

# 企業活性化のためのガバナンス

日本再興戦略改訂版（2014年6月24日）では、企業の「稼ぐ力」を重視し、その方策として、コーポレート・ガバナンスの強化を強調している。日本経済をデフレから脱却させ、日本経済が活力を取り戻すためには何が必要か、コーポレート・ガバナンスの強化というのは回り道のように、実は本質的な問題に触れているのではないだろうか。経済バランスと生産性の向上という両面から、企業の投資活動の活発化に注目しているわけである。

なぜ今、企業行動を積極化させることがキーポイントになっているのか、経済を構成しているおのこの経済主体の役割を出発点に考えてみたい。経済を担う主体は大きく分けると、個人、企業、政府となる。それぞれに経済の生産面、支出面、所得面の3つの局面でそれぞれの機能を果たすことによって、マクロの経済循環を実現している。この機能が働く中で、経済主体それぞれの所得と支出のバランスが崩れたり、生産と所得のバランスが崩れたりすることで、経済全体のバランスの悪化が起きる。構造問題である。

1990年代初めのバブル崩壊後、日本経済の停滞を招いた主な原因は、不良債権の増加による金融の問題であった。一方、実物経済面に着目すると、経済バランスの問題として、一般的な需要不足状態が長期化した。企業設備は1980年代後半の旺盛な設備投資によって大きく増加し、全体としてストック調整が必要な局面になった。金融不況の要素も大きかったが、ストック調整の必要から設備投資が減少することは不可避であったと思われる。一方、需要不足という点では個人消費の活性化が課題であると考えられた。当時、日本の家計貯蓄率は比較的高く、例えば1990年代前半の家計貯蓄率の平均値は14%であった。こうした

高い貯蓄率で供給される資金は、それが金融を通して企業投資に結びつき成長資金となるのであれば好循環となるが、設備投資が大幅な調整を行っている最中では、家計の高貯蓄が経済全体の貯蓄超過、すなわちアンバランスにつながる構造をもたらしてしまった。しかし、2000年代に入って日本の家計貯蓄率は大きく低下し、個人所得と個人消費の間のアンバランスは解消したと言っていいだろう。足元ではむしろ家計部門の健全性という観点から、家計貯蓄率がマイナスに陥る可能性が出てきているのは、むしろ懸念事項である。

2000年以降の経済をみていくと、長期的な経済停滞が続いていた大きな要素は、需要面で言えば設備投資の不足であった。ストック調整が長期化したことが潜在成長率の低下や技術革新などイノベーションによってもたらされる全要素生産性の伸びの鈍化につながり、一時的なストック調整の必要を超えて投資停滞の悪循環が起きてしまった。企業部門での投資と所得とのアンバランス＝貯蓄超過が拡大してきたことが、マクロ経済にもアンバランスをもたらしている構図となっている。この事情は、裏側では、政府財政の赤字累積を促すことにもなったのである。政府部門は経済全体のアンバランスの調整弁として機能してきたからである。

企業部門のアンバランスの度合いを実際の統計でチェックしてみよう。国民経済計算で見ると、民間企業の貯蓄（純）は、2012年度で33兆3,201億円に上っている。同年度の総固定資本形成（設備投資）は61兆6,488億円で、固定資本減耗（減価償却費）の59兆8,202億円を1兆8,286億円上回っている状態であった。つまり33兆円の所得のうち投資に回ったのは2兆円弱だったわけである。企業所得のほとんどは貯蓄に回ってしまうアンバランスがある。いわゆ

る企業部門のカネ余りである。こうした毎年 30 兆円規模の企業のカネ余りは、おおよそ 2000 年代に入って定着してきたといえる。

さて、企業の設備投資がこのように停滞していることは「不合理」なのであるか？ マクロで見ればアンバランスの原因になってしまっているとしても、個別企業の問題としてみれば、必ずしも不合理とは言えない。マクロとミクロの食い違いであり、「合成の誤謬」の状況であったのかもしれない。

企業が投資を抑制するのは、高い収益性を期待できる投資案件が少なかったからである。これは個々の企業としては合理的な行動だ。しかし、企業が期待収益性の高いビジネス創出にどれだけ積極的に取り組んできたのか、という課題は残る。技術革新や新しいビジネスモデルの創出など供給サイドでのイノベーションの停滞が、需要サイドでの企業の設備投資の停滞につながっていたのではないか、という問題意識である。マクロ的な全要素生産性について見ると、大和総研では最近 10 年間では 0.7% 程度と推定している。こうした状況では、企業の国内設備投資が大きく伸びないことには必然性があると言わざるを得ない。

日本企業は収益性が見込める海外への投資には積極的であり、そのこと自体は海外から投資収益という果実を獲得することにつながるもので否定的に捉えるべきではない。しかし、国内で企業投資が活性化しないのは仕方がない、と企業行動が受動的なままであることを放置してよいだろうか。国内の経済環境に合った新ビジネスモデルの創出やイノベーションによって国内投資に前向きとなるよう企業に促す政策が必要である。どのような手段で企業の積極性を引き出したらよいのか。これまでは、設備投資に対する減税というストレートな刺激策が何度も用いられてきた。法人税減税も租上に載せられている。これらは投資増加に効果がないわけではないが、短期的なものにとどまる可能性もある。企業が中長期的に国内の企業活動を高めようとするにならないと、一時的に設備投

資が増加しても先食いに終わってしまうからである。

全ての企業がそうであるとはいえないが、日本の企業の多くは貯蓄超過、すなわち内部留保を厚くしてきた結果、資金が潤沢であり多少の経済危機では倒産するリスクはかなり小さい存在となった。しかし、そうした安定に安住しているは市場経済における企業の役割を發揮できない。自らは設備投資資金が必要でないのであれば、企業は余剰資金を配当増加や自社株買いに充てて株主に報い、資金を市場に出すべきである。その資金が、資本市場の機能を通じて投資を必要とする企業に供給されるようにしなければならない。

今後の国内経済の成長のためには、大きく 2 つのポイントがあると考えられる。第一に、労働力人口の減少の中で生産性を高めるイノベーションであり、「ロボット」など労働代替型の投資が必要であろう。企業設備の軸は労働代替型投資となっていくべきだと思われる。第二に、超高齢化社会への移行による需要の変化に対応した新しいビジネス分野の開拓など産業構造の変化促進である。日本企業にこうした役割を担ってもらわなければならない。

コーポレート・ガバナンスの改革は、こうした現状に照らして、企業のビジネスへの積極性を引き出すにはどのような経営の在り方が必要なのか、という観点から取り組まれていくべきだろう。株主への適正な利益還元、中長期の戦略策定、外部の知恵を活かすことで、日本企業は収益性も生産性も高まらないまま資金太りしているといった印象を払拭することが必要ではないだろうか。それは企業価値向上にも大いに寄与すると思われる。

[著者] \_\_\_\_\_

岡野 進 (おかの すすむ)



専務取締役・調査本部長  
専門は、マクロ経済・資本市場