

マイナス金利下の株式会社財務の分析的考察(?) : 2000~2017 年度における全産業・製造業・非製造業の比較分析

著者	箕輪 徳二
雑誌名	川口短大紀要
巻	34
ページ	21-35
発行年	2020-12-25
URL	http://id.nii.ac.jp/1354/00001290/

マイナス金利下の株式会社財務の 分析的考察（Ⅱ）

——2000～2017年度における全産業・製造業・非製造業の比較分析——

箕輪 徳 二

目 次

はじめに

1. 株式会社の自己資本利益率（ROE）、総資産利益率（ROA）の推移
2. 収益性の分析——損益計算書と売上高の分析——
3. 2000～2017年度における利益構造分析
4. 2000～2017年度の株式会社の主なる資産・負債・純資産の伸びの推移
 - (1) 主なる資産・負債・純資産の伸びの推移（全産業）
 - (2) 主なる資産・負債・純資産の伸びの推移（製造業）以上前号
 - (3) 主なる資産・負債・純資産の伸びの推移（非製造業）以下本号
5. 2000～2017年度の自己資本比率の推移（全産業・製造業・非製造業）
6. 本邦対外資産負債投資の分析——2000～2018年末を中心にして——
おわりに

前置き

安倍晋三内閣は、2012年12月発足し、3本の矢（大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資喚起による成長戦略）の経済政策を実行した。

2013年黒田日銀総裁が就任し、物価目標2%の達成に向けて、4月に金融量的・質的緩和政策実施した。第1局面として2016年1月までにQQEマネタリーベース「量的緩和」は、60兆～70兆円、2014年10月以降80兆円程度に拡大、40年満期国債を買い入れる。「質的緩和」は、上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（REIT）のリスク資産買い入れ、量的拡大の補完政策を取ったのである。

さらに、黒田日銀総裁は、2016年1月29日「マイナス金利導入を決定」、2月16日スタート、マイナス幅は0.1%、7月ETF買い入れ額を倍額の質的緩和、9月9日マイナス金利に加えて、10年物国債利回りをゼロ%程度にくぎ付けする長短金利操作を導入、量から金利へ仕組みを変更した⁽¹⁾。

本稿の目的は、1997年（平成9年）5月消費税5%へ、6月「独禁法改正（純粋持株会社解

表 9-1 経済成長率の推移（1997～2017年度）

（単位：兆円，％）

年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
国内総生産（GDP）	533.4	526	521.9	528.4	519.1	514.8	517.7	521.3	525.6	529	530.9	509.4	491.9	499.4	494	494.3	507.2	518.2	532.9	536.8	547.4
名目前年度比	0.9	-1.4	-0.8	1.2	-1.8	-0.8	0.6	0.7	0.8	0.6	0.4	-4.0	-3.4	1.5	-1.1	0.1	2.6	2.2	2.8	0.7	2.0
実質前年度比	0.0	-0.9	0.7	2.5	-0.5	0.9	2.0	1.7	2.0	1.4	1.2	-3.4	-2.2	3.3	0.5	0.8	2.6	0.4	1.3	0.9	1.9

出典：内閣府：『経済財政白書』令和元年度版

禁)], 11月北海道拓殖銀行倒産, 山一証券自主廃業等の金融危機の時代後の2000年度から2017年のマイナス金利政策下の日本の株式会社財務の実態を分析し, その特徴を解明する。

表9-1において, この期間(1997年度から2017年度)の日本経済の成長率を見ると, ほとんど経済成長していないことがわかる。この期間の名目年度平均成長率は0.28%である。同期間の実質年度平均成長率は0.96%である。つまり, この期間において消費者物価が上昇しない, デフレ経済現象を呈していたのである。

(3) 主なる資産・負債・純資産の伸びの推移（非製造業）

① 主なる資産の伸びの推移（非製造業）

2000～2017年度の非製造業における資産の伸びが一番高いのは, 投資有価証券で, 2000年度53.6兆円(100)が, リーマンショックの08年度127.8兆円(238)に伸び, その後も順調に伸び, 13年度178.7兆円(333), 16年度215.3兆円(402), 17年度247兆円(461)で, 2000年度に比較し約4.6倍に伸びたのである。それに次いで伸びた資産は, 現金・預金勘定で, 2000年度95兆円(100)が, 08年度104.8兆円(110)に拡大し, その後も順調に伸び, 13年度130.5兆円(137), 16年度156.6兆円(165), 17年度165.9兆円(175)に, 2000年度に比較し約1.8倍に伸びている。3番目に伸びた資産は, 無形固定資産で, 2000年度13.2兆円(100)が, 03年度13.4兆円(102)へ, 08年度14.5兆円(110), 13年度15.7兆円(119), 16年度18兆円(136), 17年度18.6兆円(141)へと2000年度に比較して約1.4倍に伸びている。

他方で, ほとんど伸びていない資産が, 有形固定資産で, 2000年度375.2兆円(100)が, 08年度338.3兆円(95)に減少し, 16年度352.5兆円(99), 17年度363.1兆円(102)にとどまっている。この期間資産を減らしたのは短期有価証券で, 2000年度10.4兆円(100)が, 08年度に16.3兆円(157)に著増するが, 徐々に減らし16年度には9.1兆円(88), 17年度9.6兆円(92)に減らし, 2000年度と比較しマイナス8ポイント低下している。

以上のことから, 非製造業のこの期間における資産投資は, M&A等による投資有価証券の4.6倍の増加, それに伴うのれん勘定等の無形固定資産の1.4倍の増加が特徴で, この期間に現金・預金が約1.8倍に増加しているのも特徴である。2000年前後に国内の金融機関の倒産, 再編

