

## <トピックス2> 「設備投資を下押しする企業行動の変化」

主任研究員 小本 恵照 (こもと けいしょう)

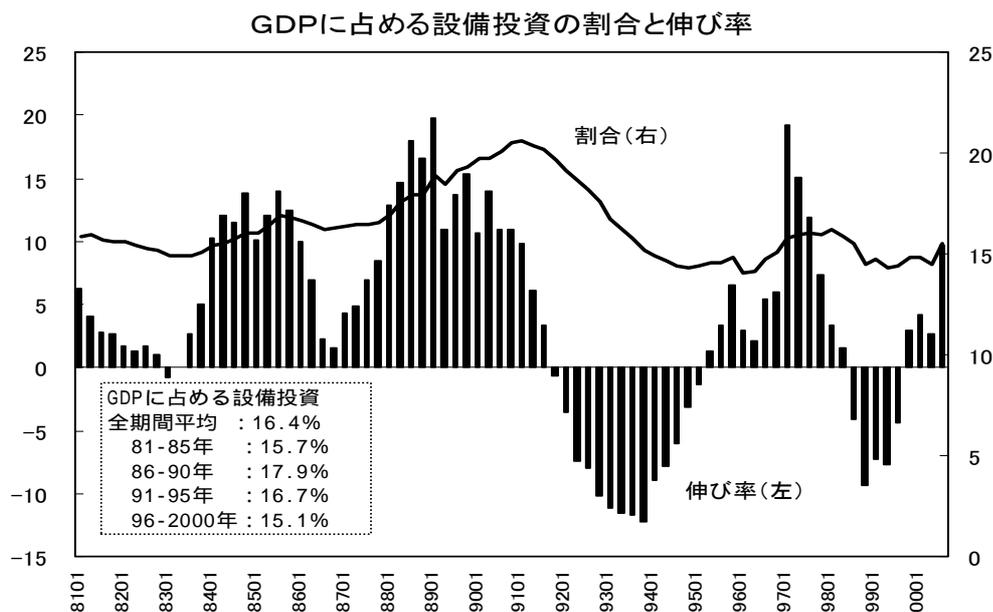
E-mail : komoto@nli-research.co.jp Tel: (03) 3597-8418

### 1. 1990年以降伸びが鈍化した設備投資

過去20年間の推移をみると、設備投資には約4年の循環がみられるが、1990年を境に振幅が下方に大きくシフトしていることがみてとれる。1980年代は拡張期には前年比で10%を超える伸びが続き、低迷期でもマイナスになることは極めて希であった。しかし、1990年代に入ると、5%以下の低い伸びが一般的となり、低迷期にはマイナス幅が5%を超えることも珍しくなくなっている。また、GDPに占める設備投資の割合は、最近では15%程度にまで低下しており、1980年代後半はもちろん、1980年代前半をも下回る水準となっている。

1990年代に入ってから設備投資の下方シフトは、1994年あるいは1995年を境にさらに2つの時期に区分することができる。前半は、バブル崩壊に伴う経済活動の全般的な停滞、地価・株価の下落、企業業績の急激な悪化などによって設備投資が落ち込んだ時代である。この時期の設備投資の落ち込みは大きいが、当時の経済活動の悪化状況から考えると意外感は少なく、従来からの企業の設備投資行動の延長線上として捉えることが可能である。

後半は、バブルの後遺症は一部残るものの、経済や企業の活動が正常な状況に近づく中で、企業システムの構造調整が進み始めた時代である。会計制度や法制度の改革が進められ、企業のガ



(資料) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』

バランス構造の在り方が問われだすなど、企業行動の与件となる経済の仕組みが大きく変動し始めた時代である。この時期は、景気循環的な要因よりも上記のような構造変化が、企業の設備投資に対する考え方が変化させ、投資額の下方シフトにつながったとみられる。

## 2. 設備投資行動の変化の確認

設備投資に大きな影響を与えると考えられる、経済活動水準(GDP)、企業利益、金利を変数とする設備投資関数を推定し、時代による企業の設備投資行動の変化を確認してみた。

