

“貯蓄から投資へ”実現のために 企業が果たすべき役割

太田 珠美

要 約

“貯蓄から投資へ”は、個人金融資産を預貯金からリスク性資産へシフトさせ、日本の持続的な経済成長のために有効活用しようとする試みである。“貯蓄から投資へ”が実現するための経路の一つに“企業の成長期待”・“リスク資産の期待収益率向上”があるが、過去、日本企業の利益率は投資家を満足させるものとは言えなかった。

2012年12月に誕生した安倍政権は“民間の力を最大限引き出す”べく、企業が活動しやすい環境をつくるため、様々な施策を打ち出している。企業の投資が拡大するきっかけになることを期待したいが、大企業を中心に日本企業の株主はこの30年で大きく変化している。企業は収益性を求める投資家が増えている現状を認識し、コストとリターンが見合った投資対象を選別していく必要がある。その選別が適切に行われるかどうか、投資家からのリスクマネーを得る一つのカギとなるだろう。

目 次

- 1 章 企業と“貯蓄から投資へ”
- 2 章 資金調達コストと投資家の期待収益率
- 3 章 企業は何に投資して成長してきたのか
- 4 章 ステークホルダーの変化が企業に与えた影響
- 5 章 企業が果たすべき役割とは

1章 企業と“貯蓄から投資へ”

“貯蓄から投資へ”という言葉は、家計金融資産が現金・預金に偏在していることから、これをリスク性資産にシフトさせようというスローガンである。10年ほど前からさかんに言われるようになったが、1996年から行われた日本版金融ビッグバン（金融システム改革）においても「21世紀の高齢化社会において、我が国経済が活力を保っていくためには、1200兆円にも上る個人金融資産がより有利に運用される場が必要であり、これら資金を次代を担う成長産業へ供給していくことが重要です。」と述べられている¹。

しかし、これまでの家計金融資産の動きを見る限り、大きな変動が生じているようには見受けられない。家計金融資産が投資に向かわない理由については、『大和総研調査季報』（2013年7月夏季号 Vol.11）において、保志・矢作〔2013〕がその要因を整理するとともに、「貯蓄から投資へ」が実現するいくつかの経路を示している²。本稿ではこの中からアベノミクスの「デフレ脱却」「民間活力の爆発」を起点とする「企業の成長期待」「リスク資産の期待収益率向上」を経由した「リスク選好度の上昇」を実現するには、企業がどのような役割を果たすべきであるか、現状の整理と課題の洗い出しを行っていききたい。

なお、“貯蓄から投資へ”の投資対象は上場企業株式を想定して議論されることが多いが、近年は中小企業に対するリスクマネー供給が政策的な課題

として取り上げられているため、本稿は企業規模にとらわれず、企業全体について述べていきたい。

2章 資金調達コストと投資家の期待収益率

1. 資金調達コストを下回る利益率

まず、企業の利益率をいくつかの指標で見たい。日本の企業全体を一つの企業としてみた場合、投下資本に対する利益率として計算される投下資本利益率（ROIC）³と、企業が資金を調達するためにかった費用として計算される加重平均資本コスト（WACC）⁴を簡便的に推計したところ、図表1のようになった。ROICがWACCを上回っていれば、企業が付加価値を生み出していることを示し、WACCがROICを上回っていれば、企業は投資家（債権者・株主）が期待する収益を生み出せていないということになる。

ROICとWACCは、1980年代はほぼ同じ水準で推移していたが、1990年以降、おおむねWACCがROICを上回る水準で推移しており、企業は債権者や株主が期待する収益を生み出せていないということになる。

基本的に債権者が期待する収益は、事前に債務者との間で取り決めた元利金であり、それは株主に優先して支払われる。一方、株主は債権者に劣後して配当の支払いを受ける。つまり、1990年代以降は特に株主がそのしわ寄せを受けている可能性が高いということが考えられる。

1) 金融庁（旧大蔵省）ウェブサイト「特集 金融システム改革（日本版ビッグバン）とは」（http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb1.htm）より。

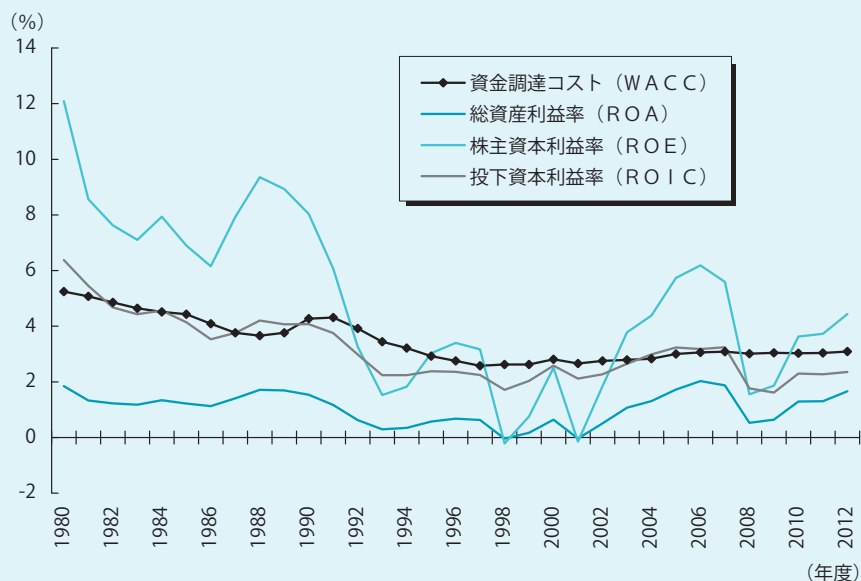
2) 詳細は保志泰・矢作大祐〔2013〕を参照。

3) $ROIC = \text{税引き後利益} \div \text{投下資本（有利子負債} + \text{株主資本）}$

4) 債権者と株主が期待する収益率をそれぞれの保有割合で加重平均した数値である。

$WACC = \text{負債資本コスト} \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{有利子負債} \div (\text{有利子負債} + \text{株主資本}) + \text{株主資本コスト} \times \text{株主資本} \div (\text{有利子負債} + \text{株主資本})$

図表 1 企業全体の収益率等の推移



(注) 全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。資金調達コスト・投下資本利益率の計算にあたっては、株主資本コストを5%、実効税率=40%と仮定した（負債資本コストは借入金利率率を用いている）

(出所) 日本銀行「公社債応募者利回および発行条件」、財務省「法人企業統計」「過去の金利情報」から大和総研作成

利益の増加額」と回答しており、「投下資本利益率」と回答したのは約3割にとどまった⁶。図表1のとおり、企業の利益率が低いのも、損益計算書上の絶対額の増加が重視され、“利益率”に対する意識が低いことによるものである可能性もある。

日本の企業金融は間接金融が中心であり、特にメイ

2. 企業と投資家の意識のズレ

株主が期待する収益が生み出せないままでは“貯蓄から投資へ”を実現することは困難であり、企業の成長期待がより一層高まる必要がある。ただ、この成長期待については、企業と投資家の認識に乖離が生じている可能性がある。

