

《新局面を迎えた金融ビジネスシリーズ No.1》

2016 年6月 20 日

No.2016-008

企業の事業改革進展と銀行の果たす役割

— 資金供給者としての役割が限定的となるなか、グループ連携強化が重要に —

調査部 研究員 石田 宏一

《要 点》

- ◆ わが国企業の多くは、これまで成長を支えてきた既存のビジネスモデルでの経営が限界に直面し、新たな成長機会を模索している。こうしたなか、企業の事業改革の段階に応じて、資金余剰の水準に格差が発生していることが想定される。本稿では、事業改革を実施した企業の資金余剰を定量的に分析したうえで、今後銀行に期待される役割について展望する。
- ◆ 東証1部・2部上場の金融・保険業を除く日本企業2,329社の中から一定の条件に合致した企業185社を事業改革を実施した企業として選定し、続いて、この185社を、改革を通じて成果を挙げている「改革成就企業」66社、改革途上である「改革途上企業」119社に分類した。
- ◆ この185社を分析すると、改革成就企業は、改革途上企業と比較して積極的に設備投資を行っているものの、より多くのフリーキャッシュフローを生み出している。その結果、フリーキャッシュフローから設備投資を除いた資金余剰は、改革成就企業が改革途上企業を上回って推移している。
- ◆ 次にケーススタディとして、改革成就企業から大手重電メーカー（企業A）、改革途上企業から大手小売業（企業B）を分析すると、事業改革後に明確な変化があった。すなわち、改革後に企業Aにおいてはフリーキャッシュフローが増加し、それに伴い資金余剰の水準も上昇している一方、企業Bにおいてはフリーキャッシュフローが減少し、それに伴い資金余剰の水準の大きな低下がみられた。
- ◆ 以上のことから、改革途上企業には銀行が資金供給者としての役割を果たせる余地はあるが、改革成就企業にはその役割は限定的となることが予想され、そのため、証券、信託を含めたグループ全体で、企業のさらなる成長戦略に資する多面的なソリューションを講じていくことが求められる。よって、銀行がプレゼンスを高めていくためには、改革成就企業、改革途上企業の両者に対しその違いを見極めた付加価値の高いサービスの提供が鍵となるであろう。

本件に関するご照会は、調査部・石田宏一宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2806

Mail: ishida.koichi@jri.co.jp

1. はじめに

わが国金融機関を取り巻く環境は変化している。わが国では、2016年2月よりマイナス金利政策が導入された。他方で、目を世界に転じれば、グローバルおよび欧米各国で金融規制の強化・制
 定が進んでいる。また、マクロ経済の変化は企業行動の変化を促している。こうしたなか、金融機
 関のビジネスは変革しつつあり、金融ビジネスは新たな局面を迎えているといえるであろう。そこ
 で、シリーズ「新局面を迎えた金融ビジネス」では、これからの金融ビジネスのあり方を継続的に
 考察することとし、その第一稿となる本稿では、企業行動の変化が金融ビジネスに与える影響に焦
 点を当てたい。

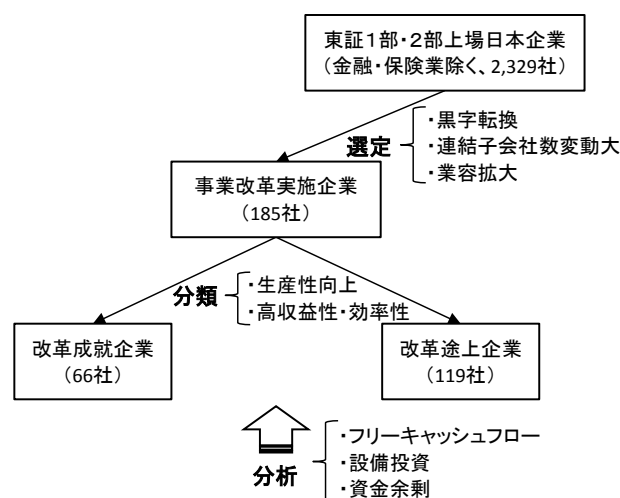
わが国企業の多くは、これまで成長を支えてきた既存のビジネスモデルでの経営が限界に直面す
 るなか、新たな成長機会を模索している。わが国において、あらゆるモノ・サービスが広く普及し、
 消費者の要求水準は上がっており、かつ絶えず変化している。また、安価かつ豊富な労働力を背景
 に海外の新興企業が台頭し、競争が激化している。こうしたなか、わが国企業では、従来の業種の
 概念にとらわれず高付加価値事業に経営資源を再分配する動きが顕著である。加えて、今後国内人
 口の減少が予想されるなか、生産性の向上も急務となっている。

