

3 日本経済の競争力

一国経済の「競争力」というのは曖昧な概念であるが、ここでは、そこに立地する企業が成長できるような環境を提供する力であると考えてみよう。そうした定義の下では、「競争力」のある国の企業は高い収益を上げているはずであり、また、海外から多くの直接投資が惹きつけられるはずである。以下では、「我が国企業の収益力は欧米企業に伍しているか」「海外からの投資は呼び込めているか」「我が国は企業活動に相応しい国か」といった論点について検討する。

(1) 我が国企業の収益力は欧米企業に伍しているか

ここでは、公開会社の財務データを用いて、我が国企業の収益力を巡る状況について米欧と比較しつつ評価しよう。具体的には、一般に指摘される我が国企業の利益率の低さを確認した上で、その背景を探るとともに、利益処分の状況についても確認する。

●米欧に比べて低い日本企業の収益率

最初に日米欧の企業について、2000年代における平均的な収益率に関する指標の推移を振り返る。すなわち、総資産利益率（ROA）、総資本利益率（ROE）のほか、これらに影響を及ぼすと考えられる売上高利益率、総資本回転率の4つの指標に着目しよう（第3-3-20図）。ここから、我が国企業の収益力について次のようなことが分かる。

第一に、ROA、ROEともに我が国企業は米欧の企業と比べ低い水準にある。2000年初めのITバブル崩壊に伴う世界的な景気後退で、いったんは3地域の企業の収益率が収束したが、景気回復に伴って差が開くことになった。その後は3地域とも2007年まで幾分改善ないし横ばい圏内の動きが続き、2008年の景気後退で同時に低下したが、我が国の低下幅は大きく米欧との差はさらに開くこととなった。

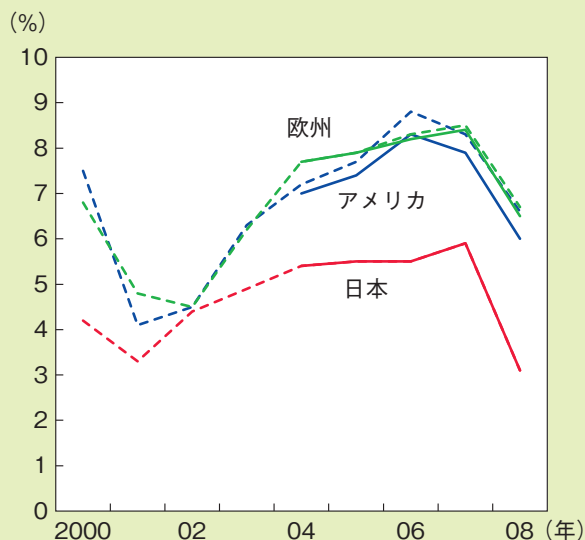
第二に、ROAとROEの動きは、いずれの地域でもおおむね似通っている。大きな違いは一点だけで、米欧のROAはほとんど同水準であったものが、ROEでは欧州のほうが顕著に高くなっている。この背景には、2000年代後半にアメリカ企業のレバレッジが低下し、欧州企業との差が開いたことがある。我が国のレバレッジはアメリカと近い水準で推移したため、日米のROA、ROEの差はほとんど変化しなかった。

第三に、我が国企業は米欧に比べ、総資本に対する売上高の比率である総資本回転率が高いため、ROA、ROEの低さの原因は売上高利益率の低さにあると考えられる。実際、2000年代後半に米欧ではこの指標が上昇しているのに対し、我が国では横ばいとなっている。この間の資源高、新興国の台頭といった国際経済環境の下で、我が国企業が十分に収益機会を生かせ

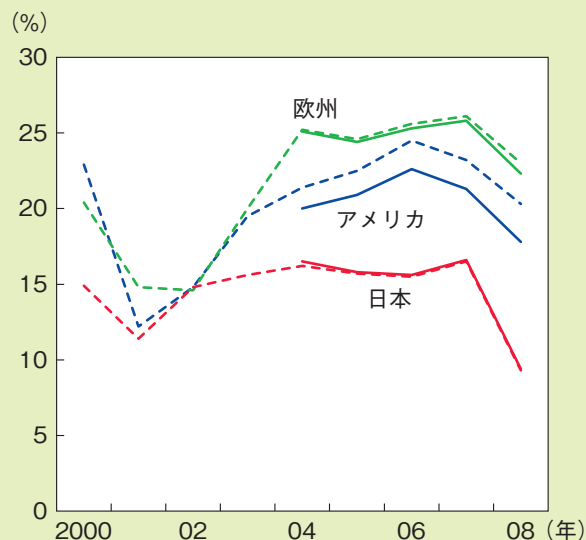
第3-3-20図 日米欧の収益性と総資本回転率

米欧に比べ、日本企業は低収益率

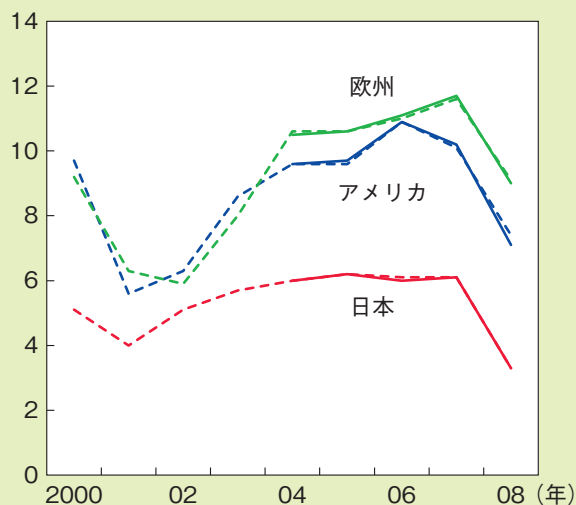
(1) ROA (総資産利益率)