社団法人生命保険協会では上場企業および機関投資家を対象とした調査を行っている⁵。2013年の調査結果で、投資家は「企業の事業投資の意思決定の際の判断基準として適切なもの」について「投下資本利益率」との回答が約8割、「売上・利益の増加額」との回答が約2割であるのに対し、企業側は「事業投資の意思決定の際の判断基準として重視しているもの」として約6割が「売上・

ンバンクが融資だけでなく株式や社債の引き受けにおいても重要な役割を果たしてきた。株主より債権者を意識した経営がなされていたとしても不思議ではない。債権者にとって重要なのは元利金の返済が予定通り履行されるかであり、利益率の向上まで求める必要は必ずしもない。

しかし、近年では自己資本比率は3割を超え4割に近づきつつある。また詳細は後述するが、株主の構成も銀行を含む金融機関や取引先である事業会社から海外投資家に変化している。そしてこれからは“貯蓄から投資へ”で個人株主も増やしていくことが求められている。株式投資家が求めるのは配当と株式価値の向上である。企業が投資家の意見に配慮する必要性は過去から比べて格段に上昇しているといえよう。

5) 社団法人生命保険協会「平成24年度生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」より。

6) この2つ以外にも選択肢があり、複数回答であるため、全ての回答を合計しても10割とはならない。詳細は前掲5)の調査結果を参照。

3章 企業は何に投資して成長してきたのか

1. 資産構成はどのように変化したか

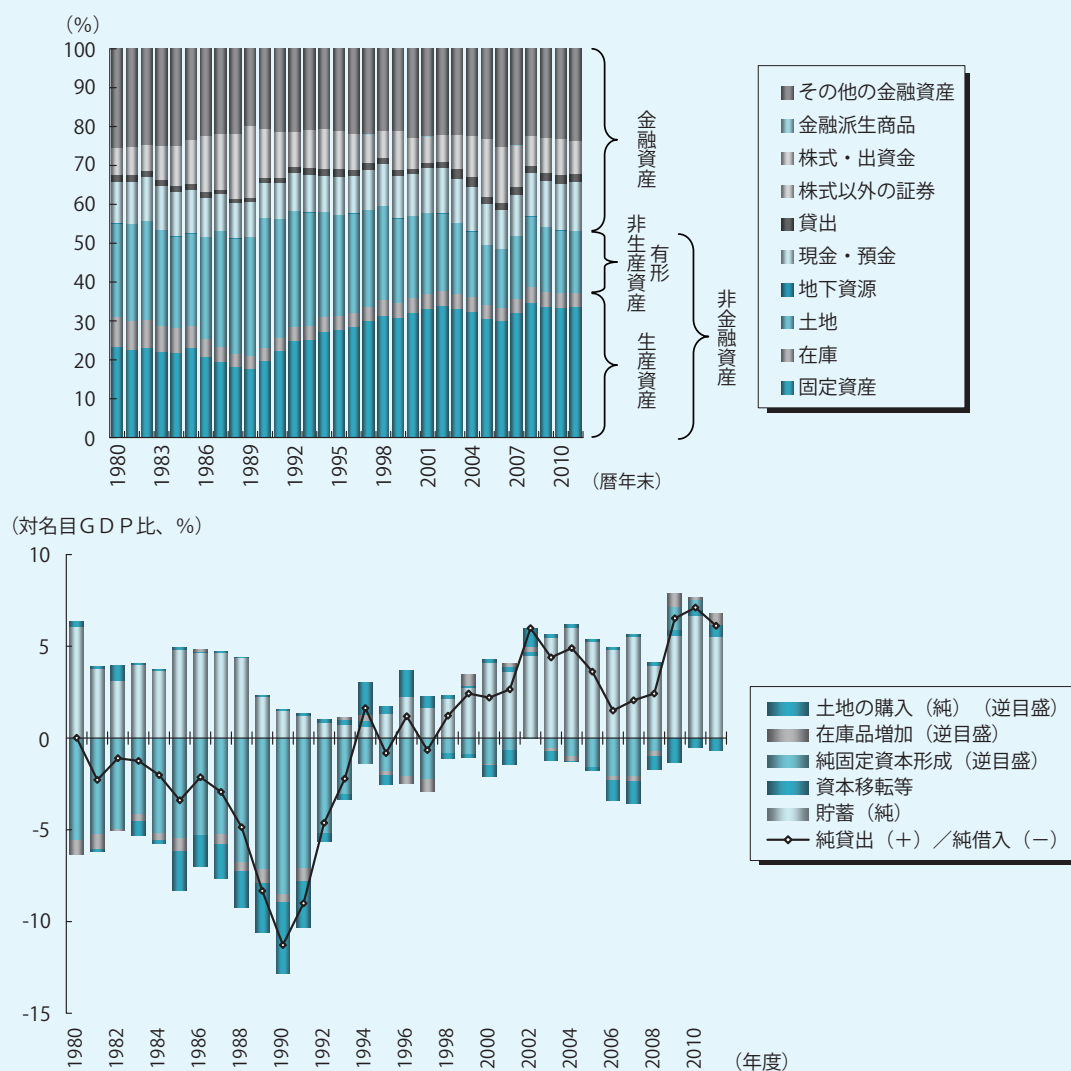
第3章では企業が事業を行うにあたり、どのような資産に資金を投じてきたかを確認していく。企業の投資行動は1980年代後半の資産価格バブル前後で大きく異なる。また、資産価格バブル崩壊後の影響（3つの過剰：過剰債務・過剰設備・

過剰雇用）が解消されたといわれる2000年代後半から現在に至る部分も、分けてみていきたい。

1) 1980年代

1980年代は純貯蓄を上回る水準で設備投資や土地の購入、金融資産への運用（いわゆる“財テク”）などが行われており、資金調達も積極的に行われていた(図表2)。保有している土地や株式・出資金の価値が上昇したことで、資産に占める土

