転換である。企業の経営方針をみると、事業拡大を挙げる企業が大幅に減少している一方、人件費の削減や設備・事業の縮小、経費等の削減を掲げる企業が増加していることがわかる（図7）。各社の経営方針の対象期間が短期間であることと考えあわせると、多くの企業が、経営環境の変化を受けて、これまでの成長戦略をいったん停止し、緊急対応としての「守りの経営方針」へと転換しているといえる。

【図7】経営方針の概観



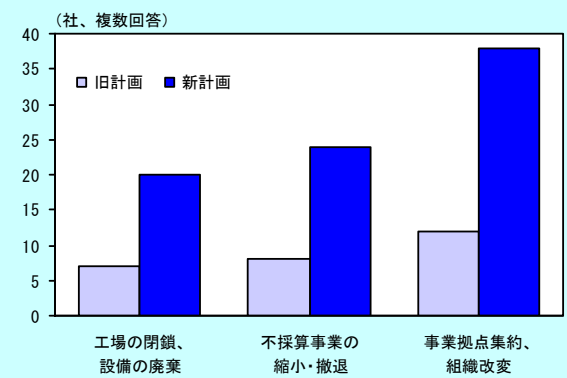
雇用面でのコスト削減策を詳しくみると、新計画では、製造業55社のうち、半数近くの企業が、人員削減や賃金カットを掲げている（図8）。一方、非製造業については、そうした企業は少数にとどまる。これはリーマン破綻以降の景気後退が、上記のフリーCFの分析でみたように、製造業（とりわけ加工業種）に大きな影響を与えたためとみられる。なお、一般的に日本企業は、雇用の維持を重視しており、人件費の削減にあたっては賃金による調整を優先すると言われていたが、新計画では、人員削減を掲げる企業数と賃金カットを掲げる企業数は、製造業、非製造業とも、ほぼ同数になっている。新計画を詳しくみると、人員削減を掲げる企業の中には、需要が大幅に減少するもとで、製造業を中心に非正規雇用の削減や海外での人員削減を新計画に織り込んでいる先がみられる。また、国内の正規雇用についても、今後は新卒採用の抑制などを進めていく模様である。

【図 8】雇用面でのコスト削減策

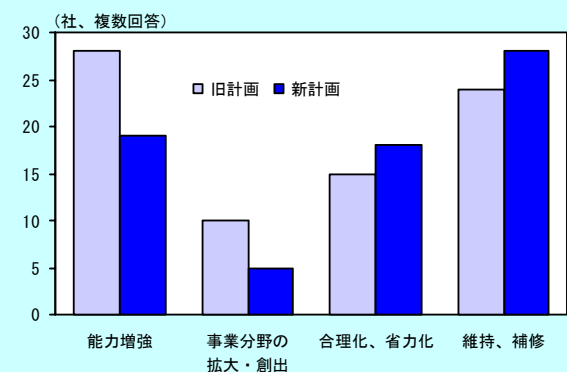


設備・事業面では、工場の閉鎖や設備の廃棄、不採算事業の縮小・撤退、事業拠点集約や組織改変を打ち出す企業が、大幅に増加している（図 9）。こうした中、設備投資の動機をみると、能力増強や事業分野の拡大・創出を挙げる企業が減少する一方、維持・補修や合理化・省力化を挙げる企業が増加している（図 10）。これは、不透明感の強い経営環境の中であって、設備投資を、取敢えず、必要最小限の維持・補修などにとどめる企業の姿を示している。海外事業についても、需要の落ち込みが大きい北米・欧州を中心に、事業や拠点の集約・効率化を進めようとする企業が目立っている（図 11）。この間、中国をはじめとするアジアでの事業拡大については、旧計画に比べて減少したとはいえ、なお過半の先が引き続き積極的に行うとしている（図 12）。