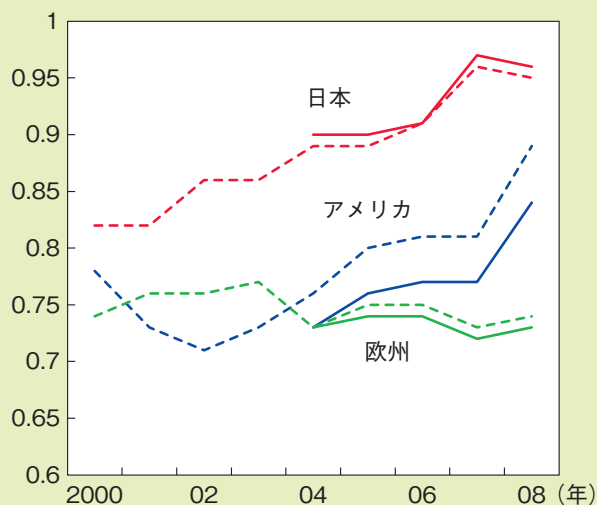
(2) ROE (株主資本利益率)



(3) 売上高利益率



(4) 総資本回転率



(備考) 1. 日経NEEDS Financial Quest及びBureau van Dijk社“Osiris”により作成。
 2. 対象企業は、金融・保険を除いて、上記データベースより2000年～2008年の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損のない以下の企業としている。
 日本：(2000-2008年) 東証上場1958社、(2004年-2008年) 同2392社
 アメリカ：(2000年-2008年) 上場2936社、(2004年-2008年) 同3966社
 欧州：(2000年-2008年) 旧EU15か国の2205社、(2004年-2008年) 同3310社

ず、マージンが圧迫されていた様子が見られる。

●低収益率を許容する低い資本コスト

こうした日本企業の低収益性の背景としては、様々な理由が考えられるが、資本コストの低さが一つの引き金になっているとの見方がある。株主の要求する利益水準が低いことが、企業

に利益率が低い投資プロジェクトを選択させているというものである。ここではこうした考え方を検証するため、日本とアメリカについて、資本コストを計算し、その推移を比較してみよう。資本コストは、株式発行による資金調達コストと負債による資金調達コストを加重平均して計算することができる（第3-3-21図）。

第一に、我が国企業の資本コストはおおむね3%程度であり、2000年代においてほとんど変化していない。一方、アメリカの資本コストは急低下した2008年を除けばおおむね5~6%程度で推移している。2008年の急低下の背景にはリーマンショック時の株価低下が影響していると見られるが、このときでも我が国企業の資本コストよりも高い水準にあった。

第二に、資本コストの内訳として負債コスト、株主資本コストを見ると、いずれについても我が国企業の水準は低い。もっとも、2008年にはアメリカ企業の株主資本コストは大幅に低下しており、これが上記のような資本コストの低下をもたらしている。ただし、株主資本コストについても、依然として我が国企業のほうが低水準にある。

第三に、投下資本利益率から資本コストを差し引いたEVAスプレッド³⁹を見ると、2007年までは日米企業はおおむね近い水準となっている。このことから、日米とも資本コストに見合った収益を上げてきたと考えられるが、2008年には我が国のEVAスプレッドがマイナスとなっている。資源価格の高騰とリーマンショック後の世界的な景気の悪化は、我が国企業に相対的に大きなダメージを与えたことが分かる。

●我が国企業の配当性向は近年上昇

以上で、国際的に見ると我が国企業の収益率は依然低く、その背景に資本コストの低さがあることが確認された。資本コストの低さは、高収益率を求める投資家からの圧力が相対的に弱いことを示唆している。こうした状況は、従来、我が国企業の低い配当性向を説明する要因でもあった。この点を含め、以下では企業の利益処分について日米欧の間で比べてみよう（第3-3-22図）。

第一に、投資キャッシュフローが営業キャッシュフローに占める割合は、我が国企業では2000年代の景気拡張局面で設備投資が回復するにつれ、次第に高まってきた。製造業では、2008年にはEUが我が国の水準に追いついたが、アメリカと比べると投資に回す割合は倍程度に達していた。ただし、非製造業では日米欧でそれほど差がない状況にある。

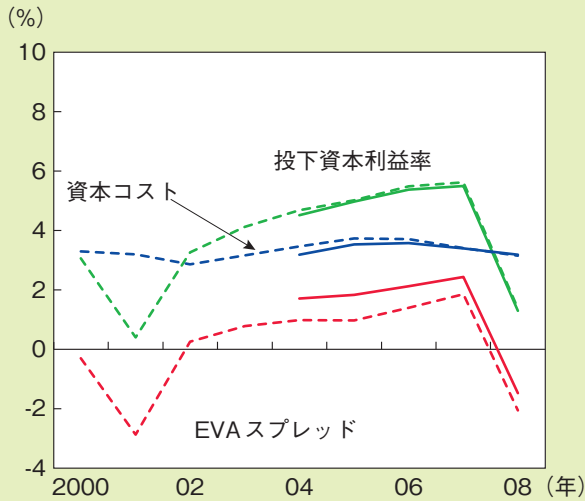
第二に、黒字企業の配当性向を見ると、我が国企業においては2004年の2割弱から緩やかに上昇した後、リーマンショックのあった2008年に急上昇し、4割程度にまで達した。この間、アメリカは3割程度で安定していたのに対し、EUは我が国同様に配当性向を高め、5割を超える状況となっている。

注 (39) EVAとは、資本コストを考慮した「純」の経済的付加価値に相当する。EVAは、アメリカのコンサルティング会社スターン・スチュワート社の登録商標であるが、ここでは一般的な経済付加価値を計算しており、同社が提唱するものと計算方法が若干異なる。