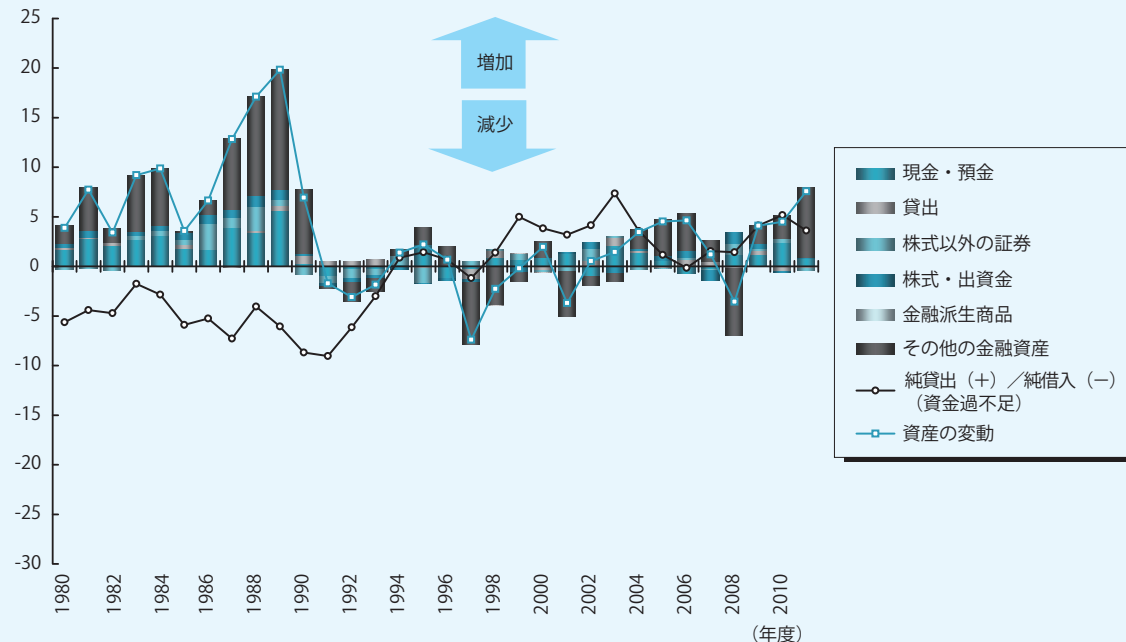
図表2 民間非金融法人企業全体の貸借対照表（上図）と実物取引の状況（下図）



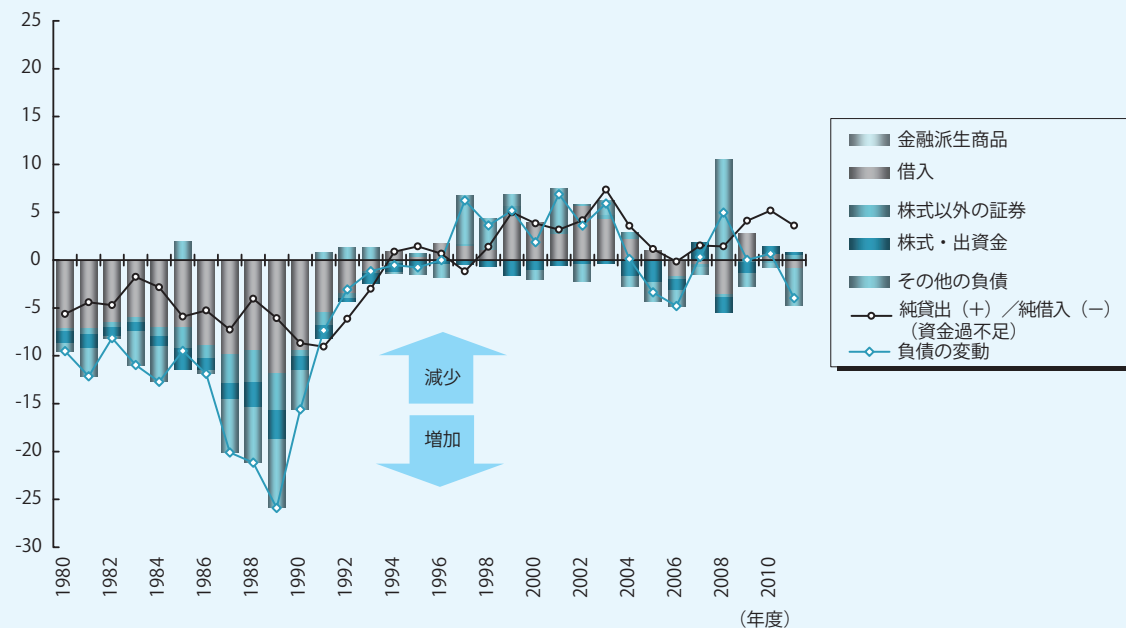
（注）1993年までは2000年基準、1994年からは2005年基準で計算
（出所）内閣府「国民経済計算」から大和総研作成

図表3 民間非金融法人企業の金融取引（上図：資産側、下図：負債側（逆目盛））

（対名目GDP比、％）



（対名目GDP比、％）



（注）1993年までは2000年基準、1994年以降は2005年基準で計算

（出所）内閣府「国民経済計算」から大和総研作成

地や株式・出資金の割合もこの時期は特に拡大している。また、金融取引を見ると現預金とその他金融資産（企業間信用や対外直接・証券投資など）の純増が目立つが、これは海外企業の買収を積極

的に行ったことや、企業の事業活動がより活発になることで企業間取引（信用）が拡大したことが主因と考えられる（図表3）。

2) 1990 年代

1990 年前後の資産価格バブル崩壊後、土地や株式・出資金などの資産価格の価値は大きく下落した。保有資産の価格変化は企業の資金繰りには直接影響を及ぼすものではないが、融資の担保として金融機関に差し入れている企業は少なくない。担保価値が下落すると、追加担保の差し入れや、借入金の返済を迫られるため、企業の資金繰りは悪化することが一般的である。1990 年前後は金融機関の貸出姿勢も急速に厳しくなり、それにやや遅れて企業の資金繰りも苦しくなっていた（図表 4）。

実物取引の状況を見る限り、1990 年代半ば以降、積極的な設備投資が行われているとはいいがたく、実物取引・金融取引ともに企業の活動は停

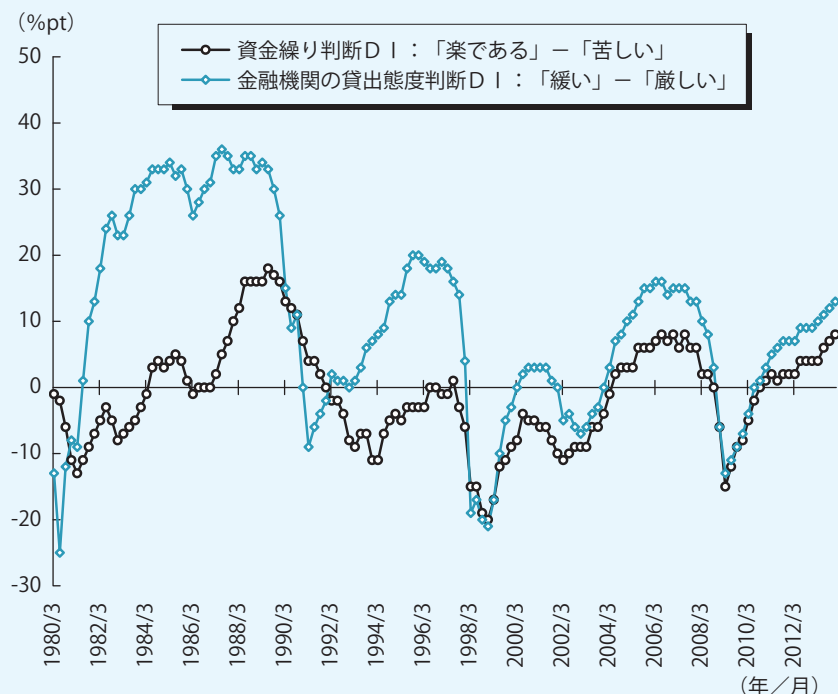
滞している。ただし、総資産に占める設備（生産資産）の割合は 1990 年代を通じて上昇している。土地価格の低下を受け、価格変動を受けにくく、また処分の対象となりにくい生産資産の価値が相対的に上昇したものと考えられる。

