

# 日本企業の事業投資会社化とその功罪

## <要旨>

日本企業の業績は好調が続いており、「稼ぐ力」は着実に高まっているとの評価が大勢となっている。しかしその総資産や収益の中身を見ると、①有形固定資産の比率が低下する一方、直接・証券投資(M&A・資本参加など)を中心とする「投資その他の資産」の比率が大幅に上昇している、②「投資その他の資産」を収益源とする受取配当金等の営業外収益が大幅に増加している、③有形固定資産の伸び悩みを映じて労働装備率は低減傾向が続いている、④人件費が伸び悩む一方、支払配当金が設備投資と遜色ない水準にまで増加している一など「事業投資会社化」とも呼称しうる変化を見せている。

こうした企業行動は、「グローバル化推進」「新興国の成長取り込み」「株主重視」「“時間を買う”経営戦略」等の経営テーマに日本企業が対応してきたものと評価できよう。

しかし今日のわが国は、未曾有の人口減少社会の到来を見据え、国内においてAIやIoT等先端技術を最大活用した設備や人材を蓄積し、新成長分野を発掘・育成すべき重要な時期であることを勘案すると、労働装備率の向上や国内生産・販売活動の基盤拡充、人的投資は不可欠であり、これを怠れば日本経済全体の生産性や潜在成長率の向上が損なわれかねない。日本企業と日本経済とのベクトルの不一致が懸念される。

## 1. 過去最高を更新する企業収益

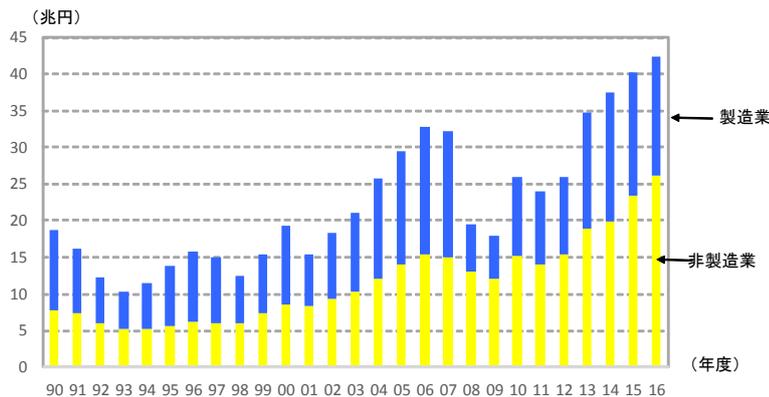
日本企業の業績は好調が続いている。「法人企業統計(財務省)」によると、全産業大企業(資本金10億円超)の経常利益は既に2013年度にリーマン・ショック前の水準を上回り、2016年度では42.4兆円となり、2011年度以降の5年間では年平均12.1%という2桁ペースの増益となっている(次頁図表1)。東証上場企業の2017年度決算(連結ベース)においても、営業利益、当期利益とも過去最高を上回る見込みである。こうしたことから、日本企業の「稼ぐ力」は着実に高まっているとの見方が大勢となっている。

足元では株価は不安定な動きとなっているが、今年の世界経済はいくつかのリスク要因をはらみながらも、先進国・新興国とも総じて堅調な成長が見込まれている。こうした良好なマクロ環境を背景に、日本企業は当面の内需の好循環を牽引するのみならず、中長期的にも日本経済全体の生産性向上や潜在成長率の引き上げを主導することができるのだろうか。

日本企業が現在達成している収益水準・収益力・総資産の中身を見つつ、検討してみよう<sup>注1)</sup>。

<sup>注1)</sup> 本稿の分析で使用するのは、国内単体決算の集計値である財務省「法人企業統計(財務省)」であり、通常、メディアで見聞する連結ベースの決算データではない。これは、本稿の目的が、国内経済の好循環や成長力の牽引役という観点から企業収益を分析するものであり、海外事業の利益をバーチャル的に取り込む連結決算データよりも「法人企業統計」財務データのほうが分析目的に合致するためである。また、分析対象はサンプルが全数抽出であり、長期間の時系列分析にも一定耐えうる大企業(資本金10億円以上)とした。

図表1 経常利益の推移(全産業大企業)



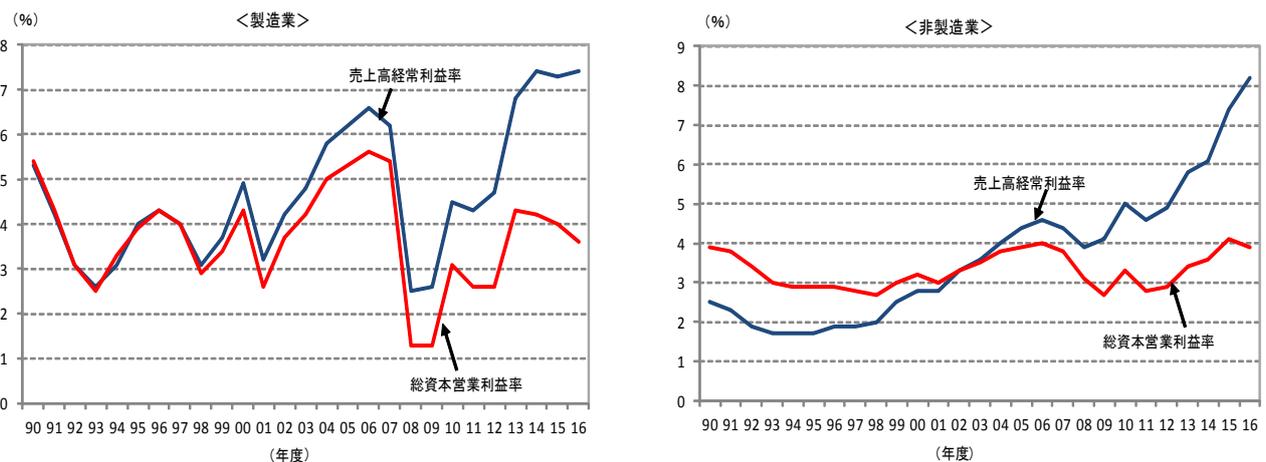
(注)大企業:資本金10億円以上  
(資料)財務省「法人企業統計」

## 2. 上昇する売上高経常利益率、低迷する総資本営業利益率

まず、収益力を示す代表的な指標である売上高経常利益率と総資本営業利益率の推移を、製造業と非製造業について見ると、売上高経常利益率は製造業・非製造業とも過去最高を更新し続けている一方<sup>注2)</sup>、総資本営業利益率は、製造業ではリーマン・ショック前の6～7割の水準に止まり、非製造業でもようやくリーマン・ショック前の水準に達した程度であり、足元では両部門ともやや低下するなど、2つの収益力指標は対照的な動きとなっている(図表2)。