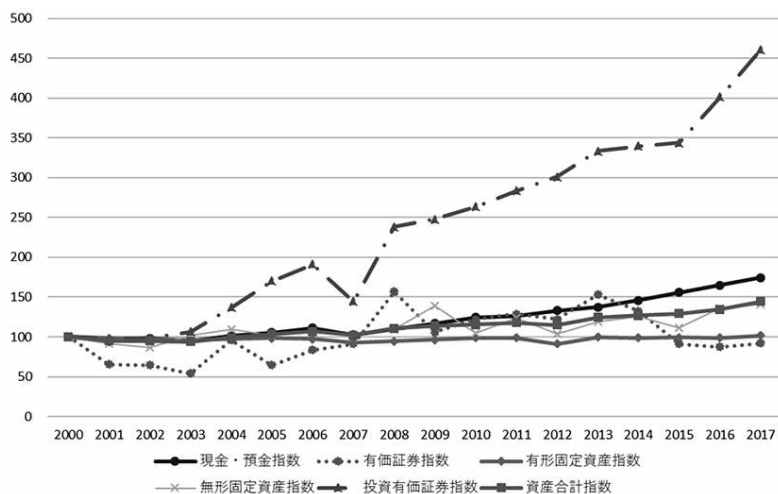
表 9-2 主なる資産の伸びの推移（非製造業）

（単位：兆円）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
流動資産	現金・預金	95.0	89.9	93.2	89.6	95.9	100.3	105.5	97.6	104.8	111.2	118.3	120.3	126.3	130.5	138.5	148.1	156.6	165.9
	現金・預金指数	100	95	98	94	101	106	111	103	110	117	125	127	133	137	146	156	165	175
	売掛金・受取手形	147.6	136.9	128.9	129.3	137.5	144.3	153.8	153.8	137.3	130.3	131.0	136.2	138.0	142.8	151.1	147.7	148.2	161.8
	有価証券	10.4	6.8	6.7	5.6	10.0	6.7	8.7	9.5	16.3	11.0	12.7	13.4	12.7	15.9	13.8	9.5	9.1	9.6
	有価証券指数	100	65	64	54	96	64	84	91	157	106	122	129	122	153	133	91	88	92
	棚卸資産	69.8	65.5	64.2	60.9	61.7	68.6	70.7	77.0	71.6	73.2	62.6	63.6	64.0	66.1	69.0	67.2	67.1	75.4
その他	68.0	58.9	63.2	65.2	64.7	70.6	71.2	70.9	86.9	102.4	97.5	95.3	95.3	105.6	111.5	123.1	126.6	132.2	
固定資産	有形固定資産	357.2	350.5	349.6	342.7	349.4	351.6	348.3	332.5	338.3	344.4	352.7	352.2	325.2	355.6	353.1	354.4	352.5	363.1
	有形固定資産指数	100	98	98	96	98	98	98	93	95	96	99	99	91	100	99	99	99	102
	無形固定資産	13.2	12.1	11.5	13.4	14.4	13.4	14.1	13.5	14.5	18.4	13.8	16.4	13.7	15.7	16.6	14.7	18.0	18.6
	無形固定資産指数	100	92	87	102	109	102	107	102	110	139	105	124	104	119	126	111	136	141
	投資有価証券	53.6	52.3	52.6	57.1	73.3	91.3	102.4	77.4	127.8	132.8	141.3	152.0	161.4	178.7	182.1	184.4	215.3	247.0
	投資有価証券指数	100	98	98	107	137	170	191	144	238	248	264	284	301	333	340	344	402	461
	その他	72.4	67.3	74.5	72.5	72.3	74.3	75.3	73.3	87.9	89.5	95.0	99.0	84.9	95.1	91.3	100.3	101.8	112.9
繰延資産	3.1	4.5	1.9	1.8	1.8	2.3	2.3	1.7	2.0	1.6	1.4	1.5	2.8	1.6	1.2	1.2	1.3	1.5	
資産合計	890.7	845.0	846.8	838.7	884.5	923.7	952.8	907.7	987.8	1015.4	1026.6	1050.4	1024.7	1108.0	1128.7	1151.2	1196.9	1288.3	
資産合計指数	100	95	95	94	99	104	107	102	111	114	115	118	115	124	127	129	134	145	

資料：財務省 『法人企業統計年報』 各年版より算定，作成

図 10 主な資産の伸びの推移（非製造業）



注) 2000年度を100としている。

資料：財務省 『法人企業統計年報』 各年版より算定，作成

成等により金融市場が不安定になっていたこと，08年9月15日の米リーマン・ブラザーズの倒産による世界的な金融市場危機に備え，非製造業は，手元に現金・預金の流動資金を積み上げていたことを示すものである。さらに，この期間の非製造業の総資産の伸びは，2000年度の890.7兆円（100）が，08年度987.8兆円（111）へ，16年度1,196.9兆円（134），17年度1,288.3兆円

表 10 負債・純資産の伸びの推移（非製造業）

（単位：兆円）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
流動負債	買掛金・支払手形	133.3	118.2	114.5	116.8	119.8	126.6	131.6	128.8	105.6	103.9	104.3	108.8	109.7	113.7	121.2	113.0	112.6	124.6
	短期借入金	150.4	149.8	138.1	132.5	134.0	139.4	120.5	119.4	128.4	142.6	123.4	121.1	119.6	127.1	121.8	122.7	117.3	129.5
	短期借入金指数	100	100	92	88	89	93	80	79	85	95	82	81	80	85	81	82	78	86
	引当金	4.0	3.7	4.1	3.6	3.8	4.1	4.7	4.7	4.5	5.1	5.1	5.7	5.2	4.9	5.2	6.3	5.5	6.3
	その他	97.5	89.2	85.1	85.8	87.8	104.3	101.0	98.7	96.7	101.6	99.0	106.8	108.2	112.7	116.5	121.1	124.7	130.7
固定負債	社債	33.9	33.0	32.8	34.7	35.7	35.8	35.7	37.0	40.4	43.9	44.0	42.2	40.5	46.2	45.7	46.1	54.9	63.3
	社債指数	100	97	97	102	105	106	105	109	119	129	130	124	119	136	135	136	162	187
	長期借入金	230.0	217.7	217.5	204.0	216.7	199.5	212.5	194.9	235.8	221.1	227.9	240.4	210.5	232.1	228.6	235.5	254.7	250.3
	長期借入金指数	100	95	95	89	94	87	92	85	103	96	99	105	92	101	99	102	111	109
	引当金	20.8	23.0	22.2	21.9	22.8	23.6	26.4	21.9	22.2	26.2	26.2	26.7	27.0	25.9	25.5	25.4	22.0	22.4
その他	45.0	47.9	45.2	50.2	49.5	65.3	56.0	43.3	53.3	59.4	67.1	66.2	46.8	59.4	52.1	48.7	50.4	56.0	
純資産	資本金	52.6	53.4	54.4	54.8	56.3	56.4	56.6	56.8	64.7	71.6	71.8	71.8	72.7	72.7	72.8	72.9	73.8	72.7
	資本金指数	100	102	103	104	107	107	108	108	123	136	137	137	138	138	138	139	140	138
	資本剰余金	28.3	29.8	34.1	42.8	53.2	61.3	60.9	53.7	68.0	86.5	81.7	90.9	90.8	96.8	100.5	112.0	113.3	133.5
	資本剰余金指数	100	105	120	151	188	217	215	190	240	306	289	321	321	342	355	396	400	472
	利益剰余金	94.1	78.4	98.1	90.7	100.7	95.4	134.8	145.2	171.2	154.0	176.9	170.9	191.5	208.8	231.2	245.9	265.6	293.1
	利益剰余金指数	100	83	104	96	107	101	143	154	182	164	188	182	204	222	246	261	282	311
	その他	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5	11.2	11.3	2.7	-3.6	-1.2	-1.5	-1.7	1.0	6.6	6.6	7.6	1.2	4.9
計	175.0	161.6	186.6	188.3	213.7	224.3	263.6	258.4	300.3	310.9	328.9	331.9	356.0	384.9	411.1	438.4	453.9	504.2	
負債及び純資産合計	890.7	845.0	846.8	838.7	884.5	923.7	952.8	907.7	987.8	1,015.4	1,026.6	1,050.4	1,024.7	1,108.0	1,128.7	1,151.2	1,196.9	1,288.3	
負債及び純資産合計指数	100	95	95	94	99	104	107	102	111	114	115	118	115	124	127	129	134	145	