もっとも、事業改革を実施した企業すべてが成果を挙げているわけではなく、成果を挙げている
 企業と改革途上の企業に分かれる。このような事業改革の段階に応じて、資金余剰の水準に格差が
 生じていると考えられる。そこで本稿では、金融保険業を除く東証1部・2部上場の日本企業を対
 象に、改革を通じて成果を挙げている企業と改革途上の企業の資金余剰の違いを定量的に分析した
 うえて、企業の資金余剰の違いの顕在化から導き出される今後銀行に期待される役割について展望
 する。

2. 分析のフレームワーク

本稿では、金融保険業を除く東証1部・2部上場日本企業から、2000年代入り以降に事業改革を実
 施した企業（以下、「事業改革実施企業」と呼ぶ）を選定する。その選定した企業をさらに、改革を
 通じて成果を挙げている企業（以下、「改革成就企業」と呼ぶ）と、それ以外の改革途上である企業
 （以下、「改革途上企業」と呼ぶ）の二群に分類したうえで、両者の資金余剰等の違いを定量分析す
 る（図表1）。

（図表1）分析のフレームワーク



（資料）日本総研作成

3. 分析対象の企業の選定と分類

(1) 事業改革実施企業の選定

金融保険業を除く東証1部・2部上場日本企業2,329社から事業改革実施企業を選定する。まず、事業改革実施企業は一般に、①改革を行う前に業績の悪化に直面、②改革に際し、不採算事業からの撤退や新事業への参入などの事業再編や多角化を実行、③改革が成就した場合は、業容が拡大、といった特性を持つと考えられる。これら三つの特性を数量的に示すと、以下の通りになる。

①黒字転換：当期純利益が2000～10年度に赤字となったものの、2014年度は黒字

事業改革実施企業は、通常改革に伴う多額の費用を計上するため、当期純利益が改革前に一旦赤字に陥っている。その後、改革の結果、少なくとも足元の業績では黒字を確保しているものとする。改革に着手してから黒字を確保するには、一定の期間を要すると考えられるため、利益が赤字となる期間を2000年度から2010年度、利益が黒字となる期を2014年度とする。

②連結子会社数変動大：2000～14年度の連結子会社数の標準偏差が平均超

事業再編や多角化などの改革が行われるその前後で通常連結子会社数が大きく変動することから、2000年度以降の全期間を変動期間ととらえ、変動度合いを表す指標として、連結子会社数の標準偏差を用い、2000年度以降の当該数値が全体の平均値を上回っている場合を変動が大きいとみなす。

③業容拡大：2005～14年度の売上高平均伸び率がプラス

業容拡大を売上高の増加ととらえる。売上の変動は景気に左右されることから、景気の影響を除くため、リーマンショック前に総じて企業が安定した売上を計上していた2005年度の売上高に比べ、2014年度の売上高が増加している場合、業容が拡大しているとみなす。

以上の3つの基準を満たした企業は、2,329社のうち185社となる。

(2) 改革成就企業と改革途上企業との分類

続いて、前項にて選定した事業改革実施企業185社を、さらに改革成就企業と、それ以外の改革途上企業の二群に分類する。改革成就企業は一般に、①長期で安定的に生産性を伸ばし、さらに②足元で高い収益性・効率性を実現しているといった特性を持つと考えられる。この二つの特性を数量的に示すと、以下の通りになる。