売上高の伸び以上に経常利益(営業利益+営業外利益)が増えている一方、総資本を増やしても営業利益が伸びていないという両指標の乖離はどう解釈すべきであろうか。収益力は真に向上したと言えるのだろうか。

図表2 主要収益力指標の推移



(注)対象は大企業(資本金10億円以上)  
(資料)財務省「法人企業統計」

注2) 非製造業の売上高経常利益率が高まっているのは、売上高が小さく、多額の受取配当金を得るがゆえに利益率が高い純粋持株会社(サービス業に分類)が90年代後半以降に急増したことの影響が大きい。なお事業持株会社は主要事業の業界に分類される。

そこで、総資本営業利益率低迷の要因を探るべく、総資本営業利益率(営業利益/総資本)を総資本回転率(売上高/総資本)と売上高営業利益率(営業利益/売上高)に分け、また売上高営業利益率を売上総利益率(売上総利益/売上高)と売上高販売費比率(販管費/売上高)に分けて、それらの推移をチェックすると、総資本営業利益率の低迷は、専ら総資本回転率の低下によって引き起こされたことが分かる(図表3)。

売上高営業利益率は、人件費、減価償却費、諸経費を抑制したこと、売上総利益率を高めたこと(コスト圧縮に加え、製造業は為替円安、非製造業は販売価格引き上げによるものと推察される)により堅調に推移している。

図表3 総資本営業利益率の要因分解

<製造業>						<非製造業>					
年度	総資本営業利益率		売上高営業利益率			年度	総資本営業利益率		売上高営業利益率		
	総資本回転率	営業利益率	売上総利益率	売上高販売費比率	総資本回転率		営業利益率	売上総利益率	売上高販売費比率		
										売上高販売費比率	
00	4.3	0.90	4.8	21.4	16.6	00	3.2	0.89	3.6	19.2	15.6
01	2.6	0.84	3.1	20.6	17.5	01	3.0	0.87	3.5	19.6	16.1
02	3.7	0.87	4.2	20.9	16.6	02	3.3	0.86	3.8	19.7	15.9
03	4.2	0.89	4.8	21.2	16.4	03	3.5	0.86	4.1	20.1	16.1
04	5.0	0.93	5.4	21.1	15.7	04	3.8	0.88	4.3	19.9	15.7
05	5.3	0.95	5.6	20.5	14.9	05	3.9	0.89	4.4	19.5	15.1
06	5.6	0.96	5.8	20.3	14.5	06	4.0	0.90	4.4	19.3	14.9
07	5.4	1.00	5.4	19.3	13.9	07	3.8	0.90	4.2	18.9	14.7
08	1.3	0.94	1.4	16.5	15.1	08	3.1	0.82	3.7	18.9	15.2
09	1.3	0.83	1.6	17.6	16.1	09	2.7	0.69	3.9	21.3	17.3
10	3.1	0.88	3.5	18.9	15.4	10	3.3	0.70	4.8	21.5	16.7
11	2.6	0.86	3.0	18.6	15.7	11	2.8	0.68	4.2	20.4	16.2
12	2.6	0.85	3.1	18.7	15.6	12	2.9	0.67	4.4	20.3	16.0
13	4.3	0.87	4.9	20.2	15.2	13	3.4	0.68	5.0	20.2	15.3
14	4.2	0.85	5.0	20.3	15.3	14	3.6	0.66	5.4	20.6	15.3
15	4.0	0.80	5.0	21.1	16.1	15	4.1	0.62	6.5	23.1	16.6
16	3.6	0.76	4.7	21.5	16.8	16	3.9	0.59	6.5	22.9	16.4

(注)対象は大企業(資本金10億円以上)  
(資料)財務省「法人企業統計」

### 3. 日本企業の事業投資会社化と収益構造の変化

総資本回転率の低下は、一般的には、売上高につながらない資産が増加しているとの意味での資産効率の低下を意味するが、その実情と背景を探るべく、総資本(=資産合計、以下同じ)の構成の変化を、主要項目の総資本全体に対する比率で見てみよう。

それによると、この10数年の間、日本企業の資産構成は大きな変化を見せている。すなわち、①有形固定資産の比率が低下し、②「投資その他の資産<sup>注3)</sup>」の比率が上昇し、有形固定資産の比率を大きく凌駕し、③現金・預金の比率はリーマン・ショック後は高まっているが、有形固定資産や「投資その他の資産」よりもかなり低い水準である。

