

【研究ノート】

設備投資の過大資本解消効果について

井端 和男

日本の上場会社では16年度に自己資本比率が40%を超えて過大資本になったといわれている。過大資本は効率が悪いし、収益性が失われた企業では自己資本比率が高いほど無駄に損失を重ねるなど、弊害が多い。増配や昇給などに支出して、消費を活性化することが求められているが、経営者の内部留保依存症には根深いものがある。

純資産を減らさずに自己資本比率を下げるには投資CFの支出を増やしてFCF<0にすればよい。支出が設備投資の場合には、設備増強に伴う売上増により資産・負債が増えるので、純資産を減らさず、FCF>0でも自己資本比率を下げるができる。連結子会社の取得でも、連結売上増とともに資産・負債も増加するので、同様の効果がある。

設備投資はリスクが高いため経営者は慎重になるが、企業継続のためには一定規模の設備投資を続ける必要があり、リスクがあっても実行しなければならない。

キーワード：過大資本, 自己資本比率, 設備投資, 取得率, 差率

I. はじめに

2017年6月16日付の日本経済新聞によると、日本の上場企業の自己資本比率は16年度に初めて40%を超えて40.4%になった。問題は依然としてROEが低いことである。米欧アジアの主要企業のROEは10%を超えるのに日本企業の16年度のROEは8.7%であり、資本効率はなお見劣りする。効率性の観点では、40%を超える自己資本比率は高すぎる。自己資本比率を34%まで下げればROEは世界標準の2ケタに達すると同紙はいう¹⁾。

過大資本になると、資金の多くを遊ばせることになり勝ちだし、レバレッジ効果を活かせな

いなどで効率が悪い。それに、デフレを助長する恐れもあって国民経済上も好ましいことではない。将来のリスクに備えるためには、自己資本比率は高い程望ましいが、収益性が失われた企業では、赤字が続いて回復の見込みのないままに資金繰りが破綻するまで経営を続ける傾向があり、自己資本比率が高いほど無駄な損失を重ねる危険性が高い。適当な時点で、現体制のままの企業継続を諦め再出発をするのがよい。それには自己資本比率は適当な範囲に抑えておくことが望ましい²⁾。

過大資本は、主に利益の多くを企業内に留保することにより生じる。ただ、純資産の用途や効能などを資本金、資本剰余金、内部留保など構成要素により区別するのは無意味なので、過

大資本かどうかは純資産全体として判定する必要がある。

純資産の最重要役割は将来の損失に対する引当である。リスクの大きさは使用資本の大きさに影響されるので、適正純資産の水準などは自己資本比率で判定すべきである。

過大資本の解消方法として、配当や給料を増やす方法が推奨されている。政府も機会あるごとに企業に昇給を働きかけている。しかし、過大資本の企業でも、利益率を大幅に引き下げる昇給などを実施するのは経営者に抵抗があり、実行が困難と思われる。それに、一旦昇給をすると将来業績が低下した時の負担が心配されるし、昇給が消費を押し上げる結果企業の利益につながるとの想定は、個々の企業に当てはまるとの保証もないなどで、説得力に欠ける。

利益を配当で処分するのが、利益率を低下させないし株式会社の目的にも叶っているのだが、配当性向を急に大幅に引き上げるのは利害関係者間の軋轢を生むことが予想される。

純資産を減らさずとも、フリー・キャッシュ・フローをマイナスにして不足資金を負債で調達することによっても自己資本比率が低下する。以下、フリー・キャッシュ・フローをFCF、営業活動によるキャッシュ・フローを営業CFなどと略記する。

資金繰りなどにはFCFはプラスが望ましいのだが、業績が順調で自己資本比率がすでに十分に高い企業では、FCFをマイナスにしても、自己資本比率がさらに上昇するのを阻止するか、引き下げることが望まれる。

営業CFが黒字の会社がFCFをマイナスにするには、投資CFを営業CFのプラスを超えるマイナスにする必要がある。投資CFをマイナスにする支出に設備投資がある。設備投資により売上が増えると、売上債権、棚卸資産などの資産も増えるので、固定資産<純資産の企業ではFCFをマイナスにしないでも自己資本比率

を低下させることができる。

本稿では過大資本解消の方法として設備投資を取り上げる。設備投資により雇用が増えるなどで国民経済にも貢献する。ただ、設備投資はリスクを伴うし、そのリスクも多額に上ることが多いので、成功に結びつくとの確信が持てない限り設備投資に踏み切れない。しかし、企業が国際競争に伍して生き残るためには、設備に十分な資金を投下する必要がある。設備投資は過大資本解消のためだけでなく、企業生き残りのためにもぜひ必要である。