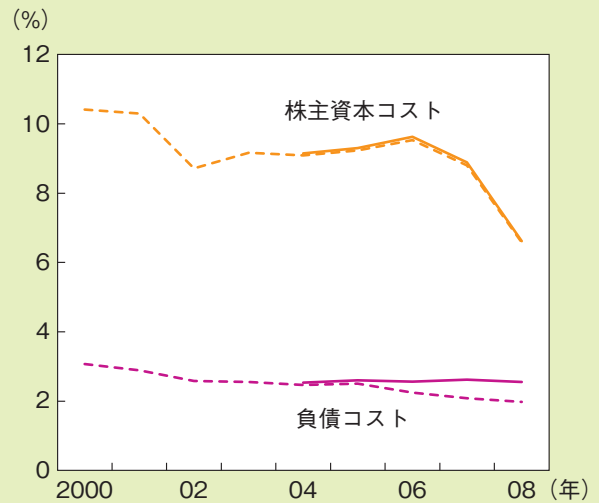
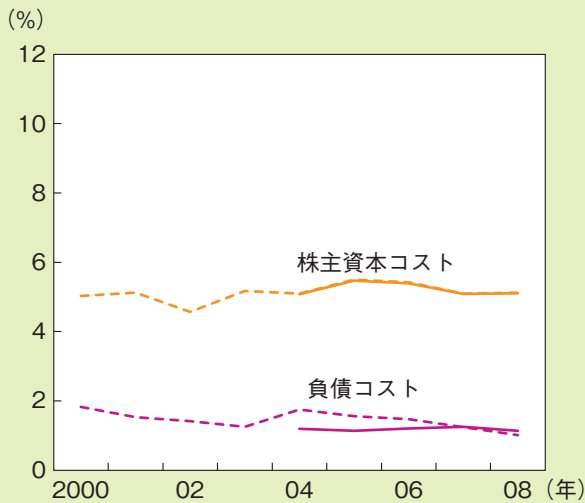
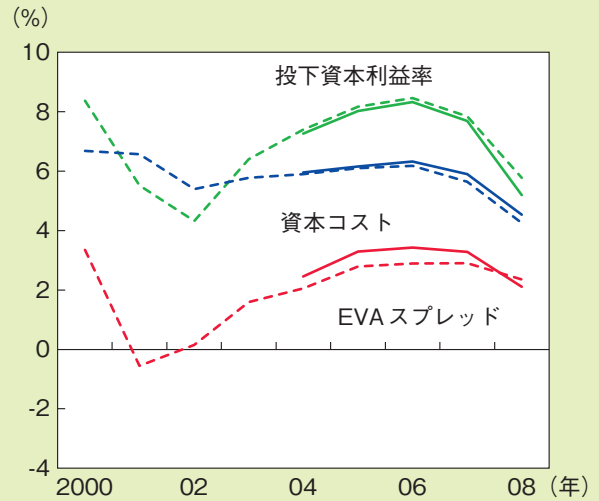
第3-3-21図 資本コストの日米比較

日本企業の資本コストは、株主資本、負債ともに低水準

(1) 日本



(2) アメリカ



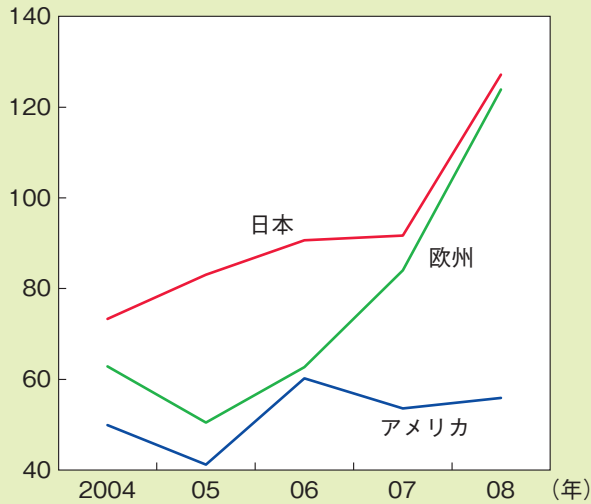
- (備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”、Bloombergにより作成。
 2. 対象企業は、金融・保険業を除いて、上記のデータベースより2000年以降の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損値のない上場企業としている。
 日本：(2000年-2008年：1294社、2004年-2008年：2146社)
 アメリカ：(2000年-2008年：841社、2004年-2008年：1038社)。
 3. 加重平均資本コスト (WACC) = (株主資本コスト × 時価総額 + 負債コスト × 有利子負債) / (時価総額 + 有利子負債)
 株主資本コスト (CAPM) = リスクフリーレート + $\beta \times (\text{市場期待収益率} - \text{リスクフリーレート})$
 リスクフリーレート：長期国債利回り
 市場期待収益率 - リスクフリーレート：4%
 β 値：インデックスとして日本は日経300、アメリカはダウ・ジョーンズを使用
 負債コスト (税引後) = 支払利息 / 有利子負債 × (1 - 実効税率)
 有利子負債 = 長期・短期借入金 + 社債。
 4. EVA (経済付加価値) = NOPAT - 資本費用
 = NOPAT - 投下資本 × WACC
 NOPAT (税引後営業利益) = (営業利益 + 受取利息・配当金) × (1 - 実効税率)
 ただし、事業利益 (営業利益 + 受取利息・配当金) がマイナスの場合は無税と仮定。
 投下資本 = 短期借入金 + 固定負債 + 資本。
 5. EVAスプレッド (%) = EVA / 投下資本。投下資本利益率 (%) = NOPAT / 投下資本。