①生産性向上：2005～14年度の従業員一人当たり売上高の前年比伸び率平均がプラス

生産性を表す指標として、従業員一人当たり売上高を用いる。ただし、その値は業種により異なり比較が難しいため、その伸びで判断することとする。すなわち、前年比伸び率の平均がプラスである場合に、生産性が安定的に向上しているとみなす。景気変動によらずに伸びているかをみるために、リーマンショック前に総じて企業が安定した売上を計上した2005年度から、足元の2014年度までの平均値をみる。

②高収益性・効率性：2013～14年度のROE平均が8%超

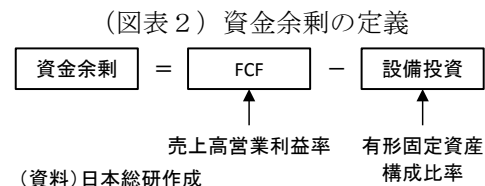
効率性・収益性を表すとして、ROEを用いる。ROEは年度によって大きく異なるため、足元2年度分である2013～14年度の平均ROEを算出し、その値が、一般的に投資家が企業に期待する8%を超えている場合、高い収益性・効率性を実現しているとみなす。

上記2項目をともに満たしている企業を改革成就企業、そうでない企業を改革途上企業とする。

以上により、185社は、改革成就企業66社、改革途上企業119社に分類される（巻末に選定企業の業種一覧を掲載）。

4. 分析結果

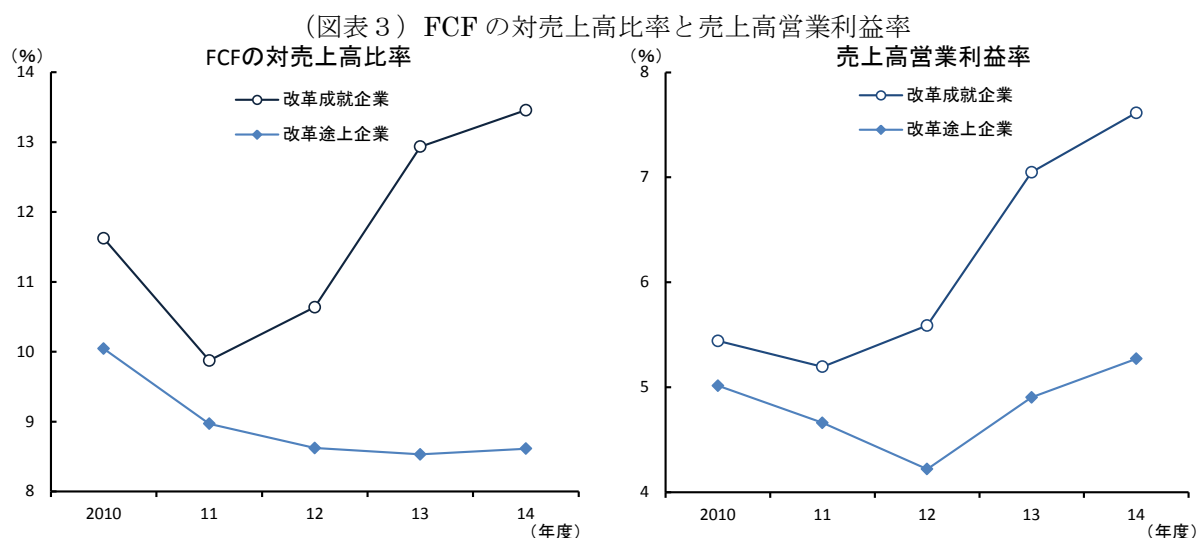
本論の分析対象である企業の資金余剰は、財務諸表上のフリーキャッシュフロー（FCF）¹から設備投資を除いたものと定義される（図表2）。ここでは、（1）「FCF」とFCFの多寡に影響を与える「売上高営業利益率」、（2）



「設備投資」と設備を含む資産の効率性を示す全資産に占める有形固定資産の割合（「有形固定資産構成比率」）、そして（3）結果としての「資金余剰」を改革成就企業と改革途上企業で比較する。

