

ルの競争力を保つためには、世界中の優れた人材と投資を惹きつける魅力的な場を構築する必要」があると述べられており、投資環境の改善を図る中で、対内直接投資の拡大を目指すこととしている。規制改革などを通じて立地競争力の強化に努め、グローバルな人材、資本等を呼び込むことで海外との連携を更に強化していくことが求められるが、貿易や投資を通じ国境を超えた知識や技術の伝達を促すことは、イノベーション活動の促進に貢献することが期待される。

こうした中、イノベーションの創出、産業競争力の強化を目的に産学官からなるオープン・イノベーションを推進し、革新的な技術シーズを民間企業による迅速な事業化に結び付ける「橋渡し」機能（フラウンホーファー・スタイル）を強化するため、2014年4月には「我が国のイノベーション・ナショナルシステムの改革戦略」が取りまとめられた。改革戦略の中では、「橋渡し」機能の強化として、そうした機能を担う公的研究機関において技術シーズを事業化へとつないでいくことを主要ミッションとして明確に位置付けることや産業界・大学等との連携強化、さらには世界的な産学官研究拠点・ネットワークの形成を進めることとしている。また、イノベーションの担い手として、ベンチャー企業や中小企業の育成・活用を図ることや大学改革の推進、さらにはイノベーションを担う人材の育成・流動化を進めるとしている。

2 コーポレート・ガバナンスの強化

企業を中心にイノベーション活動への積極的な参加を促すことにより、経済の生産性を高めしていくことが期待される中、コーポレート・ガバナンス（企業統治）³²が担う役割がますます重要となっている。

● 加速するコーポレート・ガバナンスをめぐる取組

世界金融危機以降、その反省から、欧米諸国を中心に投資家や企業による短期の利益追求主義の是正やコーポレート・ガバナンスの改善に向けた議論が活発に行われている。我が国においても、近年、コーポレート・ガバナンスをめぐる取組は大きく加速している。こうした背景の一つには、コーポレート・ガバナンスの強化を通じて、経営者のマインドを前向きに変え、積極的な投資行動等を促すことにより、日本企業、ひいては日本経済全体の収益性・生産性を高めるという狙いがある。

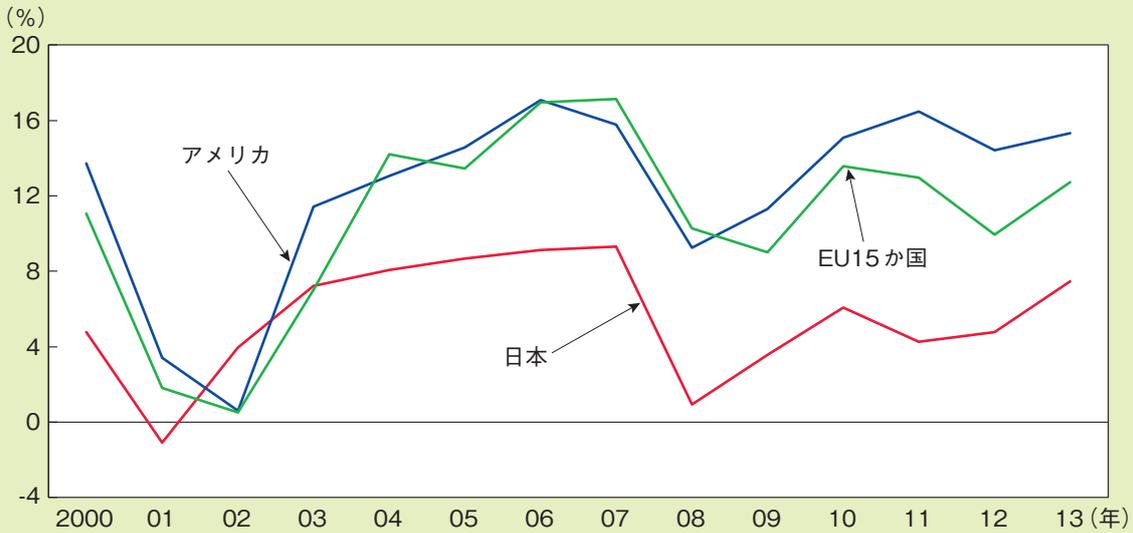
我が国のコーポレート・ガバナンスについては、1980年代半ば頃に至るまで、メインバンク制や株式持合を中心とする利害関係者間の相互監視によるインサイダー型のガバナンスが機