それによると、1980年代から1990年代前半を推定期間とすると、企業利益と経済活動水準は予想どおり設備投資にプラスの影響を与えているが、金利については予想とは逆のマイナス符号である。また、推定方法をチェックするダービン・ワトソン比(D.W.)は正常値から乖離しており、この時期の設備投資行動を、経済活動水準、企業利益、金利では上手く表現できない可能性が強いことも示唆している(全期間の場合も同じ)。

1990年代後半についても同様の推定を行うと、企業利益の係数がゼロとは有意に異なる結果となる一方、経済活動水準の係数は以前よりも大きくなり、金利は予想に合致するマイナス符号となる。また、D.W.も正常値に近く、定式化の誤りの可能性も小さくなっている。

以上の結果から、

企業利益が設備行動に与える影響は以前に比べ小さくなっている。

経済活動水準や金利水準などの経済環境が大きな影響を与えるようになっている。

という結論が得られる。

### 設備投資関数の推定

(全期間)							
期間	ラグ	利益	GDP	金利	定数項	Adj. R <sup>2</sup>	D.W.
81:01 から 00:03	0	0.0333	-0.1605*	1554.00***	-32422***	0.9674	0.924
	-1	0.0474*	0.0482	636.54*			
	-2	0.1291***	0.1407**	125.13			
	-3	0.2784***	0.1168	19.78			
	合計	0.4882	0.1452	2335.45			
(前半)							
期間	ラグ	利益	GDP	金利	定数項	R <sup>2</sup>	D.W.
81:01 から 94:04	0	0.0760*	-0.4159***	1588.26***	-33343***	0.9882	0.815
	-1	0.0862***	0.1054	279.19			
	-2	0.1378***	0.2987***	-244.67			
	-3	0.2309***	0.1642	16.66			
	合計	0.5309	0.1524	1639.44			
(後半)							
期間	ラグ	利益	GDP	金利	定数項	R <sup>2</sup>	D.W.
95:01 から 00:03	0	0.0085	0.0343	-165.50	-79902**	0.9191	1.451
	-1	-0.0049	0.0977	-931.38*			
	-2	0.0185	0.1069*	-695.32			
	-3	0.0786	0.0619	542.71			
	合計	0.1007	0.3008	-1249.49			

(注1) 分布ラグはアーモンラグを用いた。

(注2) \*\*\*、\*\*、\* はそれぞれ1%、5%、10%で有意。

### 3. 設備投資行動を変化させた要因

1990年代後半に入り、設備投資に与える企業収益の影響が低下する一方で、経済環境の影響が増大したのは、投資採算に対する企業の考え方が従来のものから変化し、より採算性に厳しくなったことが最大の理由であると考えられる。これまでは、好業績によってキャッシュフローが潤沢となると、採算性に乏しい設備投資でも実施される傾向があったが、最近では、収益性に乏しい投資は控え、むしろ借入金の返済やM&Aを活発化させる企業が増えている。

こうした変化を生み出している主な要因としては、収益率の低迷、コーポレート・ガバナンスの変化、会計基準の変化、資金調達構造の変化と財務健全性の確保、企業再編関係法制の整備を挙げることができる。

#### (1) 収益性の低迷が非効率な投資を抑制

日本企業の低収益性からの脱却はあまり進んでいない。

株主資本利益率（ROE）はバブル崩壊以降大きく落ち込んでいる。一方、米国は1990年代初頭に一時落ち込んだものの、その後回復し15%を超える水準をキープしており、日米の格差は15ポイント近い。総資本経常利益率（ROA）についても、バブル期を除く1980年代には、全産業で3%、製造業で4~5%、非製造業で2.5%といった収益率が維持されていたが、1990年代には全産業で2%、製造業で3%、非製造業で1.5%程度にまで低下している（次ページ図表）。2000年度に入り、企業業績は改善しているが、法人企業統計季報での全産業のROAは0.2ポイント程度しか改善しておらず、依然として収益率の水準は低いと言わざるを得ない。

