

第3章

成長力強化と企業部門の取組

第3章

成長力強化と企業部門の取組

成長力の強化に向け、企業が投資機会を見出し、設備投資を拡大させていくことが不可欠である。設備投資は、短期的には、需要面から景気の押上げに寄与する一方、中長期的には、資本の増加、また、生産性の向上を通じて成長力の強化に貢献する。第1章でもみたように、少子高齢化の下、生産年齢人口の減少が我が国経済の成長力の下押し圧力となる中、経済再生・デフレ脱却に向け、設備投資の果たす役割はますます重要となっている。

本章では、緩和的な金融環境や高水準の企業収益など良好な投資環境にもかかわらず力強さに欠ける設備投資の動向及びその背景を探るとともに、企業行動の変化の中で広がりがみられるM & Aや研究開発、海外投資を含めた企業の投資行動を分析し、成長力強化に向けた企業部門の課題を点検する。また、少子高齢化やグローバル化など企業をめぐる環境に変化が生じる中、成長力の強化に向け、コーポレート・ガバナンスが担う役割について、投資を含めた企業のより積極的な行動を促すという観点から検証する。

第1節 最近の設備投資の動向と投資活動の広がり

企業が行う投資には、設備投資に加え、M & A、研究開発、海外投資など様々なものがあるが、そうした広範な分野にわたる企業の投資行動を視野に入れ、第1節では、良好な投資環境にもかかわらず力強さに欠ける設備投資の構造的な背景を探るとともに、設備投資以外への投資を拡大する企業の投資行動の変化を分析する。

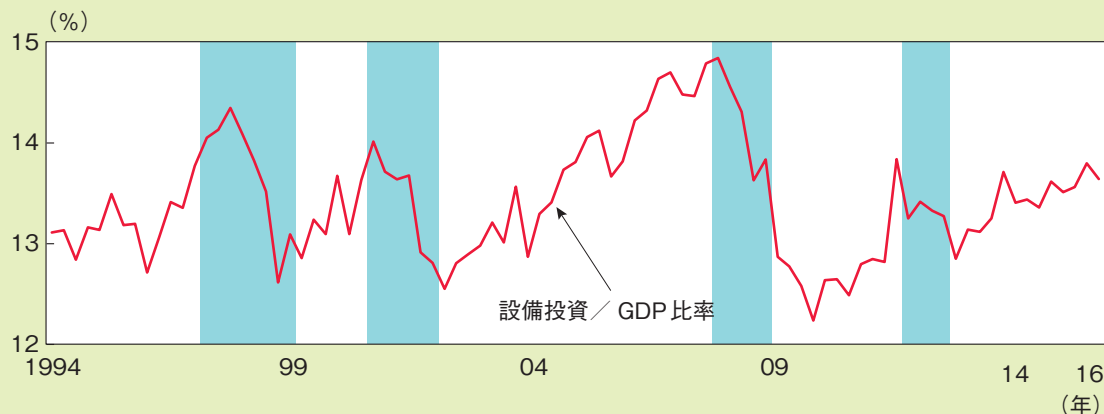
1 回復の遅れがみられる設備投資

企業は、財やサービスの提供のための設備投資、新製品開発などに向けた研究開発投資、事業の高度化や多様化等のためのM & A、グローバル化のための海外投資など広い意味で様々な投資活動を行っている。この中で、まず、設備投資の動向をみると、2008年の世界金融危機以降、その回復テンポに遅れがみられている。特に、2013年以降、企業収益が過去最高水準となるなど企業の投資環境が大きく改善する中であっても、設備投資は依然として力強さを欠いている。以下では、力強さを欠く設備投資の動向について概観する。

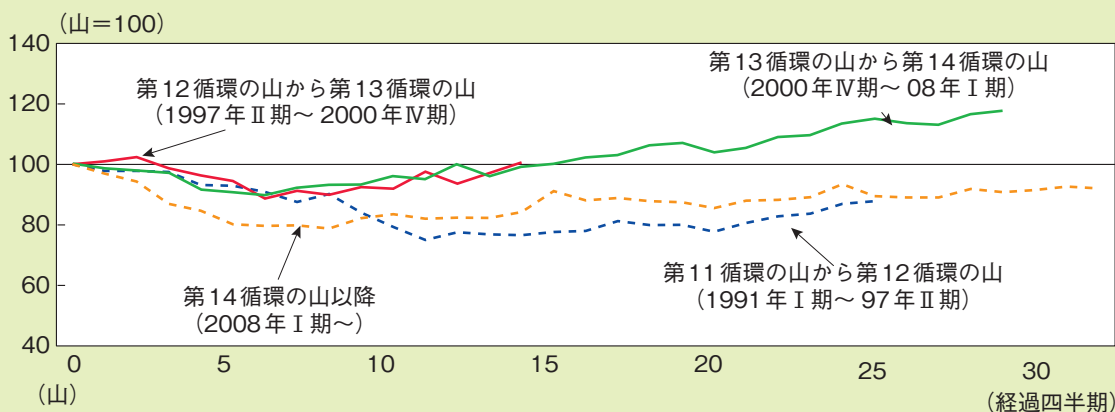
第3-1-1図 景気局面と設備投資の動き

世界金融危機以降の景気局面では設備投資に回復の遅れ

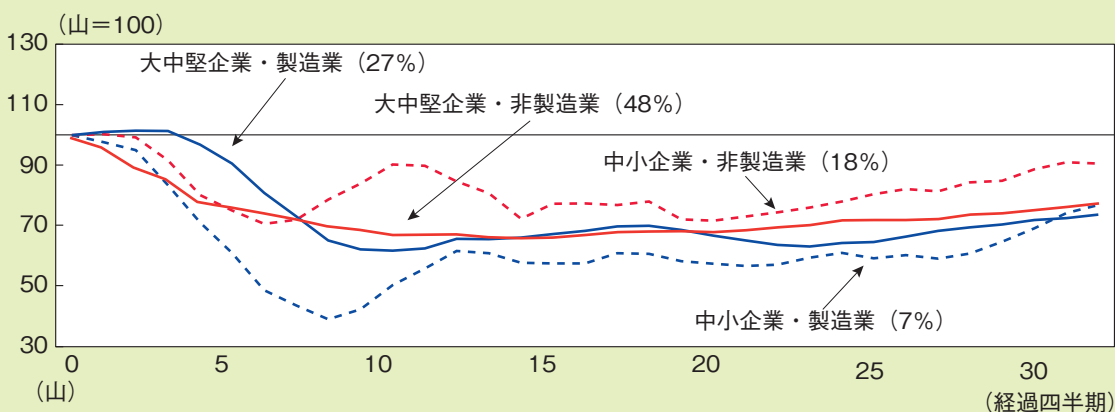
(1) 設備投資（対GDP比）の動き



(2) 景気局面別にみる設備投資の動き



(3) 企業規模別・業種別にみる設備投資の動き (第14循環の山以降 (2008年1-3月期～))



- (備考) 1. (1)、(2) は内閣府「国民経済計算」により、(3) は財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2. (1)、(2) は実質季節調整値の四半期の推移。(1) のシャドーは景気後退期。(2) は各景気循環の山における設備投資額を100とし、次の景気循環の山までの推移をプロットしたもの。第11景気循環の山は、1991年1-3月期。第12景気循環の山は、1997年4-6月期。第13景気循環の山は、2000年10-12月期。第14景気循環の山は、2008年1-3月期。
 3. (3) は第14景気循環の山における設備投資額（含むソフトウェア）を100とし、後方4四半期移動平均の推移をプロットしたもの。中小企業は資本金1000万円以上1億円未満の企業。大企業は資本金1億円以上の企業。括弧内は1994年から2015年における設備投資合計額に占めるそれぞれのウェイト。

●世界金融危機以降の景気局面では設備投資に回復の遅れ

設備投資には、企業の投資需要の拡大を通じて、短期的には景気の拡大を支えるといった側面に加え、生産能力の増加を通じて、中長期的な成長力を高めるといった側面がある。前者について、設備投資の対GDP比の動きをみると、景気後退局面で低下する一方、景気回復局面においては、設備投資がGDP以上に増加し、設備投資の対GDP比が上昇してきた（第3-1-1図（1））。

このように設備投資が景気の押上げに寄与する姿に変わりはないが、世界金融危機以降の景気局面をみると、これまでの景気局面に比べ、設備投資の回復テンポに遅れがみられている（第3-1-1図（2））。世界金融危機直後の設備投資の落ち込みは、バブル経済崩壊後にみられた落ち込みに匹敵する一方、その後の回復テンポは過去の局面と比べても鈍く、世界金融危機から8年を経過した現在においても、景気後退前の水準を1割程度下回っている。

世界金融危機以降にみられる設備投資の回復の遅れは、企業規模別、業種別にみても確認できるが、製造業では、非製造業に比べ、更に回復テンポが遅れている（第3-1-1図（3））。こうした背景として、特に、大企業製造業については、世界金融危機以降にみられた円高方向への動きの中、電気機械や生産用等の機械を中心に、国内から海外へ生産拠点がシフトしたことなどが影響している可能性が考えられる（後述）。

●先進諸国でも設備投資には回復の遅れ

世界金融危機以降の設備投資の回復の遅れは、我が国のみではなく、他の先進諸国においてもみられている（第3-1-2図（1））。これについて、例えば、IMFやOECDでは、世界金融危機後、先進諸国に共通してみられる需要の弱さが背景にあることを指摘している¹。設備投資は、経験的にも需要の創出と相乗的に拡大していくことが知られているが、世界金融危機後に先進諸国でみられた需要の弱さが設備投資を抑制したと考えられている。実際、先進諸国について、世界金融危機以前と以後に分けてGDPと設備投資の関係をみると、世界金融危機以降、GDP成長率とともに、設備投資の伸びが低下していることが確認できる（第3-1-2図（2））。