（1）フリーキャッシュフロー（FCF）

FCFを同年度の売上高で除した比率の足元5年の推移を比較すると、改革成就企業は2012年度以降上昇しているのに対し、改革途上企業は低下している（図表3）。これは、FCFを生む収益力の差に起因していると考えられる。売上高営業利益率の足元5年の推移を比較すると、改革成就企業は2012年度以降2ポイント超伸びているのに対し、改革途上企業は2010年度とほぼ同じ水準にとどまっている。つまり、改革成就企業が事業改革により収益力を向上させている一方、改革途上企業はそこまでに至っていないということが考えられ、これが両者のFCFの多寡に影響を与えていると想定される。

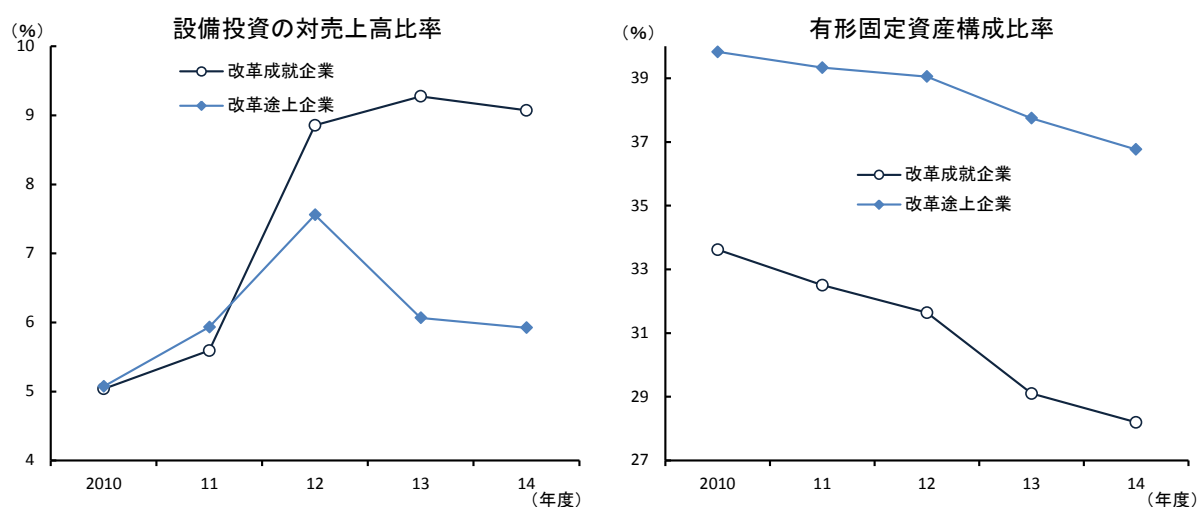


¹ フリーキャッシュフロー（FCF）＝営業利益＋減価償却費

（２）設備投資

設備投資額を同年度の売上高で除した比率の足元５年の推移を比較すると、改革成就企業においては 2012 年度にかけて上昇し、その後もその水準を維持している一方、改革途上企業においては 2012 年度にかけて上昇しているものの、伸びは改革成就企業を下回り、その後は低下し 2011 年度とほぼ同じ水準にとどまっている（図表４）。これは、改革成就企業が、改革途上企業に比べてより積極的に設備投資を行っていることを示唆している。また、有形固定資産構成比率は足元５年で、改革成就企業において５ポイント低下している一方、改革途上企業においては３ポイントの低下にとどまっている。このことから、改革成就企業が改革途上企業に比べ、既存資産の圧縮などのリストラを進め、積極的な資産の入れ替えを図っていると考えられる。