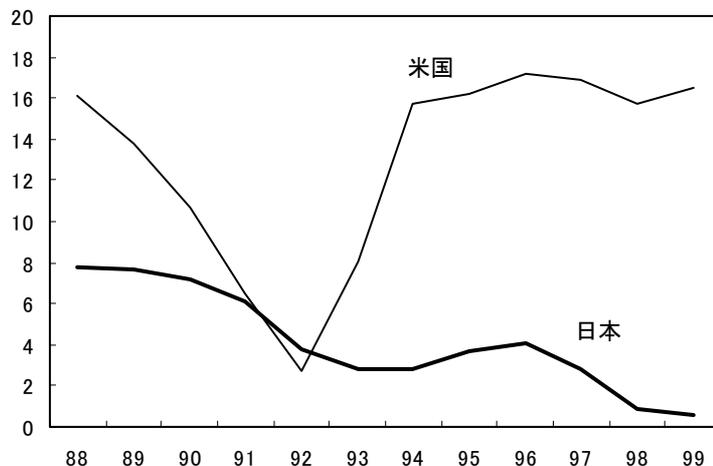
収益率が低迷している経済的背景としては、経済活動の全般的な停滞の影響が大きいですが、規制緩和の進展や企業活動のグローバル化などから、企業間の競争が厳しさを増していることも無視できない要素である。

低水準の収益状況のもとで競争が厳しくなる中で、依然として非効率な投資を続けることは企業の存続を危うくする。これが、

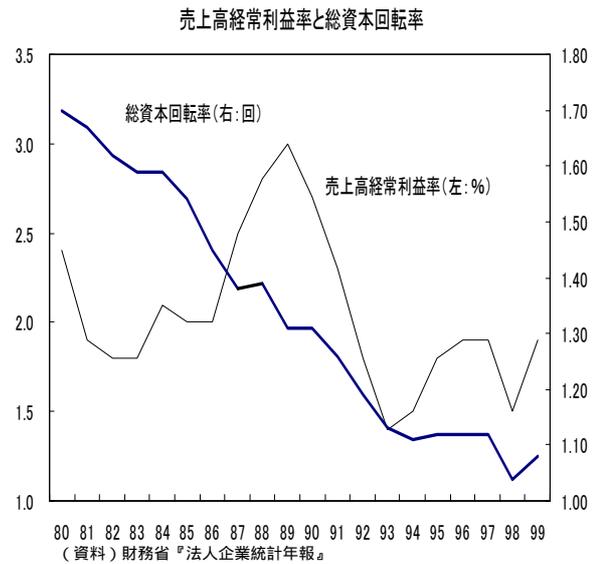
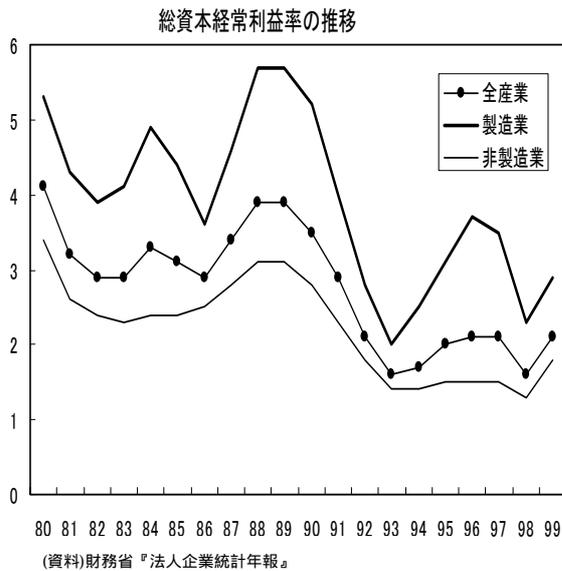
経営者により効率的な資本の活用を迫る強いプレッシャーとなっており、株主利益をより重視する方向へコーポレート・ガバナンスを変革させているということもできる。

収益性の回復が遅れている原因を、総資本経常利益率を売上高経常利益率（＝経常利益／売上高）と総資本回転率（＝売上高／総資本）に分解することによってみると、売上高経常利

日米のROEの比較



(資料) (社)生命保険協会『株主価値向上に向けた取り組み状況等について』  
 (原資料) 全国証券取引所協議会『企業業績及び配当の状況』、  
 米国商務省“Quarterly Financial Report”