II. 設備投資とFCF

1. 設備投資と自己資本比率の関係

投資CFの支出を増や方法に、①設備投資を増やす、②連結子会社取得支出を増やす、③投資有価証券、金融債や貸付金などの投融資額を増やす、がある。

設備投資には自己資本比率を低下させる作用がある。②の連結子会社取得でも、取得のための支出の他に、子会社の資産が加わって連結総資産を増やす結果自己資本比率を引き下げる効果がある。

③の方法では、投融資には原則として売上高を増やして資産を増やす作用がないので、営業CF内の支出では、自己資本比率の上昇を阻止することができない。本稿では、単純化のため固定資産は有形固定資産とのれんを除く無形固定資産だけで構成されているものとする。のれんを除くのは、のれんには売上高などを増やす効果があるとは限らないからである。

2. FCFの改訂概算計算式

FCFは営業CFと投資CFの合計である。営業CFでは、売上債権、棚卸資産、仕入債務など運転資本要素の増減が重要な役割を果たす。売上が上昇過程にある時期には運転資本が増加

して、営業CFのプラスを減らす働きをすることが多いのだが、これは構造的なものではない一時的な変動に過ぎず、売上高が低下すると元に戻る傾向がある。設備投資の意思決定などに影響を与えるべきものではないので、運転資本の増減をFCFの計算式から除外する。その他の収支経過勘定の修正項目なども同様の理由で除外する。但し、配当はFCFには含まれないが純資産を減らす働きをするので、配当支出を加えた次の概算式をFCF②と定義し、設備投資の評価に利用する。

$$\text{FCF②} = \text{配当後当期純利益} + \text{減価償却費} \\ (\text{減損を含む}) + \text{売却廃棄固定資} \\ \text{産簿価} - \text{固定資産取得支出額}$$

以下において、減価償却費と売却廃棄固定資産簿価の合計額を償却費等、固定資産取得支出額を取得額と略記することにする。設備投資が計画通りに稼働して売上高を増やすと仮定し、売上高増減に関らず流動資産、固定資産及び総資産の回転期間が不変とすると³⁾、

$$\text{FCF②} = \text{配当後当期純利益} - (\text{取得額} - \\ \text{償却費等}) < 0$$

が、自己資本比率を引き下げる設備投資額を決める不等式となる。

取得額 - 償却費等は連結子会社の内容に変化がない場合の固定資産の増減額である。

連結子会社の構成に変化のある企業をM&A企業と呼ぶことにすると、

$$\text{FCF②} = \text{配当後当期純利益} - \text{固定資産増} \\ \text{減額} < 0$$

が、M&A企業における自己資本比率引き下げの設備投資額の分岐点を示す不等式になる。固定資産増減額 - (取得額 - 償却費等) は、連結子会社の構成変化に伴う固定資産増減額になると考えられるが、その他増減額と呼ぶことにする。

3. FCF②と自己資本比率の関係

製造業者が売上高を増やすには、原則として生産量を増やす必要がある。生産量は設備の稼働率や生産効率の上昇などによっても増やすことができるが、増産量には限りがある。抜本的に生産量を増やすには、設備投資により生産設備を増やす必要がある。

固定資産が売上高の原動力であり、固定資産を増やすと固定資産回転率倍だけ売上高が増えるとすると、売上増に伴って売上債権や棚卸資産などの流動資産が増えて、総資産が増える。黒字の企業では利益の内部留保により純資産が増えても、設備投資や連結子会社の取得により純資産増加額の固定資産/純資産（以下、固定比率に因んで固定倍数という）倍を超えて固定資産を増やすと自己資本比率は低下する。

“固定資産増加額 = 配当後当期純利益 × 固定倍数”が、純資産が増えた場合の自己資本比率が上昇するか下降するかの分岐点になるし、配当後当期純利益 × 固定倍数 + 償却費等が分岐点の取得額になる。

Ⅲ. 分析用指標，計算式，基準の設定

1. 指標，計算式の設定

企業間の分析などに利用する指標とその計算式を下記の通り設定する。

$$\text{取得率} = (\text{取得額} \div \text{売上高}) \times 100\%$$

$$\text{償却等率} = (\text{償却費等} \div \text{売上高}) \times 100\%$$

$$\text{差率①} = \text{取得率} - \text{償却等率}$$

$$\text{その他増減率} = (\text{その他増減額} \div \text{売上高}) \\ \times 100\%$$

$$\text{差率②} = \text{差率①} + \text{その他増減率} = \text{固定資産} \\ \text{増減率}$$

$$\text{純益率} = (\text{配当後当期純利益} \div \text{売上高}) \times \\ 100\%$$

純資産が増えても自己資本比率を上昇させない分岐点の取得額の売上高に対する比率を分岐

取得率と呼び、固定資産増減率と分岐取得率との差率を過不足率と呼ぶことにする。

$$\text{分岐取得率} = (\text{純益率} \div \text{売上高}) \times 100\% \times \text{固定倍数}$$

$$\text{過不足率} = \text{差率②} - \text{分岐取得率}$$

2. 基準などの設定

次に、定義や各指標についての基準などを設定する。

(1) 過大資本の定義

自己資本比率45%程度以上を過大資本と定義する。

(2) 過大資本解消のための設備投資要件

$$\text{分岐取得率} = (\text{配当後当期純利益} \times \text{固定倍数} \div \text{売上高}) \times 100\%$$