（図表４）設備投資の対売上高比率と有形固定資産構成比率



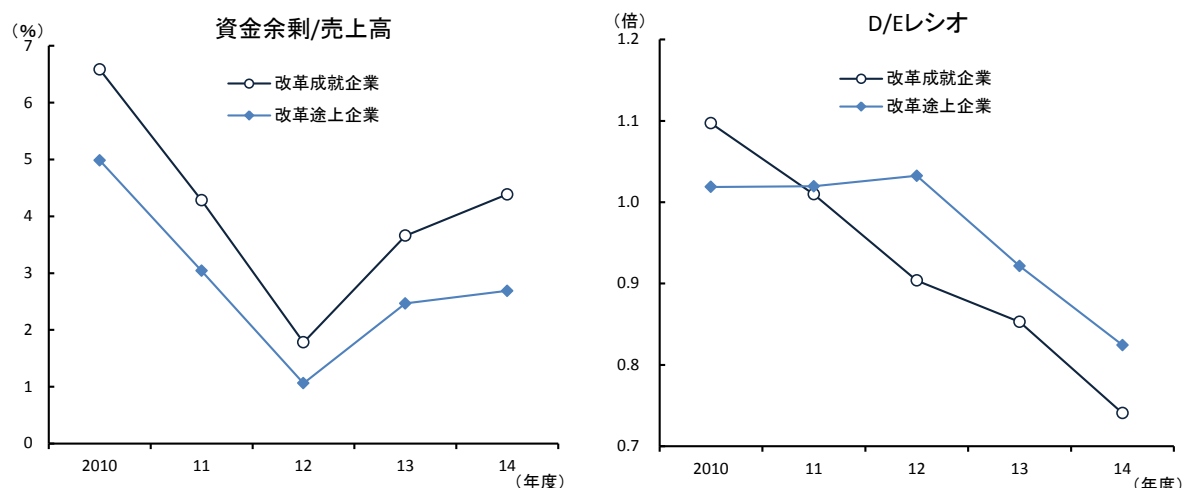
（資料）各社有価証券報告書より日本総研作成

（３）資金余剰

資金余剰（FCF－設備投資）を同年度の売上高で除した比率は、ここ５年改革成就企業が改革途上企業を上回って推移している（図表５）。なお、この結果として、D/E レシオ²についてみると、ここ５年改革成就企業は低下し続けており、足元４年は改革途上企業を下回る水準で推移している。これらのことから、改革成就企業が積極的な設備投資以上に大きな FCF を生み出すことにより、結果として改革途上企業よりも資金余剰を抱えることとなり、有利子負債の自己資本に対する比率が低下していることが考えられる。

² D/E レシオ＝有利子負債／自己資本

(図表 5) 資金余剰の対売上高比率と D/E レシオ



(資料) 各社有価証券報告書より日本総研作成

(注) D/E レシオの上位 5 社は、事業再編等で一時的に自己資本が小さくなった影響により異常値となっていると考えられるため、各年度で除いて計算

5. ケーススタディ

マクロ的なデータからでは、企業がどのような事態に遭遇して、具体的にどのような取り組みが進んでいるのかをイメージしづらい。そこで、改革成就企業、改革途上企業についてそれぞれ個別の企業を例に取り、事業改革の時期を特定したうえで、その前後で企業がどのように変わったのかを把握する。以下、2000 年代以降に事業改革を実施した代表的な企業として、改革成就企業からは大手重電メーカー（以下、企業 A）、改革途上企業からは大手小売業（以下、企業 B）を選定した。

(1) フリーキャッシュフロー (FCF)

FCF を売上高で除した比率は、企業 A では 2009 年度以降上昇傾向にある一方、企業 B では足元で低下している（図表 6）。これは、企業 A は利益率の上昇、企業 B は利益率の低下に起因していると考えられる。企業 A は事業改革後に売上高営業利益率が上昇し、足元でその水準を維持している一方、企業 B は事業改革後も売上高利益率が伸び悩み、足元では低下している。