益率は1990年代前半にかけ低下するが、その後は回復を見せ、1980年代前半の水準に近づいている。これに対し、総資本回転率は一貫して低下しており、1990年代の収益率の低下は主として、総資本回転率の低下によることがわかる。これは、総資本回転率の低下は資産を増加させたほどに、売上が伸びなかったことを意味している。

そこで、資産の変化をみると、設備投資の中心となる土地以外の有形固定資産は1995年にかけて大きく増加し、1990年代の後半にようやく減少に転じ始めたところである。過剰設備の廃棄がもう少し進まないと、設備投資の拡大にはつながりにくい状況となっている。

法人企業統計年報：貸借対照表（5年間の変動：億円）

項目	75 80	80 85	85 90	90 95	95 99	80 99
推計法人数	359,063	262,804	189,887	428,793	60,664	942,148
流動資産	114,450	102,876	242,962	22,273	-100,849	267,262
現金・預金	22,123	29,707	59,644	-16,207	-8,697	64,447
有価証券	5,796	8,460	16,301	1,177	-5,350	20,588
その他	86,531	64,709	167,018	37,303	-86,802	182,227
固定資産	64,964	100,816	194,980	179,275	41,215	516,285
有形固定資産	50,272	78,236	127,431	140,194	13,843	359,704
土地	11,539	22,213	49,927	49,800	17,991	139,931
土地以外	38,733	56,022	77,503	90,395	-4,148	219,772
投資その他の資産	13,889	20,995	64,107	35,581	23,658	144,340
その他	803	1,585	3,442	3,500	3,714	12,241
資産合計	179,515	204,160	438,541	202,765	-59,958	785,509
流動負債	106,316	93,585	183,135	56,879	-91,825	241,774
短期借入金	31,751	54,671	64,768	48,860	-43,179	125,120
その他	74,565	38,915	118,367	8,018	-48,645	116,654
固定負債	41,427	66,075	161,198	110,913	-1,632	336,554
社債	4,572	11,787	27,953	5,863	1,453	47,055
長期借入金	27,387	40,555	117,287	73,192	-22,251	208,783
その他	9,468	13,732	15,959	31,859	19,166	80,715
その他	176	-3,796	74	81	55	-3,587
負債	147,919	155,864	344,407	167,873	-93,402	574,741
資本	31,596	48,296	94,134	34,892	33,445	210,767
負債及び資本合計	179,515	204,160	438,541	202,765	-59,958	785,509

(資料)財務省『法人企業統計年報』

## (2) コーポレート・ガバナンスは株主利益重視の方向へ

日本企業の業績低迷が続く中で、日本企業のコーポレート・ガバナンスの在り方が問われ出した。日本企業の経営者が株主利益を軽視し、経営者自身の利益や従業員の利益を重視しすぎていることが、1990年代に入ってから長期的な業績低迷につながっているという批判である。こうした批判は、機関投資家の発言力の高まりのほか、株主利益の重視を唱えるマスコミの論調、商法を中心とする法制度の改革論議の中にみられる。

こうした批判を受け、社外取締役の導入・増加による取締役会の独立性の向上、執行役員制度導入による取締役数の削減、ストック・オプションによる報酬体系の見直しといった制度改革が進められるとともに、株主利益をより重視した経営目標を設定する企業が増えている。ROE や ROA といった資本の利用効率を測定する指標を重視する企業は増加しており、例えば ROE を重視している企業は、全体の 2/3 に上っているし、フリー・キャッシュフロー、EVA といったキャッシュ・フローをベースとする資本コストを明示的に考慮した経営指標の採用も増えている。

こうした変化は、企業経営者の意識改革が進み始めていることを示しており、業績の改善によってキャッシュフローが潤沢となっても、安易に設備投資に走らない傾向を生み出している。

### 企業の経営目標

(複数回答：%)