こうした姿は製造業・非製造業に共通したものとなっている<sup>注4)</sup>(次頁図表4)。

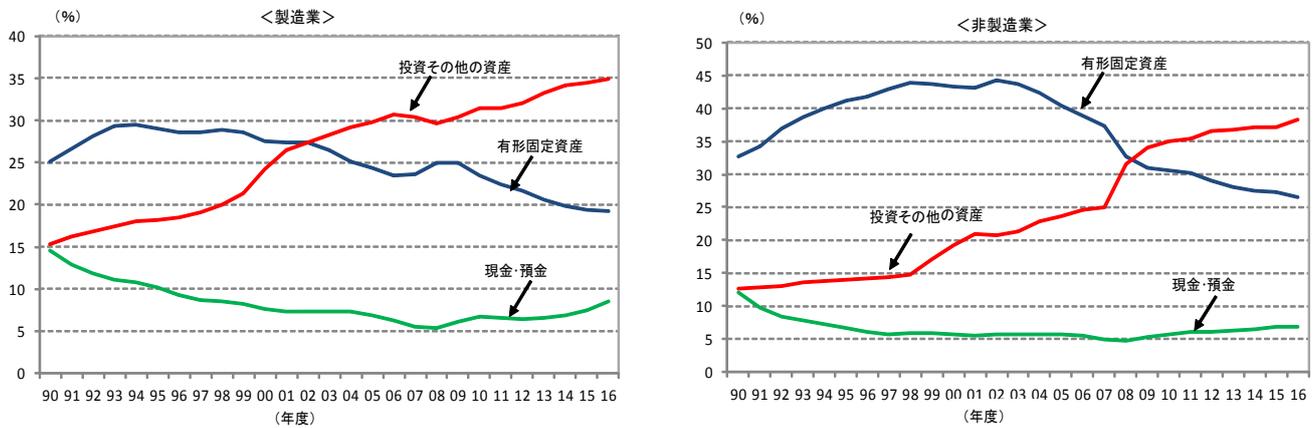
「投資その他の資産」比率の上昇は、「グローバル化対応」「新興国の成長取り込み」「株主重

注3) 「投資有価証券(株式、其他有価証券)+その他」にて構成される科目。

注4) 非製造業の「投資その他の資産」比率が1999年度、2008年度前後でジャンプしているのは、前者は法令改正を機に、大型純粋持株会社が設立されたこと、後者は日本郵政グループが集計対象に入ったためと推測される。

視「時間を買う経営戦略」等の経営テーマに対応すべく、近年の日本企業が行ってきた活発なM&A、資本参加といった対外直接投資の増加(図表5)を映じたものである。有形固定資産比率の低下は、国内市場の縮小観測等を背景に国内向け設備投資を抑制し続けたということである。

**図表4 総資本(=資産合計)の構成の推移(主要項目別対総資本比率)**



(注)対象は大企業(資本金10億円以上)  
(資料)財務省「法人企業統計」

**図表5 対外直接投資の推移(民間非金融法人)**



(資料)日本銀行「資金循環勘定」

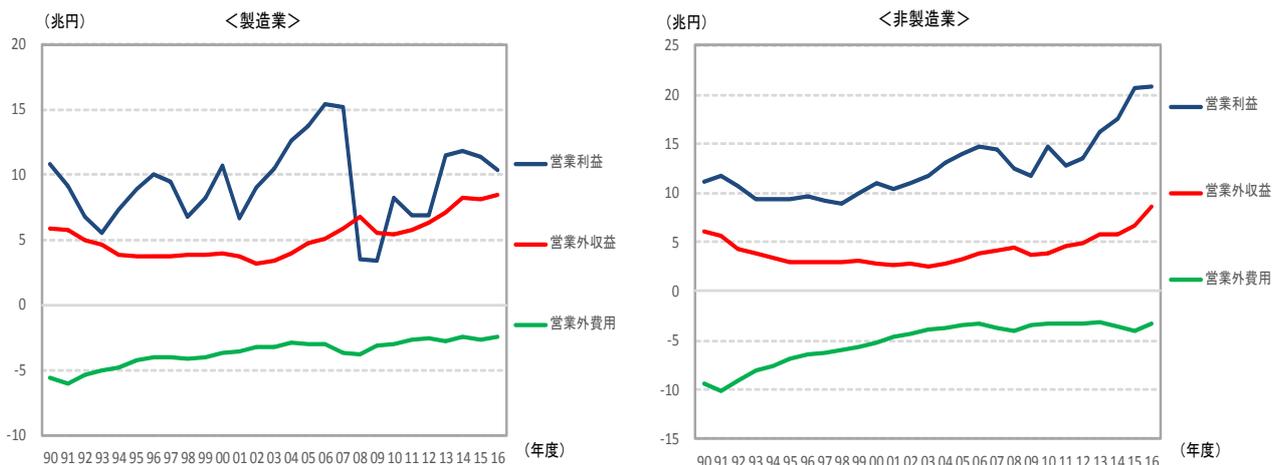
こうした企業行動によって、近年の日本企業は、生産設備・販売拠点の拡充を企図し、有形固定資産を増やす伝統的な設備投資よりも、支配下企業・事業を増やすべく買収・出資する株主資本投資に軸足を置くという意味での事業投資会社的な性格を強めてきたと言える。

このことは、総資本のうち、国内の生産・販売活動には直接つながらず、その成果や果実が売上高や営業利益に反映されない資産の割合を高めることになった。このため、日本企業の収益構造には、①総資本が増えたほどには売上高も営業利益も増えなくなった(よって総資本回転率は低下し、総資本営業利益率は伸び悩んだ)、②同時に、総資本のうち、国内の生産・販売活動に直接つながらない部分からもたらされる利益(受取配当金、経営指導料などの営業外収益)が増えた、③このため、営業外利益(営業外収益－営業外費用)は増加し続けたので、経常利益(営業利益＋営業外利益)は売上高の伸び以上に増えるようになった(よって売上高経常利益率は上昇した)－という変化が起こることとなった。

ややラフに言えば、日本企業の収益力は高まったとは言え、それは国内生産・販売活動を基盤とする収益力が高まったことによるものではなく、それ以外の収益が増加したことによるところが大きいということである。

こうした変化を収益構成面で確認すると、製造業・非製造業とも営業外収益が拡大し、その規模は製造業では営業利益に迫るものとなっている。その一方、営業外費用は支払利息の大幅減少等により減少傾向が続いたことから、収益全体における営業外利益(営業外収益－営業外費用)の存在感が着実に高まっていることが窺われる<sup>注5)</sup>(図表6)。