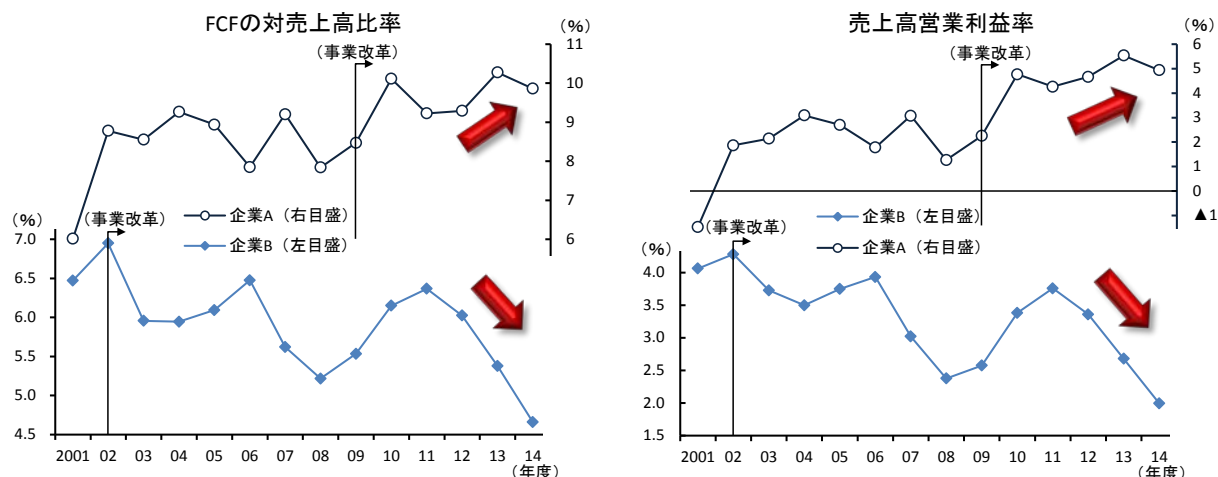
企業 A は、リーマンショックの影響もあり、2009 年度以降、中国、韓国、台湾といった新興企業の台頭およびそれに伴うコモディティ化を受けた過当競争によりコモディティ化の進んだテレビ事業や HDD 事業からの撤退など、不採算事業の整理を進めた。そして、情報システム技術に強みのある情報通信事業、新興国を中心に需要を見込める社会インフラ事業を中心に据えるといった事業改革を実施した。利益率の上昇はこの改革が成就した結果と考えられる。

一方、企業 B は、2000 年代初頭からスケールメリットを得るためのマイカル買収（2003 年子会社化）や、都心部への進出を模索したダイエーへの資本参加（2013 年子会社化）などの積極的な M&A を行い、事業を拡大させた。また、銀行業に参入（2007 年銀行営業開始）するなどの高収益事業の取り込みや、本業の総合スーパー事業では収益性の高い PB³商品力の強化も図っている。しかしながら、コンビニやドラッグストアなどの台頭やインターネット通販の広がりによる競争激化、低価格重視の戦略を背景に、主力の総合スーパー事業が低迷している。利益率の低下はこの結果と