第3章

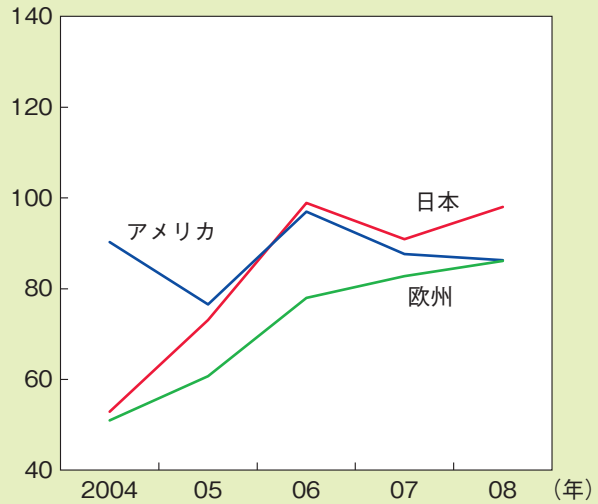
第3-3-22図 投資・配当に関する日米欧比較

日本企業は投資キャッシュフロー比率を引き上げるとともに、配当性向、有配比率も上昇

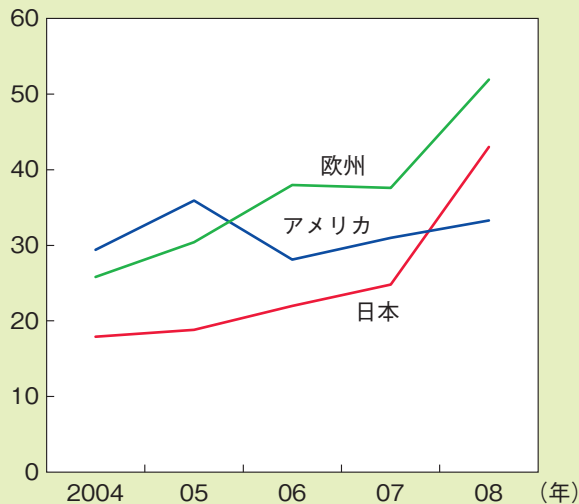
(1) 投資CF / 営業CF比率 (製造業)



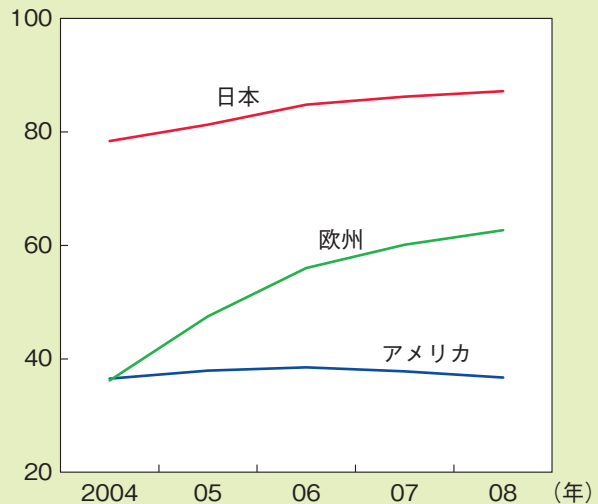
(2) 投資CF / 営業CF比率 (非製造業)



(3) 配当性向



(4) 有配企業比率



- (備考) 1. 日経NEEDS Financial Quest及びBureau van Dijk社“Osiris”により作成。
 2. 対象企業は、金融・保険を除いて、上記データベースより2004年～2008年の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損のない以下の企業としている。
 日本：(1) 2590社、(2) 2582社
 アメリカ：(1) 4516社、(2) 4800社
 欧州：旧EU15か国対象、(1) 1900社、(2) 3602社。
 3. 投資キャッシュフロー (CF) / 営業CF比率は、以下の式にて算出しており、営業CFがプラスのもとでは、投資CF超過額 (=CFのマイナス額) が大きいほど高い値となる。

$$\text{投資CF / 営業CF比率} = \text{投資CF金額} \times (-1) / \text{営業CF金額}$$

 4. 配当性向、有配企業比率については、黒字企業のみを対象。

第三に、黒字企業に占める有配企業の割合は、以前から我が国企業は8割と高く、その後さらに上昇して9割程度に達している。この間、アメリカでは5割程度で安定しており、EUでは急速に上昇してアメリカとの差が拡大している。

このように、我が国企業では投資、配当が積極的に行われるようになっており、特に配当性

向の上昇は、グローバル化の流れのなかで投資家の目が強く意識されるようになったことを反映していると思われる。特に、リーマンショックを含む2008年のデータからは、厳しい収益の下でも一定の配当が行われていることが分かった。