また、企業は 1990 年代半ばごろから資産の圧縮に動いており、この頃から企業は何か投資する資金を内部調達範囲内で行うようになったものとみられる（金融取引表を見ると、借入を中心に他人資本は返済に動いている）。設備投資は純貯蓄の水準を下回るようになった。

3) 2000 年代

2000 年代は株式相場の上昇・下落により株式・出資金の割合が変化することなどは起きているも

図表 4 日銀短観の企業金融関連DI



(注) 全規模・全産業の値。2004年3月調査から調査対象企業等の見直しを行っており、2003年12月調査以前と2004年3月調査以降の計数は連続しない
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」から大和総研作成

の、企業の投資（貯蓄）行動の変化による企業の資産構成の変化、というものは明確に確認できない。ただし、これまでは少ないながらもプラスであった純設備投資が2000年代後半になりマイナスに転じることが出てきた。金融危機や欧州債務問題など、事業の見通しが立てにくい状況であったことが影響しているものと考えられる。

企業の利益と設備投資の関係を見たとき、2000年以降はそれ以前とはやや異なる動きをしている。統計で設備投資をみる場合は減価償却を含めて考えられることが多いが、純設備投資額（減価償却を除いた数値）で見ると、2000年頃までは企業の利益留保額（当期純利益から株式配当額を減じたもの）とほぼ同じ動きをしており、単年度ごとの設備投資が当年の利益との見合いで行われていたことが推測される。しかし、2000年以

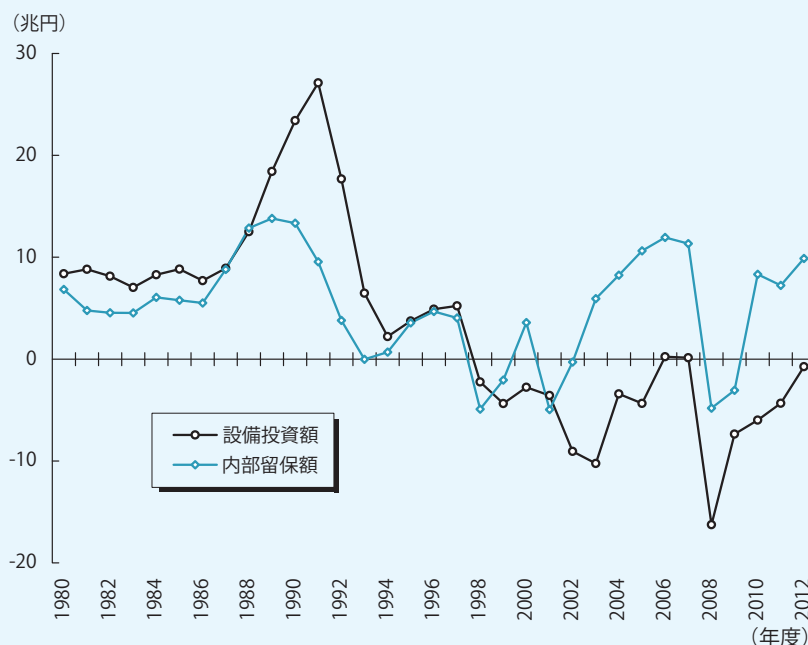
降は利益留保額に連動はするものの、それを大きく下回る水準でしか設備投資が行われなくなっている（図表5）。

一方、実物取引には消極的であるものの、2000年代後半から金融取引（その他金融資産）の運用は増加傾向にある。借入れや有価証券の発行など、いわゆる他人資本からの調達引き続き抑えられていることから、企業の利益留保分がそのまま資産運用に回っているものと推測される（リーマン・ショックの際は一時的に外部からの借入れに増加がみられ、リスク管理の一環としての外部調達は行われている）。

2. 企業規模による企業行動の違い

1) 大企業は投資目的有価証券の保有を拡大 財務省が公表している「法人企業統計」⁷で企

図表5 内部留保と設備投資の推移



(注) 全規模・全産業（金融業・保険業を除く）の数値。設備投資額は調査対象年度中の有形固定資産（土地を除く）増減額＋ソフトウェア増減額。内部留保は当期純利益より配当額を減じたもの

(出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

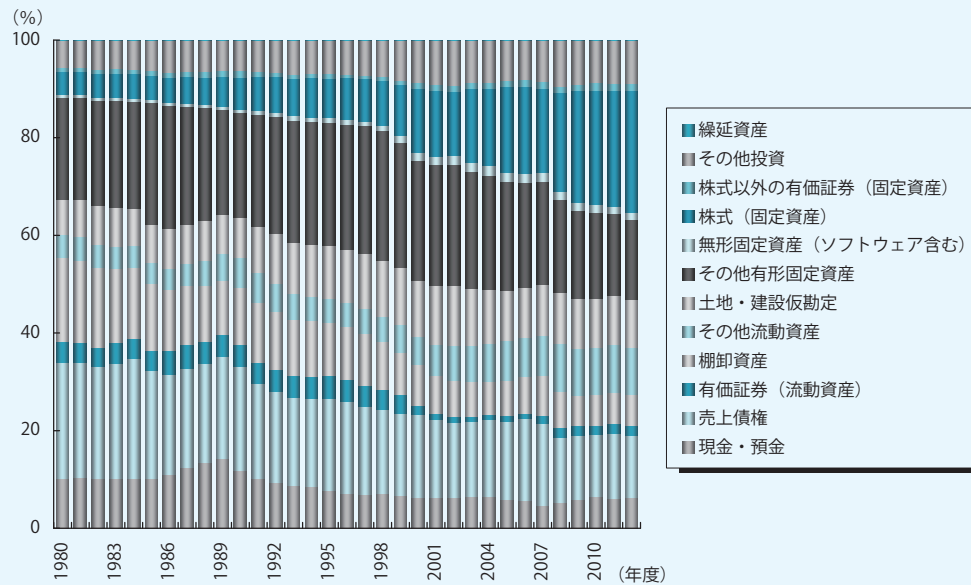
7) 「法人企業統計」は調査対象の企業の単体決算の数値をもとに推計されている。連結子会社や海外現地法人が含まれないことに留意が必要である。

業規模別に資産構成の変化を見ると、資本金の額
 が大きい（10 億円以上）企業では、固定資産に
 分類される株式の比率が 2000 年代ごろから拡大
 している（図表 6）。固定資産に分類される株式
 は売買目的で保有しているものではなく、子会社、