(3) 企業存続のための設備投資最低要件

取得率 - 償却等率 = 差率① ≥ 1%、且つ、
取得率 ≥ 6%

すべての設備投資が計画通りの稼働をするとは限らないので、差率① ≥ 1%程度を企業存続のためのぎりぎりの差率とする。

償却等率は業種や業態ごとなどで差があり、通常の企業では4~6%程度と考えられる。ケ

ースごとに決める必要があるが、ここでは中間をとって5%に設定した。5%に差率①の1%を足した6%程度が取得率の最低要件になる。

(4) M&A企業用基準

$$\text{差率①} + \text{その他増減率} \geq 1\%$$

以上の基準は、統計資料などから厳密に導き出したものでなく、たたき台的な数値であることをお断りしておく。

3. 東芝、シャープ、ソフトバンクの取得率等の比較分析

表1は、破綻懸念会社から東芝、破綻会社からシャープの2社に、大規模企業買収により総資産を膨らませ過小資本に陥って、今後の成り行きが注目されるソフトバンクの3社を選んで、07/3期から17/3期までの11年間における取得率などの年度毎の推移を示した表である。なお、東芝の数値は粉飾訂正後のものである。

東芝では、09/3期までは取得率の上昇が続き8%に達したが、10/3期に4.3%に低下した後は3~5%台で推移している。償却等率は減損や売却処分等のため大きく膨らんだ年度が多く、11年間平均でも6.2%の高率である。従って、

表1 東芝、シャープ、ソフトバンク取得率等推移表

年度	東芝					シャープ					ソフトバンク				
	取得率	償却等率	差率①	その他増減率	差率②	取得率	償却等率	差率①	その他増減率	差率②	取得率	償却等率	差率①	その他増減率	差率②
07/3	5.9	5.8	0.0	5.1	5.1	9.4	6.9	2.5	0.2	2.7	11.7	7.4	4.3	27.2	31.4
08/3	6.8	6.5	0.4	-0.9	-0.6	10.6	8.0	2.6	-1.1	1.5	12.5	8.5	3.9	-3.4	0.6
09/3	8.0	8.8	-0.9	-3.0	-3.9	8.4	11.1	-2.8	-4.1	-6.9	9.0	5.1	3.9	-4.9	-1.0
10/3	4.3	5.9	-1.7	-0.8	-2.5	8.1	9.8	-1.7	2.5	0.7	8.1	10.6	-2.5	0.2	-2.3
11/3	4.2	5.1	-0.9	-0.9	-1.9	6.5	9.3	-2.8	2.3	-0.6	7.0	7.7	-0.8	7.1	6.4
12/3	5.5	6.7	-1.2	0.3	-0.9	4.8	10.7	-5.9	-10.5	-16.4	14.2	8.6	5.6	2.2	7.8
13/3	5.2	5.3	-0.1	2.3	2.3	2.5	11.9	-9.4	-11.1	-20.6	16.3	10.1	6.2	6.7	12.9
14/3	3.9	3.5	0.4	1.4	1.8	1.6	4.9	-3.3	5.8	2.5	20.6	13.5	7.1	108.2	115.3
15/3	4.7	5.8	-1.1	1.2	0.1	1.8	8.0	-6.2	0.4	-5.8	16.2	13.0	3.2	13.6	16.8
16/3	5.1	7.8	-2.7	-6.4	-9.1	1.9	4.5	-2.7	-0.4	-3.1	15.3	17.5	-2.2	-4.6	-6.7
17/3	3.7	7.0	-3.3	2.7	-0.6	3.8	5.2	-1.4	17.9	16.5	10.4	16.9	-6.6	10.0	3.4
平均値	5.2	6.2	-1.0	0.1	-0.9	5.4	8.2	-2.8	0.2	-2.7	12.8	10.8	2.0	14.8	16.8

差率①は09/3期以降は14/3期を除くすべての年度でマイナスであり、11年間の平均値も1.0%のマイナスである。

その他の増減率は米国のウェスチングハウスを買収した07/3期に6.4%のプラスになったが、東芝メディカルを売却した16/3期には6.4%のマイナスになるなど、変動が激しいが、11年間の平均値では0.1%のプラスに過ぎない。結局、その他の増減率では差率①のマイナスを消しきれず、差率②の11年間平均値は0.9%のマイナスになった。