(2) 海外からの投資は呼び込めているか

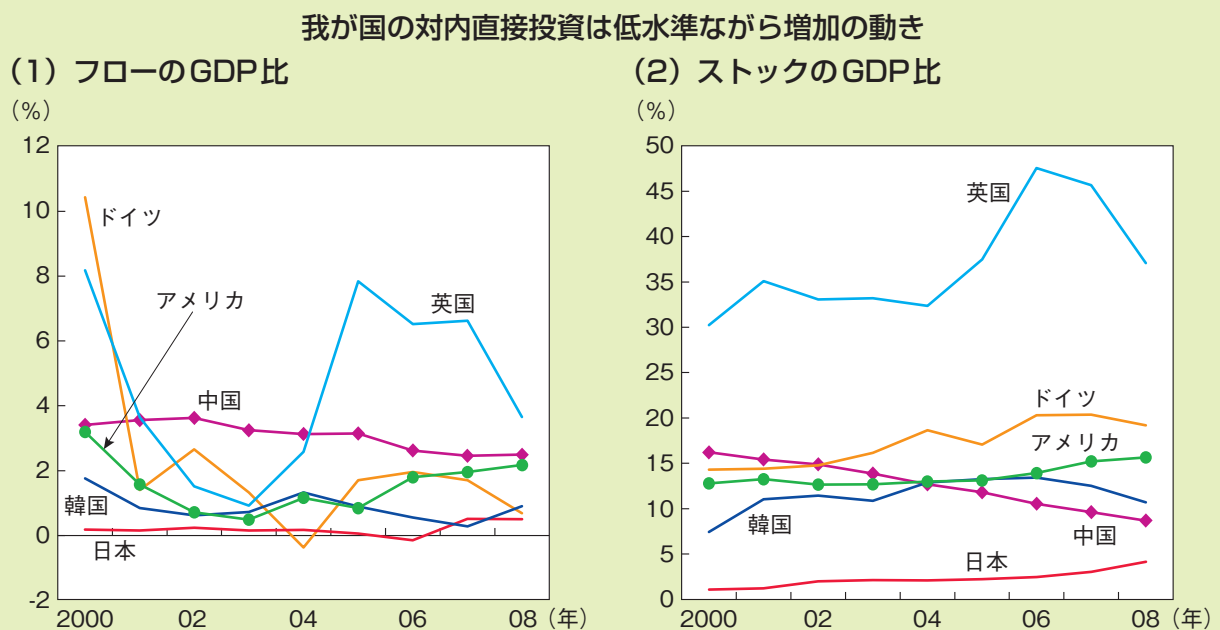
一国経済の「競争力」を問う場合、対内直接投資の大きさを一つのバロメーターと考えることも可能である。また、外資系企業には収益力が高く、優れた技術やノウハウを持つ場合が少なくなく、同業他社や周辺企業の収益力に対してスピルオーバー効果を示す可能性も考えられる。こうした問題意識から、我が国への対内直接投資の現況について調べよう。

●我が国の対内直接投資は低水準ながら増加の動きも

国際的に見ると、我が国への対内直接投資は少ないことが知られているが、最近の状況を含めてこの点を確認しよう。具体的には、さきに対外直接投資の推移を調べたときのように、主要国への対内直接投資の推移をフローとストックそれぞれのGDP比の形で見てみると、次のような点が明らかになった（第3-3-23図）。

第一に、我が国への対内直接投資フローは、2006年まではほとんど無視しうる水準で推移してきた。しかし、2007年、2008年については、GDP比で0.5%ではあるが、これまでの状況と比べると動きが出てきたと見ることができる。最近のこうした動きは、アメリカ、オラン

第3-3-23図 対内直接投資（フロー及びストック）のGDP比の国際比較



ダ、シンガポールなどから金融保険や卸小売業といった業種を中心に投資が行われた結果である。

第二に、他の主要国への対内直接投資フローを見ると、2005年以降は英国向けが非常に大きくなっている。また、この時期にはアメリカやドイツ向けも比較的高水準が続いた。これらの先進諸国は、対外直接投資のGDP比も高めの傾向にあり、双方向で積極的な直接投資活動を進めている。これに対し、中国は対内直接投資の受け入れを継続的に拡大してきたが、近年はGDPの成長に追いつかず、GDP比は緩やかながら低下が見られる。

第三に、対内直接投資のストックについても、フローについての国際的な順位をおおむね反映し、英国が2008年でもGDPの4割弱と突出している。次いで、ドイツ、アメリカ、韓国、中国の順となっており、我が国は最低の水準である。こうしたストックベースの状況は短期間で変化するものではないが、我が国では分母の名目GDPの伸びが他国と比べて低かったため、緩やかながら上昇傾向が続いてきた。

● 対内直接投資の増加は受入国の生産性上昇をもたらす可能性

対内直接投資は、高い収益力、海外の技術やノウハウ、あるいは高度な人材の移転などを通じ、受入国の潜在成長力や受入国企業の収益力の向上をもたらす可能性がある。この点に関連して、ここでは、外資系企業の利益率の状況、対内直接投資の増加と生産性の関係についてデータを確認してみよう（第3-3-24図）。

第一に、外国資本が保有する企業と我が国法人企業全体の総資本営業利益率を時系列で対比させると、外資系企業のほうが一貫して我が国企業より利益率が高い。こうした現象の解釈として、もともと利益率が高く余裕のある企業が海外に進出するという側面も考えられる。仮にそうであっても、周辺企業等へのスピルオーバーなどから我が国全体の成長力を底上げする方向に働く可能性はあろう。

第二に、売上高に占める研究開発費の比率を見ると、やはり外資系企業では全法人の平均より高水準にある。ここでもまた、上記と同様にもともと研究開発に重点を置く業種ないし企業が我が国に進出しているとも考えられるが、いずれにせよ、外資系企業による研究開発の推進は我が国企業にとっても潜在的なメリットを伴うと見られる。

第三に、各国における対内直接投資ストックのGDP比の変化と、全要素生産性（TFP）上昇率の関係をみると、それほど明確ではないが、対内直接投資が増加している国ほど生産性も伸びやすい傾向が見られる。マクロ的に見ても、上記の推論と同様に、外資系企業の高い収益率が受入国の生産性上昇をもたらす可能性を示しているといえよう。