関連会社の株式であったり、持ち合いのために保
 有する取引先企業の株式であったり、政策的に保
 有しているものである。

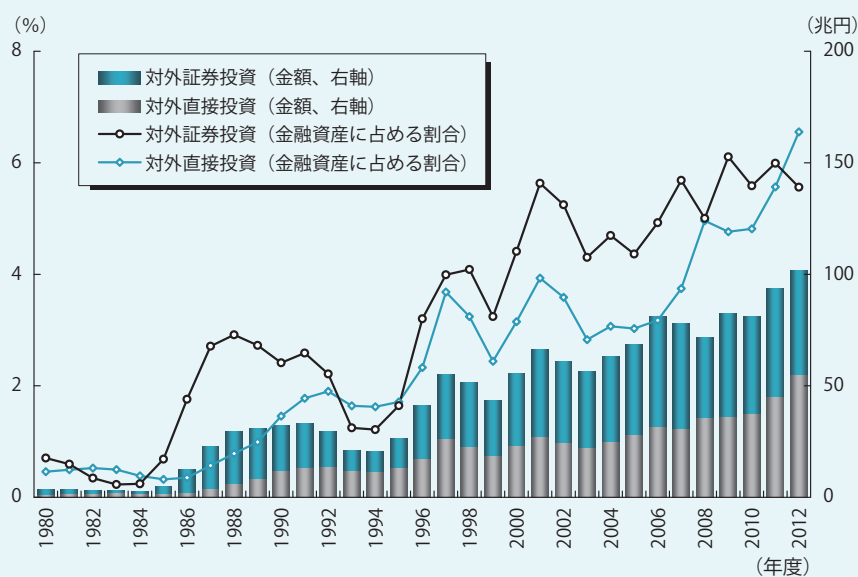
政策保有株式が増加している一因として考えら
 れるのは、持ち株会社の形式を取る企業が増え、

図表 6 企業の資産側のバランスシート：資本金10億円以上・全産業（金融業・保険業を除く）



（注）売上債権＝受取手形＋売掛金、棚卸資産＝製品又は商品、仕掛品、原材料・貯蔵品
 （出所）財務省「法人企業統計」から大和総研作成

図表 7 民間非金融法人企業の金融資産に占める対外資産の割合



（出所）日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

子会社を抱える企業が増加したことに加え、企業の海外展開が進んだことである。経済産業省が公表している「海外事業活動基本調査」によれば、2012年度末時点の海外現地法人数は2002年度末比で約1.5倍に増加している。また、対外直接投資や対外証券投資も増加しており、海外の旺盛な需要を取り込むため、また安価な労働力を得るためなど、様々な理由から海外進出を行っている。対外直接投資・対外証券投資残高は年々増加しており、企業の資産に占める割合も上昇が続いている（図表7）。企業が海外進出によりどれだけの利益を稼いでいるか、以前よりも重要性が増しているといえよう。

2) 中小企業では現金・預金の保有が増加

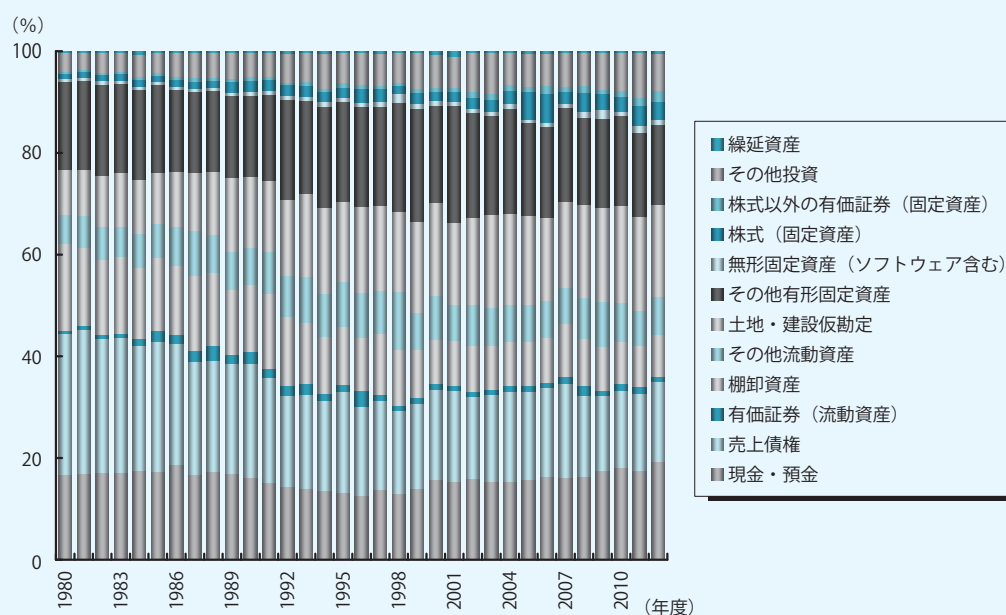
一方、中小企業に関しては大企業のように海外展開を積極的に行っている、もしくは傘下に子会社や関連会社などを多数持っている企業はごくわ

ずかである。大企業ほど政策的に保有する株式が増えている様子はうかがえない（図表8）。全般的に2000年を過ぎたあたりからは大きな変化が見られないが、2000年代に入り、現金・預金の割合が少しずつ上昇している。詳細は後述するが、中小企業においては企業間信用における支払債務の回転期間が売上債権の回転期間を下回り、現金・預金といった流動資産を確保しておくインセンティブが強くなっている可能性が考えられる。

3. 資産の現金化が遅れている可能性

売上債権（支払債務）や棚卸資産は企業の資金繰りに大きく影響する。過去と比較すれば資産に占める割合は小さくなりつつあるが、それでも全体の約2割を占めている。これらは将来的には現金化されるものの、その時点で手元資金として存在するわけではなく、売上債権や棚卸資産は早く現金化できた方がよいが、支払債務の期日は遅い

図表8 企業の資産側のバランスシート：資本金1千万円以上1億円未満・全産業（金融業・保険業を除く）



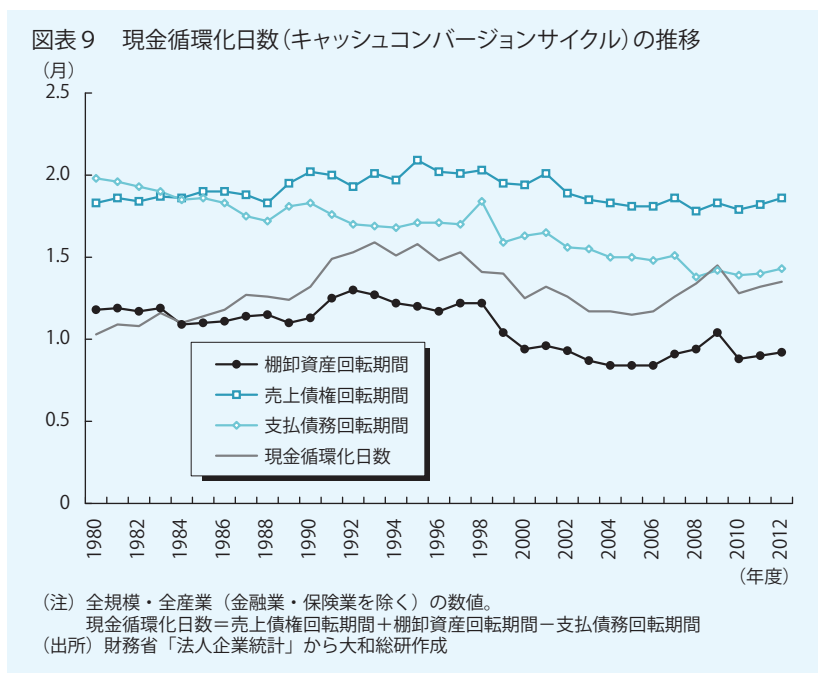
(注) 売上債権＝受取手形＋売掛金、棚卸資産＝製品又は商品、仕掛品、原材料・貯蔵品
(出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

