

リーマンショック後の製造業の国内外収益と設備投資

株式会社日本政策投資銀行 産業調査部 課長 鈴木 英介

【要旨】

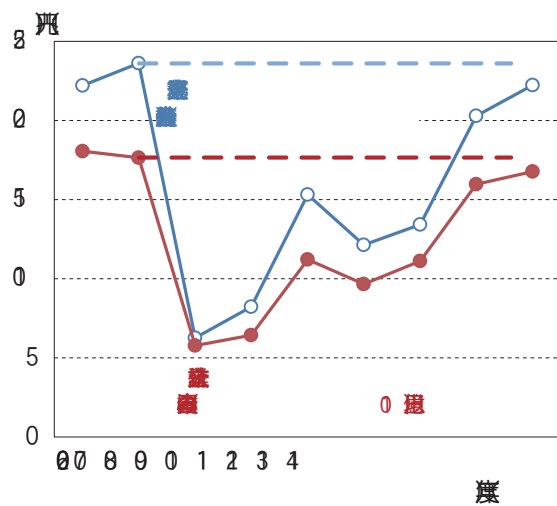
2013年4月に始まる日銀の異次元の金融緩和により円の為替レートは大幅な円安が進行した。こうした中で上場製造業の連結経常利益は3期連続の増益となり、リーマンショック前の水準をほぼ回復した。本稿では企業の海外展開が収益や売り上げ構造に与えた影響を確認するとともに、連結と国内外での設備投資動向にどのような傾向がみられるかを分析する。

1. 製造業の企業収益の動向

2013年4月に始まる日銀の異次元の金融緩和により円の為替レートは大幅な円安が進行した。こうした中で上場製造業の連結経常利益は3期連続の増益となり、リーマンショック前の水準をほぼ回復した(図表1)。国内企業の単体決算に限ってみても、法人企業統計に

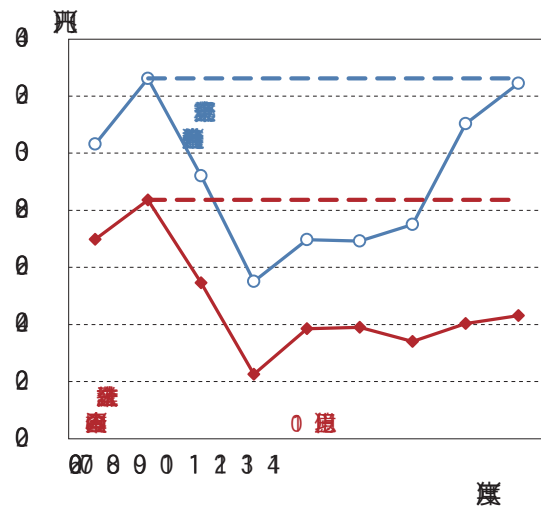
よる大企業製造業の経常利益は、リーマンショック前並の水準となったと見込まれ、主要業種では鉄鋼の利益回復が遅れているものの、輸送機械では連結、国内のいずれでみても過去最高益となったとみられる。他方、売上高をみると、連結ではほぼリーマンショック前の水準を回復した一方、国内での戻りは鈍く08年を

図表1 大企業製造業の経常利益



- (備考)
1. 上場企業は06~14年度にかけて連続してデータ入手可能な企業について、親子上場による重複を控除の上、集計経常利益は818社、売上高は795社(14年度のうち、決算発表前の企業については、計画値)
 2. 3月期決算企業が最も多いことから、3月期を中心として、例えば12年10月期~13年9月期の決算を12年度決算として扱った
 3. 法人企業統計は日銀短観15年3月調査の伸び率で延長
 4. 点線はそれぞれ07年の水準

図表2 大企業製造業の売上高



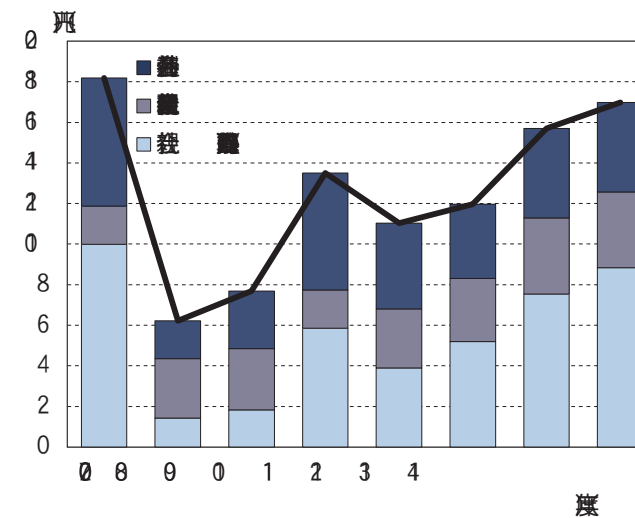
大きく下回る(図表2)。国内での経常利益回復の背景には、設備投資の抑制による減価償却費の減少や人件費の削減等も寄与しているが、売上高営業利益率の回復は売上高経常利益率に比べて鈍く、経常利益率の改善はリストラだけでは説明できない。本稿では企業の海外展開が収益や売り上げ構造に与えた影響を確認するとともに、連結と国内外での設備投資動向にどのような傾向がみられるかを分析する。