図表6 営業利益、営業外損益の推移



(注)対象は大企業(資本金10億円以上)  
(資料)財務省「法人企業統計」

#### 4. 日本企業の収益拡大に隠された問題①: 低下する労働装備率

では、「日本企業が事業投資会社の性格を強め、国内の生産・販売活動には直接つながらない資産を増やしたことによって達成された収益の拡大、収益力の向上」は、どのように評価すべきであろうか。

一般的には、①上述のように日本企業の事業投資会社の行動は「グローバル化対応」「新興国の成長取り込み」「株主重視」といった課題に対応したものであり、②その結果、成長や収益源の多様化が実現し、③最終利益も株主への配当も増えている一ことから、ポジティブな評価が与えられている。

しかし本稿の問題意識である「日本企業は、日本経済全体の生産性向上や潜在成長率の引き上げを主導できるのか」という観点から見ると、次の点において疑問が残る。

第一は、国内設備投資を手控え、有形固定資産比率を低下させた結果、労働装備率(従業員1人当たり有形固定資産)が低下していることである(次頁図表7)。労働装備率は2000年代入り

注5) 非製造業は製造業とやや異なり、営業利益も営業外収益と並んで拡大しているが、非製造業に含まれる純粋持株会社の受取配当金や経営指導料等が大幅に増加し、営業利益、営業外収益を押し上げているためである。

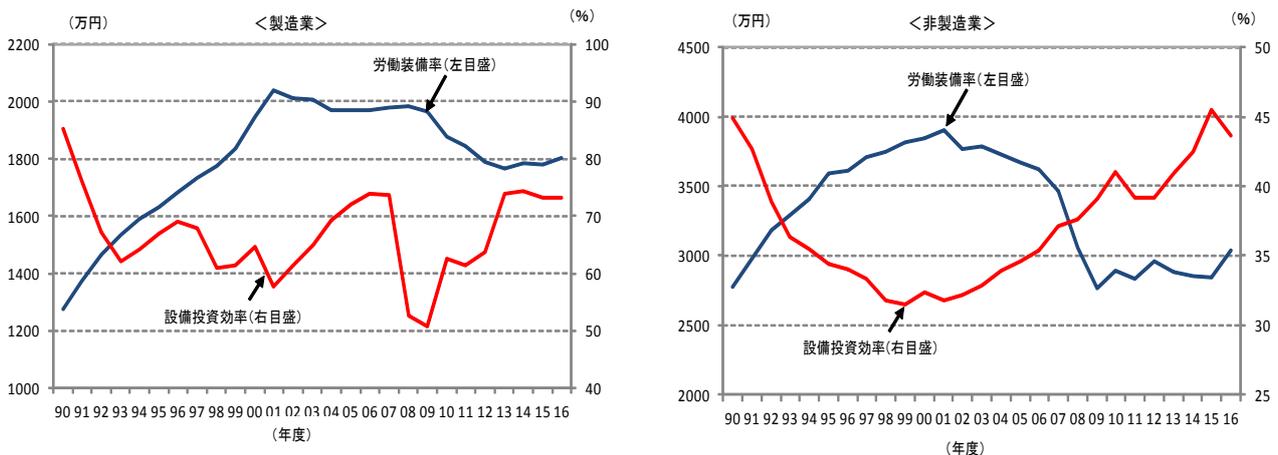
から頭打ち～微減傾向にあったが、リーマン・ショック後は更に下方屈折し、足元の水準は90年代後半並みまで低下している。

労働装備率は大きければ良いというものではないが、超高齢化を伴う労働力不足時代を乗り切るためには、生産・物流・販売など幅広い領域において、設備の老朽化を放置せず、AI、ロボット、IoTなど最先端技術を集約した設備、新製品サービス、社会システムを構築し、物的・付加価値両面での生産性を向上させなければならない。そのためには、国内における労働装備率の拡充は不可欠である。「投資その他の資産」からの果実を増やしても、海外における設備投資を増やしても、その代替を果たせるものではない。設備投資効率(付加価値額/有形固定資産)は増加しているが、これは分母を絞り込んだためであり、額面通り評価できるものではなからう。

設備投資を抑制し、労働装備率が低水準に止まったままでは、日本経済全体の生産性も潜在成長率も高まらないことが懸念される。

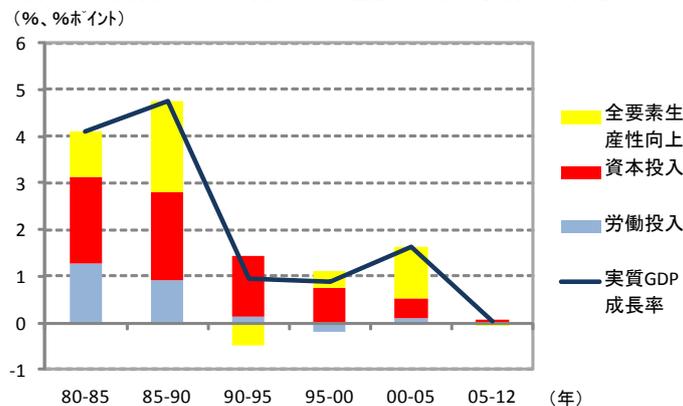
実際、わが国の実質 GDP 成長率を生産要素毎の寄与度で見ると、90年代以降の成長率のマイナス寄与は、全要素生産性と資本投入は同程度のものとなっている(図表8)。設備投資の減少・抑制が直接(資本投入の減少)、間接(設備の陳腐化、最新鋭設備導入の遅れ等による全要素生産性の低下)に成長率を低下させたと考えられる。

図表7 労働装備率と設備投資効率の推移



(注)対象は大企業(資本金10億円以上)  
(資料)財務省「法人企業統計」

図表8 実質 GDP 成長率の生産要素別寄与度(年平均)



(資料)経済産業研究所「JIPデータベース」

## 5. 日本企業の収益拡大に隠された問題②: 支払配当金と設備・人的投資とのバランス

第二は、上記のような投融資政策に傾いてきた企業の資金使途に係るバランスである。

リーマン・ショック後の人件費(従業員給与+従業員賞与)、設備投資、支払配当金の推移を見ると、製造業・非製造業いずれにおいても人件費・設備投資は横ばい～微増に止まった。設備投資の回復は極めて緩慢であり、足元の水準はリーマン・ショック前のピーク時の7割強に止まっている(図表9)。