項目	1998	1999	2000	98-2000 変化	投資家の要望
ROE (株主資本利益率)	61.8	68.6	68.1	+ 6.3	84.4
DOE (株主資本配当率)	4.3	5.2	2.1	- 2.2	4.1
配当性向	20.7	22.3	15.9	- 4.8	6.6
一株当り配当額	25.4	21.7	15.7	- 9.7	8.2
ROA (総資本利益率)	26.6	36.2	41.9	+ 15.3	25.4
経済付加価値 (EVA 等)	4.3	9.5	8.2	+ 3.9	36.1
FCF (フリー・キャッシュフロー)	-	41.3	45.5	+ 4.2	59.0
売上高利益率	48.6	48.1	43.3	- 5.0	35.2
売上高の増加率	23.8	22.5	24.4	+ 0.6	35.2
利益の増加率	35.1	40.3	38.0	+ 2.9	73.8
株価	-	42.2	37.6	- 4.6	57.4
格付け	15.9	28.4	20.0	4.1	15.6
市場占有率 (シェア)	23.8	19.1	15.9	- 7.9	24.6
その他	12.4	13.2	15.3	2.9	8.2

(資料)(社)生命保険協会『株主価値向上に向けた取り組み状況等について』、2000年12月

## (3) 会計基準は、連結決算中心、時価会計の導入へ

ここ数年の間に“会計ビッグバン”と呼ばれる大きな会計基準の変更が行われてきている。このうち、設備投資に関係するのは、連結決算中心主義への会計基準変更と時価会計の導入である。

連結決算中心主義への移行によって、連結範囲が拡大すると同時に連結決算の開示内容の充実が図られ、投資家や債権者の企業評価も連結決算をより重視するようになった。これにより、業績不振の関係会社を意図的に連結決算から外す行為が難しくなると同時に、関係会社へ損失を移転することによって、単体決算の表面的な改善を図ることも無意味なものとなった。時価会計の

会計制度の改正内容とその影響

項目	内容	影響
連結決算中心主義	<ul style="list-style-type: none"> <li>子会社、関連会社の範囲を、それぞれ支配力基準、影響力基準によって判断</li> <li>キャッシュフロー計算書も導入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>親会社中心主義から企業グループとしての経営重視へ</li> <li>関係会社を通じた非効率な投資の抑制</li> <li>キャッシュフローが投資活動を制約</li> </ul>
時価会計	<ul style="list-style-type: none"> <li>売買目的有価証券、持ち合い株式、不動産を時価評価</li> <li>今後、負債、固定資産についても導入が進む見込み</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>含み益という経営のバッファーが消滅</li> <li>投資リスクの負担能力の縮小</li> <li>時価評価に見合った投資収益の要求の強まり</li> </ul>

導入については、流動有価証券・デリバティブ取引への適用が始まったほか、持ち合い株式を中心とするその他有価証券についても2002年3月期決算から本格適用が始まる見込みとなっている。時価会計の導入は含み損益を損益計算書あるいは貸借対照表上に反映させる結果、含み損益の減少や株式の持ち合いの解消につながるとみられる。

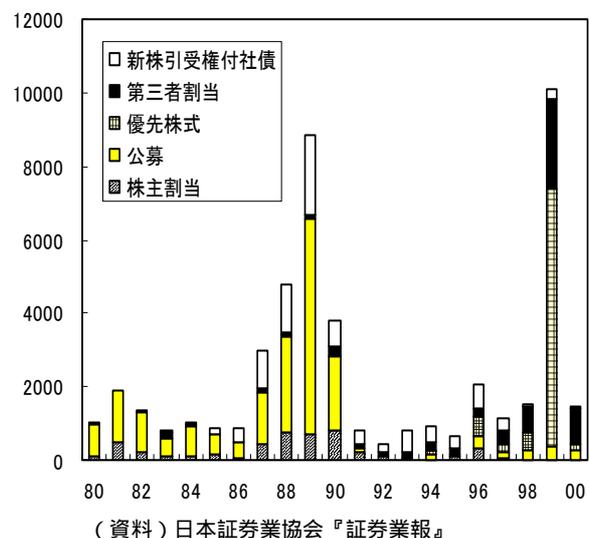
連結決算中心主義への移行と時価会計の導入が進むことは、企業のリスク負担能力の低下によって設備投資の抑制につながると考えられる。例えば、原価主義の下で含み益というバッファーがあると、投資が失敗し損失が発生しても含み益との相殺し損失を表面化させないことが可能であった。また、リスクが大きい事業では、関係会社を通じて投資を行うことでリスクを遮断することもできた。かりに投資が失敗しても、単体決算中心主義の下では、関係会社の損失として処理すると、単体決算には影響しなかった。事業を清算せざるを得ないほどに関係会社の経営が悪化し、それなりの損失を負担せざるを得なくなった場合でも、含み益との相殺によって会計上の損失を目立たせないこともできた。