資料：財務省 『法人企業統計年報』 各年版より算定、作成

(145) に、約 1.5 倍に順調に拡大している。この期間、製造業の総資産の伸びが、1.1 倍であるから、非製造業 1.5 倍は順調に成長していたとみることができる（表 9-2、図 10 参照）。しかし、非製造業の有形固定資産はこの期間約 1.0 倍で伸びていないのは、この期間日本経済の成長率が低成長率の状況であったからである。ちなみにこの期間の名目経済成長率の年度平均が 0.28% であり、実質年度平均経済成長率が 0.96% であったのである⁽²⁾。

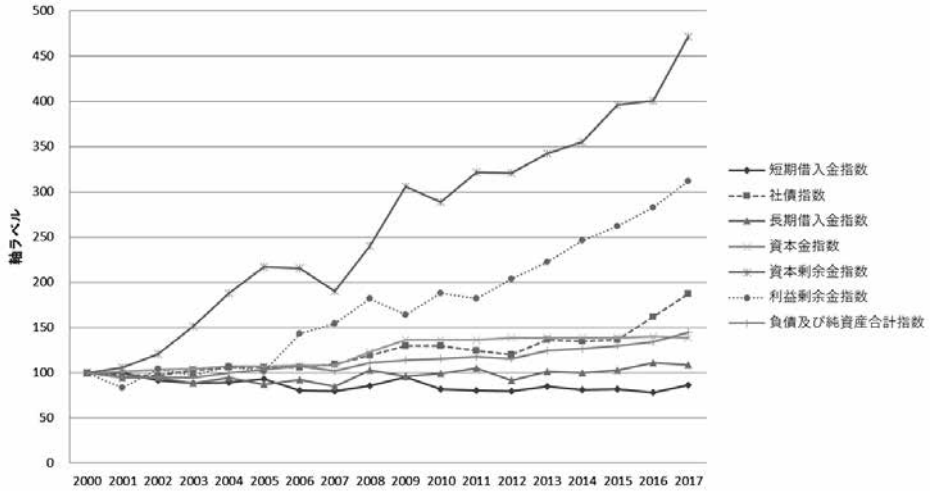
② 負債・純資産の伸びの推移（非製造業）

2000～2017 年度における非製造業の負債・純資産による資金調達への伸びについて分析する。この期間の負債による資金調達のトップは、社債の発行で、2000 年度 33.9 兆円（100）が、08 年度 40.4 兆円（119）に上昇し、13 年度 46.2 兆円（136）、16 年度 54.9 兆円（162）、17 年度 63.3 兆円（187）に、2000 年度に比較し約 1.9 倍に増加している。

次に伸びた負債による資金調達は、長期借入金で、2000 年度 230 兆円（100）、08 年度 235.8 兆円（103）へ、その後停滞的推移し、13 年度 232.1 兆円（101）、16 年 254.7 兆円（111）、17 年度 250.3 兆円（109）へ、2000 年度に比較し約 1.1 倍に増加している。

この期間は、1999 年 2 月日銀ゼロ金利政策導入、16 年 1 月 29 日マイナス金利政策決定、2 月

図 11 負債・純資産の伸びの推移（非製造業）



注) 2000 年度を 100 としている。

資料：財務省 『法人企業統計年報』 各年版より算定，作成

16 日スタート，マイナス金利幅 0.1%，6 月には，10 年物国債利回りゼロ%程度にくぎ付けする長短金利操を作導入し，ゼロ金利政策が続いている。

しかし，非製造業においても，超低金利にもかかわらず有利子支払コストのかかる長・短借入金の借り入れは振るわず，社債発行についても 16 年度，17 年度に，超低金利で長期資金を確保するため，若干伸びてはいるが，全体的に低調である。特に短期借入金依存は，2000 年度の 150.4 兆円（100）が，08 年度 128.4 兆円（85），16 年度 117.6 兆円（78），17 年度 129.5 兆円（86）に，2000 年度比 14 ポイントマイナスとなりこの期間返済を進めていることがわかる。

有利子支払コストのかからない純資産の内訳で一番伸びたのが，資本剰余金で，2000 年度 28.3 兆円（100）が，03 年度 42.8 兆円（151）に増加し，08 年度 68 兆円（240）に，13 年度 96.8 兆円（342）へ増加，16 年度 113.3 兆円（400），17 年度 133.5 兆円（472）に著増し，2000 年度比約 4.8 倍に増加を見せたのである。その次に伸びたのは利益の内部留保である利益剰余金で，2000 年度 94.1 兆円（100）が，08 年度 171.2 兆円（182）に増加，その後順調に増加し，13 年度 208.8 兆円（222）へ，16 年度 265.6 兆円（282），17 年度 293.1 兆円（311）へ著増し，2000 年度比約 3.1 倍に増加し，利益の内部留保を進めたことがわかる。この期間の非製造業の税引前当期純利益の伸びは 2000 年度の 10.6 兆円から 17 年度 54 兆円へ 5.1 倍に伸びており，売上が停滞的にもかかわらず利益は大幅に伸びたのである（表 2，表 3 参照）。資本金の伸びは，2000 年度 52.6 兆円（100）が，08 年度 64.7 兆円（123）で，その後なだらかに拡大し，13 年度 72.7 兆円