一方、支払配当金は2000年代前半から増加し、リーマン・ショック時に一時落ち込んだものの、その後は、製造業では2009年度:3.1兆円→2016年度:6.5兆円、非製造業では2009年度:3.9兆円→9.0兆円と著増し、製造業では設備投資(2016年度:8.3兆円)に迫る水準となっている(図表9)。

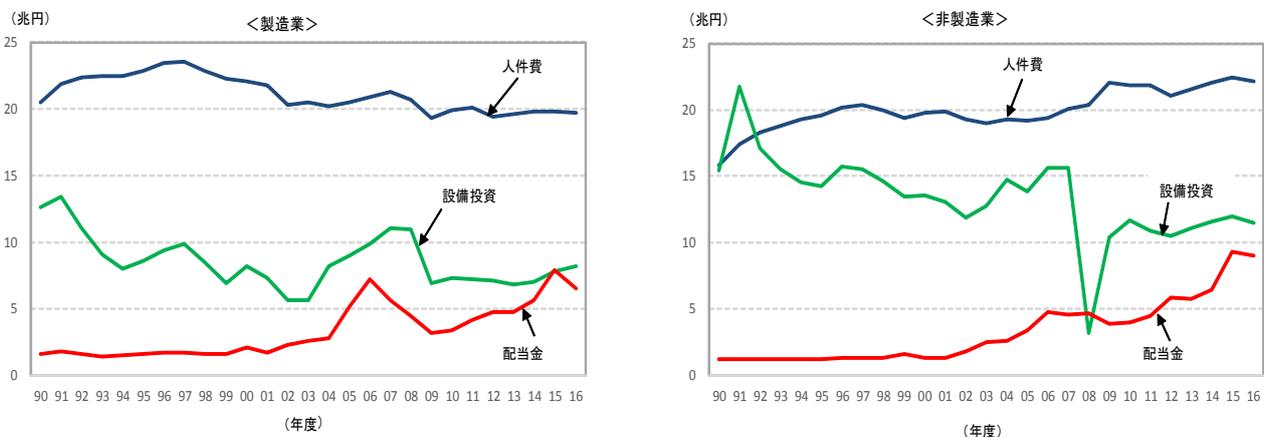
企業が収益拡大の果実を配当・増配によって株主に報いるのは当然であり、当面、使途がない資金を株主に還元すること自体を直ちに問題視する必要はない。また、増配やそれを好感した株価上昇が家計の所得や消費支出を支えた効果もあったであろう。しかし今後、人口オーナス進行が加速する下にあって、日本企業には、たとえすぐに収益化しなくとも、生産性向上を実現するための最新設備の導入や新製品サービス開発が期待されている。それにもかかわらず、国内設備投資は控えられ、労働装備率低下が放置されてきた。

この間、日本企業における海外株主保有比率は一貫して高まり、直近では約3割に達した(次頁図表10)。それに伴って海外勢のみならず国内勢でもいわゆる「モノ言う株主」が増加してきた。

これらのことを勘案すると、日本企業の投融資並びに余剰資金の使い道の判断においては、株主圧力が高まる中で株主重視に過度に傾き、設備・人的投資とのバランスを欠いた面はなかっただろうか。

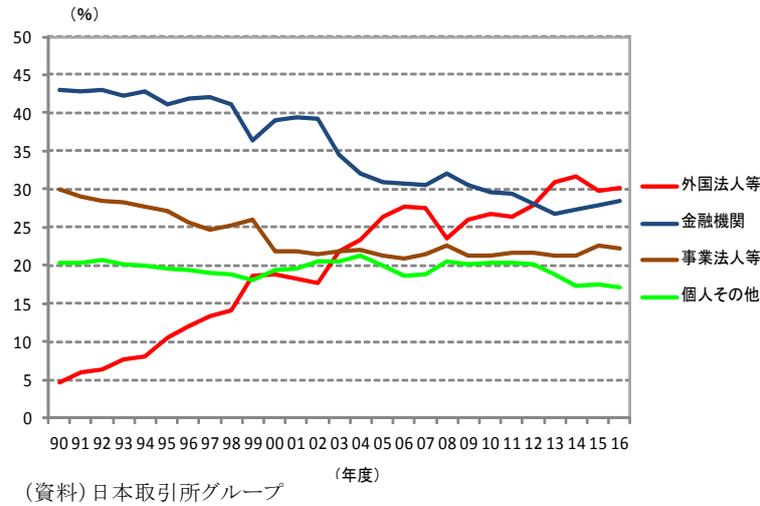
巷間では、日本企業の積み上げた多額の現預金を問題視し、これを設備投資や賃上げに向かわせるべしとの指摘が多い。それには一定の理があるが、上記のような労働装備率の低下や人件費伸び悩みに伴う人的資本蓄積の遅延懸念を勘案すると、余剰資金の“溜め込み”のみならず、その“流出”の面でも問題なしとしない。