●2013年以降、良好な投資環境の下でも設備投資は力強さを欠いている

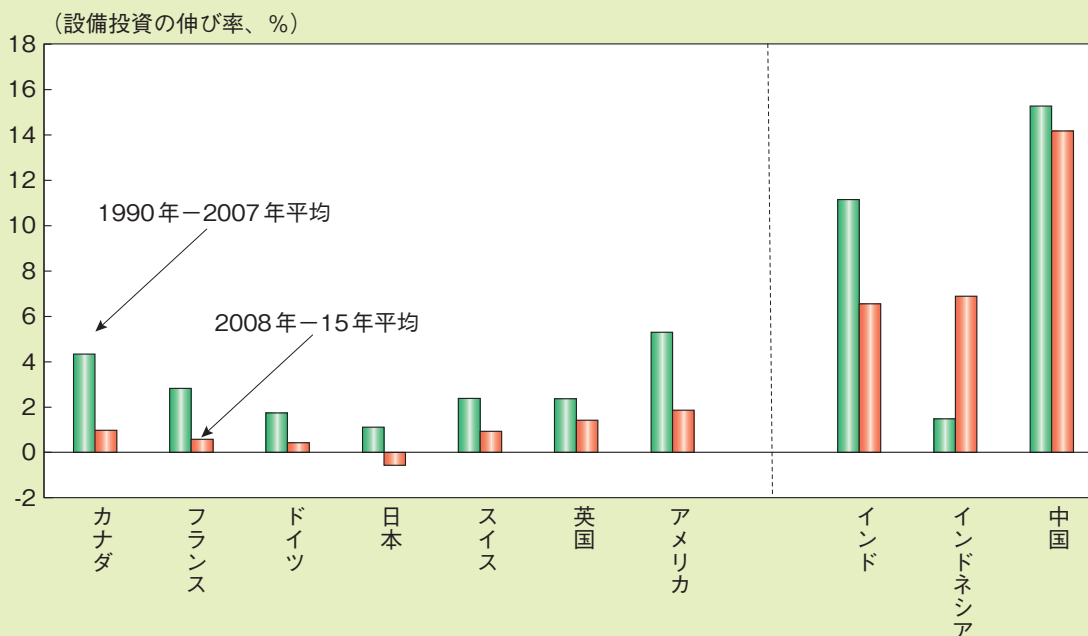
我が国経済は、2012年末に景気が持ち直しに転じ、2013年末にはデフレ状況ではなくなったことが確認された。こうした中、内需関連企業については、コストの上昇を販売価格に転嫁しやすい環境が続いたことや、輸出関連企業については円安方向への動きを背景に収益が改善したことなどを受け、企業収益は、2013年度以降、過去最高の水準となっている。加えて、物価上昇率の高まりを背景に実質金利が低下し、また、金融機関の貸出態度にも改善がみられるなど、緩和的な金融環境が続いている（第3-1-3図）。

注 (1) IMF (2015)、Lewis, et al. (2014)。需要の弱さに加えて、世界金融危機後にみられた企業等のバランスシート調整の動きや、経済環境、経済政策に関する不確実性の高まりが設備投資を抑制した可能性があることを指摘している。

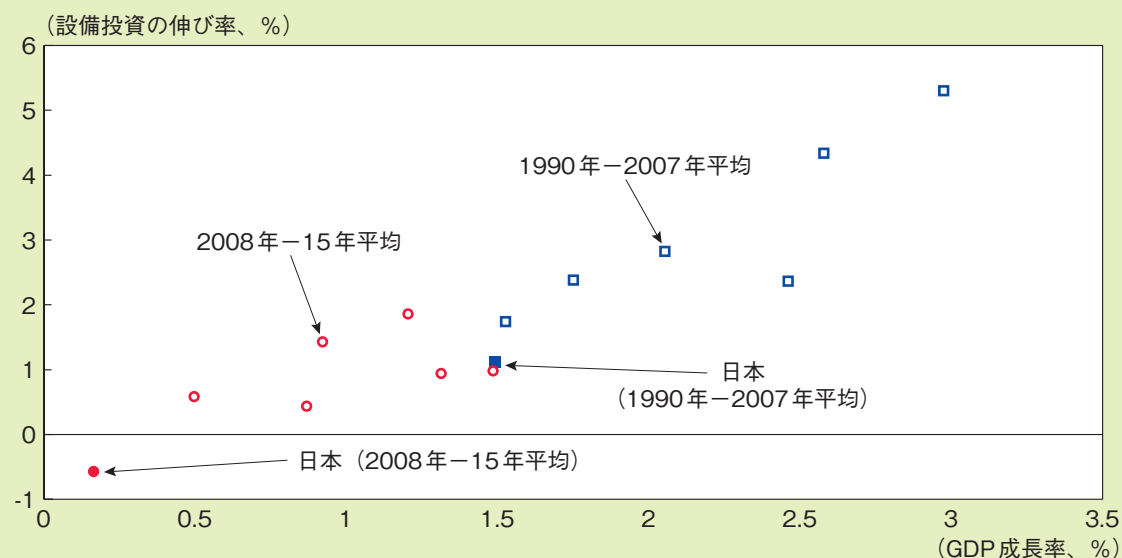
第3-1-2図 諸外国における設備投資の動き

先進諸国でも設備投資には回復の遅れ

(1) 世界金融危機前後の設備投資の動き



(2) 世界金融危機前後のGDPと設備投資の関係

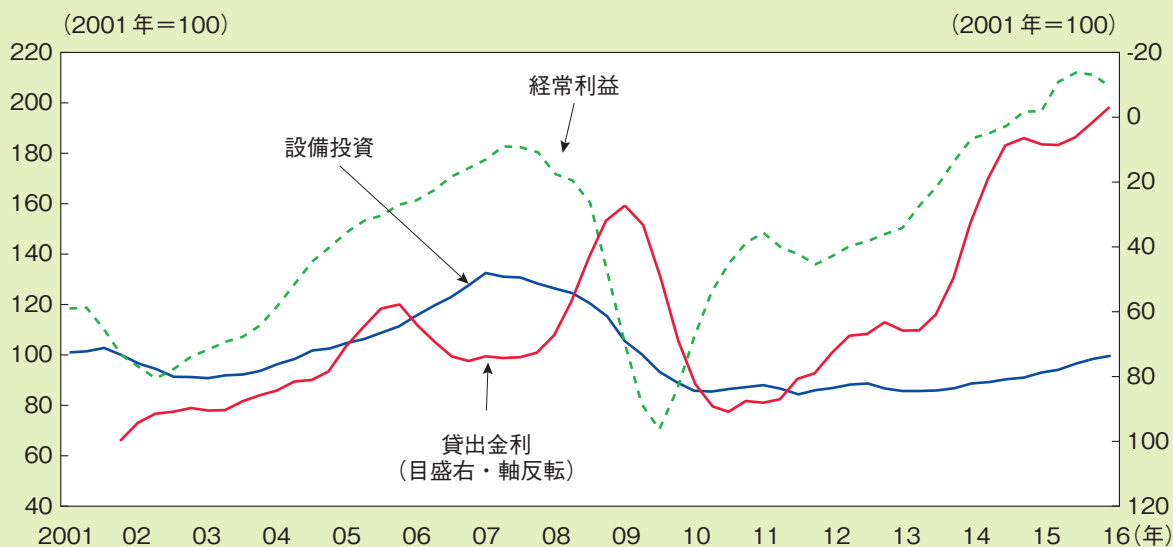


- (備考) 1. OECD「Economic Outlook」、中華人民共和国国家統計局「中国統計年鑑」により作成。
 2. (1) は、民間非住宅投資の前年比伸び率について、1990年から2007年まで（ドイツは1992年から2007年まで）と2008年から2015年までの各期間における平均をとったもの。インド、インドネシア、中国については、データの制約のため、総固定資本形成の増加率について、1998年から2007年までと2008年から2015年までの各期間における平均をとっている。中国については名目値。
 3. (2) は、カナダ、フランス、ドイツ、日本、スイス、英国、アメリカの7か国のGDPと設備投資（民間非住宅投資）の前年比伸び率について、1990年から2007年まで（ドイツは1992年から2007年まで）と2008年から2015年までの各期間における平均をとったものをプロットしたもの。

資金面、コスト面などからみて、企業にとって良好な投資環境が実現する中であっても、設備投資は依然力強さを欠いている。

第3-1-3図 投資環境と設備投資の動き

2013年以降、良好な投資環境の下でも設備投資は力強さを欠いている



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「預金・貸出関連統計」、総務省「消費者物価指数」により作成。
 2. 後方4四半期移動平均の推移。
 3. 設備投資、経常利益は全規模全産業（金融業、保険業を除く。）の値。設備投資はソフトウェアを含む。
 4. 貸出金利＝貸出名目金利－物価上昇率
 貸出名目金利は国内銀行による新規・長期の貸出約定平均金利。
 物価上昇率は消費者物価の「生鮮食品、石油製品及びその他の特殊要因を除く総合」（固定基準方式）の前年同期比の上昇率。内閣府で消費税率引き上げの影響を除いたもの。

2 企業の収益構造の変化と設備投資

設備投資が力強さを欠く背景として、国内については需要や成長予想の伸び悩み、また海外に目を向ければ経済のグローバル化が進む中で企業を取り巻く競争環境に変化が生じていることなどが考えられる。以下では、回復が遅れる設備投資の構造的な背景を、企業の収益構造や成長予想といった点から分析する。

●収益は改善したものの、設備投資と売上は依然世界金融危機前の水準を下回る

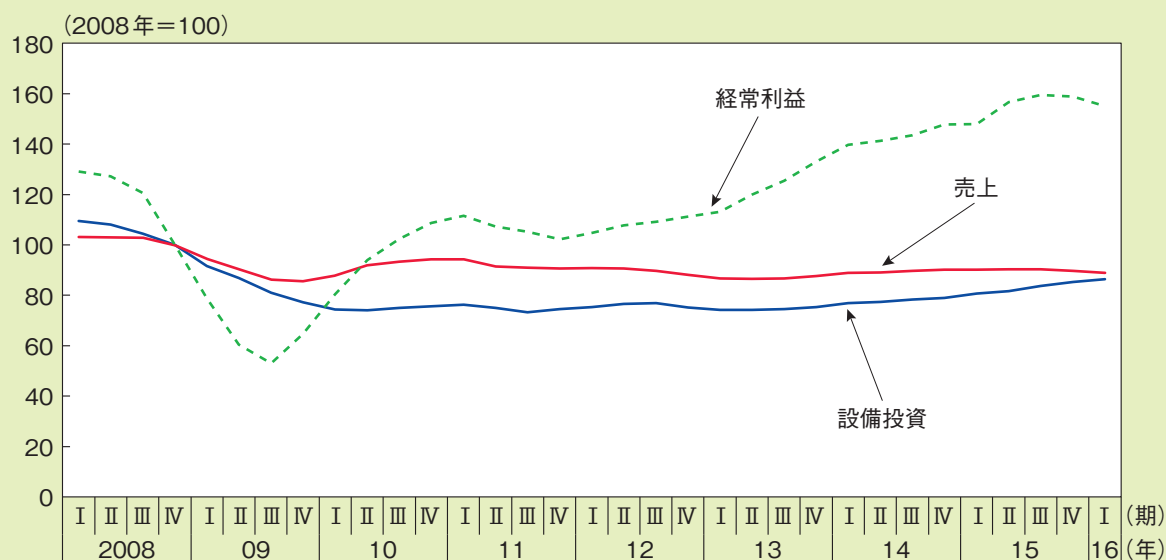
世界金融危機以降の企業部門における動きをみると、経常利益については、特に、2013年以降に顕著な改善がみられる（第3-1-4図）。2008年に45兆円程度であった経常利益は、2013年以降に大きく改善し、2015年には71兆円程度にまで増加した。

