

# 上場企業による投資活動の変化

## 投資の中身により株価実績に差異も

市場調査部主任エコノミスト

大塚理恵子

03-3591-1420

rieko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

- 日本再興戦略にはコーポレートガバナンスの重視や投資促進といった企業に変化を促す政策が盛り込まれた。本稿では企業の投資活動の変化と投資活動の違いと株価の関係を考察した。
- アベノミクス以降、企業による投資は総じて増加。自社株買いと配当支払いの増加が顕著であり、株主還元にも最も重点が置かれたようだ。一方、人件費や設備投資は緩やかに増加した。
- 企業の投資内容と株価の関係をみると、最も株価の上昇率が高かったのが人件費（人に対する投資）に投資をした企業グループであった。自社株買い、子会社・関係会社株式取得のグループが続く。

### 1. はじめに

2012年12月に第二次安倍政権が発足し、アベノミクスが推進されて3年半以上が経過した。アベノミクスの柱であった大胆な金融緩和、機動的な財政政策、成長戦略により日本経済は回復・デフレ脱却の兆しを見せたが、その勢いは鈍く、更なる好循環を目指し2016年6月に政府は「日本再興戦略2016」を打ち出し、アベノミクスは第2ステージを迎えている。

成長戦略には、当初より日本の「稼ぐ力」を取り戻すという観点から、企業に対して変化を促す政策が盛り込まれていた。第一に挙げられるのが、コーポレートガバナンス改革である。コーポレートガバナンス改革は、社外取締役を置かない場合の説明を義務付けた会社法改正、企業と投資家との建設的な対話促進を目的とした日本版スチュワードシップ・コード（投資家原則）の策定、更に上場企業が遵守すべき原則であるコーポレートガバナンス・コードの適用等が具体的な政策として進められた。第二には、企業の設備投資やイノベーション創出、生産性向上の促進であり、産業競争力強化法の制定やベンチャー支援等が実施された。加えて官民対話を通じた賃上げの要請も行われ、これらの何れの政策も、企業の内部留保の有効活用を促し、経済の好循環実現を目指したものであった。

こうした政策を受け、東京証券取引所（以下、東証）等は資本の効率的活用や経営体制といった観点からグローバルな投資基準を満たした銘柄で構成される株価指数である、JPX日経400を開発した。JPX日経400については、日本銀行（以下、日銀）が買い入れるETFの対象として採用しており、日銀としてもコーポレート・ガバナンスに力を入れている企業の価値評価向上を後押しする姿勢がうかがえる。更に、2015年12月の日銀の政策決定会合では、「設備・人材投資を積極的に行っている企業」の株式を対象とするETFの新たな買い入れ枠3,000億円の設定が決められ、企業の投資活動と株式市場における評価に従来以上に注目が集まっている。

本稿では、アベノミクス以降の企業の投資活動にどのような変化が起きたのか、東証1部上場企業の

個社のキャッシュフロー計算書等の積み上げから考察するとともに、投資活動の違いと株価の関係を見ていくこととしたい。

## 2. アベノミクス以降の対象企業の業績と投資活動の変化

### (1) 業績改善基調が継続しROEは8%台を回復

集計の対象は、東証1部上場企業のうち、金融業種を除き、直近5期において連続的に財務データと株価データが取得でき、比較が可能である1,515社とした。

まずは、2012年度以降の対象企業全体の業績概観を簡単に振り返る。2012年末の第二次安倍政権発足以降の急速な円安進行を背景に、輸出業種を中心に業績改善が顕著となり、2013年度は経常利益増益率が38%超と2012年度の8%から急上昇した(図表1)。その後、円安進行のペースが鈍化したこと等から経常利益増益率は低下したものの、増益基調は維持した。当期純利益増益率については、2015年度に減益に転じており、新興国経済の減速を主因とした資源価格の下落の影響により、商社が多額の減損損失を計上したこと等が足を引っ張った。2015年度については、年度後半にかけて円安から円高に転じたことも日本企業の業績の重荷となった。