図表9 人件費、設備投資、支払配当金の推移



(注)対象は大企業(資本金10億円以上)  
(資料)財務省「法人企業統計」

図表 10 投資部門別株式保有比率の推移



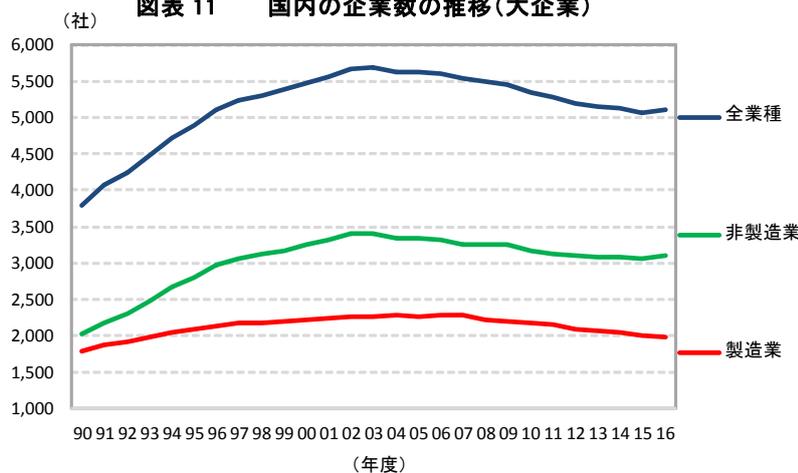
### 6. 日本企業の収益拡大に隠された問題③: 増えない企業数

第三は、日本企業の収益拡大が企業の増加につながり難くなっていることである。

資本金10億円以上の企業数<sup>注6)</sup>について見ると、リーマン・ショック前の2000年代前半から頭打ちとなり、その後漸減傾向にあったが、日本企業の増益基調が続いている最近5年間においてもその傾向になかなか歯止めがかからず、2016年度に至ってようやく微増を見た(図表11)。

グローバル競争環境の激化に伴う淘汰、経営者の高齢化や後継者不足による廃業、選択と集中を推し進めたことによる企業統合・再編、企業の資金調達市場におけるリスクテイカーの不在等、様々な要因が考えられるが、そうした逆風を跳ね返して一定規模以上の企業数が維持・増加されるという活力を、日本企業の収益拡大が生み出せていないということである。

図表 11 国内の企業数の推移(大企業)



注6) 「法人企業統計(財務省)」において全数調査を行っている資本金10億円以上の企業の標本数。

## 7. 懸念される日本企業と日本経済とのベクトルの不一致

日本企業は、日本経済の成長力の低下、国内市場の伸び悩み、グローバル化の進展、株主圧力の高まり等に対応し、ピュアな実業会社に事業投資会社的な性格を具備することで、収益の多様化と拡大を図り、株主配当も増やしてきた点では評価できようし、株式市場や投資家の要望にも応えてきたと言えるだろう。

しかし以上見てきたように、今日の収益水準・収益力は、設備投資、人的投資、労働装備率を抑制しつつ達成された面が強い。こうした企業行動は、わが国が未曾有の人口減少社会の到来を見据え、国内においてAIやIoT等先端技術を最大活用した資本設備や人材を蓄積し、新成長分野を発掘・育成すべき重要な時期であることを勘案すると、日本経済全体にとっては、あらまほしき姿とはやや距離があるように思う。従来、日本企業の行動と日本経済のベクトルはほぼ一致し、政策形成や情勢判断もそのことを前提としてきたが、両者の間に不一致が生じてきたとも言える。

日本企業の増益基調は世界同時景気回復という追い風も手伝って、まだしばらく続くであろうが、これが日本経済の持続的な成長につながる絵姿は明確に描けていない。

### 【補論：主要業界の事業投資会社化】

本稿では、日本企業の投融資行動とその影響を総体的かつマクロ的に捉えるために「製造業」と「非製造業(除く金融保険)」という大括りで分析を行ったが、業種レベルに降りると、日本企業の事業投資会社化とも言うべき姿、すなわち①総資本(=資産合計)において、国内の生産・販売活動に直接つながりにくい「投資その他の資産」が大幅に増加し、②収益構成では「投資その他の資産」を源泉とする受取配当金等の営業外収益のウエイトが高まり、③設備投資ひいては有形固定資産が伸び悩み、労働装備率は低下し、人件費も抑制気味である一方、④支払配当金が設備投資と遜色ない水準まで増加する—という姿と相似形ないし近似形を示しているのは、製造業では自動車同付属品、情報通信機械含む電気機械、非製造業では情報通信業、卸売業(総合商社が含まれる)等である。グローバル経営を展開する主要リーディング産業によって、今日の日本企業の事業投資会社化が主導されていると言える(次頁図表12)。

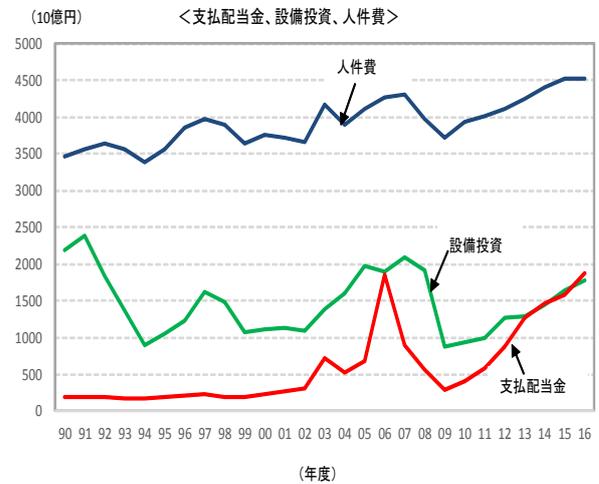
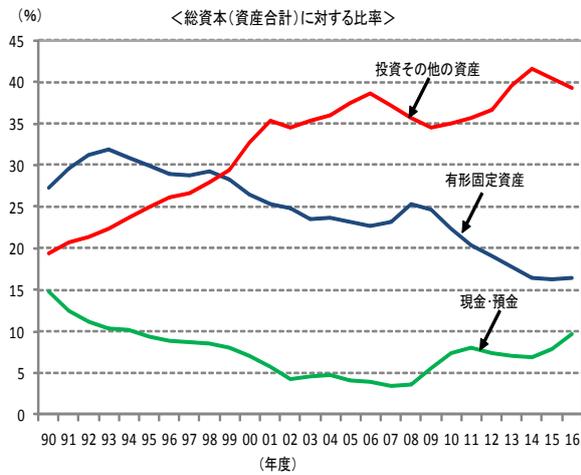
自動車、電気機械、情報通信業といった技術革新が激しくも成長性が見込める業界で、日本国内に最新鋭の研究開発・生産拠点が構築され、それが国内投資を誘発し、人的資本も蓄積・拡充されるのか、一抹の懸念が残る。