³ PB…プライベートブランドの略。小売業者が独自で企画したブランド。

考えられる。

(図表 6) 企業 A と企業 B における FCF の対売上高比率及び売上高営業利益率



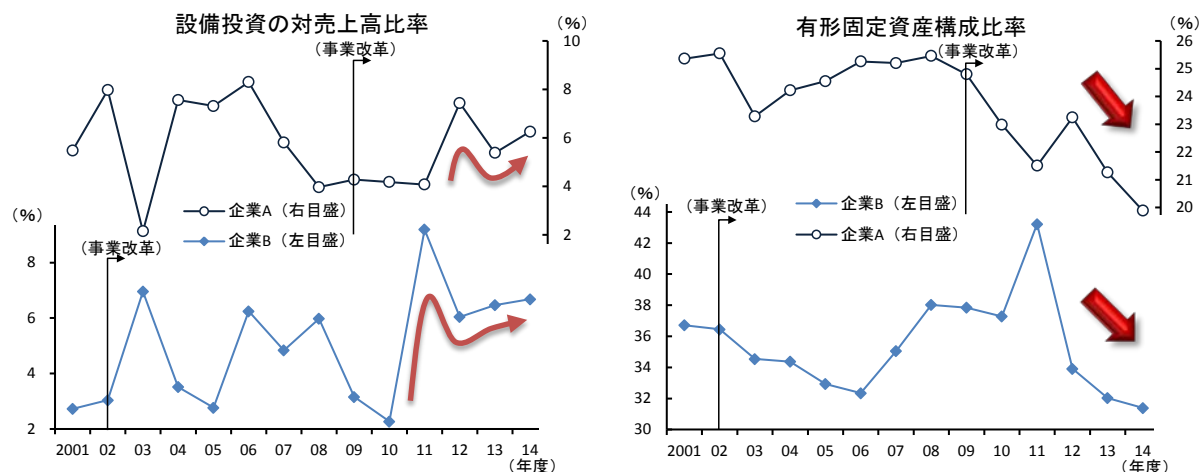
(資料) 各社有価証券報告書より日本総研作成

(注) 黒矢印は事業改革を開始したと推定される時期

(2) 設備投資

設備投資額を売上高で除した比率は、企業 A、企業 B とともに足元で上昇している (図表 7)。これは、企業 A、企業 B とともに足元で積極的に設備投資を行っていることを示唆する。一方、有形固定資産構成比率は、企業 A、企業 B とともに足元で低下しているものの、企業 A の方が企業 B に比べて低位で推移している。このことから、企業 A、企業 B とともに足元で資産圧縮などのリストラを進めているが、企業 A の方がより進展しているものと考えられる。

(図表 7) 企業 A と企業 B における設備投資の対売上高比率と有形固定資産構成比率



(資料) 各社有価証券報告書より日本総研作成

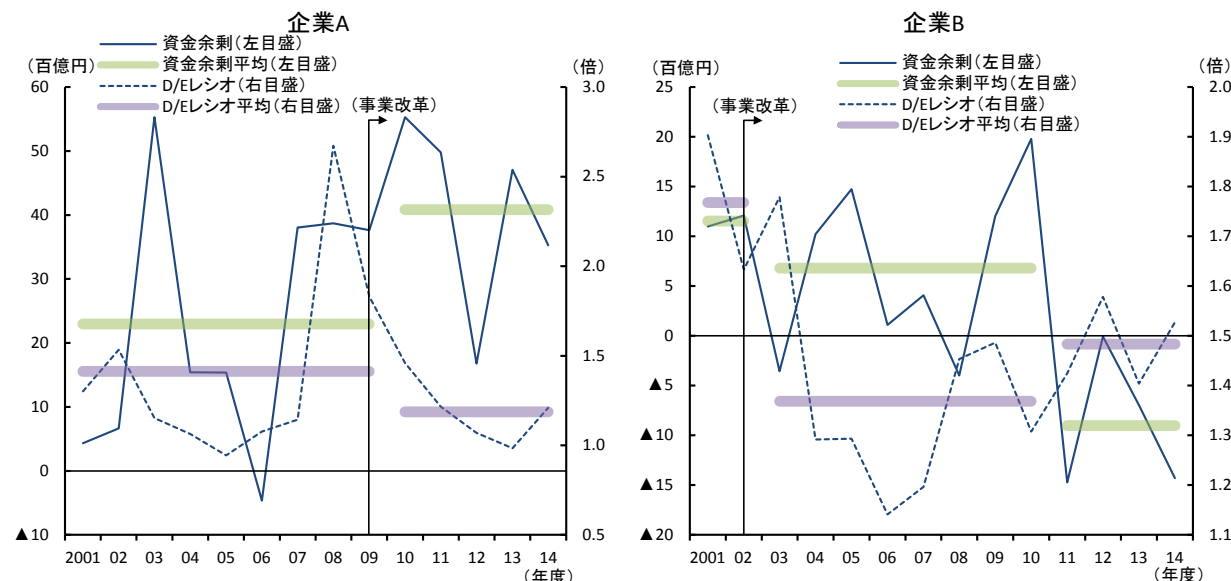
(注) 黒矢印は事業改革を開始したと推定される時期

(3) 資金余剰

資金余剰について、両者を比較する。企業 A について、2008 年度以前と、2009 年度以降で資金余剰および D/E レシオの水準をそれぞれ比較すると、資金余剰は事業改革後に上昇、D/E レシオは低下していることがみてとれる (図表 8)。一方、企業 B について、2010 年度までは一定の余剰資金を確保し、D/E レシオの水準が低下するといった成果がみられたが、2011 年度以降資金余剰の水準がマイナスとなると同時に D/E レシオの水準も上昇していることがみてとれる。このことから、