表 11 自己資本比率の推移（全産業・製造業、非製造業）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
自己資本比率（全産業）	26%	25%	27%	28%	30%	30%	33%	34%	34%	34%	36%	35%	37%	38%	39%	40%	41%	42%
自己資本比率（製造業）	38%	38%	39%	41%	42%	43%	44%	43%	42%	44%	44%	43%	44%	45%	45%	50%	48%	49%
自己資本比率（非製造業）	20%	19%	22%	22%	24%	24%	28%	28%	30%	31%	32%	32%	35%	35%	36%	38%	38%	39%

資料：財務省 「法人企業統計年報」各年版より算定、作成

(138) へ、16年度73.8兆円(140)、17年度72.7兆円(138)と、2000年度に比較し、約1.4倍に増加している。

以上のように、非製造業のこの期間の資金調達は、支払利子コストのかからない純資産のうちの資本剰余金が4.8倍に伸び、次に利益剰余金3.1倍に増加し、資本金が1.4倍で、資産投資の多くを賄っていることがわかる。ゼロ金利が長く続いている中での、有利子負債の、社債発行は、1.9倍に増加し、長期借入金は、1.1倍で、短期借入金伸びはマイナス14ポイントと借入期の返済を進めていることが分かった。

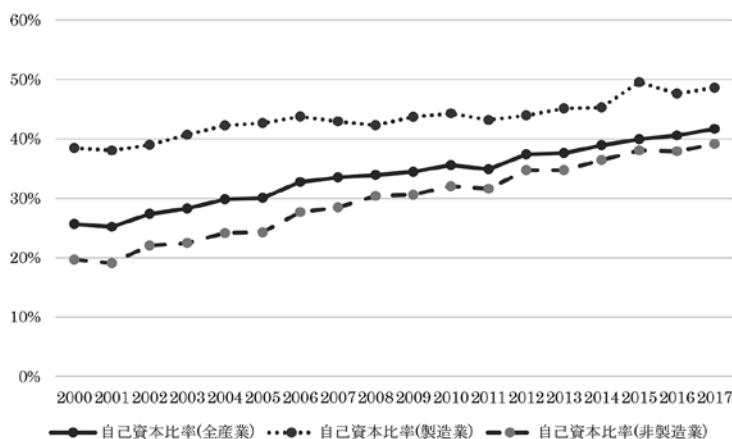
この期間の非製造業の売上高は、2.1倍であったが、税引前当期純利益が5.1倍に伸び、内部留保である利益剰余金の積み上げが進んだことを示している。純資産の部の自己株式を含む資本政策による会社再編において、自己株式がもたらす自己株式交換差益が「その他資本剰余金」に計上され資本剰余金を拡大させたと考えられる。つまり超低成長経済が続く状況で純資産の部の利子支払いコスト不要の資金である資本剰余金、利益剰余金の財源が、M&A等の投資有価証券投資に貢献したと考えられるのである。他方、この期間に、金融市場が不安定化する経営環境で現金・預金の支払流動資金として、1.8倍の増加が見られたのである(表10、図11参照)。

5. 2000～2017年度の自己資本比率の推移（全産業・製造業・非製造業）

(1) 製造業の自己資本比率の分析

2000～2017年度における自己資本比率（純資産／負債＋純資産）は、製造業において2000年度38%が、03年度41%、08年度43%、15年度50%、17年度49%へ、2000年度比9ポイント上昇したのである。この期間における製造業の自己資本比率の著増の要因は、有利子支払コスト資金である社債発行が約50%減、長期借入金が約7%微増し、短期借入金が20%減少し、負債の削減を進める一方で、その反対に、純資産の利益剰余金が約53%著増、資本剰余金が40%増加させ、資本金が横ばいで変動なく純資産が2000年度161.7兆円(100)から17年度229.3兆円(142)へ著増をしたためである。つまり負債の減少と純資産の増加により負債＋純資産の伸びが約1.1倍とほとんど横ばいで推移するなか、純資産の1.4倍の増加が自己資本比率を49%ま

図12 自己資本比率の推移（全産業・製造業・非製造業）



資料：財務省 「法人企業統計年報」各年版より算定，作成

で上昇させたのである（表11，図12参照）。

製造業のこの期間における17年度49%の自己資本比率の伸びは、売上高が、2000年度420.9兆円（100）から17年度406.2兆円（97）へ3ポイントのマイナスの停滞的状況のなか、要支払子コスト資金の節約と支払コストの伴わない「資本剰余金」及び利益の内部留保である「利益剰余金」に依存する資本政策を実施した結果である。いわゆる、日本経済の将来展望の描きにくい長期わたる超低経済成長率、超低金利、低物価上昇率のデフレ経済現象における製造業企業の財務政策は、2008年9月15日の米大手投資銀行のリーマン・ブラザーズの倒産による世界的な金融市場危機を経て、リスク投資案件に対して、利益留保である「利益剰余金」、株主に帰属する「資本剰余金」を中心とするコスト不要資金を利用する保守的かつ安全な流動性維持政策を第一とする財務構造を追求していたことがわかる。

(2) 全産業の自己資本比率の分析

2000～2017年度においての全産業の自己資本比率は、2000年度約26%が、03年度28%へ若干上昇し、08年度約34%、09年度約35%、16年度41%、17年度約42%へ、2000年度比16ポイント上昇したのである（表11，図12参照）。

この期間の全産業の自己資本比率の上昇要因は、負債である有利子支払コスト資金節約のため、短期借入金は15%減少し、返済が進み、長期借入金は8%上昇したのみで、ほぼ横ばいである。超低金利下で、社債は2000年度54.5兆円（100）が、その後08年度まで100を下回り、発行額より償還額が上回っていたが、09年度で57.9兆円（106）、15年度で55.6兆円（102）、16

年度 65.4 兆円 (120) へ 20% の増, 17 年度 73.7 兆円 (135) が 2000 年度比 35% 増加した, 日銀の 16 年 1 月のマイナス金利の導入, 9 月の長短金利のゼロ金利誘導において長期資金確保のために, 急上昇したことがわかる。この期間の資金調達的主力は, 支払コスト不要の純資産の部の資本剰余金が 3.0 倍上昇し, 利益留保である利益剰余金が 17 年度 446.4 兆円の 2.3 倍に上昇したことによる。資本金は 1.2 倍の微増の横ばいで推移している。つまり, この期間の経済成長が停滞的で総資産投資は, 約 1.3 倍の増加したのみで, これに対して全産業企業の資本政策は, 利益留保である利益剰余金 2.3 倍増, 株主に帰属する資本剰余金 3.0 倍増に依存する一方で, 有利子負債資金を極力返済する, 低コストの長期安定資金確保のための社債発行を, 16 年度, 17 年度に選択したことによる自己資本比率の著増であったのである。(表 7, 図 7 参照)。