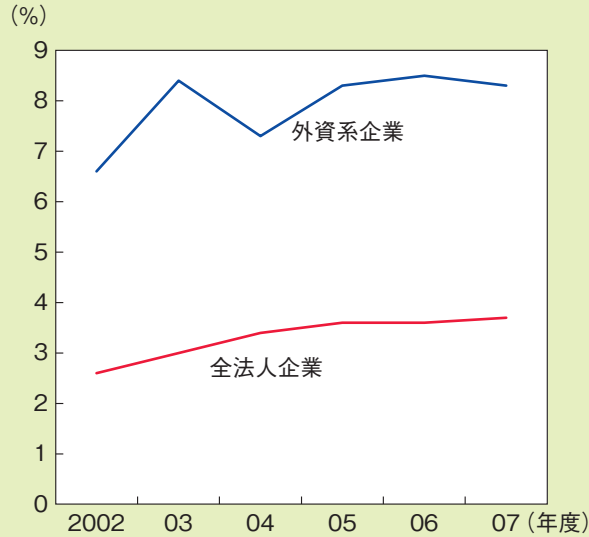
● 投資障壁などが対内直接投資の低さに影響している可能性

我が国への対内直接投資の少なさはどのような要因で説明できるだろうか。一般に、企業は国境を越えて立地選択を行うに際し、自国と相手国の市場規模やその格差、相手国における労

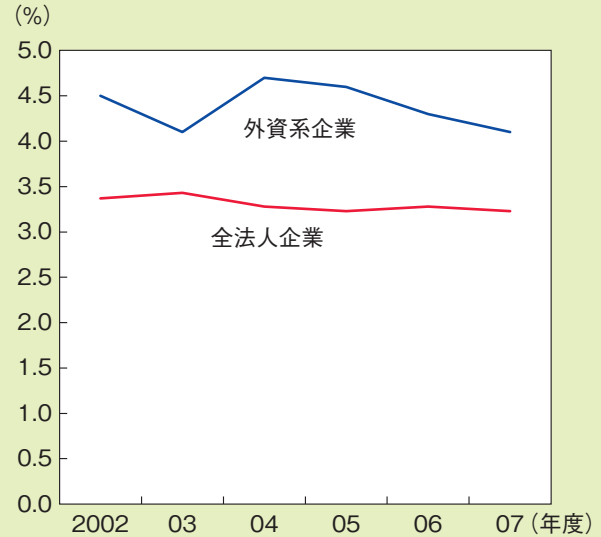
第3-3-24図 対内直接投資と生産性上昇

対内直接投資の増加は受入国の生産性上昇をもたらす可能性

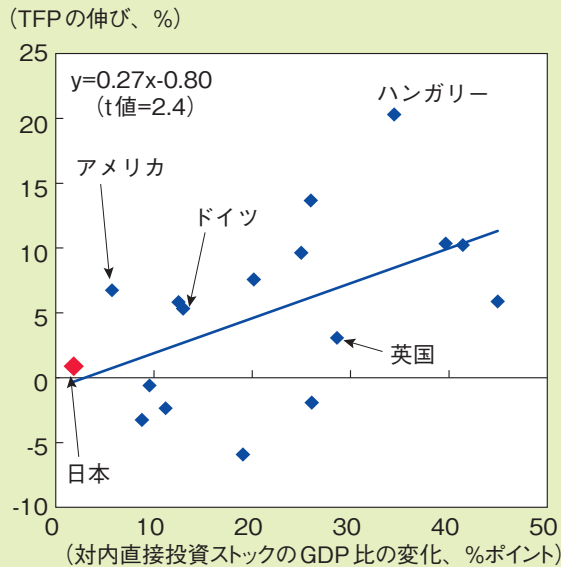
(1) 総資本営業利益率の推移



(2) 対売上高研究開発費比率の推移



(3) 対内直接投資と生産性の伸びの国別比較



- (備考)
1. 経済産業省「外資系企業動向調査」「企業活動基本調査」、財務省「法人企業統計」、EUKLEMS、UNCTAD “Foreign Direct Investment Statistics” により作成。
 2. 全法人の利益率については、財務省「法人企業統計」における全規模の計数。
 3. 全法人の対売上高研究開発費比率については、経済産業省「企業活動基本調査」における計数。ただし、同調査は、従業員50人以上かつ資本金又は出資金3,000万円以上の会社を対象企業としていることから、国内の法人全体の数値より高めに出ている可能性がある。
 4. 国別比較については、97-2006年の変化をとった。
 5. 国別比較の対象国は、オーストラリア、オーストラリア、チェコ、デンマーク、スペイン、フィンランド、フランス、ドイツ、ハンガリー、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、スロベニア、スウェーデン、英国、アメリカ。

働力など生産要素の状況、投資や貿易の障壁の大きさなどを参照すると考えられる。ここでは、内閣府における先行研究⁴⁰から、人材の状況と投資障壁に関する指標と対内直接投資の関係についての分析を紹介しよう⁴¹ (第3-3-25図)。

第一に、専門技術・管理者が全就業者に占める比率を見ると、OECD諸国のうち高所得国の中では、同比率が高い場合に対内直接投資のGDP比が高いケースが目立つ。「専門技術・管理者」は、科学者、研究者、IT技術者、弁護士、会社経営者などから構成される。これらの高

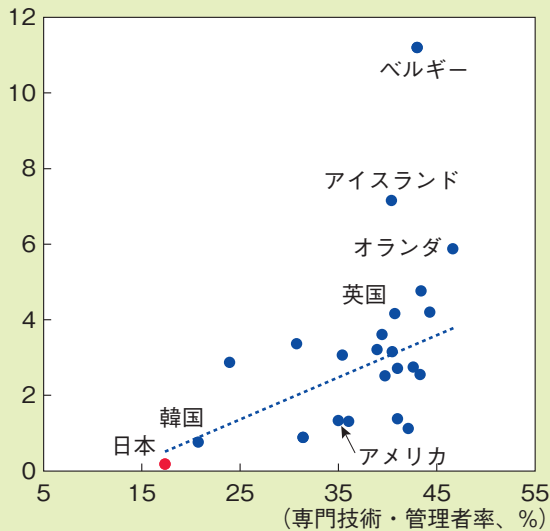
注 (40) 内閣府 (2008) 「対内・対外直接投資の要因分析-なぜ対日直接投資は少ないのか-」(政策課題分析シリーズ1)。
 (41) データについては、所要の改訂を行っている。