事業投資会社化を象徴し、主導しているのがサービス業に含まれる純粋持株会社である(次頁図表13)。受取配当金や経営指導料等を中心に事業利益(営業利益+営業外収益)は2009年度:0.8兆円→2016年度:7.9兆円と急増し、非製造業全体に占めるシェアも2009年度:5.5%→2016年度:26.9%となった。支払配当金も2009年度:0.6兆円→2016年度:2.7兆円と増加し、非製造業全体に占めるシェアも2009年度:15.7%→2016年度:29.8%となっている。

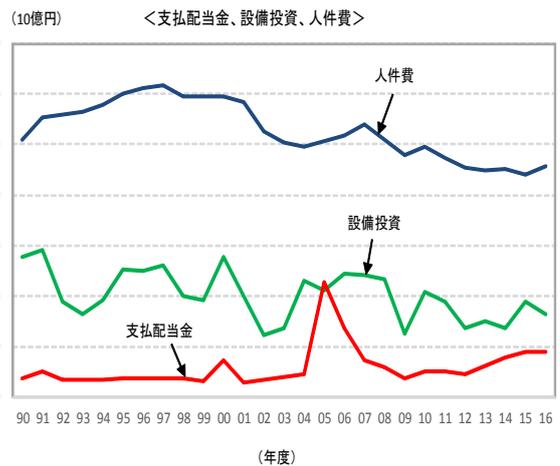
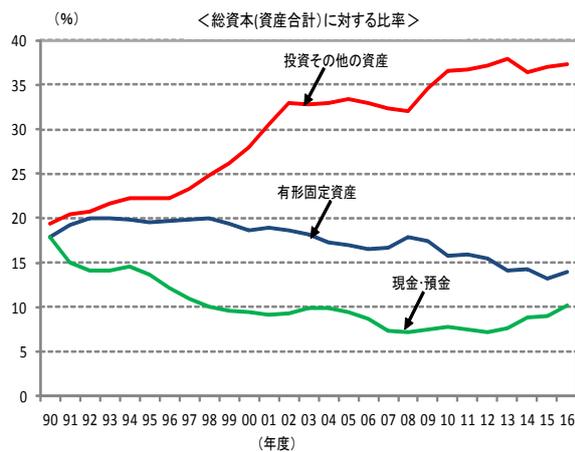
建設、小売業、純粋持株会社除くサービス業といったグローバル色が低く、内需依存度が強い業界では、支払配当金は増えているが、「投資その他の資産」の比率は横ばい～低下気味であり、労働装備率は上昇するなど、事業投資会社化は比較的希薄であると言える。

図表12 主要財務指標の推移

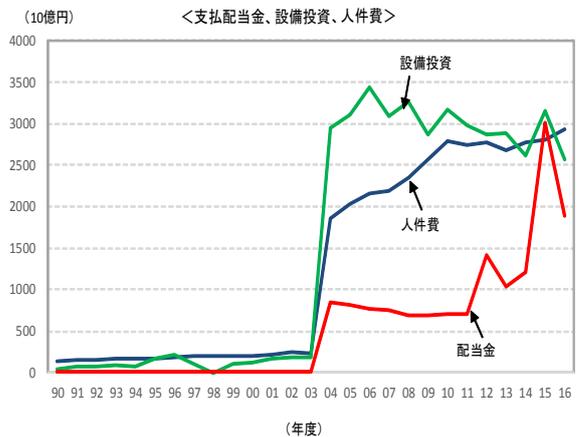
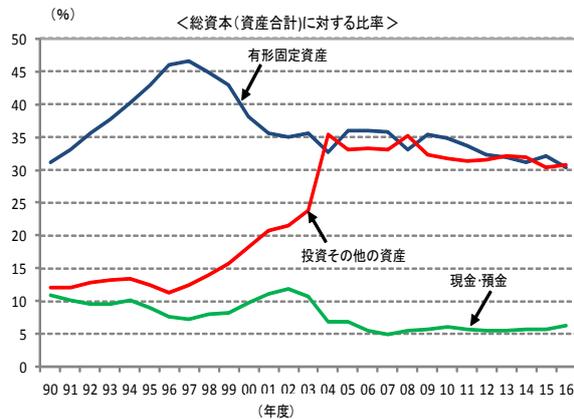
【自動車同付属品】



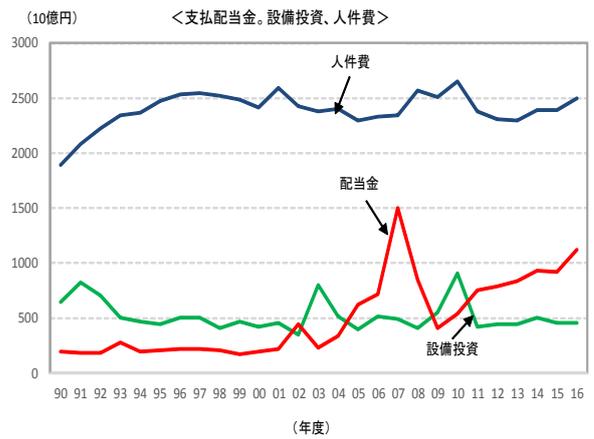
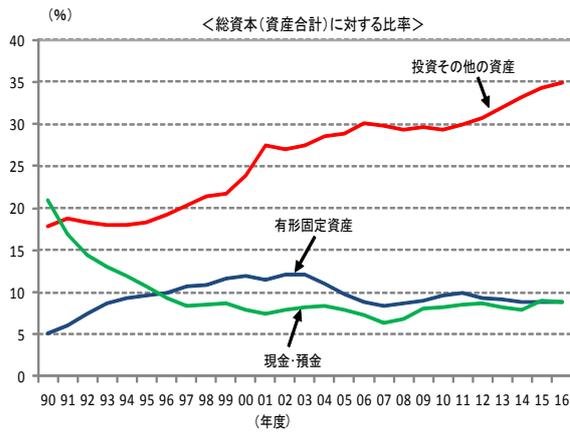
【電気機械(含む情報通信機械)】