前述の成長戦略の1つの政策である、コーポレートガバナンス強化とともに、ROE(株主資本当期純利益率)が経営指標として高く注目されるようになったが、対象企業全体のROEは2012年度の5%台から2014年度には約8.8%まで上昇し、2015年度には当期純利益減益を受けて低下するも8%台は維持している。2014年に経済産業省が公表した伊藤レポート<sup>1</sup>では、企業と投資家との望ましい関係構築を通じた企業の持続的な成長に向けた方策を示しているが、伊藤レポートの中でグローバルな投資家から認められる最低水準としてROE8%と記述されている。欧米主要企業の多くが達成している10%には及んでいないものの、この最低水準は到達したということは、着実な変化であるだろう。

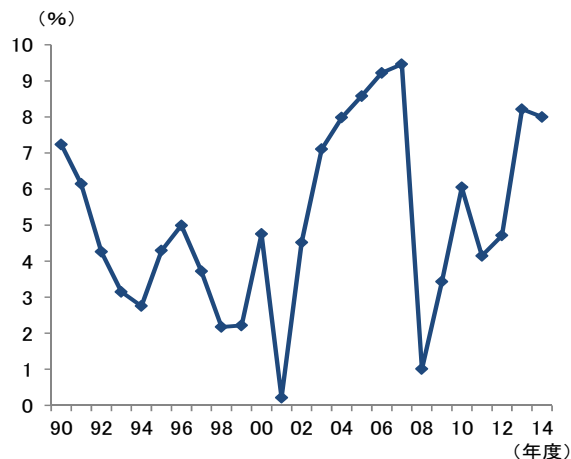
上場企業全体で集計されたのROEの長期推移を見てみると、90年代の低迷から2000年以降に上昇基調に転じ、2006年度に9%台まで上昇したが、その後、リーマン・ショックを経てアベノミクス前までは5%に満たない水準まで低下していた(図表2)。ROE8%はリーマン・ショック前の水準を回復

図表1 対象企業の業績概要

項目/年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
増収率(%)	▲1.0	12.5	4.0	▲2.1
経常利益増益率(%)	8.3	38.2	4.4	2.7
当期純利益増益率(%)	20.2	80.5	5.0	▲2.4
ROE(%)	5.19	8.65	8.81	8.10
(売上高当期純利益率)(%)	2.29	3.68	3.71	3.70
(総資産回転率)(回)	0.85	0.79	0.81	0.78
(財務レバレッジ)(倍)	2.82	2.87	2.91	3.05

(資料) QUICK Astra Managerより、みずほ総合研究所作成

図表2 上場企業のROE推移



(注) 金融業種は除く。

(資料) 日経NEEDS-Financial QUESTより、みずほ総合研究所作成

しており、過去30年においても高い水準と言える。

対象企業のROE改善の要因を、売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジに分解してみると、売上高当期純利益率の上昇が寄与していることが分かる。また、自社株買いの活発化の影響等もあり、財務レバレッジが上昇傾向にあることも見逃せない。ただし、2015年度については、財務レバレッジは上昇しているものの、当期純利益・売上高の減少により売上高当期純利益率や総資産回転率は低下している。

## (2) コーポレートガバナンス重視の投資が顕著

上述の通り、対象企業は2012年度以降、経常利益は増益基調を維持する等、業績改善基調が継続しており、内部留保に一段と利益が上乘せされる状況であったのだが、企業の投資は増えたのだろうか。また何に対する投資が増えたのだろうか。対象企業の個別のキャッシュフロー計算書や販売管理費明細の積み上げから以下で検証した。

本稿では成長戦略において重点が置かれた、投資促進とコーポレートガバナンス強化を踏まえ、企業の①設備投資、②人件費（人に対する投資）、③自社株買い、④配当支払い、⑤子会社・関係会社の株式取得（M&Aによる株式取得）の5項目について集計をした。設備投資については、キャッシュフロー計算書上の「固定資産の投資による支出」を集計した。