業績の低迷により10/3期頃から取得率の低下が続いている上に、減損や売却処分などが加わって固定資産残高も回転期間も大幅に減少していて、設備不足が将来の再建の障害になることが心配される。

シャープでは、新工場の建設などで10/3期までは8%～10%台の高い取得率が続いていたが、11/3期6.5%、12/3期4.8%と年々低下が続いて、14/3～16/3期には1%台に落ち込んだ。減価償却費は過去の高水準の設備投資の影響で高率が続いているし、減損も加わって償却等率が11年間の平均で8.2%になっている。そのため、差率①も09/3期以降は全年度でマイナスになり、11年間の平均値は2.8%のマイナスである。その他増減率も11年間平均値で0.2%のプラスに過ぎないので、差率②の平均値も2.7%のマイナスである。

12/3期以降は業績悪化により必要な設備投資ができなかったため、投資不足が更に業績を悪化させる悪循環に陥って、経営破綻に追い込まれたことが推察される。

鴻海の傘下に入った17/3期には取得率が3.8%に上昇した。18/3期は前半6か月間では4.5%と上昇が続いている。今後の取得率がさらに増えて、競争力が回復に向かうことが期待される。

ソフトバンクは、大型M&Aを繰り返して急

成長を遂げた会社であり、大型企業買収の都度総資産が膨らんで自己資本比率が低下したのだが、その後の利益の内部留保によって過小資本を解消するという過程をとってきた。この戦略は13/3期までは成功しており、13/3期には、非支配持分を含めた自己資本比率は32.3%にまで回復した。

14/3期に米国の携帯電話第4位の業者Sprint Corp.や携帯電話端末卸売業者Brightstar Corp.を買収したことで総資産は前年度の2.6倍の16.7兆円になり、自己資本比率は17%に低下して再び過小資本になった。その後も大型買収が続いているので、自己資本比率は17/3期末においても18.1%に留まっている。

当社の特徴は、取得率が極めて高いことで11年間の平均値でも12.8%の高率である。その結果、償却等率も高いのだが、差率①の11年間の平均値は2.0%のプラスになっている。

当社では、M&Aにより規模を拡大してきたのだが、企業買収後も積極的に設備投資を実行させて、買収後の成長の後押しをしている。M&Aにおいては、企業を買収するだけでは十分ではなく、その後も十分な設備投資を実行すること、そのための資金調達力を保持していることが重要なことを示している。

IV. ケーススタディ

1. 電気機器業8社のケース

表1の3社の例では、業績の良悪にかかわらず必要な設備投資を続けることの重要性が推察できるので、設備投資と業績および財政状態との関係を更に詳しく調べるために、電気機器業の企業を取り上げる。

表2は、証券コード6501から6977までの電気機器業の企業で、2010年度の年商が5,000億円を超え、自己資本比率が40%超で、且つ売上が上昇傾向にある三菱電機、日本電産、オムロ

表2 電気機器業8社諸指標推移表

年度	売上高 (10億円)	FCF ②率	純益率	取得率	償却 等率	差率①	その他 増減率	差率②	分岐 取得率	過不 足率	自己資 本比率	回転期間（月）	
												固定資産	総資産
07/3	1,634	2.91	3.57	6.20	5.97	0.23	0.82	1.05	1.62	-0.57	54.28	3.07	12.57
08/3	1,721	3.60	3.85	6.10	6.02	0.08	0.07	0.15	1.80	-1.65	57.90	2.83	11.50
09/3	1,446	-3.68	-3.56	7.13	8.62	-1.49	-0.15	-1.63	-1.89	0.26	51.41	2.99	12.67
10/3	1,350	2.80	1.06	4.17	6.49	-2.32	-0.27	-2.59	0.49	-3.08	51.27	3.05	13.62
11/3	1,446	3.17	3.33	4.61	5.17	-0.55	0.05	-0.50	1.46	-1.96	51.36	2.98	13.07
12/3	1,438	0.59	1.74	5.60	5.48	0.11	0.21	0.32	0.75	-0.43	51.10	2.91	13.19
13/3	1,498	-0.01	1.80	5.80	5.31	0.48	1.91	2.39	0.76	1.63	51.57	3.15	13.96
14/3	1,740	4.21	4.27	5.31	4.86	0.45	2.84	3.30	1.75	1.55	54.12	2.92	13.41
15/3	1,869	4.63	5.01	6.02	4.92	1.10	1.20	2.30	1.87	0.43	58.44	2.89	13.92
16/3	1,929	2.18	3.90	6.39	4.83	1.56	-0.86	0.71	1.53	-0.82	58.33	2.81	13.45
17/3	1,892	3.64	4.62	6.42	5.27	1.15	-0.20	0.94	1.76	-0.81	59.17	3.01	14.63
平均値	1,633	2.19	2.69	5.80	5.72	0.07	0.51	0.58	1.08	-0.50	54.45	2.96	13.27

