

## 投資とキャッシュをつなぐ成長戦略

発表日：2014年7月15日(火)

～コーポレートガバナンス改革の意図～

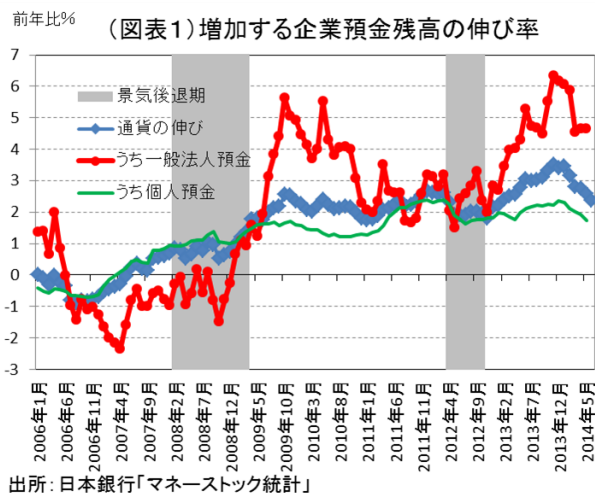
第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

リーマンショック後、企業のキャッシュはなかなか設備投資に結びついてこなかった。成長戦略では、こうした状況を変革しようという意図もあって、コーポレート・ガバナンス改革を推進しようとしている。たとえ過剰資本であっても、新規投資を増やしながらか、ストックのスクラップ・アンド・ビルドを進めることで、継続的に企業の資本利益率を引き上げることを目指そうとしている。

### 企業の保有預金の伸び率

成長戦略の鍵を握っているのは、企業の設備投資行動である。企業が設備投資を増やせば、そこで正規雇用が生じて、所得分配も進む。デフレ解消にも貢献し、日本経済は自律的成長の軌道に乗ることができる。それが理想である。

しかし、私たちの期待を他所に、企業の投資行動は積極化することなく、企業貯蓄のかたちでキャッシュが積み上がっている。企業の金融行動をみるために、日銀のマネースtock統計に注目してみたい。その中には、一般法人預金という区分がある。一般事業法人に加えて、特殊法人、事業団を含む。銀行など金融機関は含まないが、証券会社、短資会社、証券金融などを含む。この一般法人預金の残高は、2014年5月の前年比伸び率が4.7%である(図表1)。伸び率の寄与度では、マネースtock残高



(M2)の伸びに対して4割にもなっている。企業部門の保有する預金残高は、リーマンショック後の2009年4月からの景気拡大期、2012年11月からの景気拡大の両方で、その伸び率を大きくしてきている。

筆者が問題視するのは、企業の生み出したキャッシュフローが、設備投資の拡大には向かわず、バランスシートの中に滞留してしまっている点である。せっかく稼ぎ出した利益が企業自身の手で用いられることなく、銀行に預けられたままになると、その資金は銀行の国債投資に回っていく。民間のキャッシュフローが、金融仲介機能を通じて、間接的に政府の支出増加に振り向けられるかたちである。

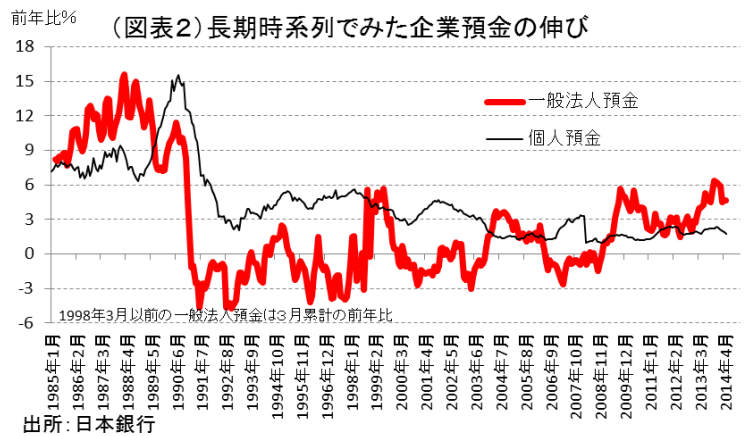
企業の支出と政府の支出を比べると、所得再分配機能を担っている政府の支出内容の方が、民需拡大につながりにくいと考えられる。だから、企業のキャッシュフローが民間設備投資や民間支出に用いられにくいことは、経済全体の需要創出効果をより小さいものにしてしまうと考えられる。本来は、民間需要を増やしてしかるべきマネーが、間接的に需要創出力の低い公的支出へと振り向けられたことが、これまでの経済成長力を相対的に小さくしているというのが、筆者が考える資金フローからの解釈である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

なお、企業のキャッシュが滞留してしまいう現象は、今に始まった問題ではない。長期時系列のデータでみると、バブル崩壊後、企業預金が前年比プラスになることは何度かあった（図表2）。

しかし、今次局面に特徴的なのは、そうしたキャッシュが対前年比で積み上がる現象が、かつてなく長期化していることである（図表2）。過去、1999年、2004・05年にも企業預金が前年比プラスで積み上がっていくことはあった。