他方、設備投資と売上²の動きをみると、2008年には、それぞれ51兆円、1,471兆円程度であったが、2015年には、43兆円、1,322兆円程度と、依然として世界金融危機前の水準を下回っている。世界金融危機以降、再びデフレ状況に陥ったことや、そうした中で国内需要の弱さが続いたことなどを背景に、設備投資とともに、売上の回復には遅れがみられている。

注 (2) 売上には、国内での販売、海外への輸出によるものを含む。

第3-1-4図 企業収益、売上と設備投資の関係

収益は改善したものの、設備投資と売上は依然世界金融危機前の水準を下回る



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。全規模全産業（金融業、保険業を除く。）の値。設備投資はソフトウェアを含む。
2. 後方4四半期移動平均の推移。

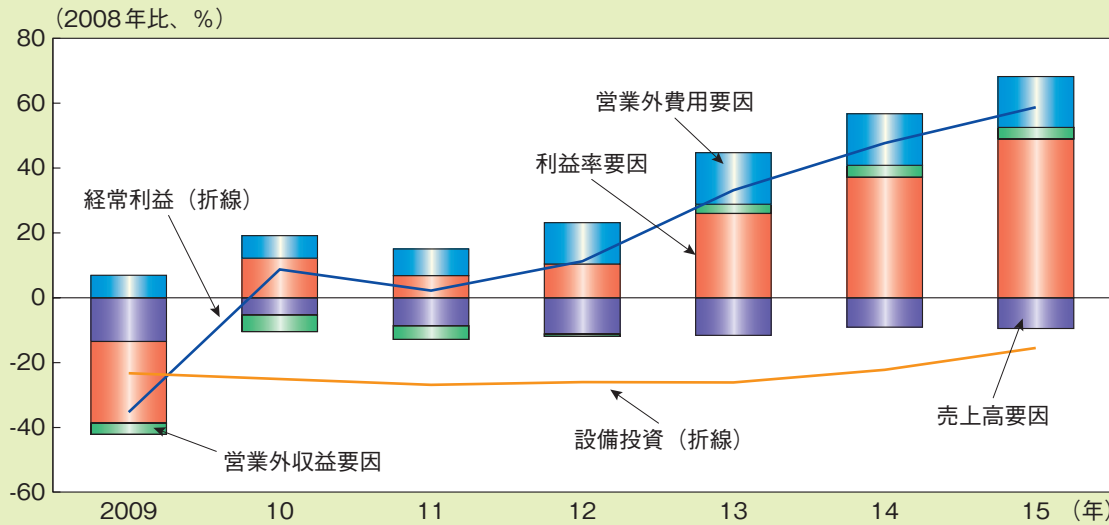
ここで、売上の回復が遅れる中、収益が改善した背景を探るために、企業の収益構造の変化をみてみよう。そのため、企業の経常利益を、①「売上高要因」（売上の増加によるもの）、②「利益率要因」（売上原価や販売管理費などのコスト削減等によるもの）、③「営業外費用要因」（金利などの支払利息や為替差損などによるもの）、④「営業外収益要因」（海外子会社からの配当金や為替差益などによるもの）の4つの要因に分解する（第3-1-5図）。

世界金融危機以降の動きについてみると、先述のとおり、経常利益については、特に、2013年以降に顕著な回復がみられた。そこで、まず、2008年から2012年にかけての動きをみると、経常利益は、5兆円程度増加した。これは、世界金融危機以降、売上が大きく減少する一方、コスト削減の動きや支払利息の減少などを背景に「利益率要因」や「営業外費用要因」が高まったことによる影響が大きい。

次に、2012年から2015年にかけての動きをみると、景気が持ち直しに転じる中、経常利益は、21兆円程度増加した。その要因については、上述のとおり、デフレ状況ではなくなる中、内需関連企業については、コストの上昇を販売価格に転嫁しやすい環境が続いたことや、輸出関連企業については、円安方向への動きを背景に、「売上高要因」に改善がみられたことが挙げられる。また、輸出企業にみられた、数量よりも価格の上昇を通じて売上を増やすといった行動変化は、「売上高要因」の改善に加え、コストに比して売上を増加させるため「利益率要因」の押上げにも寄与していると考えられる。加えて、主に海外子会社からの配当金の増加を背景に「営業外収益要因」が高まった。

第3-1-5図 経常利益の動きとその要因

企業収益の回復の背景は、主にコスト削減や円安による収益の押上げ、営業外費用の減少等



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。全規模全産業（金融業、保険業を除く。）の値。設備投資はソフトウェアを含む。

2. 要因分解は、経常利益を以下のとおり分解して行った。

$$\text{経常利益} = \underbrace{\text{売上高}}_{\text{売上高要因}} \times \underbrace{\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}}_{\text{利益率要因}} + \underbrace{\text{営業外収益}}_{\text{営業外収益要因}} - \underbrace{\text{営業外費用}}_{\text{営業外費用要因}}$$

営業外収益 = 受取利息等 + その他の営業外収益。例えば、預金・貸付金に対する受取利息、受取配当金、為替差益等。

営業外費用 = 支払利息等 + その他の営業外費用。例えば、社債・借入金に対する支払利息、為替差損等。

このように、世界金融危機以降にみられる企業収益の回復は、主に、コスト削減や円安による収益の押上げ、営業外費用の減少や営業外収益の増加などによるものであり、生産や売上の増加のみを反映したものではなかった。そのため、収益の改善が、期待されたほど設備投資の押上げにつながってこなかった³。

世界金融危機以降、「売上高要因」は収益の押下げに寄与してきたが、こうした世界金融危機以降の売上の動きを業種別にみると、それまで売上をけん引してきた電気、輸送、生産用等の機械業種の寄与が大きく低下している（第3-1-6図）。特に、電気機械は、寄与の低下が顕著で2000年以降は減少に転じている。2000年までは、新製品が消費者に普及していく過程で、また、加工・製品化を通じた輸出が拡大する中、売上が増加するとともに一層の技術開発や設備投資が促されてきた。しかし、2000年代以降、アジア新興国の台頭などを背景に輸出競争力が低下したことに加え、特に、世界金融危機以降、為替が円高方向に推移する中で生産拠点の海外移転が進んだこと等により、輸出とあわせ、売上が縮小することとなった⁴。こうし

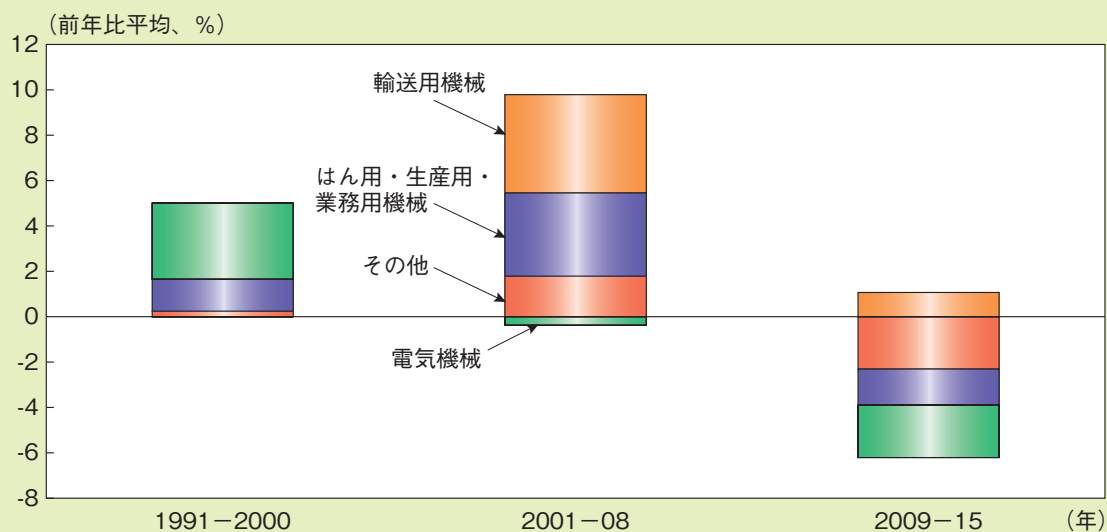
注

(3) 全期間を通じた設備投資と「売上高要因」の相関係数が0.95であることにに対し、設備投資と「利益率要因」、「営業外費用要因」、「営業外収益要因」の相関係数は、それぞれ、-0.04、-0.06、0.56程度となっている。

(4) 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2015）では、電気機械について、韓国、台湾が競争力を高めてきていることに加え、特に世界金融危機以降、為替が円高方向に推移する中で、生産拠点の海外移転を進めたことなどから、輸出超過が急速に縮小したことを指摘している。

第3-1-6図 業種別にみる売上の動き

電気、輸送、生産用等の機械業種の寄与が低下



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。全規模全産業（金融業、保険業を除く。）の値。

2. 電気機械は、2004年以降は電気機械および情報通信機械の合算。

3. その他には、食料品、化学、鉄鋼等を含む。

たことが、電気機械における設備投資の弱さにも影響していると考えられる。

●成長予想の伸び悩みも設備投資を抑制

ここまで、設備投資と企業収益や売上との関係を見てきたが、ここでは、より中長期的な視点も含め、企業の設備投資行動を分析するため、企業レベルのデータを用い、収益と成長予想を説明変数とする設備投資関数を推計する。ここで、企業の成長予想は、企業が持つ将来における売上見込みとも解釈され、設備投資に影響を与えることが考えられる（第3-1-7図（1））。

推計された企業の設備投資行動をみると、収益が1%上昇すると、設備投資の伸びが0.3%程度上昇する一方、業界成長予想が1%上昇する場合には、設備投資の伸びは0.6~0.7%上昇することが示されている（第3-1-7図（2））。

このように、企業の抱く成長予想は、設備投資により大きな影響を及ぼす傾向が示されているが、世界金融危機以降、企業の成長予想が一定にとどまる中⁵、設備投資の押上げ効果も小さかった。