(3) 非製造業の自己資本比率の分析

2000～2017 年度における非製造業の自己資本比率は, 2000 年度 20% が, 徐々に上昇し, 08 年度 31% に, 13 年度 35%, 16 年度 38%, 17 年度 39% へ, 19 ポイントの大幅な上昇をみたのである (表 11, 図 12 参照)。

この期間の非製造業の自己資本比率の著増の要因を分析すると, 有利負債の短期借入金が, 2000 年度 150.4 兆円 (100) が, 一貫して減少し 09 年度 142.6 兆円 (95) に, 16 年度 117.3 兆円 (78), 17 年度 129.5 兆円 (86) となり, 2000 年度比マイナス 4 ポイントで, 返済が借入れを上回ったのである。長期借入金は, 2000 年度 230.0 兆円 (100) が, 05 年度 199.5 兆円 (87) まで低下したが, 08 年度 235.8 兆円 (103) に反転し, 以後, 16 年度 254.7 兆円 (111) へ, 17 年度 250.3 兆円 (109) で, 2000 年度比 9% の微増を見せ横ばいで推移したのである。有利子負債で一番伸びた資金調達は, 社債発行で, 2000 年度 33.9 兆円 (100) が, 08 年度 40.4 兆円 (119) へ増加し, 15 年度 46.1 兆円 (136) で, 16 年度 54.9 兆円 (162), 17 年度 63.3 兆円 (187) へ著増したのである。この期間の 16 年度にマイナス金利政策の導入, 長短金利の 0% への金利誘導政策による超低金利下での長期安定資金を比較的有利に確保するために利用されたのである。

やはりこの期間の資金調達的主力は, 利子コスト不要資金である純資産のうちの利益留保である利益剰余金が, 2000 年度 94.1 兆円 (100) が, 08 年度 171.2 兆円 (182), 16 年度 265.6 兆円 (282), 17 年度 293.1 兆円 (311) へと約 3.1 倍に著増したのである。次に増加したのは株主に帰属する準資本金である資本剰余金で, 2000 年度 28.3 兆円 (100) が, 16 年度 73.8 兆円 (140), 17 年度 72.7 兆円 (138) 約 38% 増加したのである。資本金は, 2000 年度 52.6 兆円 (100) が, 08 年度 64.7 兆円 (123) へ増加, 16 年度 73.8 兆円 (140), 17 年度 72.7 兆円 (138) へ 2000 年度比約 1.4 倍に増加した。この期間の負債 + 純資産合計が約 1.4 倍増であったことから, この期間の日本経済の資産投資が停滞的であったことを示している (表 10, 図 11 参照)。ちなみにこの期

間において有形固定資産投資の伸びは2%増を示したのみである（表9-2、図10参照）。

以上のように、非製造業の自己資本比率はこの期間19ポイント伸び、17年度39%に上昇したのである。この比率の上昇の要因は、支払コスト不要資金の純資産の部の資本剰余金及び利益剰余金の著増によるのである。有利子負債資金の短期借入金は返済が上回り、長期借入金の若干の増大は見るが横ばいに推移し、社債については、ゼロ金利下の超低金利と巨額な長期安定資金を比較的有利に確保できるため、16年度以降に発行が増大したのである。たとえば、ソフトバンクグループは、2016年4月20日第50回無担保社債300億円、利率2.48%を発行、同年4月20日第49回無担保社債200億円、利率1.94%、同年9月16日期限前償還条項付無担保社債第1回556億円、3.00%、同前第2回154億円、3.50%を発行、同年9月30日、同前無担保社債第3回4,000億円、利率3.00%発行、2017年3月8日第52回無担保社債500億円、利率2.03%、同年3月16日に第51回無担保社債4,000億円、利率2.03%などを発行している⁽³⁾。

6. 本邦対外資産負債投資の分析——2000～2018年末を中心に——

(1) 対外純資産投資の分析

これまで2000～2017年度の株式会社財務の分析において次のような特徴が析出できた。

まず、全産業・製造業・非製造業のROE、ROAはいずれも2001年年度の金融市場不安（日経平均株価終値、02年8,303.39円、03年7,607.98円まで下落）と2008年度のリーマンショック時に低下を見せ、その後順調に回復基調を見せる（図1・2・3参照）。

同期間の全産業・製造業・非製造業の資産投資の分析では、投資有価証券、無形固定資産が大幅に上昇し、有形固定資産、短期有価証券投資が停滞的で横ばい、又は低下していたのが特徴である。こうした無形固定資産投資、投資有価証券が拡大する投資に対する資金手当ては、その主な資金原資が、日銀のマイナス金利政策、長短金利の0金利誘導政策にもかかわらず超低利率の長短借入金は拡大せず、かろうじて16年度、17年度に社債発行による長期安定資金確保がみられた。しかし投資有価証券投資等資金の主な原資は貸借対照表の純資産を構成する株主払込資本のうちの資本金に組入れない積立金である「資本剰余金」及び、利益留保である「利益剰余金」に依存していたのが特徴である。この期間のこうした株式会社の収益源泉と資産投資は、国内投資を弱め、主に成長が見込める新興国経済を中心とした海外国際市場への現地工場建設設備投資、M&A投資と考えられるので⁽⁴⁾、ここで対外資産投資残高の推移を分析することにより、日本の株式会社財務のその収益源泉の実態を解明する。

表 12 本邦対外資産負債残高の推移（暦年末）

国際収支マニュアル第 6 版準拠 (BPM6)

単位：10 億円 (Billion Yen)