注 (32) 2015年6月より我が国の上場企業を対象に適用が開始された「コーポレートガバナンス・コード」において、コーポレート・ガバナンスとは、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」とされている。

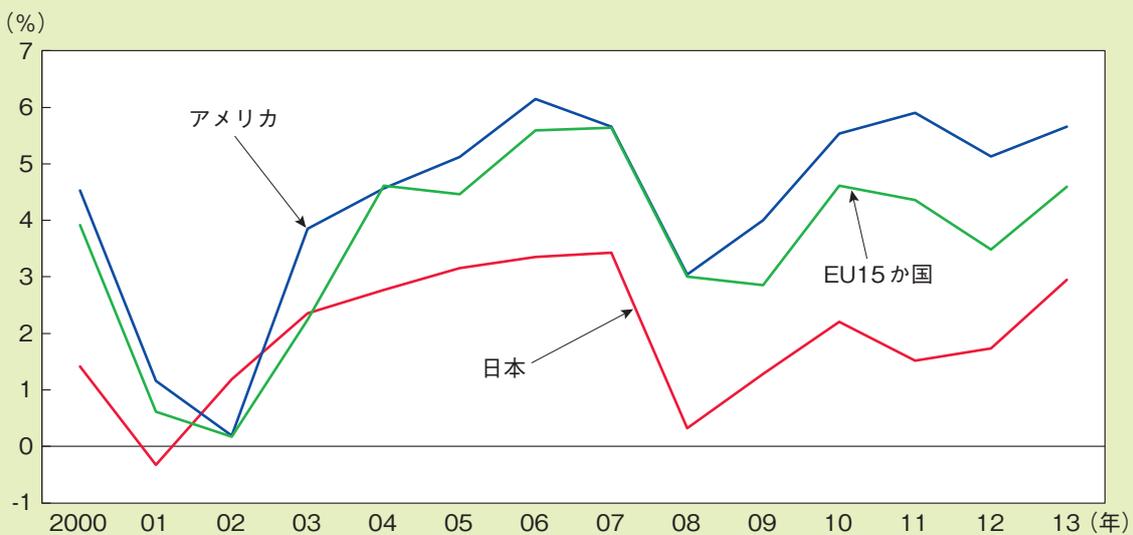
第3-2-6図 企業の収益力指標の国際比較

我が国のROEやROAは国際的にみても低い水準で推移

(1) ROEの推移



(2) ROAの推移



- (備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。ROE=純利益/株主資本、ROA=純利益/総資産
 2. EU15各国は、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイ
 ルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国の15か国。
 3. 対象企業は、各比率を全期間で取得可能な各国の上場企業。
 対象企業数は、日本：1,317社、アメリカ：2,200社、EU15各国：1,686社。

能していた。しかし、1980年代後半以降、メインバンク制に後退がみられる中、他の先進諸国と同様に機関投資家を中心とする外部株主重視のアウトサイダー型のガバナンスの重要性が徐々に高まった。ただし、資本市場からの規律付けが十分ではない中、企業が保守的な経営を続けることなどにより、我が国企業のROEやROAは国際的にみても低い水準で推移してきた(第3-2-6図)。2013年以降、過去最高水準となる企業収益などを背景にこうした収益力指標に改善がみられている。

グローバル水準のROEの実現を一つの目安に³³企業価値の向上を意識した積極的な経営判断を後押しする仕組みを強化することが重要となっている中、政府においても日本企業のコーポレート・ガバナンスの向上に向けた制度整備を進めている。2013年6月に「日本再興戦略」が閣議決定され、コーポレート・ガバナンスの強化が目的とされて以来、日本版スチュワードシップ・コードの策定³⁴、社外取締役の導入を促す会社法の改正、健全な企業家精神の発揮を促すとともに収益率・資本効率等の改善につながる「攻めのガバナンス」を確保することを目的としたコーポレートガバナンス・コードの策定³⁵などの取組を行ってきた³⁶。