方が望ましい。企業の資金繰りからすると、売上債権や棚卸資産は支払債務（買掛金や支払手形）との期日差が重要になる。過去の推移を見ると、棚卸資産・支払債務回転期間は低下しているが、売上債権回転期間は目立った低下が見られず、1980年代とほぼ同じ水準である（図表9）。結果、現金循環化日数（別名、キャッシュコンバージョンサイクル。収支のズレを示すもので、売上債権と棚卸資産の回転期間から支払債務回転期間を減じたもの⁸。数値が高い方が資金繰りにはマイナスである）は、2000年代半ばには若干の低下が見られたものの、足元では上昇しており、企業の資金繰りに悪影響を与えている可能性がある。

また、この傾向は資本金の小さい企業により顕著に見られる（図表10）。企業規模が小さいゆえに、有利でない取引条件で受注せざるを得ない、もしくは回収になかなか取引先が応じてくれないなどの理由が考えられる。それが中小企業にとっ

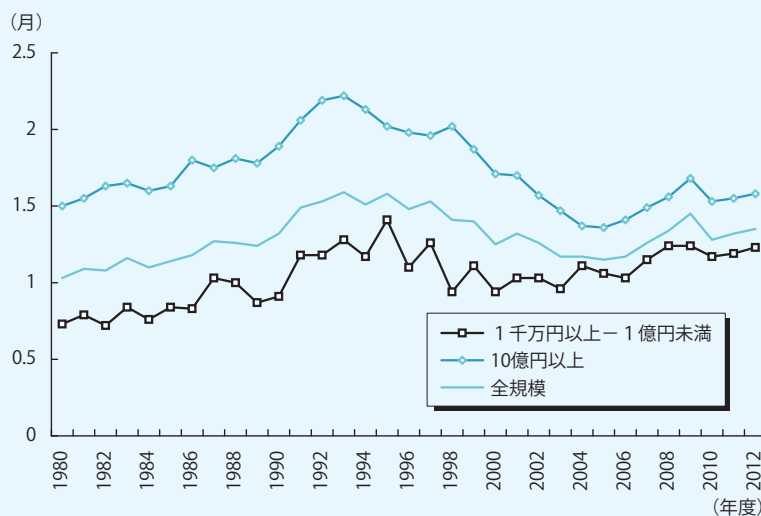
ての現金・預金の保有インセンティブに結びついている可能性がある。

日本企業と海外企業の取引が増加していることも、現金循環化日数を拡大させる要因になっている可能性がある。というのは、本来、ある企業で受取手形や売掛金を計上すれば、他の企業で同額の支払手形や買掛金が計上されるはずであり、統計上、両者はバランスするはずである。企業全体としてみた場合になぜ売上債権回転期間と支払債務回転期間にズレが生じるのだろうか。金額で見ても、2012年度時点で約50兆円、売上債権が支払債務を超過している。要因として考えられるのは、国内以外、つまり海外との取引において、売上債権が増加している可能性である。海外への輸出が増えたものの、売上債権の回収が早々に進んでおらず、企業の資金繰りにマイナスの影響が生じている可能性が考えられよう。



8) 売上債権回転期間＝（受取手形＋売掛金（期首・期末平均））÷ 1月当たり売上高、棚卸資産回転期間＝棚卸資産（期首・期末平均）÷ 1月当たり売上高、支払債務回転期間＝（支払手形＋買掛金（期首・期末平均））÷ 1月当たり売上高

図表10 現金循環化日数(キャッシュコンバージョンサイクル)の推移



(注) 全規模・全産業(金融業・保険業を除く)の数値。
現金循環化日数=売上債権回転期間+棚卸資産回転期間-支払債務回転期間
(出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

4. まとめ

ここまで様々な角度から企業の投資・資産運用の状況をみてきた。1980年代は設備投資にとどまらず、土地・株式など様々な資産に企業の資金が投じられていたが、資産価格バブルが崩壊し、1990年代以降、各種投資は抑制され、不要な資産の処分が進んだ。この間、前掲図表1のとおり企業の利益率は下落基調が続いた。2000年代に入っても設備投資の持続的な増加は実現しておらず、収益性にも大きな改善は見られない。企業の設備投資の停滞により設備ビンテージ(平均年数)が長期化しており、これが企業の収益性を悪化させているのではとの指摘もある⁹⁾。適切な設備更新が行われることは最低限必要であろう。

一方、大企業を中心に資産に占める政策保有目的株式の割合が高まっている。企業という設備

投資に注目されがちであるが、収益性を考えた場合に企業が株式を保有することでどのような利益を生み出せるのか、注目する必要があるのではない。収益性が低い場合は、株主としても投資先企業への働きかけを行い、収益性の向上に貢献する資産に変えていくよう努めるか、それができない場合は処分することも検討すべきであろう。

4章 ステークホルダーの変化が企業に与えた影響

1. ステークホルダーの変遷

1) メインバンク制の機能低下

第4章では企業のステークホルダーの変化と、それが企業の収益性・投資にどのような影響を与えたのかを整理していきたい。

1990年代半ばまで、資金不足であった企業部

⁹⁾ 内閣府「平成25年度年次経済財政報告」の第2章第1節参照。また2013年5月に経済産業省が公表している「生産設備保有期間等に関するアンケート調査」によれば、企業の生産設備の保有期間は「10年以上」経過した設備が約6割となっている。

門を支えてきたのは主に間接金融であり、その中でもメインバンクが重要な役割を果たした。メインバンクの機能としては、①情報の非対称性に伴うエージェンシー・コストの引き下げ、②リスクに対する保険、③各種情報交換——等が挙げられる¹⁰。メインバンクは融資だけでなく、融資先の社債や株式を保有することもあり、メインバンクが他の株主とともに企業を監視するというコーポレート・ガバナンス構造となることも少なくなかった。これは株主と経営者との間の情報の非対称性に伴うエージェンシー・コストが節約され、効率よい仕組みであった。また、企業側からしても、メインバンクが安定資金の供給源になってくれることはメリットであった。