第3-3-25図 対内直接投資と投資コスト、専門技術者比率

投資障壁などが対内直接投資の低さに影響している可能性

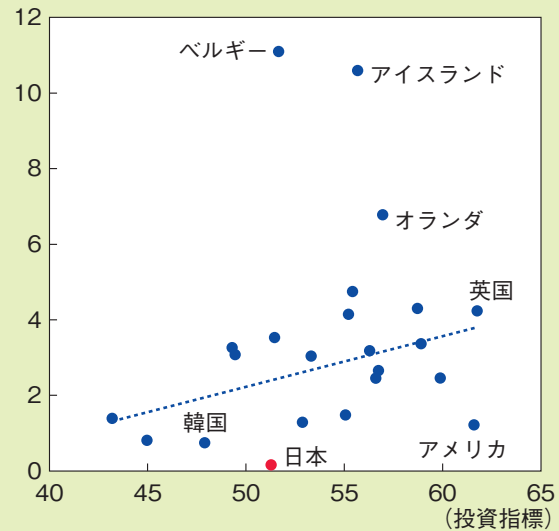
(1) 専門技術・管理者率と対内直接投資

(対内直接投資 (対GDP比)、%)



(2) 投資コストと対内直接投資

(対内直接投資 (対GDP比)、%)



- (備考) 1. UNCTAD “Foreign Direct Investment Statistics”、World Economic Forum “The Global Competitiveness Report”、ILO “LABORSTA” により作成。
 2. 数値は、(1) 図が2001-2008年の平均値、(2) 図が2001-2007年の平均値。
 3. (2) 図は、投資指標が高いほど、投資コストが低いことを表す。
 4. 近似線は、ベルギーとアイスランドを除いて引いている。

度人材が豊富な国には、海外の企業が研究開発など知識集約部門を配置しようとする誘因が強いことが示唆される。

第二に、投資障壁の低さを示す「投資指標」についても、それが高い国において対内直接投資のGDP比が高い場合が目立つ。ここで、「投資指標」としては、World Economic Forumの「国際競争力報告」における「国内企業の経営権取得の制約性」「外国人労働者の雇用制約性」「ジョイントベンチャーの交渉制約性」などに関する指標を取り出して、比較が可能なように標準化したものである。

第三に、我が国ではこれらのいずれの指標も低く、対内直接投資が少ない要因となっていることが示唆される。まず、専門技術・管理者の比率が低いのは、会計士や弁護士といった専門職の人材が少ないことが影響しているものと見られる。また、「投資指標」については、我が国は「国内企業の経営権取得の制約性」「ジョイントベンチャーの交渉制約性」「国内銀行からの資金調達の困難性」などの項目が相対的に弱い。

(3) 我が国は企業活動に相応しい国か

これまで見てきたとおり、我が国企業は欧米企業と比べると、収益力が総じて弱く、また、海外からの企業の受け入れも低水準となっている。以下では、海外からの企業の誘致といった

視点にとどまらず、より広く我が国のビジネス環境について現状を把握しておこう。

●他の先進国と比べ、我が国の法人実効税率は相対的に高いが税・社会保険料のくさびは中程度

まず、企業が直面する公的負担の代表として、税や社会保障負担による公租公課による負担が考えられる。そこで、法人実効税率と、労働コストに対する「税・社会保険料のくさび (tax wedges)」について、我が国の状況を国際比較データから確認しよう。前者は、企業活動全般への影響が考えられ、企業の立地選択にとって重要である。後者は、労働供給に対する公租公課であり、人材の確保、労働市場の柔軟性といった観点から注目される。

第一に、我が国の法人実効税率はアメリカと同程度であり、OECD諸国の中で最も高いグループにある(第3-3-26図(1))。ほぼ同程度でアメリカが続き、フランスやドイツといった国も相対的に高い。英国やスウェーデンといった国は中程度であり、比較的税率が低い国にはハンガリーやトルコといったOECD諸国の中でも中進国に位置づけられる国が多く見られる。

第二に、我が国の法人実効税率の内訳を見ると、地方税によるものが3割程度を占めている。こうした国はOECDの中では少数であり、我が国以外では、カナダやドイツ、スイスで地方税の割合が高くなっている。これらの国は、いずれも連邦制を採用している点が特徴である。

第三に、「税・社会保険料のくさび」については、法人実効税率とは異なり、我が国の雇用者報酬に対する負担はOECD諸国の中でも中位よりも低めに位置している(第3-3-26図(2))。所得税負担に比べ、事業主、被用者双方による社会保険料負担は相対的に大きい。「税・社会保険料のくさび」が高い国にはフランスやベルギーといった法人実効税率が高い国とハンガリーやトルコといった低い国が混在している。スペインや英国は中程度、アメリカは我が国より低い水準に位置している。