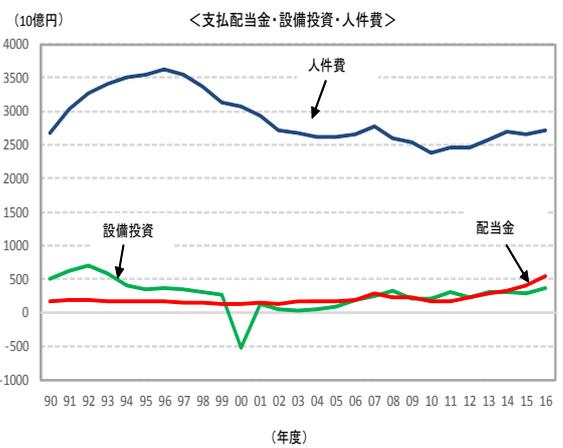
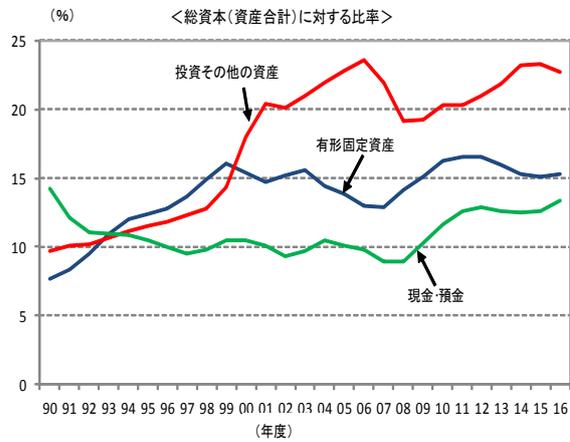
【情報通信業】: 2004年度の業種区分見直しにおいて、事業所サービス業からIT関連企業が、その他運輸・通信業から通信会社が移管されたため、同年度前後でデータの連続性はない。



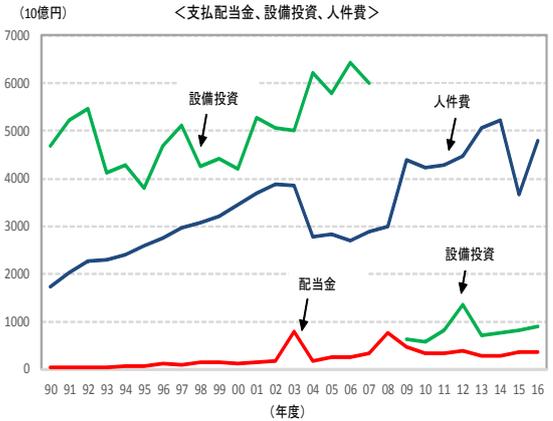
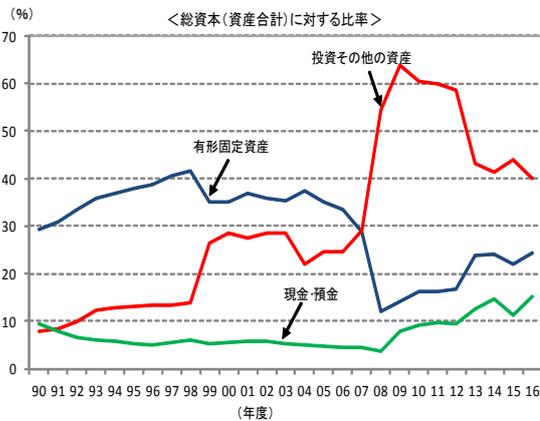
【卸売業】



【建設】

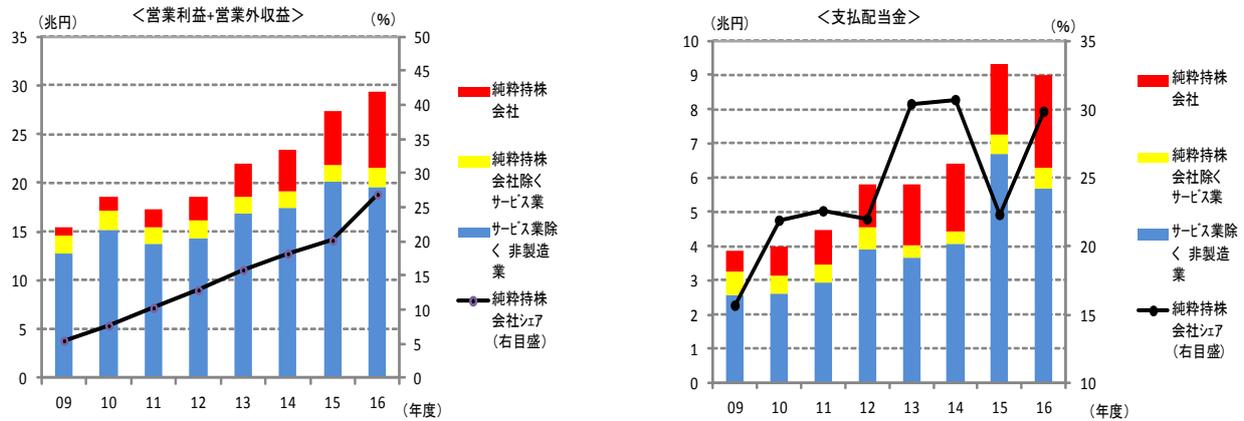


【サービス業(除く純粋持株会社)】2009年度の業種区分見直しにおいて、リース業が除外され、日本郵政グループが集計対象となった。このため同年度前後でデータの連続性はない。



(注) 対象は大企業(資本金10億円以上)  
(資料) 財務省「法人企業統計」

図表 13 純粋持株会社の収益と支払配当金の推移



(注)対象は大企業(資本金10億円以上)  
(資料)財務省「法人企業統計」

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木利公: Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp )

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。