ン、セイコーエプソン、TDK、デンソー、京セラ、アルプス電気の8社についての分析表であり、07/3期から17/3期までの主要諸指標についての8社の平均値の年度別推移を示してある。

リーマンショックの09/3期を除き当期純利益は黒字であり、13/3期以降は増収傾向が続いている。純益率（配当後当期純利益/売上高×100%）も14/3期以降は4%前後から5%台の好業績が続いている。

取得率は09/3期の7.13%をピークにして10/3期には4%台に低下したが、12/3期以降は5~6%台に回復しているため、11年間平均値は5.80%である。償却等率の11年間平均値は取得率とほぼ同率なので、差率①の平均値は0.07%のプラスに過ぎない。

11年間の平均純益率2.69%に対し、差率①はマイナスか低率のプラスの年度が多いので、FCF②の平均値は2.16%のプラスである。

その他増減率の11年間平均値は0.51%のプラスなので、差率②の平均値も0.58%のプラスに過ぎず、現状維持にも不足する投資水準である。結果として、自己資本比率の上昇が続き、07/3期にすでに54.28%の過大資本状態にあった

のだが、17/3期には59.17%になった。自己資本比率の上昇とともに総資産回転期間が長期化し、08/3期の11.50か月が17/3期には14.63か月になった。総資産回転期間の長期化は、主に手元資金や投資有価証券などの金融資産の増加であり、過大資本の進行により金余り現象の起きていることが推察される。

電気機器業の8社では取得率とともに償却等率も低下しているのだが、償却等率の低下は、設備の効率化によるコスト削減の成果なのかもしれないが、過去における投資不足の後遺症で、設備不足に陥っている結果として償却等率が低下している可能性もある。

2. 繊維業5社のケース

表3は繊維業から電気機器業と同じ基準で、帝人、東レ、旭化成、東洋紡、日清紡の5社を選んで、項目ごとに5社平均値を記載した表である。

繊維業5社の業績は電気機器業の8社と似ているが、利益率や自己資本比率などは電気機器業より低水準にある。繊維産業では、FCF②は09/3期を除いてプラスであり、11年間平均値は1.44%のプラスで、電気機器業に比べ低率

表 3 繊維業 5 社諸指標推移表

年度	売上高 (10億円)	FCF ②率	純益率	取得率	償却 等率	差率①	その他 増減率	差率②	分岐 取得率	過不 足率	自己資 本比率	回転期間 (月)	
												固定資産	総資産
07/3	984	2.16	3.09	5.90	5.70	0.20	2.97	3.18	2.67	0.51	42.73	4.18	13.64
08/3	1,027	0.79	1.73	6.87	6.70	0.17	0.63	0.80	1.35	-0.55	42.64	4.12	12.76
09/3	924	-3.41	-2.91	6.97	7.27	-0.29	-3.23	-3.53	-3.43	-0.10	39.75	4.33	12.82
10/3	816	0.46	-1.18	5.03	7.04	-2.01	0.72	-1.29	-1.38	0.09	40.07	4.74	14.53
11/3	916	4.18	2.30	3.64	5.77	-2.13	1.42	-0.71	1.84	-2.55	41.30	4.02	13.54
12/3	949	2.14	1.66	4.60	5.49	-0.89	2.41	1.52	1.42	0.10	39.03	4.08	13.07
13/3	959	0.63	0.27	5.26	6.33	-1.07	3.80	2.73	0.26	2.47	41.60	4.25	13.76
14/3	1,073	1.94	1.96	5.00	5.34	-0.34	2.99	2.65	1.64	1.01	41.83	4.09	13.62
15/3	1,132	1.99	1.74	5.23	6.50	-1.26	1.96	0.70	1.35	-0.65	43.42	3.94	14.05
16/3	1,143	2.35	2.66	5.01	5.21	-0.19	0.97	0.78	2.21	-1.43	42.08	4.01	13.84
17/3	1,101	2.56	3.18	5.64	5.46	0.18	1.54	1.72	2.55	-0.84	42.97	4.37	15.07
平均値	1,002	1.44	1.32	5.38	6.07	-0.69	1.47	0.78	0.95	-0.17	41.58	4.19	13.70