企業がどの程度の経済成長を前提に設備投資を行っているかについて、資本ストック循環図⁶

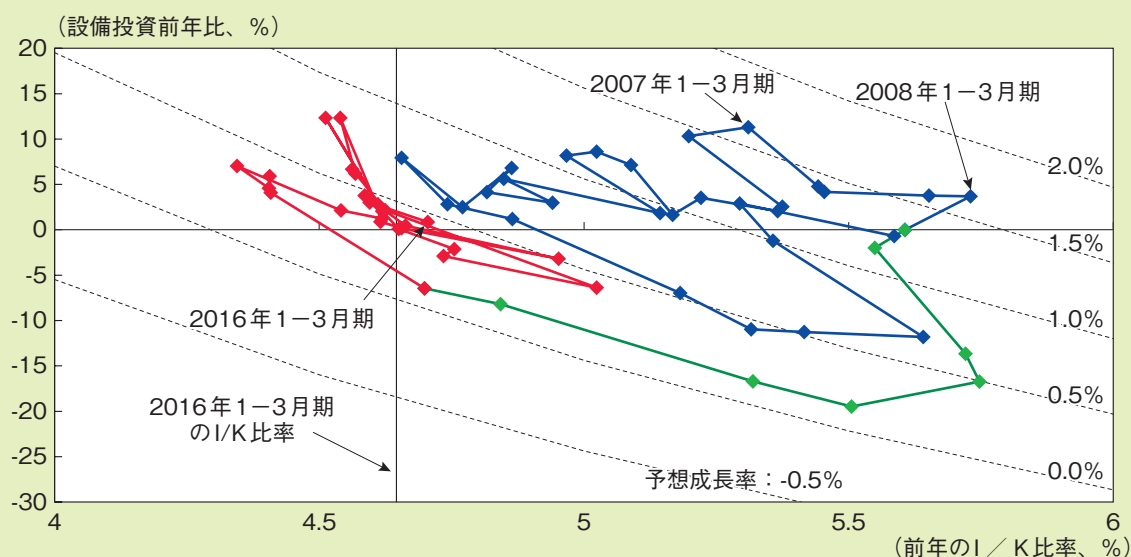
注

(5) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によれば、1%程度となっている。

(6) 資本ストック循環図とは、設備投資・資本ストック比率を横軸、設備投資前年比を縦軸として、両者の関係をプロットしたもの。経験的に、プロットされた点は、景気循環の中で、時計回りに動くことが知られている。景気回復局面についてみると、その初期には、設備投資の前年比が上昇し、上方に移動する。その後、設備投資の規模が拡大し、設備投資・資本ストック比率が上昇する一方、設備投資の前年比は徐々に減速するため、右下方向に移動していく傾向がみられる。こうした資本ストック循環は、成長予想に大きな変化が生じない場合には、短期的な景気変動に対応する形で、一定の双曲線の周りを循環する姿となる。他方、成長予想などに変化が生じた場合には、資本ストック循環の基点自身がシフトすることになる。

第3-1-8図 資本ストック循環

企業が抱く成長予想は伸び悩み



- (備考) 1. 内閣府「民間企業資本ストック」により作成。
 2. 全産業、進捗ベース。横軸の設備投資は季節調整値年率換算。
 3. 資本ストック係数の変化率と除却率は2000年1-3月期～16年1-3月期の平均値。
 4. 青が2001年1-3月期～08年4-6月期、緑が2008年7-9月期～10年1-3月期、赤が2010年4-6月期以降。

示唆される生産高（GDP）の増加率を機械的に計算することができるため⁷、企業がどの程度の成長率を念頭において設備投資を行っているかを知る一つの目安になる。こうした企業の予想成長率の動きをみると、2007年には、1.5%程度であったが、最近では0.5%弱となっており、現在の設備投資のペースは、かなり低い予想成長率を前提にしたものであることが示唆される。

我が国経済は、経済再生・デフレ脱却に向けて前進しているが、今後、企業の設備投資を促していくためには、実際の売上とともに、将来の売上見込みでもある企業の成長予想を高めることが重要となる。需要の伸び悩みに加え、成長予想が低いために設備投資が伸びず、その結果、将来の成長力強化が遅れ、更なる成長予想の伸び悩み、設備投資の抑制を引き起こすという関係を避けるためにも、成長戦略の着実な実施などを通じて成長力の向上に更に取り組み、成長予想を高めていくことが必要となっている。

政府は、新たな有望成長市場の創出に向けて、「官民戦略プロジェクト10」として、第4次産業革命の実現、世界最先端の健康立国への取組、2020年東京オリンピック・パラリンピックに向けた取組を含むスポーツの成長産業化、攻めの農林水産業の展開と輸出力の強化、観光の基幹産業化、環境エネルギー制約の克服と投資拡大等に取り組むこととしている。また、「GDP600兆円経済」の実現に向け、国家戦略特区の活用や新たな規制・制度改革メカニズム

注 (7) $(\text{設備投資前年比}) \times (\text{前年のI/K比率}) = \text{予想成長率} + \text{資本ストック係数の変化率} + \text{除却率}$ といった関係をもとに、資本ストック係数の変化率と除却率を決めると、各時点の予想成長率に応じた、(設備投資前年比)と(前年のI/K比率)に関する双曲線を描くことができる。

の導入、経済成長を切り拓く人材の育成・確保等に取り組むこととしている。

3 投資行動にみられる広がりや経済への影響

世界金融危機以降にみられる需要や成長予想の伸び悩み、また、少子高齢化やグローバル化など企業を取り巻く競争環境の変化等を背景に設備投資が伸びにくくなる中、企業には設備投資以外への投資を拡大する動きがみられるようになった。以下では、こうした企業の投資行動の変化が、日本経済の成長力に与える影響について分析する。

●企業は、M & A、研究開発、海外への投資を拡大

世界金融危機以降、国内での設備投資の回復テンポには遅れがみられてきたが、投資環境に改善がみられる2013年以降をみても回復の動きは鈍い。過去最高水準である企業収益を背景とした企業の資金は、どのように用いられているのだろうか。企業の資金調達と資金運用状況を基に、世界金融危機前（2005年度－07年度平均）と最近（2012年度－14年度平均）における、企業にとっての利用可能な資金量、及びその運用状況を確認する（第3-1-9図（1））。

まず、企業のフローの損益及び支出面に着目し、世界金融危機前との比較の中で、企業が生み出した付加価値がどのような支出に配分されたかをみる。企業の事業活動により生み出された付加価値に事業活動以外から生じた損益等を加えた資金の水準をみると、最近では、世界金融危機前とほぼ同水準であったが、その配分先については、「人件費」や支払利息等を含む「その他費用」への配分が世界金融危機前よりも減少する一方で、「内部留保」への配分が増加している。

次に、企業のバランスシートに着目し、増加した資金がどのような資産の増加につながったかをみる。資金調達について、内部留保に加え、増資や社債、借入といった資金の外部調達も含めてみると、最近では、世界金融危機前に比べ、9兆円程度の資金が新たに利用可能となった。そこで、世界金融危機前との比較の中で、こうした資金がどのような資産の増減につながったかをみると、全体として利用可能な資金量が増加する中、設備投資への資金の配分が減少している。他方、M & A、投資不動産を含むその他運用、そして、現預金への配分が増えていることが分かる。M & A（2014年度11兆円程度）については、最近、景気回復を背景とした企業環境の改善等を受けて、増加傾向となっている（後述）。

研究開発への投資（2014年度14兆円程度）をみても、最近では、世界金融危機前の水準とほぼ同水準となっており、設備投資とは異なり、世界金融危機後の落ち込みから回復している（第3-1-9図（2））。研究開発への投資については、これまでも、我が国における総研究開発費の約7割を占める企業部門がけん引をしてきたが、こうした背景の一つとして、製造業を中心に研究開発を通じて科学技術を製品化することにより企業価値の増大を目指してきたことがある。

また、国内需要が伸び悩む中、大企業製造業を中心に、企業の海外進出が進むとともに、海外設備投資（2014年度9兆円程度）を増やす動きがみられている。最近では、卸・小売など非製造業で

も海外設備投資の増加がみられている。ただし、2013年以降の円安方向への動きに伴う輸出競争力の改善や中国を始めとする新興国経済の減速を背景に国内回帰の動きもみられるようになった。

このように、企業は設備投資や人件費への資金の配分を抑制する一方で、M & Aや研究開発、海外投資への配分を増やしている。すなわち、設備投資が力強さを欠く一方、M & Aや研究開発、海外投資といった、設備投資以外の投資を拡大している。

なお、企業が現預金を蓄積してきた背景には、世界金融危機以降、投資機会を見出すことが困難だったことや経済ショックへの備え、事業規模の拡大に伴う手元流動性の確保や、新たな投資に向けた資金の蓄積など様々であるが、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、投資を含めた企業のより積極的な行動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ことも重要となっている（第2節）。

● M & Aや研究開発投資は、生産性や収益力の向上に寄与

企業は、設備投資以外への投資を拡大しているが、こうした企業の投資行動の変化は我が国経済にとってどのような効果を及ぼしているのだろうか。

第一に、M & Aは、企業の枠を超えて既存の経営資源の組替えを円滑に行うことを可能とすることからも、企業価値や生産性の向上に寄与することが指摘されている⁸。ここでは、まず、M & Aが中長期的な企業の収益力に与える影響を分析する⁹。

具体的には、2000年以降にM & Aを実施した企業（買収側企業）について、実施後5年間にわたって、M & A実施企業のROEと、当該企業が属する産業の平均ROEとを比較すると、M & Aの実施から時間が経過するに従い、産業平均に比べ、M & A実施企業のROEが高まる傾向が示されている（第3-1-10図）。M & Aの効果をみる際には、実際には想定された効果を生まない場合もあること（失敗するケース）、また、ここではM & A実施後5年間の中長期のROEの動きをみているため、その変化にはM & A以外の要因も影響すること、更には、M & Aの効果は対象業種や形態によっても異なること、などについて留意する必要があるものの¹⁰、M & Aを実施することにより、中長期的に買収側企業のROEが高まる可能性が示されている。

社会のニーズや技術の高度化・複雑化を背景に、事業化のプロセスにもスピードが求められ、大企業、中小企業に限らず、自社の求める人材や設備を企業内で育成していくことには限界が生じる中、企業の壁を越えた経営資源の組替えを可能とするM & Aは、生産性上昇に加え、企業の成長促進や再生の観点からもその重要性が増している。

注

(8) 内閣府（2007）第2章第2節を参照。

(9) 一般に、M & Aを実施する際の目的として、「シナジー効果」が挙げられる。シナジー効果には、①経費の共有化や重複部門の廃止による費用節約面での相乗効果を狙ったものに加え、②自社にない技術・ノウハウの取得、商品力の強化、事業の切り売りや買取りなど、コアコンピタンス（自社の競争上の強み）の育成・強化を目的とした、より積極的な相乗効果を狙ったものが存在する。加えて、M & A実施の目的として、「経営の規律付け効果」も挙げられる。これは、投資ファンドや投資銀行などが、非効率な経営を行っていたとして、既存の経営者を排除し経営改善を実現することによって企業価値を引き上げることが目的としたものである。なお、これに対して既存の経営者が反対する場合は敵対的買収という形態を取ることもなる。