		資産残高 Total assets								負債残高 Total liabilities					対外純資産 Net international investment position	対外純資産 指数		
		資産残高 指数	直接投資 Direct investment	直接投資指数	証券投資 Portfolio investment	証券投資指数	金融派生商品 Financial derivatives (other than reserves)	その他投資 Other investment	外貨準備 Reserve assets	負債残高 指数	直接投資 Direct investment	証券投資 Portfolio investment	金融派生商品 Financial derivatives (other than reserves)	その他投資 Other investment				
平成12年末	End of 2000	341.520	100%	32.307	100%	150.115	100%	381	117.239	41.478	208.473	100%	6.096	101.609	366	100.402	133.047	100%
平成13年末	End of 2001	380.067	111%	39.841	123%	169.990	113%	395	117.069	52.772	200.810	96%	6.918	87.752	467	105.673	179.257	135%
平成14年末	End of 2002	366.472	107%	37.010	115%	167.203	111%	404	105.792	56.063	191.163	92%	9.902	73.189	445	107.628	175.308	132%
平成15年末	End of 2003	386.253	113%	36.647	113%	184.353	123%	524	92.645	72.083	213.435	102%	10.325	92.873	727	109.510	172.818	130%
平成16年末	End of 2004	434.400	127%	39.116	121%	209.247	139%	599	97.718	87.720	248.602	119%	10.634	120.091	1.121	116.756	185.797	140%
平成17年末	End of 2005	506.664	148%	46.079	143%	249.493	166%	3.104	108.544	99.444	325.965	156%	12.377	181.959	3.921	127.709	180.699	136%
平成18年末	End of 2006	558.733	164%	54.103	167%	278.757	186%	2.739	116.698	106.435	343.651	165%	13.430	209.696	3.587	116.938	215.081	162%
平成19年末	End of 2007	611.050	179%	62.416	193%	287.687	192%	4.442	146.227	110.279	360.828	173%	15.703	221.487	4.964	118.674	250.221	188%
平成20年末	End of 2008	520.131	152%	62.692	194%	215.682	144%	7.022	141.752	92.983	294.223	141%	19.408	139.907	7.761	127.146	225.908	170%
平成21年末	End of 2009	555.956	163%	69.340	215%	261.989	175%	4.251	123.599	96.777	287.710	138%	19.555	141.496	5.213	121.445	268.246	202%
平成22年末	End of 2010	561.448	164%	68.925	213%	269.207	179%	4.287	129.700	89.330	305.542	147%	18.735	152.051	5.267	129.488	255.906	192%
平成23年末	End of 2011	583.100	171%	75.565	234%	262.639	175%	4.188	140.192	100.517	317.359	152%	18.824	157.481	5.641	135.413	265.741	200%
平成24年末	End of 2012	658.927	193%	91.232	282%	308.099	205%	4.623	145.509	109.464	359.625	173%	19.227	180.504	5.326	154.568	299.302	225%
平成25年末	End of 2013	797.686	234%	119.302	369%	361.253	241%	8.207	175.394	133.529	471.955	226%	19.551	252.008	8.656	191.739	325.732	245%
平成26年末	End of 2014	930.496	272%	142.017	440%	398.055	265%	56.288	183.057	151.080	579.382	278%	23.748	285.492	59.555	210.586	351.114	264%
平成27年末	End of 2015	938.308	275%	151.832	470%	411.792	274%	45.080	181.121	148.553	611.209	293%	24.770	321.051	45.692	219.696	327.189	246%
平成28年末	End of 2016	986.289	289%	158.885	492%	441.421	294%	43.451	199.971	142.560	649.982	312%	28.232	325.214	45.471	251.066	336.306	253%
平成29年末	End of 2017	1,013.364	297%	175.141	542%	463.396	309%	33.880	198.340	142.406	684.062	328%	28.926	376.721	33.971	244.444	329.302	248%
平成30年末	End of 2018	1,018.038	298%	181.704	562%	450.844	300%	32.166	213.048	140.276	676.482	324%	30.711	351.269	30.723	263.778	341.556	257%

(注1) 平成 25 年末までの計数は、国際収支マニュアル第 5 版基準統計を第 6 版の基準により組み替えたもの（ただし、平成 25 年末は、平成 26 年末との比較可能性を向上させるため、一部組み替え方法を変更している）。

(注2) 平成 26 年末より国際収支マニュアル第 6 版に準拠。

(注3) 令和元年 5 月 24 日付で、平成 29 年末の計数について一部改訂を行っている（年次改訂）。

資料：財務省ホームページ 2019 年 8 月 30 日

① 対外純資産投資推移の分析

表 12、図 13 において、対外純資産投資の推移を分析し、2000～2018 年末における、わが国株式会社の投資有価証券投資、M&A による合併・買収による直接投資増大による、無形固定資産の増大の根拠を明らかにする。

海外純資産（＝資産残高－負債残高）は、2000 年末 133 兆円（100）が、07 年末 250 兆円（188）まで順調に拡大したが（2002 年末、2003 年末少し足踏みを見せるのを除き）、リーマンショックの 08 年末 226 兆円（170）に低下したが、それ以降、対外資産投資の旺盛な大幅な拡大を見せ、14 年末 351 兆円（264）のピークをつけ、18 年末 342 兆円（257）で、2000 年末に比較し、約 2.6 倍まで増加したのである。

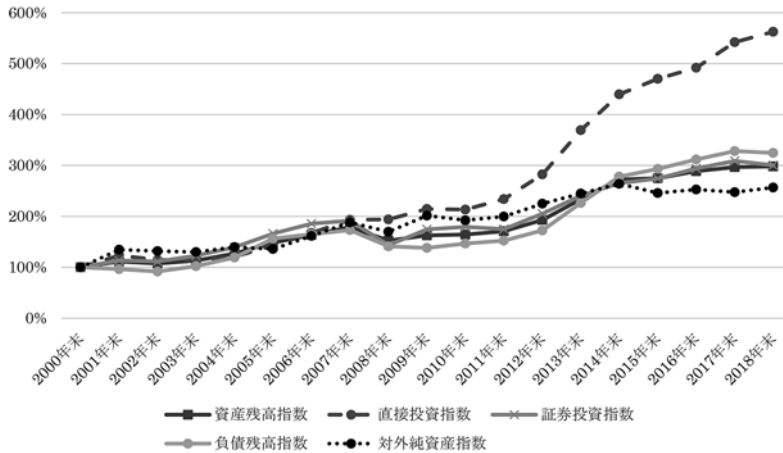
以上のことから、2000～2018 年末の、わが国の対外純資産が順調に増大し、国内有形固定資産投資が停滞的であったのに対して海外資産投資が順調に拡大していたことが明らかとなる。

次に 2000 年末以降の対外純資産投資推移分析において、対外純資産の伸びを支えた主なる対外資産内訳について分析する。

② 対外資産残高内訳の推移の分析

2000～2018 年末における対外資産残高内訳項目の推移を分析する。「対外資産とは、わが国の

図 13 本邦対外資産負債残高の推移



注) 2000年度を100としている。

資料：財務省ホームページ 2019年8月30日

居住者が非居住者に対して有する、金銭的価値で評価でき、金銭の支払いにより履行を請求し得る資産である」(財務省：「本邦対外資産負債残高」用語解説により、以下同じ)。資産残高は、2000年末342兆円(100)が、02年末366兆円(107)を除き07年末の611兆円(179)まで順調拡大している。リーマンショックの08年末は520兆円(152)に著しく低下するが、それ以降順調に拡大し、18年末1,018兆円(298)まで拡大し、2000年末比約3倍に上昇をみせている。