5項目の各期の増加率を見てみると、伸びの高さが顕著であるのが、自社株買いと配当の支払いの2項目である（図表3）。自社株買いについては、2014年度、2015年度と前年比60%前後の非常に高い伸びとなっている。実際、二市場（東証と名古屋証券取引所）一・二部合計の日本株（現物）の売買動向によると、2015年度の事業法人による買い越し金額は3兆円を超え、2014年度の9千億円から比べると大幅に増加している（図表4）。特に下落局面に大きく買い越し傾向があることから、日本株の下値を支える投資主体として存在感が高まっている。配当の支払いも2013年度以降、每期2桁の伸びとなる等、堅調である。特に2015年度は利益の伸びが鈍化した一方、配当の支払いは引き続き高い伸びを示しており、日本企業による株主還元重視への変化を表す動きである。

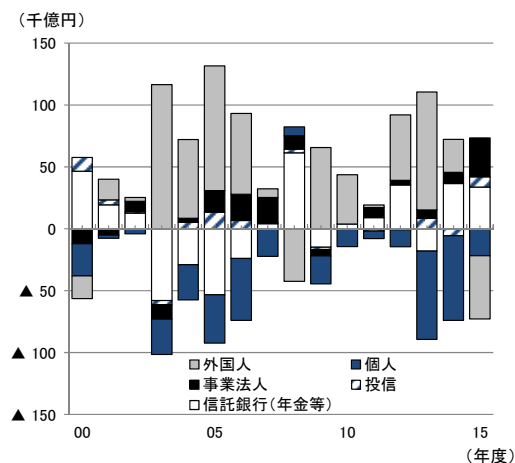
図表3 対象企業の項目別投資概要

項目/年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
固定資産取得増加率 (前年比、%)	11.7	2.1	5.8	5.8
人件費・福利厚生費増加率 (前年比、%)	3.0	6.7	5.5	N/A
自己株取得増加率 (前年比、%)	▲ 6.3	33.3	64.1	58.9
配当支払い増加率 (前年比、%)	5.0	10.3	17.0	16.9
子会社・関係会社株式取得増加率 (前年比、%)	▲ 26.0	26.5	▲ 38.4	30.7

(注) 人件費・福利厚生費については、2015年度販管費明細のデータが多くの企業で取得不可のため、2014年度までのデータ。

(資料) QUICK Astra Managerより、みずほ総合研究所作成

図表4 日本株（現物）の投資部門別  
売買状況



(注) 二市場一・二部合計。

(資料) 東京証券取引所より、みずほ総合研究所作成

一方、固定資産投資や人件費・福利厚生費の支出については、業績改善に沿った安定した増加基調が続いているが、配当の支払いや自社株買いと比べれば伸びは緩やかである。また、子会社・関係会社株式の取得は、年度によって増減の変動が大きい。被買収企業が保有する現預金を買収金額を上回る場合には、上回る分の金額が資金流入としてキャッシュフロー計算書の本項目に計上されるため、前年対比の減少が必ずしも買収等の金額の減少を示している訳ではないことには注意が必要だ。レコフのM&Aデータベースによれば、日本企業によるM&Aは2011年度の約1,600件から2015年度には2,300件程度まで40%超増加している。金額で見ても、20%程度増加している。

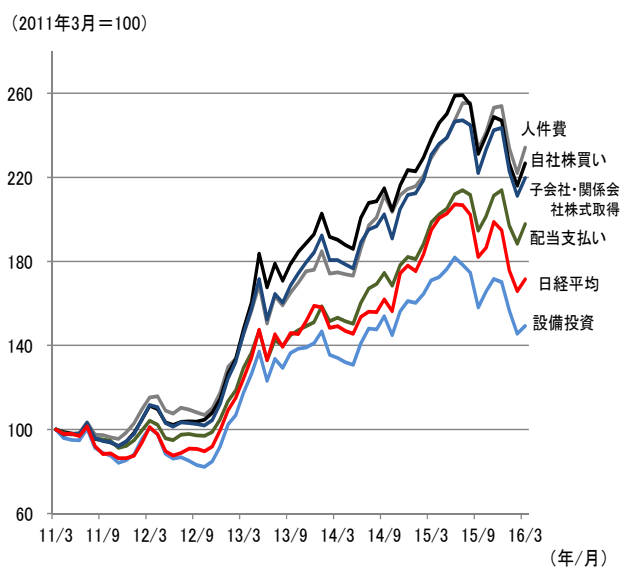
以上を踏まえると、総じて企業の投資は増加しているものの、投資項目によって増え方にはばらつきがある。ここ数年の最も大きな変化としては、日本企業による株主還元強化が非常に重視されるようになったことが読み取れた他、比較的短い期間で規模の拡大が図れるM&Aについても積極的な姿勢が確認された。一方、設備や人件費といった長期的に本業の収益力強化を企図する投資については、利益の伸びに比してはやや物足りなさがあると言わざるを得ないだろう。