企業 A においては事業改革により一定の成果が得られたことで、資金需要が減少し、企業 B においては、事業改革が途上であり、追加的な資金ニーズがあることが考えられる。

(図表 8) 企業 A と企業 B の資金余剰と D/E レシオ



(資料) 各社有価証券報告書より日本総研作成

(注) 黒矢印は事業改革を開始したと推定される時期

6. まとめ ～今後銀行に期待される役割とは～

以上の分析は、データ等の制約から幅をもってみる必要があるが、次のようにまとめることができよう。事業改革実施企業のうち、改革成就企業は、生産性や収益性を改革前の水準から向上させ、資金余剰がキャッシュフローとともに拡大している。一方、改革途上企業は生産性や収益性が伸び悩んでおり、資金余剰は改革成就企業に比べて乏しい。

このように、事業改革実施企業の中でも、その改革段階が異なると、資金余剰の水準に大きな差異が生じていることから、銀行は各企業の段階に合わせた支援を行っていくことが求められる。すなわち、改革途上企業は、資金余剰が乏しいと想定されるため、銀行が資金供給者としての役割を果たし、貸出を通じて改革を支援していく余地がある。一方、改革成就企業は、すでに一定程度の資金余剰を抱えていると想定されるため、銀行が資金供給者として果たす役割は限定的であると考えられる。そのため、証券、信託を含めたグループ全体で、企業のさらなる成長戦略に資する多面的なソリューションを講じていくことが求められる。

今後、昨今のコーポレートガバナンス改革を通じてより収益性・効率性を重視した経営への要求が高まることや、人口減少が進み労働生産性の向上がより大きな課題となることから、継続的な事業改革の必要性が一層増すことが想定される。こうしたなか、企業が積極的に改革に取り組み一定の成果を挙げることで、資金余剰を抱えた企業が増加していく可能性が考えられる。加えて、足元でのマイナス金利導入に伴う利鞘縮小が今後も継続すれば、銀行は積極的なリスクテイクがますます困難となり、貸出が優良先に限定されていき、改革途上企業に対する支援が不十分になることも想定される。従って、銀行における資金供給者としての役割が今後より縮小していく可能性が考えられる。こうした状況のもと、銀行が金融市場においてプレゼンスを高めていくためには、グループ全体で横断的に連携を強化し、改革成就企業、改革途上企業の両者に対し、そのニーズの違いを

見極めた付加価値の高いサービスを提供していくよう努めることが鍵となるだろう。

【事業改革実施企業の業種一覧】

＜改革成就企業＞

業種	社数
建設業	5
食料品	3
パルプ・紙	1
化学	2
ゴム製品	1
ガラス・土石製品	1
鉄鋼	3
非鉄金属	3
金属製品	2
機械	8
電気機器	7
輸送用機器	6
精密機器	1
その他製品	2
電気・ガス業	2
陸運業	2
空運業	1
情報・通信業	4
卸売業	4
不動産業	1
サービス業	7
計	66

＜改革途上企業＞

業種	社数
建設業	6
食料品	5
繊維製品	1
パルプ・紙	3
化学	11
ゴム製品	1
ガラス・土石製品	2
非鉄金属	3
金属製品	5
機械	10
電気機器	9
輸送用機器	9
精密機器	4
その他製品	3
電気・ガス業	1
陸運業	8
海運業	2
空運業	2
倉庫・運輸関連業	2
情報・通信業	5
計	119