次に、資産残高の伸びの主な資産残高内訳項目を分析し、その伸びを支えた資産残高項目を明らかにする。

1) 直接投資の推移の分析

「資産の部の直接投資とは、本邦から外国への直接投資(対外直接投資)に該当する出資等(原則として、議決権の10%以上となる出資)、及び収益の再投資(未配分収益に対する持分)、対外直接投資先への貸付金から借入れを差し引いたネットの貸付け等である」(財務省：同前より)。すなわち、現地法人の設立、M&Aによる対外法人を合併・買収等による企業経営等に直接にかかわる投資に当たると考えられる。この対外直接投資の推移は、2000年末32兆3,070億円(100)が、それ以降順調に拡大し、08年末62兆6,920億円(194)と上昇し続け、18年末181兆7,040億円(562)へ、2000年末に比較し約5.6倍に拡大したのである。資産残高のうちでこの期間一番拡大した直接投資である。いかに、経済成長著しい新興国を中心に直接投資が拡大したかがわかるのである⁽⁵⁾。一方、国内経済が停滞する状況で国内の設備投資等が比較的低位で

あったことを物語るもので、有形固定資産投資が停滞的で、国内の経済成長には貢献していなかったことがわかる（表6, 表8, 表9-2, 表12, 図13参照）。

2) 証券投資の推移の分析

「証券投資とは、資産運用目的の株式及び債券投資である。居住者が保有する非居住者発行株式、投資信託、及び居住者が保有する非居住者発行債券、1年超の中期債、1年以内の短期債である」（財務省：同前による）。余資運用の有価証券投資を含む、海外の優良会社への生産・流通・購買を含む取引関係を強め、海外現地法人の生産性を高めるべく投資有価証券取得したと考えられる有価証券投資は、2000年末150兆円（100）が、07年末288兆円（192）に上昇し、リーマンショックの08年末216兆円（144）に低下を見せるが、その後回復し、17年末464兆円（309）へ、18年末450兆円（300）に若干下がるが、2000年末比3.0倍に拡大、この期間の証券投資は、順調な拡大基調にあると考えられる。この証券投資の推移は、ほぼ資産残高推移と同じトレンドを示している（図13参照）。

3) 外貨準備の推移の分析

「外貨準備とは、通貨当局の管理下にある、直ちに利用可能な対外資産である」（財務省：同前による）。2000～2018年末における対外純資産が、直接投資、有価証券投資の順調な拡大により外貨準備の順調な拡大を見る。外貨準備残高は、2000年末41兆4,780億円（100）が、08年末92兆9,830億円（224）に、その後順調に拡大し17年末142兆4,060億円（343）に上昇し、18年末140兆2,760億円（338）へ、2000年末比約3.4倍に拡大したのである（表12参照）。この期間の外貨準備の伸びが3.4倍であるのに対して、資産残高の伸びが約3.0倍であったことから、外貨準備が0.4ポイント上回ったのである。

(2) 対外負債残高の推移の分析

「対外負債とは、わが国の居住者が非居住者に対して有する金銭的価値で評価でき、金銭の支払いにより履行し得る負債」である（財務省：同前による）。対外負債残高（＝直接投資＋証券投資＋金融派生商品＋その他投資）は、海外現地法人、国内の本社、国内の投資家が、海外金融機関等からの長・短借入金、外国通貨建社債券の発行による調達資金、海外調達資金の現地法人等の債務残高と考えられる。

対外負債残高は、2000年末208兆円（100）が、01年末201兆円（96）、02年末191兆円（92）へ若干低下し、その後回復し07年末361兆円（173）まで増大し、リーマンショックの08年末294兆円（141）、09年末288兆円（138）に一時足踏みをするが、それ以降順調に増大し17年末

684兆円（329）、18年末676兆円（325）へ2000年末比約3.2倍まで増大したのである。

したがって、この期間の対外負債残高も、3.2倍まで増大し、資産残高の伸び約3.0倍を凌駕していたことから、海外での日本法人の負債資金の利用による投資が進んでいたことを示すものとなっている。

① 対外負債残高の主たる内訳項目推移の分析

1) 対外負債による直接投資残高項目推移の分析

対外負債による直接投資とは「外国から本邦への直接投資（対内直接投資）に該当する出資等（原則として、議決権の10%以上となる出資）、収益の再投資（同前）、外国投資先からの借入れから貸付を差し引いたネットの借入金等である」（財務省：同前による）。直接投資は、2000年末4兆9,750億円（100）が、02年末9兆9,180億円（199）で、08年末19兆4,080億円（390）、17年末28兆9,260億円（581）、18年末30兆7,110億円（617）へと拡大し、2000年度比6.1倍に伸びたのである。この期間における本邦への直接投資が2013年以降著増したことがわかる。

2) 対外負債による証券投資残高項目推移の分析

対外負債証券投資とは「非居住者が保有する居住者発行株式、投資信託、及び非居住者が保有する居住者発行債券（原償還期間が1年超の長期債券、原償還期間が1年以内の短期債券）である」（財務省：同前による）。証券投資は、2000年末101兆6,090億円（100）が、02年末73兆1,890億円（72）に縮小し、08年末139兆9,070億円（138）に著増、17年末376兆7,210億円（371）、18年末351兆2,690億円（346）へと拡大し、2000年度比3.4倍に伸びたのである。この期間における本邦への対外負債証券投資が2005年以降著増したことがわかる。

おわりに

表9-1において、この期間（2000年度GDPが528.4兆円から2017年度同前547.4兆円へ、1.035倍である）の日本経済の成長率を見ると、ほとんど経済成長していないことがわかる。この期間の名目年度平均成長率は、0.28%である。同期間の実質年度平均成長率は0.96%である。

国内では、経済が停滞していたことがわかるが、ROEが全産業で2000年度2.5%が2017年度8.8%へ著増、製造業ROEが2000年度3.1%から17年度9.3%へ、非製造業の同年度のROEが1.9%から8.0%へ著増した。

この期間の利益構成比率（営業外収益／営業利益）は、全産業で2000年度49.7%が、2009年度73.8%、2017年度42.3%であり、不況期で営業外収益に依存していることがわかる。製造業