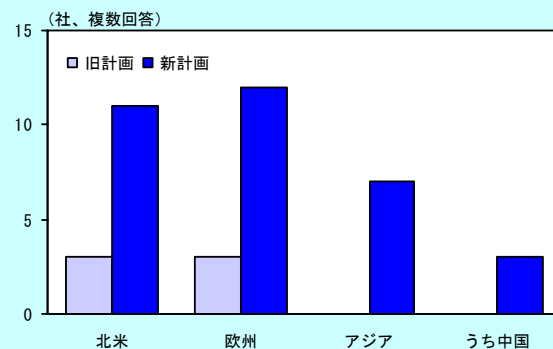
【図 9】設備・事業面でのコスト削減策



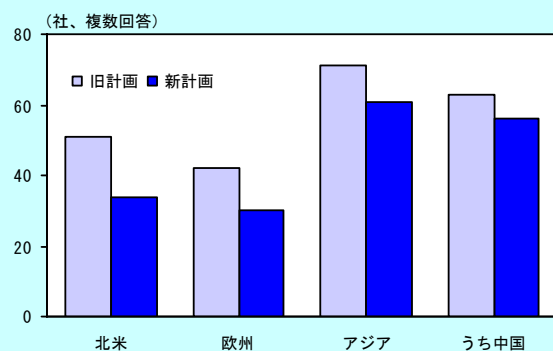
【図 10】投資の動機



【図 11】海外事業の集約・効率化

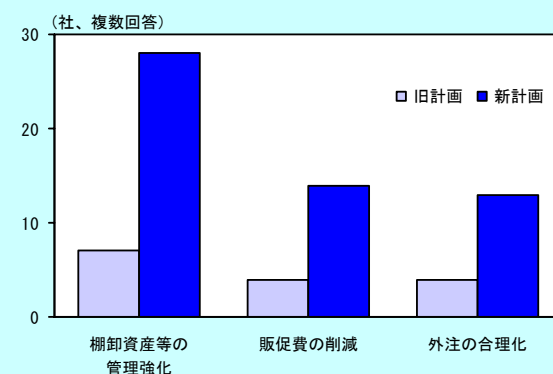


【図 12】海外事業の拡大



経費等の削減策としては、リーマンショック以降に需要が大幅に減退する中で、厳しい在庫削減を余儀なくされた反省もあり、棚卸資産等の管理強化を挙げる企業が増加している（図 13）。また、販促費の削減、外注の合理化などを挙げる企業の増加も目立っている。

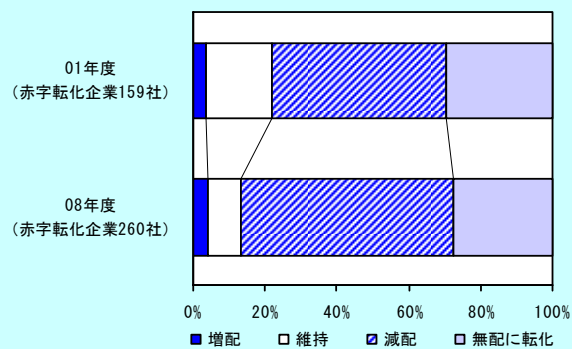
【図 13】経費などの削減策



このように徹底したコストカットに基づく「守りの経営方針」を標榜する中、株主還元についても、業績に連動させて抑制する企業が多くみられる。実際、赤字に転化した企業の期末配当に対するスタンスを、前回の景気悪化局面に対応する 2001 年度と比較すると、2008 年度は無配に転化した企業の割合はほぼ同水準ではあるが、減配に踏み切った先が 11%ポイントほど多くなってい