●企業部門で進む内部留保、現預金の蓄積

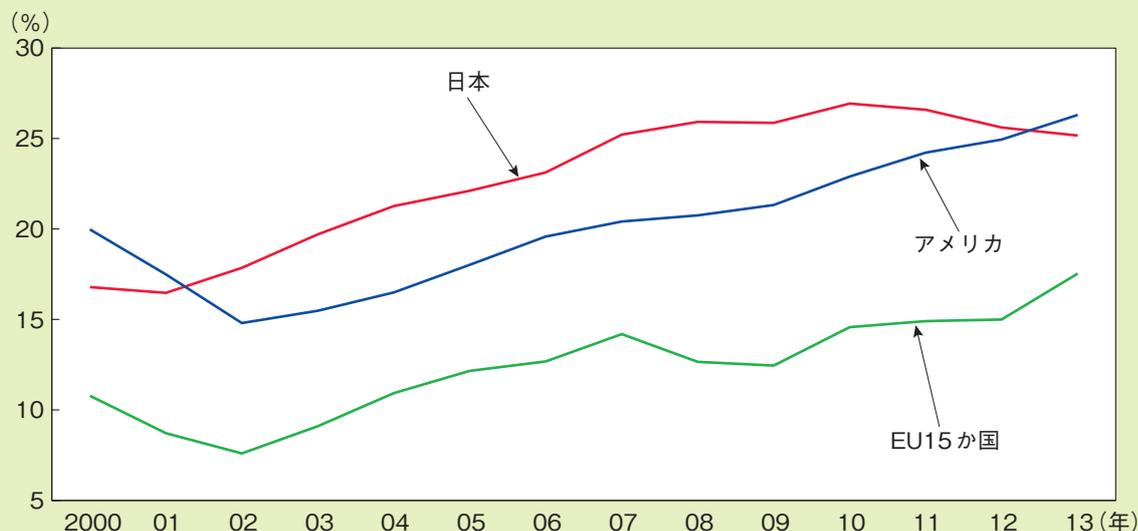
企業部門の高い収益性・生産性を実現していくためには、中長期的観点からの企業による積極的な投資行動が求められるが、2000年以降、欧米の上場企業で内部留保及び現預金比率を増加させてきたように、日本の上場企業でも内部留保が蓄積し（第3-2-7図（1））、また、同時に現預金の保有も増加した（第3-2-7図（2））。一般的に、企業が現預金を積み増す理由は様々であるが、積極的な理由として運転資金や将来の投資に向けた資金の確保、業績の悪化やリーマンショックのような危機への備えなどが挙げられる。他方で、使い道がないといった消極的な理由も考えられる。いずれにせよ、収益性の低い現預金の比率が過度に高くなる場合、企業全体の収益性を押し下げることが考えられる。我が国の上場企業については、他国と比べても時価総額に比した現預金の積上げが大きいことも指摘されているが³⁷、日本の上場企業の現預金比率（現預金・総資産比率）の推移をみると、2000年代から2013年度にかけて上昇し、2013年度でみると、欧米の上場企業に比して2%程度高い水準となっている³⁸。先行研究³⁹の中には、過剰な現預金の保有など保守的な流動性管理政策が長期的には企業の収益を弱める恐れを指摘しているものもある。我が国企業における現預金の蓄積は収益にどのような影響を与えているのか。