連結決算中心主義と時価会計主義はこうした処理をやりやすくするため、企業は投資対象を投資利回りが高くリスクの小さな投資にシフトさせることが予想される。投資利回りが高くリスクの小さい投資対象は当然相対的に少ないため、会計制度の変更に伴う、こうした企業行動の過渡的な変化は設備投資の抑制につながると考えられる。

(4) 資金調達構造の変化と財務健全性の確保

バブル期には公募増資、転換社債や新株引受権付社債の発行によるエクイティ・ファイナンスによって自己資本の充実を図ることが容易であった。しかし、バブル崩壊後は株式市場の低迷や投資の収益性を重視する投資家の増加などから、事業不振企業が再建のために優先株式や第三者割当増資を発行する場合などを除くと、エクイティ・ファイナンスは非常に低調である。一方で、調達資金の金利水準に影響する企業格付けの向上にむけ、借入金を減らし財

エクイティ・ファイナンスの状況



務体質の改善を目指す企業の意欲は依然として強く、企業の自己資本比率は上昇を続けている。

エクイティ・ファイナンスの利用が限られている現状にあっては、財務体質を改善させる手だては内部留保によらざるを得ない。そのためには、収益性の向上による営業キャッシュフローの確保が不可欠であり、この面からも企業の投資選択はより収益性を重視したものとなる。

(5) M&A の活発化と企業再編関連法制の整備

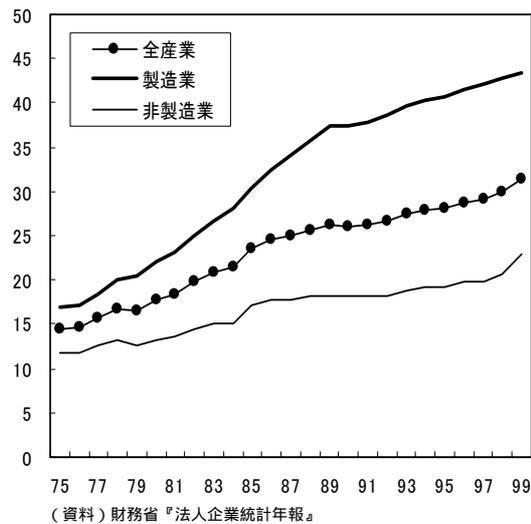
事業環境の変化から企業の M&A 活動が活発化している。何らかの新事業を始める場合に、

これまでの日本企業は自社の内部に新しい組織を創設したり、新会社を設立したりすることが多かったが、最近では、既存企業を買収することによって、参入することが多くなっている。事業環境の変化が速くなる中で、自前で事業を育成することは本格稼働までに要する時間が長く、それに伴うリスクも大きくなるのに対し、既存企業を買収ではこうしたリスクを回避でき、迅速な事業の立ち上げができるためである。

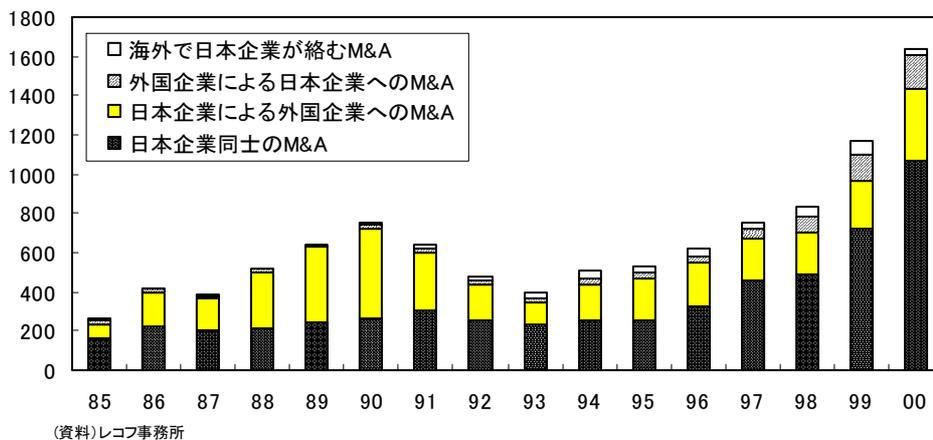
これを設備投資の面からみると、設備投資に回るべき資金が企業の M&A 資金に流れることを意味し、設備投資需要の減退につながる。

