

営業外損益に注目の時代、企業も投資家 －資本の好循環を

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

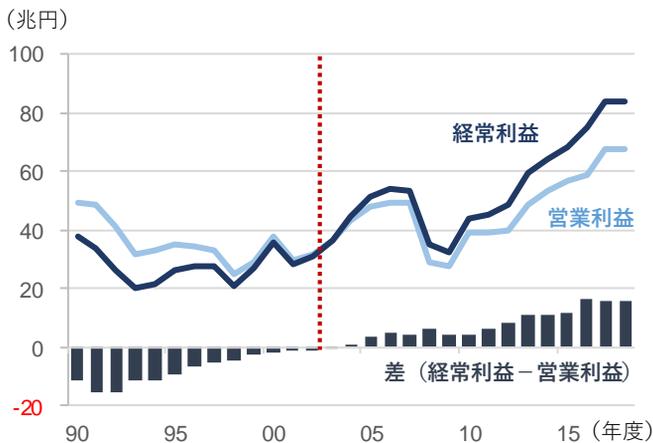
日本企業の営業外損益が 2000年代を機にプラス転換

コロナショック前までよく指摘された点は、昨今の日本の大手企業は大量の現預金を保有し、実質無借金状況にある点だ。上場企業ではおよそ6割近くが実質無借金、中堅中小でも4割近くが実質無借金とされた。こうした動きは、金融危機やリーマンショックなどにともない多くの企業が資金繰りの不安を抱いたことによるものだ。

同様の論点から、今回、注目したのは以下の図表に示される営業利益と経常利益との関係、営業外損益の転換である。図表で、1990年代までは営業利益が経常利益を上回り営業外損益がマイナスだった。一方、2000年代以降、経常利益が営業利益を上回り、営業外損益がプラスに転ずる逆転現象が生じている。

■ 日本企業の業績面には
構造的な変化がみられる

企業の営業利益と経常利益



(出所) 財務総合政策研究所「法人企業統計」、直近は2018年度
(作成) 岡三証券

転換の背景に、低金利と配当収益増加

筆者のように、1980年代に実務の物心がついた世代にとって、企業収益では営業利益が経常利益を上回るのが当たり前だった。その背景には、企業の負債比率が高く、しかも高金利時代、利払い負担が大きく営業外損益はマイナスになるのが普通だったことがある。一方、2000年代以降の転換は、企業が資金余剰に転換し、バランスシート調整上、負債を大幅に圧縮し、さらに金利低下が加わることで、利払い負担がダブルで縮小された。さらに、1990年代以降、為替が急な円高に進むなか生き残りをかけて企業が海外直接投資を拡大し、そこから受取配当金として配当収益が増加したことがある。1990年代は円高で国内空洞化が不安視されたが、日本企業は海外からの配当で収益を支える総合商社的なモデルに転換したことになる。その結果、営業外損益が利払い減と配当金増加でプラスに転じた。

1990年代以降、バブル崩壊にともなう「雪の時代」は資産デフレと超円高に伴い、企業がバランスシート上には「持たない経営」、PL上ではリストラを行ってきたと議論してきたが、その延長線上で営業外損益が黒字化する財務上の構造転換の動きにつながった。

- 日本企業は総合商社的なビジネスモデルへの転換が進む

バブル後のレガシーコスト負担がなくなった

次に注目したいのは、以下の図表に示される経常利益と税引前当期利益との関係である。1990年代のバブル崩壊以降、税引前当期利益は常に経常利益を下回り、バブル崩壊に伴う減損処理や特別損失等の負担が続く状況にあった。なかでも、2000年前後のバブル処理のピークになった頃には大幅な負担、レガシーコストが生じていたことが示される。

- 2000年前後はバブル処理に関連したコストが増大

企業の税引前当期利益と経常利益の差



(出所) 財務総合政策研究所「法人企業統計」、直近は2018年度
(作成) 岡三証券

■現状、負担はほとんどなく
バランスシートは健全

■海外投資の果実である
配当等に依存する構造に

■1-3月期は減損処理等が
増えた一方、4-6月期には
利益計上に転換

■企業が投資家としての
色彩を帯びている

一方、足下に至ってはそうした負担が殆どなくなるまでバランスシート状況が改善したと考えられる。

過去30年間、平成の調整期間で 企業の負担は大幅縮小

以上の図表で振り返れば、営業利益をベースにした企業の基礎的な収益力上昇は限定されている。一方、経常利益ベース、税引前当期利益ベースでは、90年代と比べ格段に改善された状況にある。その背景には、経常損益段階では、利払い縮小と配当収入拡大、税引前当期損益段階では、減損や特損のレガシーコストの処理がなくなった点がある。