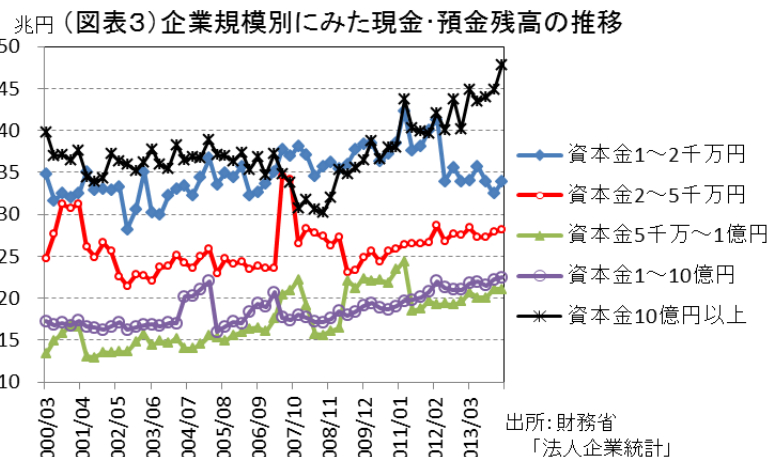
ただし、今回は異なっているのは、2009年から5年以上にも亘ってプラスの伸びが続いていることだ。つまり、今回の企業預金の増加は、一時的ではなく、構造化しつつあるのではないかと懸念を抱かざるを得ない。



### 誰が企業のキャッシュを増やしているのか

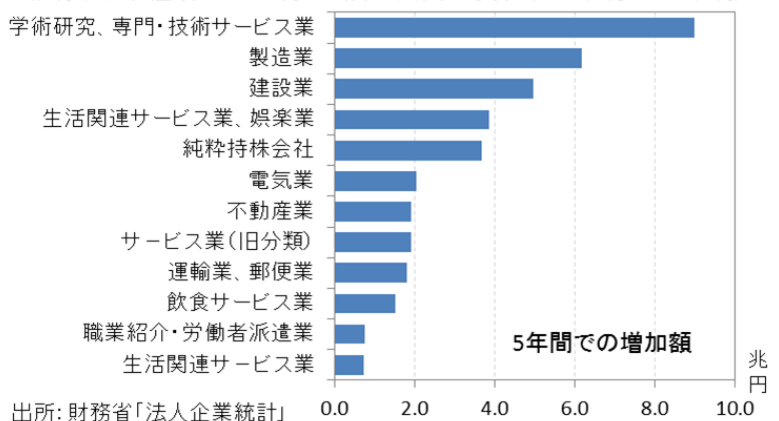
上記の預金増加は、日銀のマネーストック統計からの引用であるが、民間事業法人の資金動向は財務省の「法人企業統計」からも把握することができる。法人企業統計は、金融保険業を除いた区分であり、特殊法人や証券会社などが含まれていない。

こちらは、現金・預金残高を増やした企業規模・業種動向が分析できるメリットがある。その分析によると、企業規模別には資本金10億円以上の企業の現金・預金残高が増えている特徴がわかる（図表3）。2009年3月から2014年3月までの5年間の増減額を調べると、資本金10億円以上の大企業の増加寄与度は6割、資本金1～10億円の企業が2割、資本金5千万円～1億円の企業が2割という構成になっていた。



また、業種別に現金・預金残高の増加が目立っているのは、「学術研究、専門・技術サービス業」、「製造業」、「建設業」、「生活サービス」、「純粋持株会社」などである（図表4）。サービス化が進むとともに、企業の手元資金が潤沢になるのは、サービス業が手形取引をしている割合が相対的に少ないという業種の性格もあるのだら

(図表4) 業種別にみた現金・預金残高の変化(2009年3月～2014年3月)



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

う。また、90年代後半から金融機関の融資への依存度を減らしたいという願望を強めた企業が、いくつかの業種にはあるのだろう。製造業の場合は、海外進出を念頭に置き、国内である程度のキャッシュを抱えておき、それを海外M&Aや子会社設立のために用いたいといった予備的動機も考えられる。

## 成長戦略の含意

金あまりの状況は、リーマンショックという巨大な外生的ショックを受けて、企業行動を慎重化させてしまった結果として起こっている可能性がある。90年代後半の金融危機や、90年代初頭のバブル崩壊も、一度それを経験すると、それ以前とは同じ行動に戻りにくいといった不可逆的なインパクトを与えるのだろう。

企業のキャッシュフロー（＝経常利益／2+減価償却費）と、設備投資額の推移を並べると、リーマンショック後の設備投資がほとんどキャッシュフローの変化に対して反応しなくなっている状況がわかる