### (3) 重点を置いた投資項目と株価の関係

次に、企業の資金の使い方と株価のパフォーマンスの関係に焦点を当てる。

対象企業について、2011年度から2015年度までの期間に稼いだ利益の合計金額に対して、上述の①設備投資、②人件費（人に対する投資）、③自社株買い、④配当支払い、⑤子会社・関係会社株式の取得（M&Aによる株式取得）の5項目のうち、何に最も資金を活用し、広い意味での投資を行ったのかという基準で投資項目別に5グループに分け<sup>2</sup>、グループ毎に2012年度期初から2015年度末の株価の平均上昇率を検証してみると、重点を置いた投資項目によって株価の上昇率に差異が出た。当該期間の株価の上昇率が最も高かったのは、人件費に相対的に重点を置いて投資をした企業グループで、上昇率は約134%であった（図表5）。日経平均株価の上昇率の66%と比較しても非常に高い上昇率である。2番目に上昇率が高かったのが、「自社株買いグループ」の127%、「子会社・関係会社株式の取得（M&Aによる株式取得）グループ」の120%、「配当支払いグループ」の98%が続いた。これに対し、最も上昇率が低かったのが「設備投資グループ」の49%で日経平均株価のパフォーマンスも下回る結果であった。自社株買いや配当といった直接的な株主還元策が株価上昇との関連性が強いと考えられる中、「人件費グループ」の上昇率の高さは注目すべきだろう。ただし、グループ別の業績を見てみると、「人件費グループ」が経常利益、当期利益ともに他グループよりも相対的に増益率が高く、業績が堅調な企業が結果として人件費を増加させる余力があるという可能性も考えられる点には留意が必要だ。

図表5 投資項目グループ別の平均株価推移



(資料) 日経Astra Manager, Bloombergより、みずほ総合研究所作成

「設備投資グループ」のパフォーマンスが悪い要因については、固定資産投資が業績改善に寄与するのには一定の時間がかかると考えられ、株式市場としても中長期の時間軸で評価がなされている可能性が挙げられる。

アベノミクス以降、業績改善基調が続いた日本企業であるが、2016年度については、年初以降の急速な円高進行等を受け、業績悪化懸念が高まっている。ここ数年の日本企業は株主還元策の強化や最低ラインとされるROE8%の確保、前向きな投資の増加等、「資金を有効活用する」という変化を着実に遂げてきた。重点を置いた投資項目によって株価の上昇率に差異はあるものの、人件費をはじめ、自社株買い、子会社・関係会社株式の取得を積極的に行った企業グループは相対的に非常に高い株価の上昇率であり、こうした投資姿勢が少なからず株式市場でも評価されたと考えられる。円高という逆風が吹く環境下であるが、日本企業のこうした変化の継続性が確認できるかどうかは、中期的に見た日本株の先行きを占うカギとなるだろう。更に、近年に上昇率の高かった投資項目は自社株買いや配当の支払いといった財務戦略としての投資が目立ったが、設備投資や人件費、M&Aといった事業戦略としての投資を加速する変化を遂げられるかどうかは大きな課題である。

---

<sup>1</sup> 『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係～」プロジェクトの「最終報告書」』2014年8月6日、経済産業省

<sup>2</sup> 2011年度から2015年度までの累計当期純利益に実際にキャッシュアウトしていない累計の減価償却費と減損損失を足した金額に対し、各項目の累計の投資が占める割合を算出。各項目で対象企業に順位を付け、最も順位の良い項目を属するグループとした。尚、各期累計の当期純利益+減価償却+減損損失がマイナスとなる企業については対象外とした。