2. 海外展開による利益が国内にも還元

日本企業の海外事業の拡大は、国内単体の収益に海外子会社からの配当金、ロイヤリティという形で貢献する。2009年の会計基準変更により、海外セグメント利益を公表する東証一部上場製造業は全体の2割程度にまで減少したため、複数の統計を組み合わせて製造業の連結経常利益を試算した。

製造業の連結経常利益の内訳をみると、国内売り上げで稼ぎ出した利益が07年を下回る一方(図表3)、海外子会社からの配当金やロイヤリティが倍増している。

図表3 海外に子会社を有する製造業の連結経常利益の試算



- (備考)
1. 経済産業省「海外事業活動基本報告」、財務省「法人企業統計」
 2. 親会社業種分類に基づき、子会社から親会社への利益還元を控除して、擬似的な連結決算を試算
 3. 親会社の利益は「海外事業活動基本報告」統計にはないため、法人企業統計の利益率を準用
14年度の連結増益率は東証一部上場企業の増益率で延長

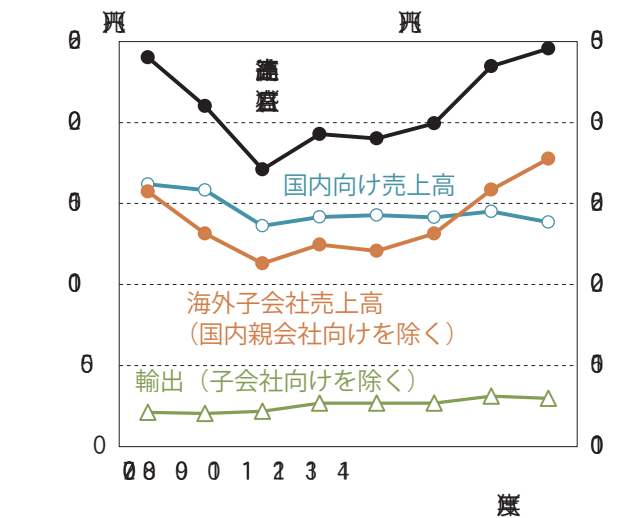
12年頃にかけての円高の中で企業の海外進出が拡大したため、海外子会社から国内の親会社向けの配当等による還元はその後の円安も手伝って拡大し、親会社の利益を大きく押し上げており、こうした特徴は輸送機械や電気機械などの加工業種でより顕著となっている。

配当金やロイヤリティ収入の増加は、マクロの経済統計では直接投資収支の過半を占める配当金収支や技術貿易収支の黒字幅の拡大に現れている。貿易収支は、11年以降赤字化した。直接投資収支の黒字はこれを補い、経常収支の黒字を維持する主因となっている。

3. 連結売上高の増加には、円安に加えて、数量、単価要因も寄与

次に製造業の連結売上高とその内訳を試算すると、2012年度以後は海外現地法人の売り上げ増が全体をけん引している(図表4)。13年度の海外現地法人の売り上げ増は円安により円換算額が増加した効果が大きいものの、14年度は海外における売上数量の増加や高付加価値化等による現地通貨ベースでの単価上昇も増収

図表4 海外に子会社を有する製造業の連結売上高の試算



- (備考)
1. 経済産業省「海外事業活動基本報告」により作成
 2. 親子間の取り引きを控除し、擬似的な連結決算を試算
 3. 14年度の連結増収率は東証一部上場企業の増収率で延長

による寄与も拡大したものとみられる。

一方、国内部門からの輸出はリーマンショック前の07年度を依然として下回っている。海外子会社向け輸出は09年にかけて急減した後、かつての水準を回復しておらず、現地での生産体制やサプライチェーンの整備などに伴い、現地調達率も高めながら、海外現地法人が自前で材料等を調達する割合が高まっている姿がうかがえる。

輸出回復の遅れと国内需要の低迷の他、海外からの逆輸入の増加もあり、14年度の鉱工業生産の水準は07年度の85%にとどまる。ただし、13年以降の円安の進行、定着により、日本国内向け製品等の生産を国内に戻す動きが一部でみられ、今後、こうした動きが広がれば、生産水準を底上げする要因となる。