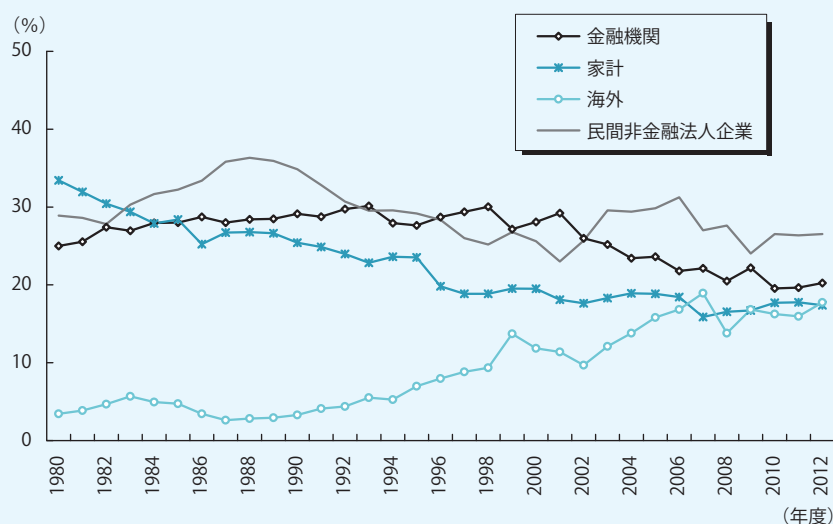
しかし、資産価格バブルの崩壊により、地価の下落や経済の成長に対する先行き不透明感が強まった結果、金融機関と企業の関係にも変化が生じた。不確実性を考慮せざるを得なくなり、企業はいざというときのために財務強化を図り、銀行側も貸出先の選別を強化せざるを得なくなった。特に直接金融のチャンネルが確保しやすい大企業は、過去と比べてメインバンクとの関係は薄れてきている。中小企業ではいまだにメインバンクが重要な役割を果た

しているが、中小企業庁が公表している「中小企業実態基本調査」によれば、メインバンクがない中小企業は、平成16年調査（平成15年度決算実績）では3%にすぎなかったのに対し、平成23年調査（平成22年度決算実績）では13%まで上昇しており、少しずつ影響力が低下しているものと推測される。

2) 株式持ち合いの解消

資産価格バブルの崩壊は企業間の株式の持ち合い解消も後押しした。1990年代、企業は本業もしくは財テクの失敗による損失の穴埋めをする必要があり、銀行は不良債権を処理する必要があったため、含み益のある株式の処分を進めた¹¹。1990年代以降、日本企業の株主構成は大きく変化しており、事業会社（民間非金融法人企業）と金融機関の株式保有割合が低下する代わりに海外投資家の株式保有割合が上昇している（図表11）。

図表11 株式・出資金の保有主体の推移



（出所）日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

10) 経済企画庁「平成8年年次経済報告 改革が展望を切り開く」（1996年7月）より。

11) 銀行の株式保有比率は1990年代にはあまり低下していない。本格的に低下したのは2000年代に入ってからであり、株式売却益が計上できなくなったことや銀行の株式保有を制限する法律ができたことが大きく影響している。詳細は伊藤正晴〔2010〕を参照。

以前は“債権者と株主”という、利益が相反する主体を銀行や取引先が兼ねており、その影響力も大きかった。一方で、債権者・株主・取引先それぞれの立場で権利を主張することでステークホルダーとの最適なバランスを模索し、企業価値の向上につなげるというプロセスはあまり機能せず、それが企業の収益性低下につながった可能性も否定できない。メガバンク機能の低下と株式持ち合いの解消によるステークホルダーの変化に、企業も意識を変化させる必要があるだろう。

2. 企業への影響

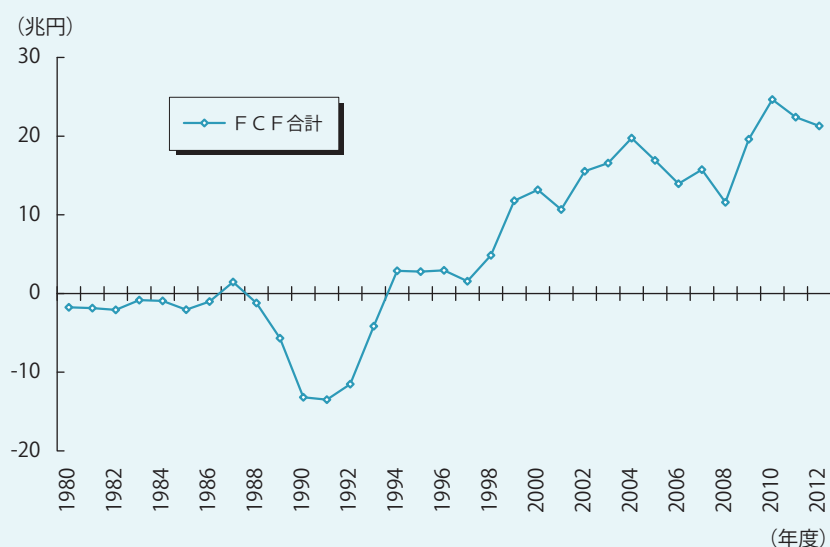
1) フリーキャッシュフローに表れる変化

これらの変化は企業全体のフリーキャッシュフロー（FCF）の動きにも表れている。日本でフリーキャッシュフローの概念が一般的になったのは1990年代頃である。1980年代の日本企業は、成長するために設備等の投資を積極的に行い、フリーキャッシュフローはマイナスの状況が続いた

（図表12）。1994年度以降、マイナスからプラスに転じ、2000年代も増減を繰り返しながらも拡大傾向にある。

1990年代半ばまでフリーキャッシュフローがマイナスであったのは、メインバンク制と株式持ち合い、そして土地や有価証券の含み益の存在が大きく影響しているものと考えられる¹²。いざというときに資金の出し手となってくれる関係者の存在、そして借入れの担保として差し入れている保有資産の価格の上昇により、容易に資金調達ができたため、フリーキャッシュフローがマイナスであっても旺盛な投資が可能であったのである。メインバンク機能の一つに“リスクに対する保険”があるが、いざというときに資金供給をしてくれる金融機関の存在が、企業の積極的な投資を後押ししていたといえよう。近年のフリーキャッシュフローの拡大は企業が抱えるリスクの増加を表したものと考えられる。

図表12 フリーキャッシュフローの推移



（注）FCFは経常利益÷2－設備投資額＋減価償却費
（出所）財務省「法人企業統計」から大和総研作成

12) 中沢恵・池田和明 [2001] より。

2) 利益配分やコーポレート・ガバナンスの変化

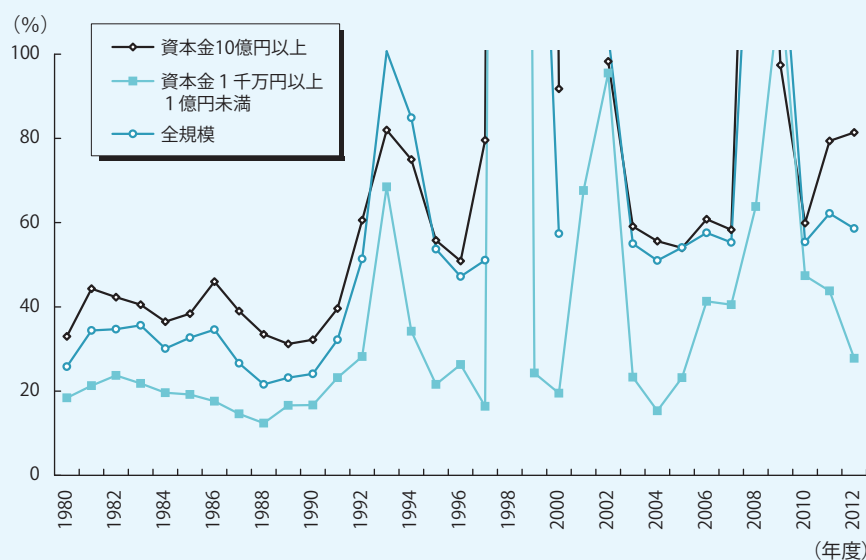
企業の利益配分にも変化が生じている。例えば企業の利益配当は安定配当（毎期一定額）であることが多かったが、近年では配当性向を配当政策の目標に掲げる企業が増えており、利益が拡大すれば、その分株主に還元される傾向が強まっている（図表 13）。