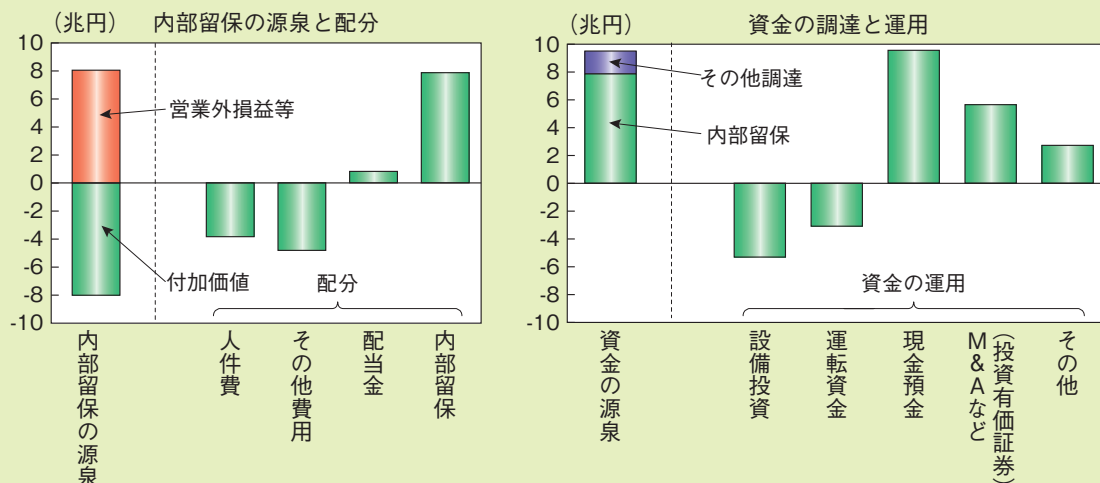
(10) この他、ROEが高い企業ほどM & Aを実施する余力が高いといった関係なども考えられる。

第3-1-9図 企業の資金調達・運用行動からみる投資の広がり

企業は、M&A、研究開発、海外への投資を拡大

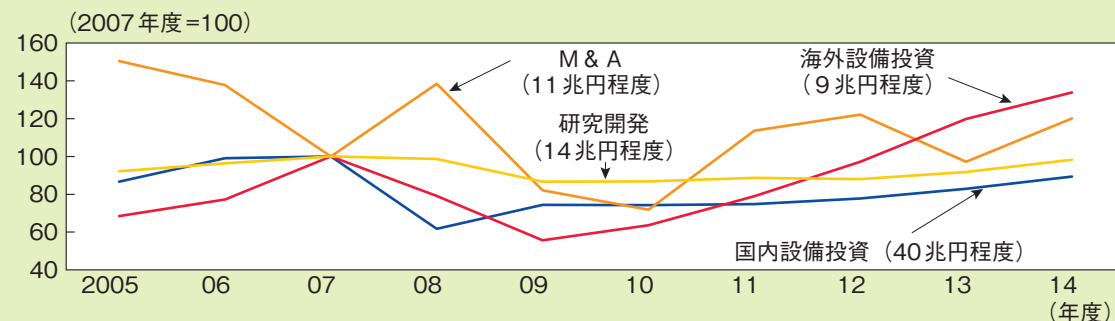
(1) 企業の資金調達・運用行動の変化

(2005年度-07年度平均と2012年度-14年度平均の差)



- (備考)
- 財務省「法人企業統計年報」、「法人企業統計年報特集」により作成。
 - 金融業、保険業を除く全産業。
 - 営業外損益等は、当期純利益から営業純益（営業利益－支払利息等）を減じたもの。営業外損益、特別損益、法人税支払等が含まれる。
 - 人件費は役員給与、役員賞与、従業員給与、従業員賞与、福利厚生費の合計。ただし、2006年度以前は、利益処分項目として調査していた役員賞与は含まない。
 - その他費用には、支払利息等、動産不動産賃借料、租税公課（固定資産税や印紙税など。法人税は含まない。）が含まれる。
 - 内部留保＝当期純利益－配当金。ただし、2006年度以前はさらに役員賞与も減じている。
 - その他調達は、財務省「法人企業統計年報特集」の資金需給状況表における「調達額計」から、内部留保を減じたもの。外部調達（借入や増資など）や減価償却費などが含まれる。
 - 設備投資、運転資金、現金預金、投資有価証券の各項目は、財務省「法人企業統計年報特集」における資金需給状況表の定義に準じている。注記が必要な各項目の詳細は下記の通り。
 - 設備投資は有形固定資産（土地を除く）増減額とソフトウェア増減額、減価償却費の合計。
 - 投資有価証券は、長期保有目的の「株式」、「公社債」、「その他の有価証券」の合計。その内、約9割が「株式」であり、投資有価証券の増加は一般的にM&Aによるものと考えられる。なお、「IN-IN」のM&Aの場合、買収した企業の投資有価証券の増加は、売却した企業の投資有価証券の減少と相殺されるため、基本的には一国全体の投資有価証券の増減には影響を及ぼさないと考えられる。従って、投資有価証券の増加は「IN-OUT」のM&Aによるものと考えられる。
 - その他は、資金の源泉の合計から、設備投資の増減、運転資金の増減、現金預金の増減、投資有価証券の増減を減じたもの。長期貸付金の増減や投資不動産の増減などが含まれる。

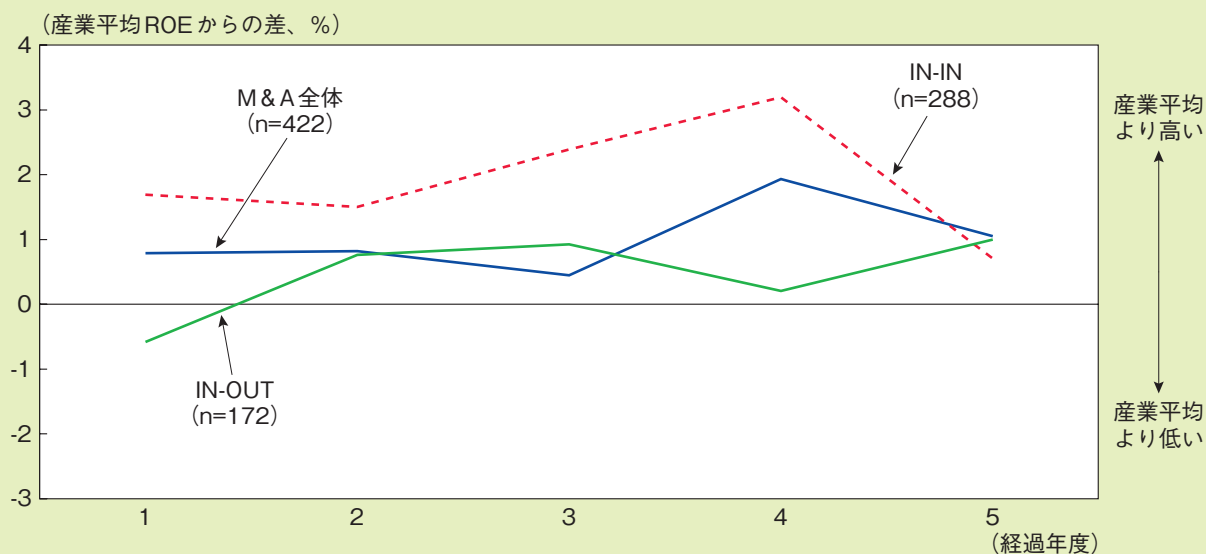
(2) 国内外設備投資、M&A、研究開発の推移



- (備考)
- 財務省「法人企業統計年報」、経済産業省「海外事業活動基本調査」、総務省「科学技術研究調査」、株式会社レコフデータ社「レコフM&Aデータベース」により作成。
 - M&Aは、「IN-IN」と「IN-OUT」の合計。
 - ()内は、2014年度の実額。

第3-1-10図 M & Aと企業の中長期的な収益力

M & Aや研究開発投資は、生産性や収益力の向上に寄与



- (備考) 1. 日経NEEDS、株式会社レコフデータ社「レコフM&Aデータベース」により作成。
 2. 対象企業は東証一部上場企業、連結ベース。
 3. 1999年～2009年の間に100億円以上のM&A (IN-IN, IN-OUT又はその両方)を行った企業 (422社。ただし、同一企業が複数年にM&Aを実施している場合は、それぞれをカウントしている。)のROEについて、産業平均ROEからの差をとり、M&A公表後の各経過年度について平均したものの推移。
 4. 産業平均ROEからの差は、(当該企業のROE) - (その企業が属する産業の平均ROE)により計算。産業分類は東証業種名による。
 5. ROE = 税引き前当期純利益 / (純資産 - 新株予約権)。

なお、M & Aを「IN - IN」(日本企業同士のM & A)、「IN - OUT」(日本企業による外国企業へのM & A)別にみると、両者のケースで、M & A実施企業のROEが高まる傾向が示されているが、ROEの改善効果は、「IN - IN」のケースでより大きくなっている¹¹。「IN - OUT」については、大型案件を多く含み、金額ベースでみればM & A全体の半分以上を占めるなど、グローバル化の中で、近年、その重要性が高まっているが、過去に蓄積されたM & A件数が少ないこと、また国境をまたぐ買収となること等を背景に、一般的に、成功させることがより難しいと考えられている。

第二に、研究開発投資の効果については、研究開発投資がイノベーションの実現を通じて生産性 (TFP) の上昇に寄与すると考えられている。内閣府 (2015) では、我が国を含めた先進諸国におけるTFP上昇率と官民合わせた研究開発費の関係をみる中で、両者には緩やかな正の関係がみられることを報告している¹²。

第三に、海外設備投資について、一般的には、リスクを考慮した上で、海外事業の収益性が国内事業の収益性を上回ると判断される場合に増加すると考えられ、海外設備投資を行う企業 (主

注 (11) 「IN - IN」のケースでは、M & A実施後5年目に産業平均のROEとの差が縮小しているが、依然として、産業平均のROEを上回っている。

(12) 内閣府 (2015) では、TFPと研究開発費には緩やかな正の関係がみられることを報告する一方、我が国について、2000年代を通じて、官民合わせGDPの3%程度と他国と比較して多くの研究開発投資を行ってきたが、そうした投資に応じたTFP上昇率が必ずしも実現されていなかったとの見方を示している。

に、グローバル企業)の収益力の向上とともに、事業規模の拡大につながることが期待される。

現地法人の設備投資が国内本社の設備投資に与える影響を分析する先行研究¹³⁾によれば、資金制約が少なく、また、生産活動において国内本社と現地法人の間に補完的関係がある場合には、その効果は大きいものの、現地法人の設備投資が増加すると国内本社の設備投資が有意に増加することを示した分析もある。