4. 連結ではキャッシュフローの回復とともに設備投資も増加

東証一部に上場する製造業について、海外事業も含む連結決算でみると、収益の回復により営業キャッシュフローがリーマンショック前を上回って増加して

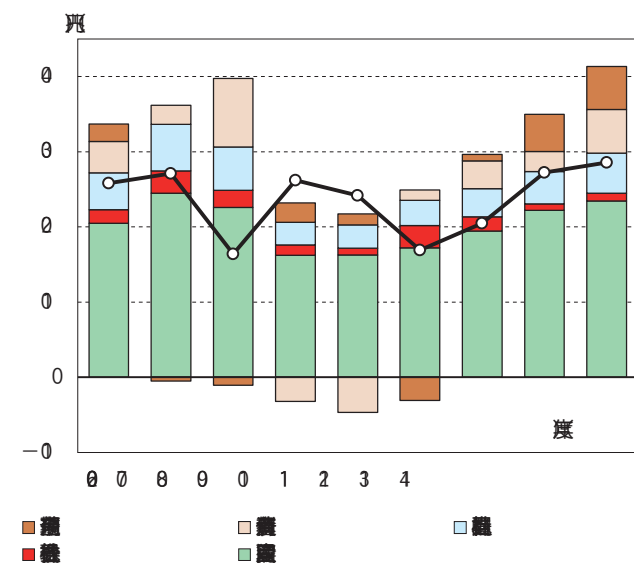
いる。主な資金使途としては設備投資も増加しているものの、営業キャッシュフローが設備投資の水準を上回っており、有利子負債の返済や株主還元、現預金の積み増しに資金が使われている（図表5）。

そこで設備投資、有利子負債返済、配当等の株主還元について、企業行動に変化がみられるか、分析を行った。個別企業の連結財務データを用いたパネル分析によれば、設備投資と株主還元では、実績としての営業キャッシュフローと当期の利益見込みの増加の双方が押し上げ要因となる一方、有利子負債残高は押し下げ

図表6 主な資金使途増減の決定要因

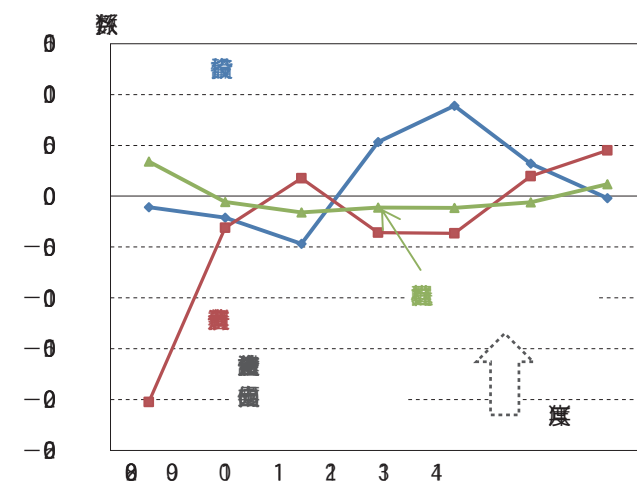
被説明変数 説明変数	△設備投資	△有利子負債	△配当・自社株買い
定数項	0.014 -10.29	▲ 0.083 (▲ 37.43)	0.006 -10.03
△1期前営業CF (うち償却前利益)	0.022 -2.86	0.029 -2.39	0.023 -6.91
1期前有利子負債残高	▲ 0.081 (▲ 11.06)	0.463 -39.51	▲ 0.015 (▲ 4.78)
△当期の年度当初 経常利益計画	0.164 -13.59	0.1 -5.19	0.051 -9.87
決定係数	0.081	0.427	0.193

図表5 営業キャッシュフローと主な資金使途



(備考) 06～13年度に連続してデータ入手可能な東証一部上場の824社を集計
14年度は5/15までに決算発表を終えた817社について集計し、13、14年度ともにデータがある共通企業ベースの伸び率で試算
親子で同時に上場している場合は、重複分を控除

図表7 推計結果の時系列固定効果



(備考)
1. 個別企業の財務データについて、説明変数、被説明変数ともに売上高で除して基準化し、時系列横断面固定効果モデルによりパネル分析。△は前期差。有利子負債は返済額
2. 各変数とも標準偏差の3倍以上の値については異常値とみなして推計対象から除外
3. ()内はt値。サンプル数は4,795(2008～14年×778社(最大))