表 4 三菱電機諸指標推移表

年度	売上高 (10億円)	FCF ②率	純益率	取得率	償却 等率	差率①	その他 増減率	差率②	分岐 取得率	過不 足率	自己資 本比率	回転期間 (月)	
												固定資産	総資産
07/3	3,856	2.70	2.70	3.66	3.94	-0.29	0.67	0.39	1.46	-1.07	32.44	1.88	10.74
08/3	4,050	3.11	3.26	3.58	3.58	0.00	-0.07	-0.07	1.80	-1.87	31.31	1.78	10.33
09/3	3,665	0.55	-0.44	3.85	4.99	-1.15	-0.16	-1.31	-0.27	-1.04	27.05	1.81	10.92
10/3	3,353	1.64	0.84	3.25	4.21	-0.95	-0.12	-1.07	0.42	-1.50	31.76	1.85	11.51
11/3	3,645	2.91	2.88	2.96	3.13	-0.16	0.41	0.25	1.37	-1.12	33.27	1.73	10.97
12/3	3,639	1.51	2.31	4.37	3.74	0.63	0.19	0.82	1.08	-0.26	35.11	1.84	11.19
13/3	3,567	0.78	1.29	4.21	3.84	0.36	0.93	1.29	0.57	0.72	40.09	2.03	11.47
14/3	4,054	2.69	3.06	3.75	3.50	0.25	0.89	1.13	1.24	-0.11	44.28	1.92	10.69
15/3	4,323	3.49	4.44	4.63	3.79	0.83	0.49	1.32	1.62	-0.31	47.55	1.96	11.27
16/3	4,394	3.16	3.87	4.14	3.53	0.61	-0.46	0.16	1.42	-1.26	47.73	1.95	11.09
17/3	4,239	3.07	3.59	3.94	3.61	0.33	0.14	0.47	1.23	-0.76	51.22	2.08	11.83
平均値	3,890	2.33	2.53	3.85	3.81	0.04	0.26	0.31	1.09	-0.78	38.35	1.89	11.09

である。したがって、自己資本比率の上昇は比較的なだからで、もともと特に高いというほどではなかったため、17/3期においても42.97%にとどまっている。

繊維業者ではその他増減率が09/3期を除いてプラスであり、比較的高率のプラス年度が多いので、差率②でも09/3～11/3期を除き残りの年度はすべてプラスである。FCF②がプラスだが、連結子会社の取得により自己資本比率

の上昇を抑えて過大資本化を阻止している。

3. 個別企業のケース

ケーススタディのため抽出した各社の分析結果を示すには紙幅の余裕がないので、電気機器業から三菱電機と京セラ、繊維業から日清紡ホールディングスを選んで分析する。

(1)三菱電機のケース

表 4 は三菱電機の諸指標の07/3～17/3期の

推移表である。

リーマンショックの影響で当期純利益が09/3、10/3期に赤字寸前に落ち込んだが、11/3期からはおおむね好業績が続いているので、11年間平均純益率は2.53%である。他方、取得率はリーマンショック前でも3%台の低率であった。12/3期以降はやや上昇したものの4%前後の低率にとどまっているので、差率①は11/3期まではマイナス、12/3期以降はプラスだが1%以下の低いプラスなので、11年間平均では0.04%のプラスに過ぎない。従って、FCF②は全期間でプラス、11年間平均で2.33%の高率のプラスであり、結果として純資産の増加が続いている。

その他増減率はマイナスの期間が多く、11年間平均ではプラスだが、0.26%のプラスに過ぎないので、差率②も平均0.31%のプラスに留まっている。結局、自己資本比率は年度ごとに上昇が続き、07/3期の32.44%が17/3期には51.22%に達している。

低い調達率と差率にも関わらず、業績が好調で、14/3期以降は売上高の増加傾向が続いているのは、好況に支えられた結果と推察されるが、17/3期には前年度比減収に転じたのは、

投資不足の影響によるのかも知れない。

(2)京セラのケース

京セラでは、業績はリーマンショック後の09/3と10/3期に一時低迷したが、その後回復して11/3期以降は順調に増収増益傾向が続いている。

09/3期までは取得率は5～7%台で推移していたが、10/3期に一気に3.72%に下落、その後もおおむね4～5%台で推移している。差率①はマイナスの年度が多く、11年間平均値は0.89%のマイナスである。

その他増減率ではプラスの年度が多いので、差率②ではプラスに転じた年度が多いが、平均で0.06%のプラスに過ぎず、リーマンショック後は投資不足が続いている。

好業績が続いているのに、設備投資が低調であることから、FCF②は11年間平均で5.19%の高率のプラスであり、その結果07/3期にすでに74.23%の高率であった自己資本比率が更に上昇して、17/3期には77.78%になった。

売上高は15/3期までは上昇が続いているのは主に景気の好転によるが、09/3期までの高水準の取得率も寄与していると考えられる。景気は上昇を続けているのに16/3期以降当社の