- 注** (33) 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）「最終報告書」（2014年8月）には、「長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業である」としたうえで、「グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして8%を超えるという水準を意識し、さらに自社に適した形で水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要」とある。
- (34) 2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」では、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）について検討し、取りまとめる」との施策が盛り込まれた。これを受けて、2014年2月に「責任ある機関投資家の諸原則」が策定・公表され実施に移されている。2015年5月末までに、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を含む計191の機関投資家が受け入れ。
- (35) 独立社外取締役（一般株主と利益相反が生じる恐れのない社外取締役）を選任する上場企業比率（東証第1部）は、2013年の47%から2015年には85%に上昇。
- (36) 2015年3月、金融庁・東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」のもとで「コーポレートガバナンス・コード（原案）」がとりまとめられた。その後、東京証券取引所において、同コード原案をその内容とする「コーポレートガバナンス・コード」が制定され、2015年6月より適用が開始された。
- (37) Aoyagi and Ganelli (2014)。
- (38) なお、2013年度の我が国企業の保有する現預金等の水準を売上高比でみると、現預金等の水準は1社当たり約7,300万円であり、売上高の約1.7か月分程度となっている。また、企業規模別にみると、大企業（資本金1億円以上）では1社当たり約28億円で売上高の約1.3か月分程度、中小企業（資本金1億円未満）では1社当たり約4,200万円で売上高の約2.2か月分程度となっており、中小企業の方が売上高比の現預金等の水準が高くなっている（財務省「平成25年度法人企業統計年報」により作成）。
- (39) Shinada (2012)。

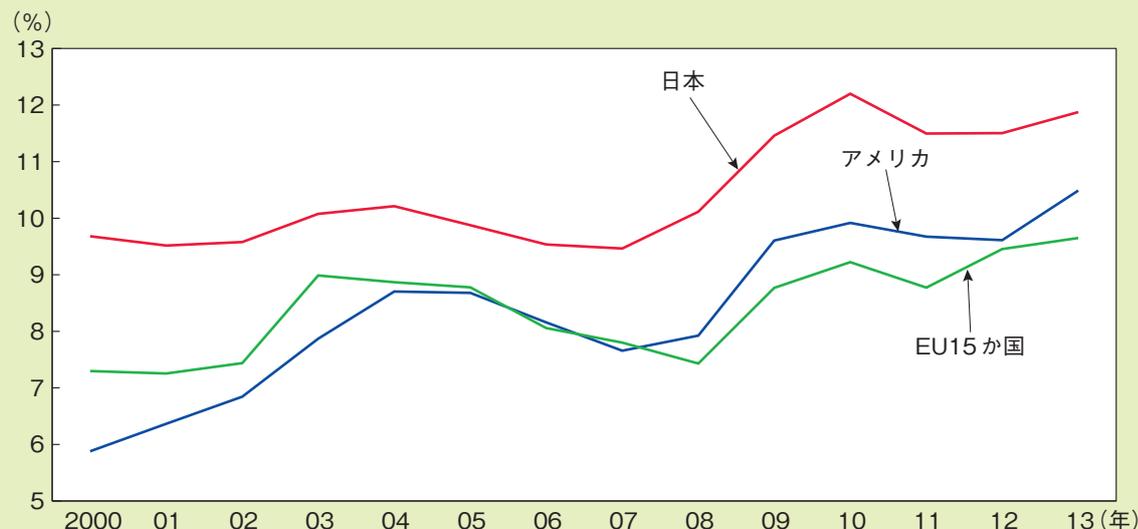
第3-2-7図 内部留保と現預金保有に関する国際比較

企業部門で進む内部留保、現預金の蓄積

(1) 内部留保率の推移



(2) 現預金比率の推移



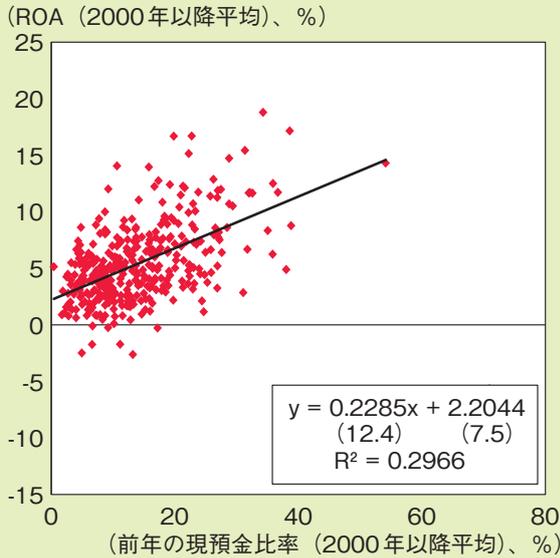
- (備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。内部留保率=利益剰余金/総資産、現預金比率=現金又は同額価値/総資産。
 2. EU15か国は、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国の15か国。
 3. 対象企業は、各比率を全期間で取得可能な各国の上場企業。対象企業数は、日本：1,317社、アメリカ：2,200社、EU15か国：1,686社。