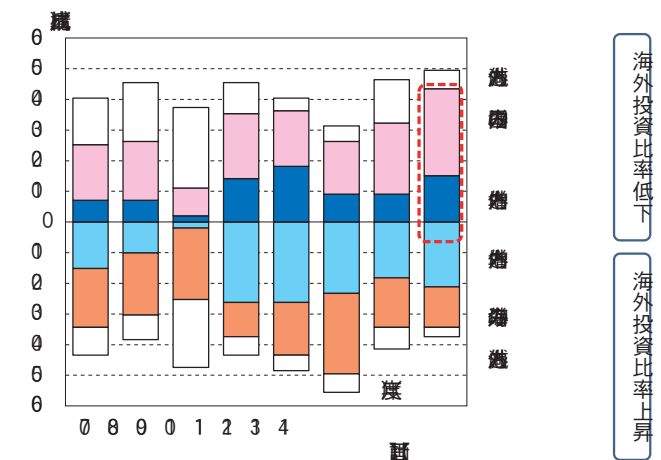
要因となることが確認できる（図表6）。ただし、時系列の固定効果をみると、設備投資の係数が12年にかけて一旦上昇したものの、その後、再び低下しており、他の条件が同じ場合、設備投資を増やす傾向には一服感もみられる。他方、有利子負債の固定効果は11～12年にかけて一旦低下したものの、13年には再び上昇し、負債を減らす傾向は08年以降で最も高くなっている（図表7）。

5. 製造業の海外設備投資と国内設備投資の関係

国内外の設備投資の推移をみると、10年以降の国内投資の回復は緩やかで、足元でも08年の7割弱の水準にとどまる。他方、海外投資は、企業の海外進出により08年の水準を上回っているが（図表9）、足元では伸び悩んでいる。こうしたなか、海外設備投資比率は海外投資実績のない企業も含めたマクロでみると、13年にかけて25%超まで上昇したが、上昇基調が一服している。

また、日本政策投資銀行の設備投資計画調査のデータでみると、14年度計画では国内投資を増やし、海外

図表8 内外設備投資の増減別にみた海外投資比率の上昇・低下企業の割合

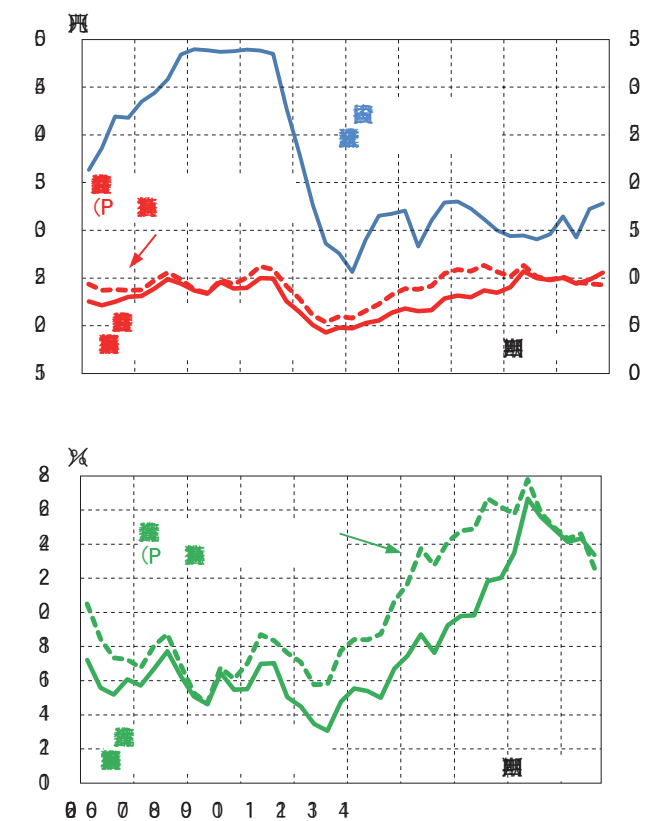


(備考)
1. 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」により作成
2. 2006～13年実績及び14年計画を連続して取得出来た99社
3. 回答企業は海外投資の実績がある企業が中心だが、一部、海外投資実績のない企業も含む。海外投資実績がなかった企業や海外投資比率が変わらなかった企業も合わせると全体では100%となる

投資比率が低下したと回答した企業数が増加し、国内回帰的な動きもみられる（図表8）。

尚、国内法人の利益には海外からの配当やロイヤリティが含まれているが（前出、図表2-1）、日銀短観データによる推計では、海外からの収益を含む営業外収支の改善は国内設備投資の増加にはつながらないとの結果が得られた。また、他の条件が同じ場合、製造業の国内設備投資に対する支出傾向の上昇は限定的である。海外事業を含めても設備投資を増やす傾向に一服感がみられるなか（前出、図表7）、国内設備投資については、純粋な国内事業による利益回復が十分ではないことも国内設備投資の持ち直しの鈍さの一因と考えられる。海外からの配当やロイヤリティではなく、輸出の持ち直しや内需回復による国内事業の利益回復の進捗よく、今後の国内設備投資の本格的回復のカギとなろう。

図表9 国内、国外設備投資（製造業）



(備考) 財務省「法人企業統計」、経済産業省「海外事業活動四半期調査」、IMF「World Economic Outlook」により作成