る (図 14) ⁸。

【図 14】赤字転化企業の配当政策



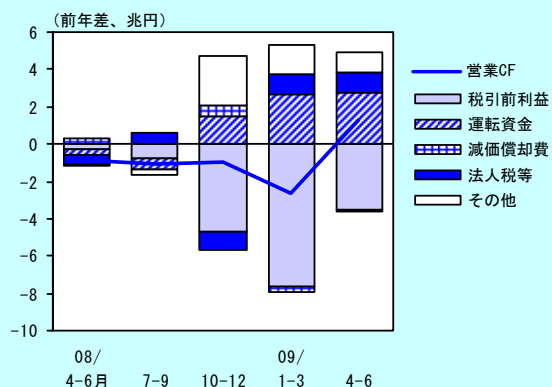
4. おわりに

以上みてきたように、2008年度には、余剰資金が急速に減少する中であって、企業は有利子負債を増加させた一方で、緊急対応として、人件費、設備投資、経費、配当といったキャッシュ・アウトフローを極力削減する守りの経営方針に大きく舵を切った。

2009年度に入ってから、各種政策措置の効果が顕現化する中、世界景気の急降下には歯止めがかけられ、わが国経済は持ち直している。限られたサンプルではあるが、2009年4～6月期までのCFを前年同期差でみると、以下のとおりである⁹。

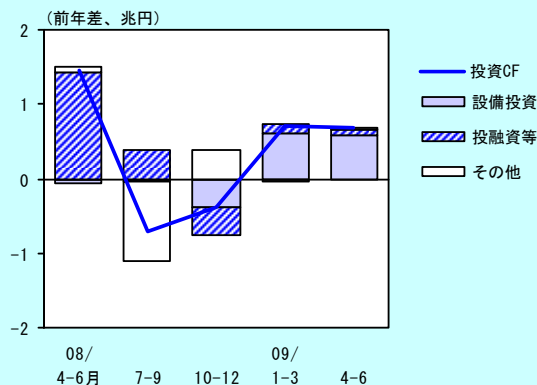
- 営業CFは、「税引前利益」が2008年10～12月、2009年1～3月に比べれば減少幅を縮小したため、増加に転じた(図15)。この間、原油をはじめとする原材料価格が昨年比下落したことに加え、在庫調整が進んだこともあって、「運転資金」は減少し、営業CFを下支えした。また、「法人税等」の支払いの減少も、営業CFの下支えに寄与した。

【図 15】営業CF (四半期前年差)



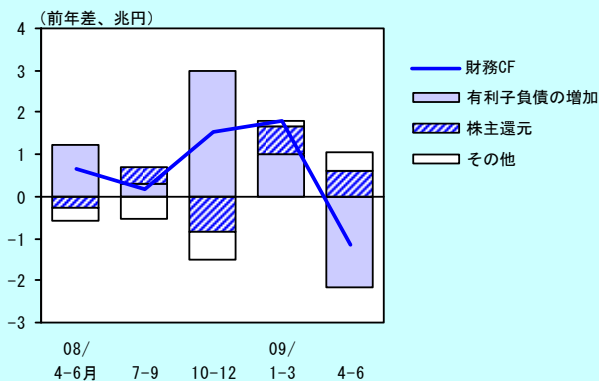
- この間、投資CFについてみると、本年1～3月から、「設備投資」や「投融資等」の削減により、前年比プラスに転じた(図16)。こうした営業CFと投資CFの動きを受けて、両者をあわせたフリーCFは、本年4～6月には前年比増加に転じた。

【図 16】投資CF (四半期前年差)



- 財務CFからみると、フリーCFの増加を有利子負債の返済に充てたことが示唆される(図17)。この間、配当スタンスの変化を反映して、「株主還元」は、本年1～3月より、財務CFの押し上げに寄与している。

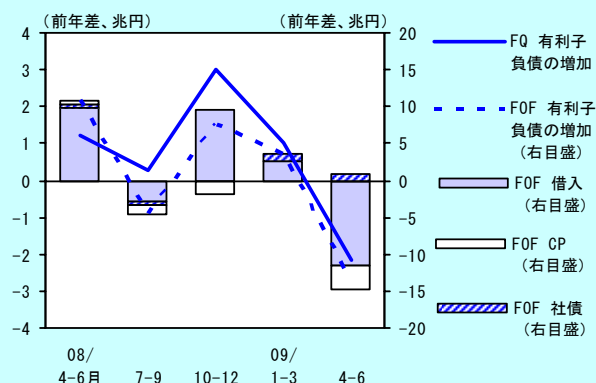
【図 17】財務CF (四半期前年差)