M & Aや研究開発、海外投資については、新たなニーズや市場の開拓、製品・サービスの高付加価値化、また、海外での収益率の向上に結び付くことなどにより生産性が向上し、企業の中長期的な収益力を高めることが期待される。現在、設備投資が力強さを欠いているが、設備投資以外の分野での企業の投資の積み重ねなどを通じて、我が国経済の成長力が向上していくことが期待される。

●生産性向上や新たな需要の創出に向けて積極的な投資が重要

生産性の向上等を通じた成長力強化に向けては、M & Aや研究開発といった分野での投資とともに、国内設備投資が重要な役割を担っている。

我が国経済は、少子高齢化やグローバル化といった構造変化に直面しているが、少子高齢化は、例えば、人手不足を背景とした効率化投資の促進や高齢化社会における新たな需要への対応の契機となるなど、新たな投資需要を喚起する可能性がある。グローバル化についても、国内投資から海外投資へのシフトを促す一方、新興国等の所得向上が、そうした新興国向けの財やサービスの輸出拡大などを通じて、国内での投資促進につながることも考えられる。ここでは、企業の設備投資の動きを目的別にみることにより、設備投資をめぐる環境の変化を背景に、最近みられる設備投資の質的な変化を検証する。

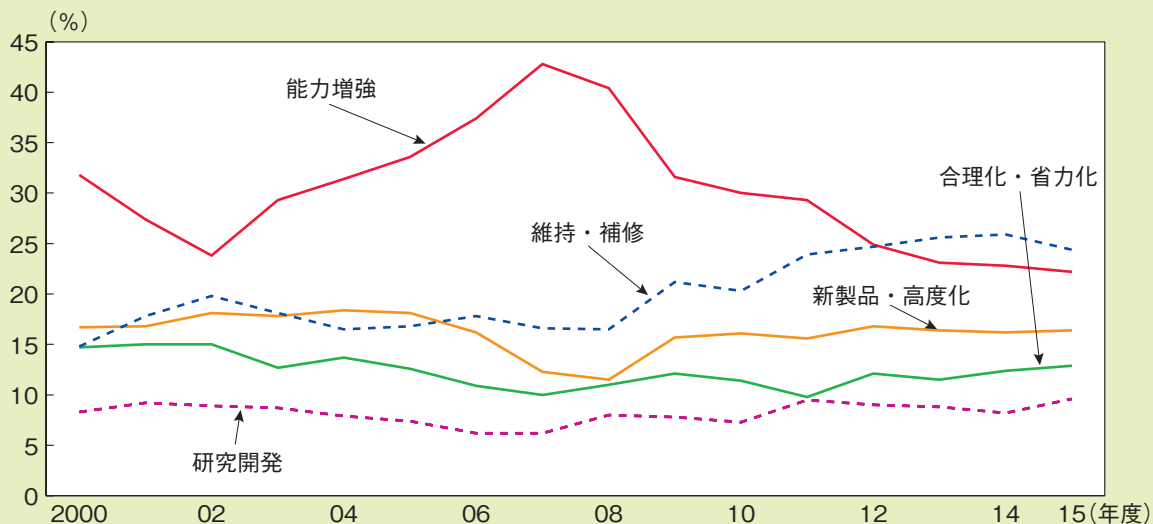
設備投資の動きを目的別(能力増強、高度化、合理化・省力化、研究開発、維持・補修)にみると、製造業では、世界金融危機以降の生産調整の中で、企業が抱く成長予想の伸び悩みなどを背景に、設備投資に占める能力増強投資の割合が減少する一方、維持・補修を中心に投資が行われてきた(第3-1-11図(1))。しかし、このところ、依然としてその割合は低いものの、労働需給が引き締まりつつある中で、人手不足を補うため、また、生産性向上に向けた取組の一環として、合理化・省力化投資の割合が高まっている。非製造業でも、最近、合理化・省力化投資の割合に上昇の動きがみられており、加えて、ビルや店舗の建て替え・リニューアルなどの新製品・高度化投資の割合も拡大している(第3-1-11図(2))。生産性向上に向けては、新しい技術を取り入れた新規投資や、今後、一層の人手不足が見込まれる中、効率化投資を促進していくことの重要性が高まっているが、目的別の投資の動きからは、企業のそうした投資行動の変化がみてとれる。こういった合理化・省力化や新製品・高度化に向けた企業部門での取組を促し、成長力の強化に結び付けていくことが重要となっている。

注 (13) 布袋・塚本(2014)。

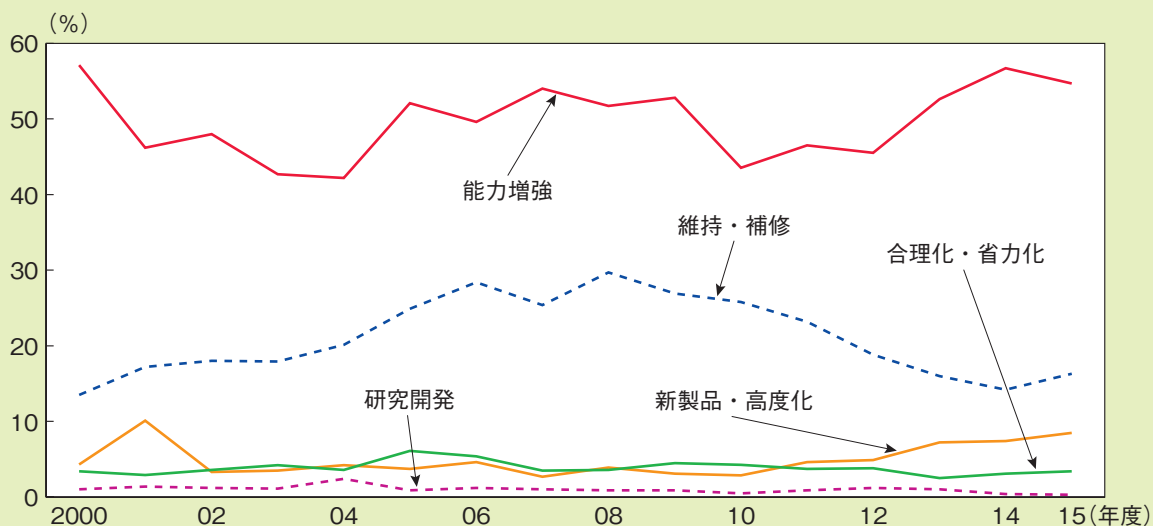
第3-1-11図 目的別にみる企業の設備投資の動き

最近、合理化・省力化投資の割合に高まり

(1) 製造業



(2) 非製造業



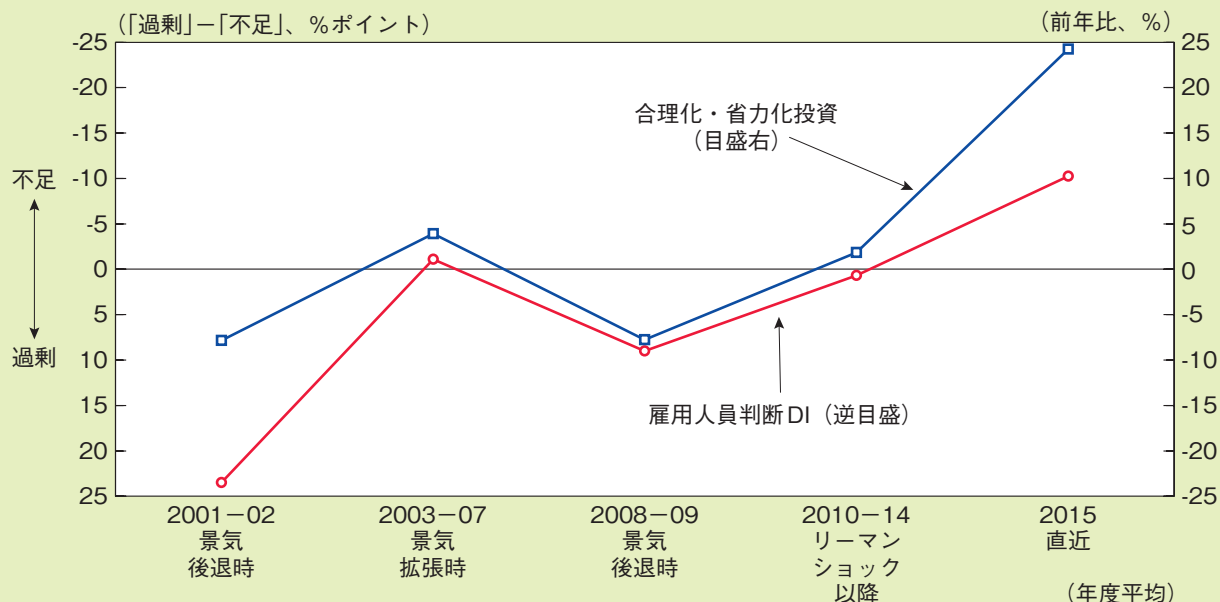
- (備考) 1. 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」により作成。
 2. 対象は大企業。
 3. 2015年度は計画値。
 4. 投資動機はもともと製造業を念頭においた調査項目であり、非製造業の投資動機の定義は業種によりばらつきがあるため、製造業に比べ傾向を捉えにくい可能性がある点には留意が必要である。

実際に、雇用人員判断DIの動きから観察される企業が感じる人手不足感と合理化・省力化投資の動きには一定の関係がみられている。2000年代前半には、長期的な景気回復を背景に、人手不足感とともに、合理化・省力化投資が高まったが、2000年代後半には、世界金融危機の影響もあり両者ともに低下した(第3-1-12図(1))。2013年以降、再び、労働需給は非製造業を中心に引き締まり、合理化・省力化投資も高まった。生産工程の機械化などの合理化・省力化投資は、企業の生産性向上に向けた取組を表すものであるが合理化・省力化投資が高まる下で、労働生産性の上昇に寄与してきた(第3-1-12図(2))。