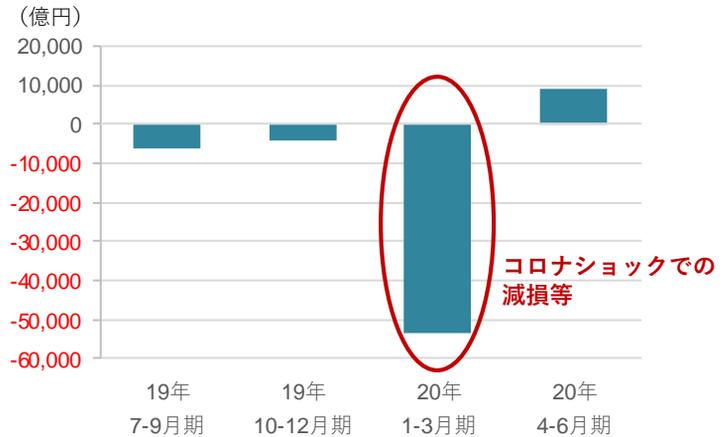
以上を振り返れば、過去30年間、平成の調整期間を経て、今日、令和の日本企業の財務状況は、1980年代までの昭和の時代と比べて大きく転換し、企業の収益力が一層拡大した。その結果、企業の自己資本比率が高まる実質無借金状況になりやすく、同時に海外を中心に投資を行ってきた果実としての配当等に依存する構造に転換している。

2020年、コロナショック後も 企業の健全性は続く

2020年、足元のコロナショックを踏まえた環境を振り返ってみよう。次ページの図表は過去1年間の日経500平均採用企業の損失処理状況を示したものだ。日経500平均株価は過去最高を更新したと話題になった。2020年3月末において、日経500に代表される大手企業はコロナショックで資産価格が大きく毀損し、一時的な減損処理コストが拡大した。一方、その後の株式市場を中心とした改善で、2020年6月末段階では含み益を確保する段階にあるとみられる。また、膨大に積みあがったキャッシュを背景として、その資金を投融資に回すことも選択肢になる。一方、株式市場の銘柄群ではない「コロナ7業種」中心の中小零細企業の環境は厳しい状況が続いているとみられる。

バランスシート状況の改善のなか 資本の好循環を

1990年代、バブル崩壊以降、企業は資金余剰になり、今や、上場企業の6割近くが実質無借金になるなか、企業が投資家としての色彩を帯び始めていた。企業は金融機関からみて「借入主体」だけではなく、「投資主体」に転じている。そこでは、資金を運用することから始まり、M&Aでの活用や投資フロンティアの拡大等、様々な選択肢が広がっている。

一時損益の推移（日経500平均採用企業）


各種資料をもとに岡三証券作成

※日経500平均株価を対象に集計（3、6、9、12月期決算企業以外を除く）

※一時損益＝固定資産の減損、資産売却損益、のれんの減損、未実現投資損益等

■金融機関の存在意義は「資金仲介」から「資本仲介」に変化するだろう

一方、「コロナ7業種」を中心に資本不足の中小零細企業が、世の中に溢れる二極化が強まる状況にある。以上の環境下、先述のように過去30年でレガシーコストもなくなり、資本に余裕をもった企業が「コロナ7業種」を中心とした企業群に出資を行うことによる資本の好循環、エコサイクルが重要になる。また、金融機関のミッションとして、通常の融資による資金仲介ではなく、いかに「資本」の仲介を行うか、「資金仲介」から「資本仲介」の時代に向かいそうだ。以上の観点から、銀行の貸出し業務から証券的な業務への関心が高まりやすい。また、地方においても地元での資本を仲介する地域密着型投資銀行業務に向かいやすい。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)