また、ここ数年の間に、合併手続の簡素化、株式交換・移転制度、会社分割制度といった企業再編を促進する法制度の整備が矢継ぎ早に行われている。これら法整備は、企業の M&A 活動の後押しにつながると考えられる。

自己資本比率の推移(資本金10億円以上)



わが国におけるM&Aの推移(マーケット別)



### 最近における企業再編関連の法改正

項目	年月	内容
合併手続の簡素化	1998/10	<ul style="list-style-type: none"> <li>・報告総会・創立総会の廃止</li> <li>・事前開示の充実</li> <li>・債権者保護手続の簡素化</li> <li>・簡易合併制度の創設</li> </ul>
持株会社の解禁	1998/12	<ul style="list-style-type: none"> <li>・独占禁止法を改正し純粋持株会社の禁止を解除</li> </ul>
株式交換・移転制度	1999/10	<ul style="list-style-type: none"> <li>・持株会社の設立手続が容易化</li> <li>・完全子会社化が可能に</li> </ul>
会社分割制度	2001/4	<ul style="list-style-type: none"> <li>・会社の一部または全部の切り離し手続を簡素化</li> <li>・企業グループの再編を容易化</li> </ul>

#### 4. 今後の見通し

1990年代の後半から企業の設備投資行動に影響を与えてきた、これまで説明してきた変化は現在進行形であり当面継続する。企業収益は2000年度には大きく改善したが水準は依然として低く、今後は大きな伸びが期待できない。コーポレート・ガバナンスの変化は、現在見直しが進められている商法の全面改正、機関投資家の発言力の強まりなどから、むしろこれから本格的な改革が進む状況である。会計制度については、減損会計や負債の時価評価など時価会計の拡張が進むことが予想される。また、こうした流れを受け、企業の側でもより資本コストを意識した収益目標の設定が増加すると予想される。資金調達についても、安易なエクイティ・ファイナンスはROEの低下につながるため、抑制が働くことは間違いない。

こうしてみると、現在進行している変化は今後数年間にわたって続くことが確実であり、その変化の過程の中であって、企業の投資判断は引き続き厳しさを増すだろう。また、このような経済構造の変革期にあっては先行きに対する不確実性は大きく、これは設備投資を下押しする効果になると思われる。

以上を整理すると、足元設備投資はIT投資を中心に盛り上がりをみせているものの、有望な投資対象事業が限られてくることや企業の慎重な投資行動を考えると、今後は伸びが徐々に低下するとみられる。この時期は、投資を抑制気味にしてM&Aやリストラを通じて企業収益率の向上を目指す動きが企業を中心課題になると考えられる。このため、日本経済システムの変革が完了した数年後になって初めて本格的な設備投資の盛り上がりが見られると予想される。

#### 今後の主要な法改正

項目	実施時期	変更内容
商法改正	2002 法案提出	<ul style="list-style-type: none"> <li>・公開会社と非公開会社を区分した規制</li> <li>・株主総会の定足数の緩和、企業再編関係決議の緩和</li> <li>・完全親子会社間の取引規制の緩和</li> <li>・会計基準に沿った情報開示の義務づけ</li> </ul>
倒産法制	2002 頃	<ul style="list-style-type: none"> <li>・倒産法制の全面的な見直し</li> </ul>
会計制度	2002/3 2003/3 未定	<ul style="list-style-type: none"> <li>持合株式の時価評価</li> <li>減損会計</li> <li>金融資産・金融負債の全面的な時価評価</li> </ul>
税制	2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>連結納税制度の導入</li> </ul>