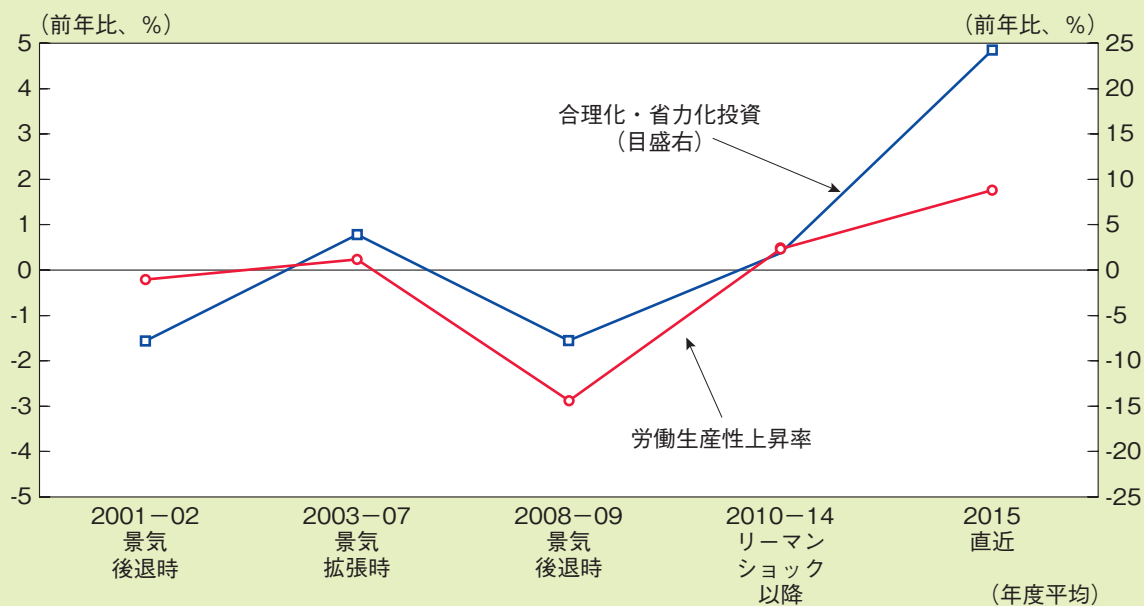
第3-1-12図 人手不足感、労働生産性と合理化・省力化投資の動き

人手不足感の高まりとともに合理化・省力化投資も増加傾向

(1) 雇用人員判断DIと合理化・省力化投資



(2) 労働生産性上昇率と合理化・省力化投資



- (備考) 1. 日本銀行「短期経済観測調査」、日本政策投資銀行「設備投資計画調査」、内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」により作成。
2. リーマンショック以前は、景気の谷を含む2か年度(2001年度～02年度及び2008年度～09年度)を景気後退時としている。
3. 雇用人員判断DI、合理化・省力化投資については、大企業全産業ベース。
4. 合理化・省力化投資の伸びは、各年度の全体の設備投資の伸びと投資動機ウェイトを用いて内閣府が試算。2015年度は計画値。
5. 労働生産性は、名目GDP / 就業者数(労働力調査ベース、全産業)。

あわせて、将来の売上げが見込まれる分野で能力増強や新製品・高度化を目的とした新たな投資需要が喚起されることも期待される。少子高齢化の下、医療や介護といった分野での成長

が見込まれるほか、経済のサービス化を背景に、宿泊・飲食や情報サービス、個人向けサービスなどの分野で需要の高まりが期待できるが、そうした分野での投資を促進することが重要となる。その際、大企業のみならず、中小企業の投資ニーズを引き出すことも重要となっている。中小企業には、創業間もない創造性の高い企業や独自の技術・ノウハウを持った潜在力の高い企業が含まれるが、成長性の高い中小企業であっても資金調達力には制約があり、研究開発や新規投資に伴うリスクをとる能力が十分でない場合も多い。こうしたリスクを軽減し、中小企業の設備投資への取組を支援するため、政府では、例えば、新事業の創出や生産性向上に資するような設備投資を支援する取組を進めている。

成長力強化に向けては、企業活動が高い付加価値を生み、成長予想の引上げにつながっていくためにも、政府による民間投資の促進に向けた環境整備に加え、企業自らが企業家精神を発揮し、有望な投資案件に前向きに取り組む姿勢を強め、思い切った設備投資を行うことが重要となる。次節では、コーポレート・ガバナンスの役割について、投資を含めた企業のより積極的な行動を促すという観点から検証する。

第2節 成長力強化に向けて企業の積極的な行動を促す仕組み

成長力強化に向けて、投資を含めた企業のより積極的な行動を促すことが重要となっている。特に、少子高齢化やグローバル化など企業をめぐる環境に変化が生じる中、そうした環境の変化を企業の成長の好機とすべく、より積極的な経営判断を後押しする仕組みを整備することは、企業の持続的な収益力の向上、ひいては経済の成長力強化に寄与することが期待される。

第2節では、中長期的な成長力の強化に向け、コーポレート・ガバナンスが担う役割を検討する¹⁴。

1 我が国におけるコーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンス¹⁵の担う役割については、幾つかの考え方¹⁶があるが、ここでは、コーポレート・ガバナンスが適切に実施されることにより、それぞれの企業において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた動機付けがなされることと捉え、そうした取組が、企業、投資家、ひいては経済全体の発展に寄与する¹⁷と考える。まず、我が国における、コー

注 (14) 「日本再興戦略2016」(平成28年6月2日閣議決定)では、投資に向けた制度改革の最重要課題としてコーポレート・ガバナンス改革を位置付け、「GDP600兆円経済の実現に向けた成長市場が顕在化し、第4次産業革命という移り変わりが早い時代を迎えた今こそ、「攻めの経営」が求められている」と述べている。

(15) コーポレート・ガバナンス(企業統治)とは、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、「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。

(16) 例えば、適法性の確保や効率性・収益性の向上等(大杉、2013)。

(17) 「コーポレートガバナンス・コード」(株式会社東京証券取引所、2015年6月)。

ポレート・ガバナンスをめぐるこれまでの動きを概観する。

●メインバンク制の後退と新たなガバナンスの動き

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、内部昇進による取締役を中心とし、メインバンク制や株式持ち合いを通じた利害関係者間の緩やかな相互監視によるインサイダー型のガバナンスを特徴としていた。先進諸国へのキャッチアップ期には、各企業において内部人材による研究開発や企業固有の知識を内部的に蓄積するなど、社内資源を中心とした企業活動がみられ、そうした活動は、年功序列や終身雇用、企業内訓練に代表される日本型雇用システム、内部昇進による取締役とメインバンク制によるガバナンスによって補完されていた。

しかし、1980年代後半以降、金融資本市場の自由化を背景に、大企業を中心に金融資本市場からの直接的な外部資金調達が進み、メインバンク制にも後退がみられる中、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。さらに、バブル経済崩壊によって銀行の不良債権が増加する中で、メインバンク制や株式持ち合いの慣行は急速に縮小した。それ以降の長期間におよぶ経済の停滞や少子高齢化、グローバル化など企業をめぐる環境に変化が生じる中、そうした環境の変化に応じ、より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求められるようになった。

●コーポレート・ガバナンスへの取組は、中小企業にとっても重要

コーポレート・ガバナンスについては、上場企業など大企業を対象に議論されることが多いが、大企業に限らず、中小企業にとっても、所有構造の特性等を踏まえ、取組を進めることが重要となっている。

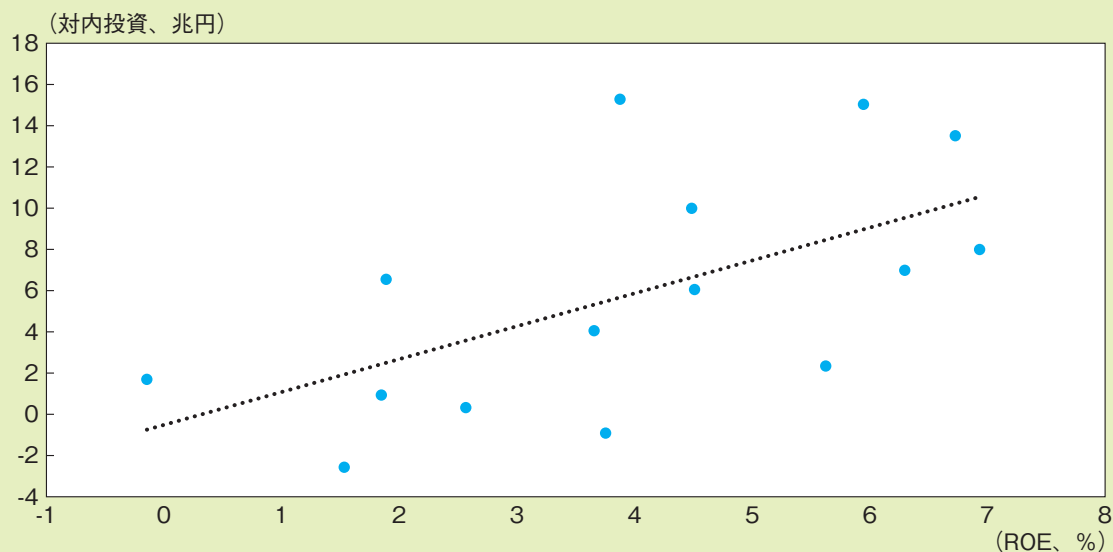
一般的に、中小企業は、特定の個人株主や親会社、または従業員の持ち株比率が高いなど、大企業とは所有構造が異なることが多い。例えば、所有が集中している企業では、経営者が所有者の利害に反する行動をとることが難しいと考えられる一方、外部からの規律付けが働きにくく、特定の所有者の意向に沿って経営が左右されるといった課題が指摘される。中小企業については、メインバンク制に後退がみられる中であっても、銀行を中心としたガバナンスが中心となっていると考えられるが、中小企業の経営規律の向上、また、資金繰りの改善やより良い人材の確保等に向けては、引き続き、コンプライアンス体制の整備に向けた取組等を進めていくことが重要である。

加えて、中小企業を含む企業部門における活力の向上に向けては、起業による市場への参入や起業後の成長などの動きを円滑に進め、企業活動のダイナミズムを高めることが重要となっている¹⁸。

注 (18) 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2015）では、開業率と廃業率を高めることや事業転換を進めることにより、経営資源の速やかな移動が促進され、成長力を高める効果が期待されるとしている。

第3-2-1図 ROEと対内投資の関係

企業の収益力の向上は、対内投資を通じ、我が国へ外国企業や資本を呼び込む可能性



(備考) 1. 財務省「国際収支統計」、「法人企業統計」により作成。

2. ROEは、以下のとおり。

$$\text{ROE} = \text{当期純利益} / (\text{純資産} - \text{新株予約権})$$

ただし、「純資産－新株予約権」については、期首・期末平均値を用いている。

3. 対内投資は、対内直接投資と対内証券投資（株式等）の合計。

4. 2000年度から2014年度のROEと対内投資の関係をプロットしたもの。

●企業の収益力の向上は、対内投資を通じ、我が国へ外国企業や資本を呼び込む可能性

積極的な経営判断を促すとともに、企業の収益力の向上に向けた取組を後押しすることは、投資対象先としての企業の魅力を高め、成長力の向上にもつながると考えられる。

そこで、我が国について、企業のROEと株式を中心とした海外からの対内投資の関係をみると、緩やかながらも正の関係がみられる（第3-2-1図）。対内投資を通じて、我が国へ外国企業・資本を呼び込むことは、優れた技術や新たなノウハウをもたらし、我が国のイノベーション創造や技術集積の高付加価値化を促進させる可能性を有している。