表5 京セラ諸指標推移表

年度	売上高 (10億円)	FCF ②率	純益率	取得率	償却 等率	差率①	その他 増減率	差率②	分岐 取得率	過不 足率	自己資 本比率	回転期間(月)	
												固定資産	総資産
07/3	1,284	7.40	6.70	5.69	6.62	-0.93	0.16	-0.78	1.30	-2.08	74.23	2.86	19.91
08/3	1,290	6.98	6.28	6.05	6.90	-0.85	1.63	0.78	1.31	-0.53	76.68	2.94	18.39
09/3	1,129	1.59	0.53	7.62	9.12	-1.51	2.39	0.89	0.13	0.76	79.30	3.47	18.54
10/3	1,074	4.56	1.49	3.72	6.98	-3.26	-0.09	-3.35	0.31	-3.66	76.10	3.24	20.66
11/3	1,267	7.66	7.73	5.76	5.76	0.00	0.00	0.00	1.51	-1.51	76.17	2.75	18.44
12/3	1,191	4.28	4.45	6.30	6.13	0.17	1.60	1.76	0.90	0.86	76.93	3.13	20.09
13/3	1,280	3.98	3.28	5.08	5.78	-0.70	1.72	1.02	0.62	0.40	75.12	3.04	21.40
14/3	1,447	5.39	4.15	4.01	5.25	-1.24	1.66	0.41	0.69	-0.27	75.35	2.74	21.87
15/3	1,527	6.09	5.44	4.13	4.78	-0.65	-0.13	-0.79	0.75	-1.54	76.27	2.50	23.74
16/3	1,480	4.39	4.39	5.20	5.54	-0.34	0.68	0.34	0.60	-0.26	76.70	2.62	25.09
17/3	1,423	4.78	4.50	5.13	5.55	-0.42	0.77	0.35	0.61	-0.26	77.78	2.77	26.23
平均値	1,308	5.19	4.45	5.33	6.22	-0.89	0.94	0.06	0.79	-0.74	76.42	2.91	21.31

売上高が下降に転じているのは、10/3期以降の取得率低下の影響がタイムラグを経て現れたのかも知れない。

(3)日清紡ホールディングス

07/3期以降の11年間では09/3期を除いて当期純損益は黒字である。11年間の純益率の平均値は1.31%のプラスだが、その他包括損益累計額の減少などで純資産残高は逆に120億円減少している。

取得率は10/3期以降は概して低率で、11年間平均で5.07%である。11年間の内9年間で償却等率を下回っていて差率①がマイナスになっており、11年間平均でも差率①は0.65%のマイナスである。その結果FCF②は11年間では2期間を除いてプラスであり、平均値は1.16%のプラスである。

日清紡では差率①は平均でもマイナスなのだが、M&Aによりその他増減率を高めることにより差率②を高率のプラスにして、自己資本比率を07/3期末の59.62%から17/3期の42.72%にまで低下させて過大資本を解消させた。日本無線などの異業種企業の買収により非繊維業の拡大を同時に果たしている。

V. まとめ

電気機器業と繊維産業で見ると、リーマンショックを境に製造業者の設備投資意欲が減退し、景気の回復にも関わらず取得率は低率の状態が続いている。それでも、増収増益が続いているのは、好況のお蔭で投資不足の影響が先送りされているだけなのかも知れない。

景気回復は米国の好景気や円安に負うところが大きい。企業では本格的な景気回復の実感が持たないので、設備投資には消極的にならざるを得ない。金融緩和や単なるバラマキ政策以外にも有効な景気刺激策を実行して、経営者に構造的な成長持続への期待をもたせるのでないと、企業の内部留保が増えるだけで、前向きの投資は増えない。採算の見通しが立たないからと言って、必要な投資を見送るのでは、シャープの例のように、じり貧状態になって、やがては経営破綻に追い込まれる。企業としては、叡智を絞り総力を挙げて内部留保を有効利用してリスクに挑戦するのではないかと将来が保証されない時代になっている。