一般に、現預金の蓄積は、それが企業活動に有効活用されることにより収益力向上に寄与すると考えられる。こうした現預金と収益の正の関係は、現預金比率とROAの関係をみることで我が国の上場企業についても確認できる(第3-2-8図)。他方、現預金が投資に充てられることなく単に保有される場合などは資金効率の点で問題となる。そこで、企業の資金の活用方法の違いが収益に与える影響を検証するために、ここでは上場企業の投資規模別に現預金と収益の関係をみると、投資を多く行う上場企業(投資・総資産比率をもとに、三分位階級に分

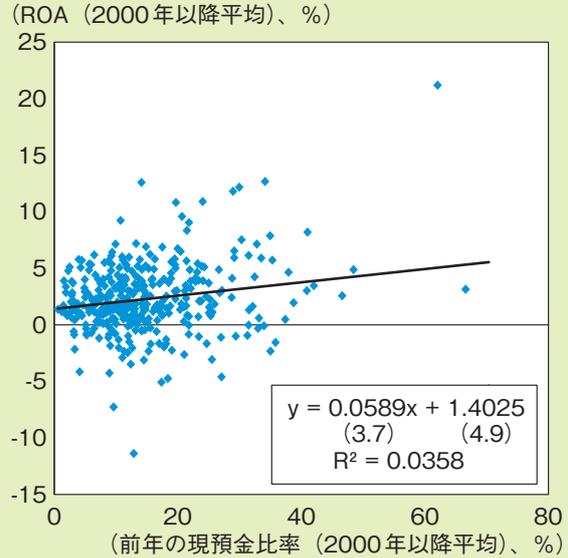
第3-2-8図 現預金比率とROAの関係

現預金比率と収益の関係は投資機会が高いほど相関が強いが、2008年以降は弱まっている

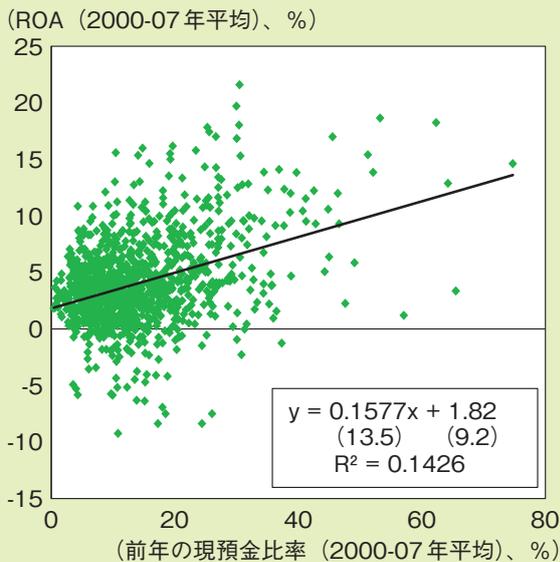
(1) 投資機会が多い企業群



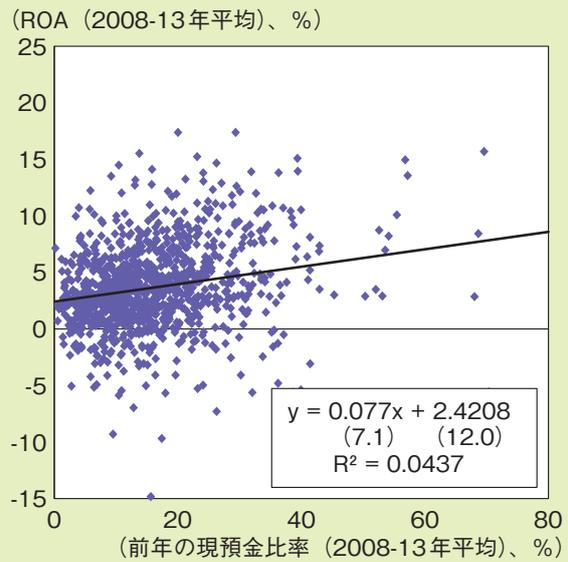
(2) 投資機会が少ない企業群



(3) 2007年以前



(4) 2008年以降



- (備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。現預金比率 = 現金又は同額価値 / 総資産、ROA = 純利益 / 総資産、() 内はt値。
2. 対象企業は、1999～2013年のROA・現金又は同額価値・有形固定資産・総資産の値を取得可能な日本の上場企業1,102社。
3. 投資機会の分類については、投資・総資産比率 = 有形固定資産増加額 / 前期総資産額の2000年以降平均(単純平均)が、上位3分の1のグループに入る企業群を「投資機会が多い企業群」とし、下位3分の1のグループに入る企業群を「投資機会が少ない企業群」とした。

類したとき第1三分位階級に含まれる企業)では少ない上場企業(第3三分位階級に含まれる企業)に比べて両者の関係が強いことが示された(第3-2-8図(1)、(2))。これは、投資を多く実施する上場企業では、蓄積した資金をより収益性の高い事業に投資している可能性を示唆している。逆に、蓄積した資金を収益性の高い事業(ここでは、有形固定資産投資)に活

用できない上場企業では資金効率が低くなる可能性が示されている。

こうした現預金比率と収益の関係はリーマンショック後に弱まっている可能性が示されている（第3-2-8図（3）、（4））。リーマンショック後に増加した現預金の保有を上場企業が効率的に収益の向上に結び付けることができていると指摘できるが、こうした背景には、リーマンショック後の経営環境における不確実性の高まりが、収益性の高い事業への投資といった上場企業の積極的な姿勢と不確実性への対応といった保守的な姿勢とのバランスに影響を与えていることも考えられる。