●法人税パラドックス

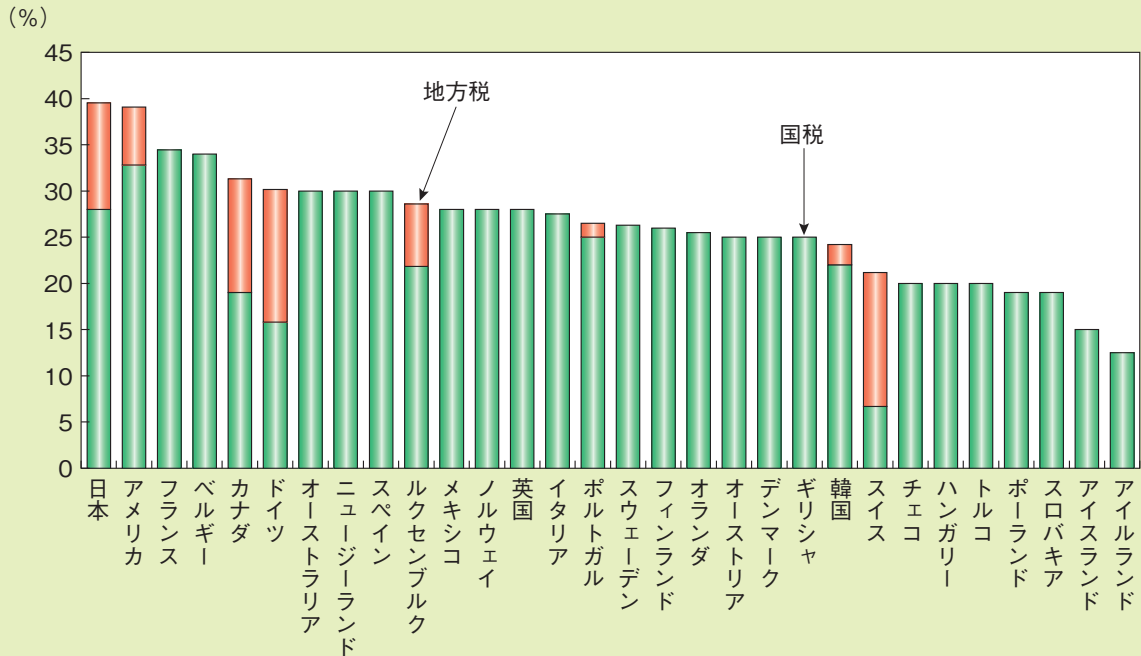
前述の法人実効税率について、我が国とOECDで長期の時系列がとれる23か国、EU平均、G5平均の時系列推移を比較してみよう(第3-3-27図(1))。その結果、以下のような点が明らかとなる。

第一に、我が国の法人実効税率は、98年や99年の税制改革もあり大きく低下した後、2000年以降はおおむね横ばいで推移してきている。一方、英国における84年のサッチャー税制改革やアメリカにおけるレーガン税制のように、課税ベースの拡大と合わせて税率の引下げが多くの国で行われた結果、OECD諸国平均、EU平均で見ると法人実効税率は大きく低下している。この結果、90年代末に我が国も大きく税率を引き下げたにもかかわらず、これを上回って諸外国でも税率は低下し、我が国の法人実効税率は各国平均に比べると相対的に高い水準となっていることが分かる。さらに最近の動きとして、アジア諸国において、企業の誘致や経済活性化を目的に、大きく税率を低下させる動きがあることに留意が必要である。

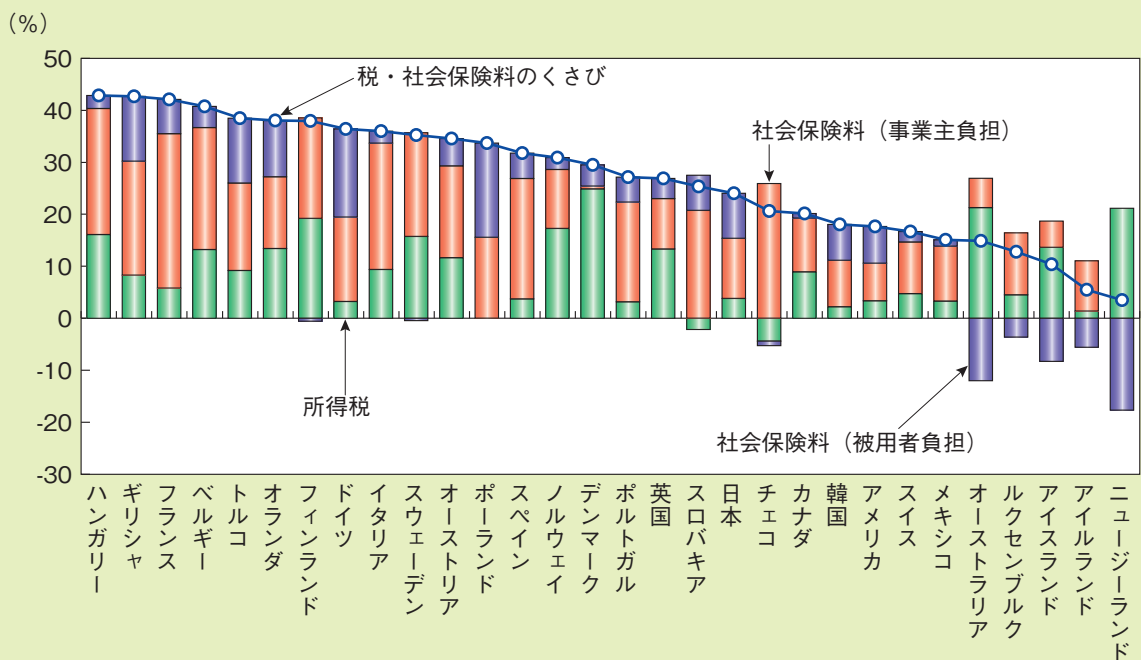
第3-3-26図 租税負担等の国際比較

相対的に高い法人実効税率と中程度の税・社会保険料のくさび

(1) OECD 諸国における法人実効税率 (2009年)



(2) 税・社会保険料のくさび (2009年)



(備考) 1. OECD Tax Revenue, Revenue Statisticsにより作成。
 2. 税・社会保険料のくさびは、所得税+社会保険料被用者負担分+社会保険料事業主負担分の総労働コスト(課税前賃金+社会保険料事業主負担)に対する比率。
 3. 社会保険料被用者負担は、政府現金扶助を減算。
 4. 既婚者子供二人で所得水準が生産部門雇用者平均に位置する雇用者を基準とした。