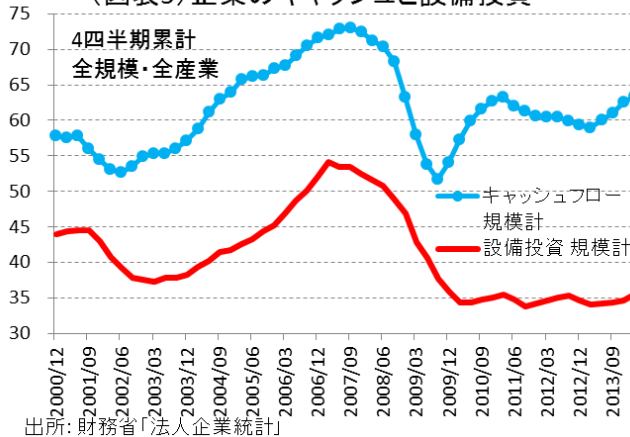
（図表5）。日銀短観などでは設備投資（全規模・全産業）は、2012年度実績・前年比5.2%、2013年度実績・同5.6%、2014年度計画・同1.7%とプラスになっているが、法人企業統計では依然として鈍い動きである。一方、名目GDPの民間設備投資の実額の推移では、法人企業統計よりもいづらか設備投資が増えるような状況である（図表6）。

政府の成長戦略は、もともと「民間設備投資を喚起するための成長戦略」と言われていたよ

うに、設備投資を軸にして経済成長を促進しようという狙いがあった。規制緩和は、企業のビジネスチャンスを広げて、新規事業の展開のための設備投資を促すという発想が背景にあったはずだ。残念ながら、2013年の1年目の成長戦略は、そうした目的に向けてあまり実のある成果が得られなかった。一方、2年目の成長戦略は、コーポレート・ガバナンス（企業統治）を強化するという発想に基づき、企業経営者がよりアグレッシブに内部

資金を投資活動に振り向けて、資本収益率を高めさせようという意図を持っている。2014年6月に発表された成長戦略は、一見するとわかりにくいのが、定性的には、企業動向を変革しようという野心的な狙いをもって、コーポレート・ガバナンス改革を推進しようとしているところに新しさがある。本来、企業に設備投資を増やすように働きかけるのは、政府が直接的に関与すべき領域ではないのだが、マクロ的に設備投資が増えにくい状況に対して、何らかの働きかけをしたいという思いが、成長戦略のはしばしに表れている。

兆円（図表5）企業のキャッシュと設備投資



兆円（図表6）GDPの設備投資の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## ガバナンス改革で企業行動を変える

成長戦略に記されているコーポレート・ガバナンス改革について、改めて紹介しておきたい。「稼ぐ力」を取り戻すというテーマで、「持続的成長に向けた企業の自律的な取組みを促すため、東京証券取引所が、新たに『コーポレートガバナンス・コード』を策定する。上場企業に対して、当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合にはその理由の説明を求める」（来期の株主総会のシーズンに間に合うように策定）とある。できうる限り複数名の社外取締役を選任したり、持ち合い株式の議決権行使のあり方を検討するといった対応案は、企業行動に新しい刺激を与えることを企図したものでしょう。意識すると、企業の内部に蓄積された現金・預金を新しく収益を生み出す使途に投じなくては、総資産利益率（ROA）、総資本利益率（ROE）を飛躍的に高めることは望めない。この点は、永らく指摘されてきたにもかかわらず、容易に変わらなかったのが実情である。企業の成長フロンティアは、もはや何らかのリスクテイクをしなくては収益源として取り込めない時代になっている。企業経営者がリスクテイクに躊躇しているのは、ステイクホルダーに対する責任を果たせないという見方もできる。

法人税改革に関しては、「減税をしてもどうせキャッシュとして積み上がるだけに過ぎない」という冷やかな批判が根強くある。しかし、政府が成長戦略を通じて考えているのは、企業行動を積極的に変えた上で、追加的に創出されたキャッシュを資産収益率の高い分野に振り向けようという同時並行的な変革である。過去の延長線上で、設備投資が増えないままであることを前提にすると、経済成長戦略そのものが成り立たない。政府は、「変わらない状態」を前提にした悲観的意見とは一線を画しているであろう。

確かに、技術的な側面で言えば、様々な問題がある。例えば、社外取締役の選任だけでは、企業行動を大きく変革することはできないかもしれない。重要なのは、個別の見直しの中で成功しないものがあったとしても、全体として従来の流れを変えるべく、様々な試行錯誤を追加していくことだ。

先にも述べたが、本来は、「民のことは民に任せる」という姿勢があるべきであるが、政府とすれば、衰退する日本経済の渦中で何もせずに手をこまねいてしまうことを是とはしたくないのだろう。常識的に考えると、過剰資本ストックの状態では、設備投資を増やすことは過剰資本を積み上げるだけに思われる。成長戦略はそうした発想に依拠するのではなく、過剰資本の最中でも設備投資をスクラップ・アンド・ビルドして、資本生産性を高めることを考えていくのだろう。意味のある成長戦略を作るためには、技術的に試行錯誤を積み重ねながら、暗中模索していく構えが必要である。