●製造業、非製造業共に消極的な投資姿勢がみられている

企業の投資行動を検証するために、設備投資・キャッシュフロー比率の推移をみると、特にリーマンショック以降、現預金比率が高まる中で、低下傾向を続けてきたことが分かる（第3-2-9図）。キャッシュフローを上回って設備投資を行うケースを「積極的」な投資姿勢と考えると、日本企業は依然「消極的」な投資姿勢をとっており、製造業、非製造業の双方においてそうした姿勢に大きな変化はみられていない。

先述のとおり、企業が現預金を蓄積してきた背景には、長引くデフレ期待の下、投資機会を見出すことができなかつたことや経済ショックへの備えなど様々であるが、経営者のマインドもまた重要な要因と考えられている。このため、効率的な経営が実現されるように株主などによる監視機能が十分働くような制度基盤を整備していくとともに、人的資本や組織資本を十分に活かす企業統治の在り方を目指していく必要がある⁴⁰。そうした中、好決算を実現している企業については、新規の設備投資や大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用し、資金効率を高めるとともにイノベーションにつなげていくことが期待される。

第1節では、サービス産業における生産性の低さを指摘したが、こうした分野では、製造業に比べ、国内外市場からの監視が相対的に弱いことに鑑みれば、コーポレート・ガバナンスの改善といった経営規律メカニズムは経営効率や積極的な投資の実現を図る上でより重要な役割を担う。

●無形資産投資の重要性

企業の収益性や生産性の向上、またイノベーション活動の促進に向け、企業の積極的な投資は重要となるが、その際、有形資産投資のほかに、研究開発、ブランドの構築、経営組織の改善、さらには教育訓練による人材の質の向上等、こうした活動が蓄積された「無形資産」⁴¹への投資を重視する傾向が強まっている。我が国についてみれば、製造業を中心とした高水準の

注 (40) Aoyagi and Ganelli (2014) では、コーポレート・ガバナンスの向上により企業の現預金保有が低下する可能性を指摘している。

(41) 無形資産は、大きく分けて「情報化資産 (computerized information)」、「革新的資産 (innovative property)」、「経済的競争能力 (economic competencies)」の三つに分類される。情報化資産は、ソフトウェア、データベース等が該当する。革新的資産には、研究開発 (R&D) や製品開発のほか、著作権・ライセンス、デザイン、鉱物資源探査等が含まれる。また、経済的競争能力は、ブランド資産、市場調査関連支出、企業独自の人的資本形成の取組、組織改革等が該当する。