の利益構成は2000年度42.5%が2009年度141.4%で、2017年度56.1%であり、不況期の営業外収益依存が強く表れている。非製造業でのその比率は2000年度54.6%が2008年度64.2%、2017年度36.0%で、2012年度以降営業利益に依存する正業による収益が大きくなっている。

資産の伸びのが高いのが、全産業で投資有価証券で2000年度107.8兆円(100)が2017年度342.8兆円(318)に3.1倍増加した。この期間の総資産の伸び率は1.3倍であったことから投資有価証券の伸びの著しいことがわかる。次に伸びた資産は無形固定資産で2000年度16.5兆円(100)が2017年度24.5兆円(148)であった。こうした傾向は製造業において著しい傾向がみられる(図8参照)。非製造業においては投資有価証券投資が著増するが、無形固定資産はあまり伸びていない(図10参照)。

こうした資産投資を支えた主な資金調達は、全産業で2000年度の資本剰余金が57.8兆円(100)2017年度174.7兆円(302)に3倍に増加した。次に、2000年度の利益剰余金で194.1兆円(100)が、2017年度446.4兆(230)の2.3倍に増加した、いわゆる会社による利益積立が446兆円あるとのことで賃金を上げる方に使ってはどうかとの議論が出たほどである。こうした、純資産の資本剰余金と利益剰余金に依存する資金依存傾向は製造業(図9参照)、非製造業(図11参照)においてもみられる。有利子負債への依存は少ないのである。

この期間の製造業の自己資本比率は、2000年度の38%から2017年度49%へ9ポイント増加した。全製造業の同比率は2000年度26%が17年度42%へ2000年度比16ポイントの大幅増加となった。非製造業の自己資本比率は2000年度20%が2017年度39%に2000年度比19ポイント増加した。

2000年代の初めの03年5月には、りそな銀行へ公的資金注入の国有化、03年11月29日には足利銀行が一時国有化されるなど⁽⁶⁾ 金融市場の不安定な時期であった。08年9月には米投資銀行リーマン・ブラザーズが倒産し世界的な金融危機を引き起こした。こうした内外の金融不安の中、企業は保守的な財務政策をとり内部留保を厚くするとともに、要コスト有利子負債は極力返済し自己資本比率を高めたのである。

国内経済は停滞的で、日本の企業は、海外現地法人を設立し新興中進国を中心に海外投資を増加させたのである。その分析が、本邦対外資産負債の分析である。対外資産残高2000年末342兆円(100)が、08年末520兆円(152)に上昇し、2018年末1,018兆円(298)まで拡大した。その資産残高の主な投資は、直接投資で2000年末32兆3,070億円(100)が、18年末181兆7,040億円(562)へ、2000年末比5.6倍に拡大したのである。この時期にわが国企業が海外でM&A等の直接投資を拡大したことを示すもので、海外投資活動から利益を確保したと考えられる。この時期、証券投資も拡大した。2000年末150兆円(100)が、18年末450兆円(300)まで拡大した。会社を含む個人投資家等が海外の株式・債権投資を積極的に行ったことを示してい

る。外貨準備も順調に拡大した。2000年末41兆4,780億円（100）が18年末140兆2,760億円（338）へ、2000年末比3.4倍に拡大した。

以上のように、国内経済成長が停滞する2000年度から2017年度の期間において、日本企業は海外に利益源泉を求め海外投資活動を進めたことがわかる。国内の経済停滞を海外直接投資、証券投資とその収益である営業外収益に依存する経営を模索し、財務構造は自己資本比率を高め長期安定的な資本政策をとってきたのである。

《注》

- (1) 金融の量的質的緩和政策、日銀のマイナス金利政策等は、白井さゆり（『経済教室』『日本経済新聞』朝刊 2016年11月25日）を参照されたい。
- (2) 名目経済成長率は、2000年度1.2%、01年度-1.8%、02年度-0.8%、03年度0.6%、04年度0.7%、05年度0.8%、06年度0.6%、07年度0.4%、08年度-4.0%、09年度-3.4%、10年度1.5%、11年度-1.1%、12年度0.1%、13年度2.6%、14年度2.2%、15年度2.8%、16年度0.7%、17年度2.0%で、この期間の年度平均名目経済成長率が0.28%である。この期間の年度平均実質経済成長率が0.96%である（表9-1参照されたい）。
- (3) ソフトバンクグループの社債発行情報は、日経テレコム 起業イベント、2018年5月31日による。
- (4) 松元 崇氏は、2008年のリーマンショック以降、特に顕著なわが国輸出と海外現地法人の売上高の推移を示し、海外現地法人の売上高が伸び、国内の生産をベースにした売上高が伸びていないことを明らかにしている（図表9「わが国からの輸出と海外現地法人売上高の推移」松元 崇著 前掲書38～40頁参照されたい）。及び海外設備投資と海外へのM&A（IN-OUT）が2004年以降大きく伸び、リーマンショック後の2009年から10年にかけていったん足踏みするが、その後2015年にかけてその伸びの勢いを取り戻している姿を明らかにしている（図表10『「広義の投資」の長期推移」松元 崇著 前掲書39～41頁参照されたい）。
- (5) 「世界の海外直接投資の残高は2018年で30兆9000億ドルと前年比で4%減少した。この減少は10年ぶりの減少で、経済のデジタル化で生産設備の必要性が低下してきたという構造要因が絡む」と指摘されている（『きしむグローバル化——直接投資残高10年ぶり減——』『日本経済新聞』朝刊2020年8月25日）。「直接投資は経済規模が大きく、法規制も整った先進国間でなされることが多い。だが、近年は投資の受け手として、規制緩和を進める中国など新興国の存在感が高まっている。2018年は新興国が投資受け入れ額（残高ベース）の3分の1を占め、過去15年間でシェアが10ポイント高まった。資金の出し手としては米欧日など先進国の企業が4分の3にのぼる」のである（『きょうのことば：海外直接投資——国際分業経済の効率高く——』『日本経済新聞』朝刊 2020年8月25日）。
- (6) 足利銀行は2003年11月29日預金保険法第74条第5号に基づき「危機管理」を申し出て、内閣総理大臣が、預金保険法第102条第1項の第3号に定める措置の必要性を受けるとともに、一時国有化（特別危機管理銀行）に決定された（ライサ・スルタン稿「足利銀行倒産に伴う借り手側中小企業の金融支援の在り方に関する考察」日本財務管理学会編『年報日本財務管理研究』第30号 2019年5月 69～73頁参照）。

（提出日 2020年9月23日）