コーポレート・ガバナンスに関しても、1990年代から2000年代にかけ、様々な法改正を経て見直しが行われてきた。監査役機能の強化や会計制度の見直しなど、企業経営に対するモニタリング機能の強化や、企業情報の開示制度の整備などが進められた¹³。企業価値の向上にどれだけ結び付いているのか定量的に測定することは困難であるが、2008年にエイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション（ACGA: Asian Corporate Governance Association）が公表している「日本の

コーポレート・ガバナンス白書」¹⁴によれば、日本の上場企業のコーポレート・ガバナンスは「かなりの前進を見せる大企業が多くなってはきている」としており、投資家からの評価を得始めている片鱗が見られる。

ただし、同報告書では①企業戦略の適切な監督が行われていないこと、②証券市場が本来持つ規律から経営陣が保護されているために、健全で効率的な企業支配権市場の発展が阻害されているだけでなく、ほとんど不可能になっていること、③日本の社会的セイフティ・ネットである年金制度の維持に基本的に必要となる投資収益を投資先上場企業が上げていないこと——の3点において、日本企業がステークホルダーの期待に応えていないとしている。そして、課題の解決のポイントになるものとして、所有者としての株主の公正な処遇、資本の効率的活用、独立性の高い経営監督、適切な新株引受権の発行、株主の権利を損うポイズンピルの

図表13 配当性向の推移



(注) 配当性向 = (中間配当額 + 配当金) ÷ 当期純利益 × 100。全産業（金融業・保険業を除く）の数値。
数値がない年があるのは当期純利益がマイナスであるため
(出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

¹³ 秋吉史夫・柳川範之 [2010] より。

¹⁴ エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション [2008] より。

廃止、株主総会の公平性・透明性の確保、の6項目を挙げた。

特に資本の効率的活用に関しては、バランスシートの肥大と、不適切な企業買収と多角化戦略を特に問題視しており、現金・預金と市場性のある有価証券は、無駄に蓄積するのではなく株主に還元すべきであること、企業買収や多角化戦略は財務的影響（収益性や株主価値）を考慮すべきであることなどが述べられている。

企業と（株主を含めた）各ステークホルダーとの最適なバランスは、今後も企業の重要な経営課題として改善が進められるべきであろう。

5章 企業が果たすべき役割とは

1. アベノミクスにより企業の投資環境は改善

冒頭に述べたとおり、家計金融資産の“貯蓄から投資へ”の実現経路の一つとして「デフレ脱却」・「民間活力の爆発」を起点とする「企業の成長期待」「リスク資産の期待収益率向上」を経由した「リスク選好度の上昇」が考えられる。

デフレ脱却に関しては2012年12月に安倍政権が誕生してから、政府と日本銀行の連携が強化され、日本銀行は2013年1月には物価安定目標を消費者物価の対前年度比2%とすることを決定し、4月には量的・質的金融緩和の導入を決定した。“期待に働きかける”政策の効果は未知数ではあるものの、現時点では消費者物価指数は上昇傾向にあり、デフレ脱却へ少しずつ歩みが進んでいる。

民間活力に関しては、2013年6月に「日本再

興戦略-JAPAN is BACK-」が打ち出され、“民間の力を最大限引き出す”ための施策が講じられている。2013年12月には産業競争力強化法が成立し、規制改革の推進や産業の新陳代謝の促進を図るための制度が創設されることとなった。税制面では2013年度税制改正で生産等設備投資促進税制の創設、研究開発税制や交際費課税の拡充、所得拡大促進税制の創設などが行われているが、これに加えて2014年度税制改正には、民間投資を活性化させるための税制措置等が盛り込まれる予定である¹⁵⁾。

これを契機に企業による投資が増加し、持続的な成長が期待できると判断すれば、投資家の資金は企業に向かいやすくなる。企業行動の変化が、個人金融資産の“貯蓄から投資へ”を喚起する可能性は十分ある。

2. 投資拡大の際に注意すべきこと

現状日本企業の利益率は、投資家の期待を満足させる水準とは言い難く、資産の効率的活用と、利益の拡大が求められる。例えば、バランスシートの拡大を企業の成長と捉えるのではなく、生み出した利益（利益留保）は積極的に設備投資や研究開発に投じていくことが必要であろう。

一方、その投下資本に対して収益性がどの程度見込めるか、精査する仕組みを構築することも求められる。コストに見合うリターンが期待できない投資対象がないのであれば、無理に投資を行わず、資本を株主に還元することも一つの選択肢である。

大企業を中心に日本企業のステークホルダーはこの30年で大きく変化した。収益性を求める投

15)「2014年度税制改正大綱」は2013年12月24日に閣議決定されている。2014年3月頃に法案が国会に提出され、審議されることとなる。

資家が増え、企業経営者には、単なる資産規模や売上高の拡大ではない、コストとリターンが見合った投資対象を選別することが求められるようになっている。企業の資金の使い方も、時代とともに変化が求められているのではないだろうか。

【参考文献】

- ・秋吉史夫・柳川範之 [2010]「コーポレート・ガバナンスに関する法制度改革の進展」寺西重郎編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策7ー構造問題と規制緩和ー』内閣府経済社会総合研究所、pp.229-263
- ・伊藤正晴 [2010]「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展ー株式持ち合い構造の推計:2010 年版ー」(大和総研レポート 2010 年 11 月 25 日)
- ・エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション [2008]「日本のコーポレート・ガバナンス白書」
- ・中沢恵・池田和明 [2001]「キャッシュフロー経営入門」日本経済新聞社
- ・保志泰・矢作大祐 [2013]「アベノミクスと家計資産～『貯蓄から投資』の実現メカニズムを考える～」『大和総研調査季報』2013 年7月夏季号 Vol.11、大和総研
- ・星屋和彦・永田久美子 [2007]「企業行動の変化と経済成長・利益分配～法人企業統計を用いた企業部門のマクロ分析」PRIディスカッションペーパーシリーズ、財務総合政策研究所

[著者]

太田 珠美 (おおた たまみ)



金融調査部兼調査提言企画室
研究員
担当は、金融・資本市場、
コーポレートファイナンス