業界内での設備過剰などで、新しい投資機会

表6 日清紡ホールディングス諸指標推移表

年度	売上高 (10億円)	FCF ②率	純益率	取得率	償却 等率	差率①	その他 増減率	差率②	分岐 取得率	過不 足率	自己資 本比率	回転期間(月)	
												固定資産	総資産
07/3	313	3.19	4.15	6.07	6.39	-0.32	7.67	7.35	1.83	5.52	59.62	4.75	18.13
08/3	322	1.55	2.80	6.52	5.90	0.62	1.24	1.86	1.48	0.39	57.88	4.84	15.84
09/3	286	-1.40	-1.40	6.29	7.34	-1.05	-2.10	-3.15	-0.87	-2.27	52.86	5.08	15.40
10/3	242	0.41	-0.41	5.37	5.79	-0.41	-0.41	-0.83	-0.25	-0.57	54.19	5.90	17.75
11/3	326	3.68	2.45	3.07	4.29	-1.23	11.96	10.74	1.78	8.95	44.17	5.67	17.67
12/3	379	1.85	1.58	3.96	5.01	-1.06	8.97	7.92	1.36	6.55	40.00	5.83	16.94
13/3	451	0.67	0.67	4.21	6.21	-2.00	2.88	0.89	0.51	0.37	44.02	5.00	14.69
14/3	494	1.82	1.21	3.85	4.66	-0.81	2.63	1.82	0.86	0.96	45.34	4.79	14.84
15/3	524	0.57	2.10	6.30	7.63	-1.34	2.86	1.53	1.40	0.12	45.28	4.69	15.53
16/3	534	0.94	1.31	4.68	4.87	-0.19	0.75	0.56	0.96	-0.40	43.56	4.67	14.65
17/3	527	-0.57	0.00	5.50	4.93	0.57	-2.47	-1.90	0.00	-1.90	42.72	4.51	14.71
平均値	400	1.16	1.31	5.07	5.73	-0.65	3.09	2.44	0.82	1.61	48.15	5.07	16.01

が見出せない企業では、企業買収も過大資本解消のために効果的である。単なる数合わせに過ぎないが、仮に三菱電機が12/3～16/3期のFCF②の余剰金をシャープの設備投資に投入していたら、シャープの5年間の平均取得率は6%を超えていた。

最近、資金難や後継者難で廃業に追い込まれる中小企業のことを耳にするが、過大資本企業がこれら中小企業の経営を引き受けて、経営者と投資資金を提供すれば、中小企業育成と過大資本解消を同時に達成できることが期待される。成長力のある企業の買収は将来の投資機会の創設にも効果がある。

設備投資に対するインセンティブを高めるには有効な景気対策の実施が求められるが、逆の発想も必要である。デフレ経済から脱却できない最大の原因は所得格差の拡大にあり、その解決には昇給などによる労働分配率の改善が不可欠である。経営者が昇給に踏み切れないのなら、景気に水を差すことになっても内部留保課税などで国が吸い上げて所得移転を図ることなどを考えるべきで、その是非や具体策を巡って論争を活発に展開させる必要がある。財務分析においても、取得率などとともに労働分配率をより積極的に企業評価に取り入れるべきである。

日本の企業が、利益の使途として設備投資よりも内部留保の積み増しに走るのは、経営者の倒産に対する罪悪感の強さにも原因があると考えられる。経営者は、株主や債権者に迷惑をかけ、経営者や従業員に職を失わせて路頭に迷わせることを極端に罪悪視し、最後の土壇場まで経営を続ける習性がある。そのため、安全性を重視して利益をできるだけ多く内部留保に積み立てようとする。無駄に損失を重ねることこそ罪悪であり、適当な時期に会社を整理して再度出直すように経営者の意識を変えさせることが肝要と思う。

本稿は、内部留保の有効活用で締め括ること

になったが、超低金利時代にあつて、レバレッジを活用しない手はない。

過大資本は、負債を増やしてまで投資をする機会を見出せないか、新規事業に乗り出す勇気がない企業に多く、競争に落伍して没落に向かう危険信号になる可能性がある。先に、純資産の最重要役割は将来の損失に対する引当としたが、ROE重視の観点からは、純資産の役割は低コストの投資資金調達にあり、信用を維持できる最低の自己資本比率になるまで負債を増やすのが最高の純資産活用になることを追記したい。

(注)

- 1) 17年6月18日付日本経済新聞「自己資本比率昨年度4割超え 企業体力喜べぬ最高」による。
- 2) 井端和男（2016）「最近の粉飾－その実態と発見法－（第7版）」P371～375、税務経理協会
- 3) 本稿では、固定資産が売上高の原動力であり、固定資産が増えると増加額の固定資産回転率倍の売上高が増える。売上増に伴い流動資産、総資産も増えるが、売上増減に関らず流動資産、固定資産、総資産の回転期間は常に一定であることを前提にしている。

設備投資でも、設備更新や環境対策投資などは必ずしも売上増を伴わないし、すべての投資が計画通りの効果を発揮するとは限らない。売上高と取得額や固定資産残高との間に高い相関関係がある企業が多いだが、それは売上高が取得額などに影響を与える結果かも知れない。

ただ、経営者が綿密な計画の下に設備投資を決断し、全社一丸となって計画達成に向かって努力する結果が業績に反映すると考えるのが自然である。企業の総資産回転期間は、手元資金や投資有価証券などを除くと、健全経営が続いている企業では大型投資の後などで一時的に大きく変動することがあっても、やがては元の数値の近くに回帰するのが普通であることから、上記の前提はそれほど無理なものでないと思う。