こうした有利子負債返済に向けた動きは、設備投資の積極化等、前向きな資金需要が顕現化するまでは、暫く続くものとみられる。これには、各種政策措置もあって、CP・社債市場の機能度が回復する中、予備的に積み上げた資金を圧縮する動きも寄与すると考えられる。ヒアリング情報でも、「依然として平時よりも高めの手元資金を維持しているが、金融環境の好転を受けて、徐々に減らして行くつもりだ」という声が多く聞かれる。こうした中、「今後は、想定外に積み上がった現預金を取り崩して、銀行借入の返済や営業活動の原資に充てる方針」といった声も聞かれる。こうしてみると、景気が持ち直しを続け、企業金融を

取り巻く環境に改善の動きが広がっても、銀行借入やC P発行を通じた資金調達、当面弱めの動きを続ける可能性が高い（図18）。

【図18】有利子負債の増加額（四半期前年差）



(注) FOFは資金循環統計、FQは日経 NEEDS-Financial QUEST。

第3節の分析にあたっては、荒井孝之、夏目晃裕、中村全宏、八木智之の協力を得た。また、データの整理・加工面などにおいて、大橋京子、関麻奈美の協力を得た。

12月が決算期末の企業のうち、2007年3月末から連続してキャッシュフロー計算書を取得可能な848社である。これらのデータは、日経 NEEDS-Financial QUEST から取得している。ただし、企業の決算資料と相違することが確認されるなどした一部のデータについては、これを修正した上で用いている。また、図18については、日本銀行「資金循環統計」の民間非金融法人企業の四半期データも用いている。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行調査統計局 一上響 (E-mail : hibiki.ichiue@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。

¹ 日本銀行調査統計局 (2005) : 「上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動—慎重な中にみられる積極化へ向けた動き—」、同 (2007) : 「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—」。両論文とも、日本銀行調査論文としてホームページからダウンロード可能。

² 図1~5、14は、東証一部上場非金融事業法人 (除く、電気・ガス業) の年度データから作成した。対象企業は、1999年度から連続して損益計算書とキャッシュフロー計算書を取得可能な1,034社である。なお、多くの企業は、決算期末を3月末としているが、時期が異なる企業も存在する。したがって、本稿では、たとえば2008年度のデータは、2008年7月末から2009年6月末を決算期末とする各社のデータを集計したものとしている。これらのデータは、日経 NEEDS-Financial QUEST から取得している。

³ 保有資産の価値が低下した際には、評価損を計上することがある。これは損失として利益計算では減額されているが、キャッシュアウトを伴わないので、営業CFを算出する際には加え直す必要がある。この点は、減価償却についても同様である。

⁴ 設備投資は、キャッシュフロー計算書における固定資産の取得から売却を差し引いて算出している。

⁵ フリーCFは、いくつかの定義があるが、ここではフリーCF = 営業CF + 投資CFとして話を進める。

⁶ 100社における業種構成比が、東証一部上場企業における業種構成比と概ね一致するように、企業を抽出している。図6~13は、これら100社の経営計画に関する公表資料から作成した。

⁷ ここでの新計画の中には、旧計画を修正したものも含まれる。また、ごく一部ではあるが、計画を変更しないことを2009年入り後に表明した企業もあり、そのケースについては、図7以降の旧計画と新計画において、同数がカウントされている。

⁸ 2001年度、2008年度ともに前年度の期末配当がゼロではなかった3月決算の企業を対象としている。また、ここでは配当総額の増加 (減少) を増配 (減配) としており、株式数の変化によっては一株あたりの増配 (減配) とは異なる場合が一部に存在する。

⁹ 図15~18は、東証一部上場非金融事業法人 (除く、電気・ガス業) の四半期データから作成した。対象企業は、3、6、9、