企業の収益力が向上することは、企業の持続的な成長力や競争力を高めるとともに、そうした成長の果実が雇用機会の拡大や賃金上昇等を通じて家計部門に還元されていくことにより、経済全体の成長につながっていくことも期待される。

2 コーポレート・ガバナンスへの取組は加速

コーポレート・ガバナンスの強化は、投資に向けた制度改革の最重要課題として位置付けられている。ここでは、コーポレート・ガバナンスをめぐる最近の動きを概観するとともに、諸外国と比べても遅れがみられる我が国企業の収益力について、企業のコスト・リターン構造を基に分析する。

●近年、コーポレート・ガバナンスをめぐる取組が大きく加速

我が国では、近年、コーポレート・ガバナンスをめぐる取組が大きく加速している。その背景には、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、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることがある。これにより、我が国企業、ひいては我が国経済全体の収益力・生産性を高める効果が期待される。

政府においても、我が国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標として掲げられて以来、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し、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図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¹⁹、日本版スチュワードシップ・コードの策定²⁰などの取組が行われてきた。さらに、より実効的にガバナンスを機能させるため、2015年8月には、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」を開催し、同会議において「取締役会のあり方」についての意見書²¹を取りまとめた。

●コーポレート・ガバナンスの強化の中で注目される ESG 投資

コーポレート・ガバナンスの強化を進めていくためには、機関投資家サイドからの上場企業に対する働きかけを高めていくことも重要となっている。こうした中、投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すための機関投資家の諸原則を策定した日本版スチュワードシップ・コードに加え、最近では、企業評価の新たな視点として、ESG投資の持つ役割が注目されている。

ESGとは、環境（Environment）、社会（Social）、企業統治（Governance）の頭文字を取ったものであり、非財務情報の中で、企業価値に影響すると考えられる情報を表している。こうした企業の非財務情報を投資決定プロセスに取り入れた機関投資家による投資をESG投資と呼び、世界の年金基金などの機関投資家は、安定した投資収益を獲得するため、企業評価において、業績見通しや財務情報に加え、ESGなどの非財務情報を考慮する傾向を強めている。

●我が国企業の収益力は欧米に比べ遅れ

コーポレート・ガバナンスをめぐる取組が加速する一方、我が国企業のROEやROAは、最近改善がみられるものの、国際的にみても低い水準で推移するなど、企業の収益力には課題も残っている²²。そこで、我が国企業における収益力の遅れを分析するために、日米欧の企業に

- 注 (19) 「コーポレートガバナンス・コード」については、2015年末までに、約2,500社の上場会社がコードへの対応状況を公表している。
- (20) 「日本版スチュワードシップ・コード」については、2016年5月27日までに、計207の機関投資家が受け入れを表明。
- (21) 本意見書では、取締役会のあり方に関し、「形式」的な対応ではなく、「実効」的なコーポレート・ガバナンスを実現していく上で、現時点で重要と考えられる視点を示している。具体的には、最高経営責任者の選解任のあり方、取締役会の構成、取締役会の運営、取締役会の実効性の評価が挙げられている。
- (22) 内閣府（2015）第3章第2節を参照。

ついて、ROEと株主資本コストの差であるエクイティ・スプレッド²³をみると、我が国企業のエクイティ・スプレッドは、アメリカやドイツの企業に比べ、小さくなっている（第3-2-2図（1））。我が国企業については、株主資本コストの水準が低いにもかかわらず、ROEがそうした株主資本コストを十分に上回っていない。

我が国企業のROEが他国と比べても低い背景を探るために、ROEを売上高利益率、総資本回転率、財務レバレッジに分解すると、例えば、我が国とアメリカを比較する場合、総資本回転率、財務レバレッジについては、おおむね同水準で推移する中、我が国企業の売上高利益率が低くなっていることが確認される（第3-2-2図（2））。我が国企業の売上高利益率の低迷の背景としては、株主が要求する利益水準も低く、企業が利益率の低い投資プロジェクトを選択していることが指摘されている²⁴。また、企業の新陳代謝が促されず、収益性の高い企業が成長しにくくなっていること等が考えられる²⁵。前節でもみたように、最近、企業の現預金保有に高まりがみられる。企業にとって、高水準の収益を設備投資などにより積極的に活用していくことは、遅れがみられる収益力を高める上で重要となっている。

3 コーポレート・ガバナンスの強化と投資・収益

成長力強化に向けては、民間投資が拡大し、企業活動が高い付加価値を生み出していくことが重要となっている。その際、近年、取組が加速しているコーポレート・ガバナンスの強化も有効と考えられる。そこで、コーポレート・ガバナンスへの取組が企業の収益や投資に与える影響を分析する。

●コーポレート・ガバナンスへの取組は指標でも向上

コーポレート・ガバナンスへの取組が加速することにより、社外取締役や独立社外取締役²⁶等を選任する上場企業の割合が大きく高まっている。具体的には2013年から2016年にかけて、社外取締役を選任する上場企業の割合は62.3%から98.5%に上昇し、独立社外取締役を選任する上場企業の割合は46.9%から96.2%に高まり、さらに、2名以上の独立社外取締役を選任する上場企業の割合も18.0%から77.9%に増加した。

注 (23) 企業の収益力を表す指標には様々なものがあるが、ROEについては、株主が提供した株主資本に対する当期純利益の割合として定義される。ここで、株主資本には株主へ還元すべき配当などの費用が伴われるが、株主資本に対するこうした費用の割合は株主資本コスト（株主が期待する配当やキャピタルゲインの合計）と呼ばれており、実際には観察が困難であることから、一般的にモデルを用いて推計される。詳しくは、柳田・築地・安井（2015）を参照。ROEから株主資本コストを引いたエクイティ・スプレッドは、企業が株主資本に対して企業価値を創出する源泉がどの程度あるかを示し、エクイティ・スプレッドが高い企業ほど、将来、企業価値が高まる可能性が高いと考えられている。

(24) 内閣府（2010）第3章第3節を参照。

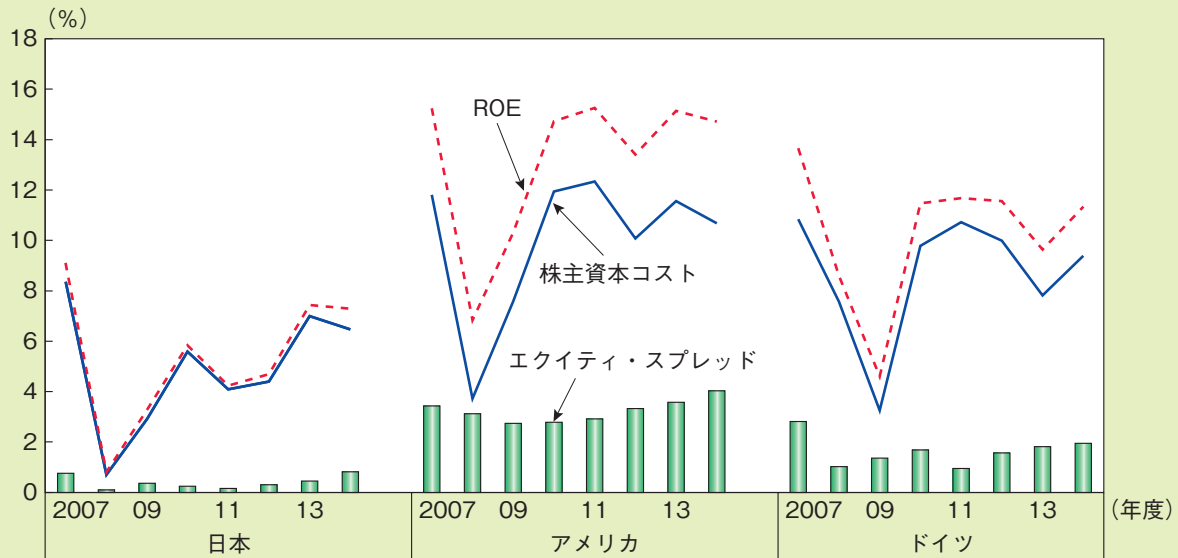
(25) 内閣府（2013）第2章第1節を参照。

(26) 社外取締役について、会社法では、過去10年間を含め当該企業やその子会社の業務執行取締役等でないことや、親会社の取締役等ではないことなどを要件として定めている。また、独立社外取締役について、東京証券取引所では、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役としており、利益相反に該当する可能性が高い例として、経営陣から著しいコントロールを受け得る者や、経営陣に対して著しい影響を及ぼし得る者を挙げている。

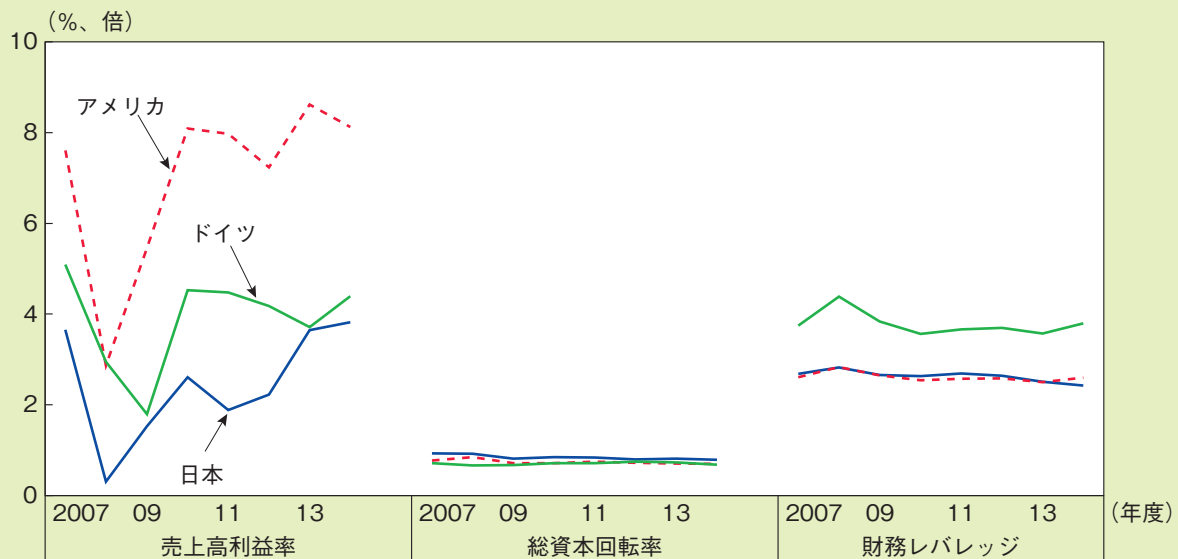
第3-2-2図 コスト、リターン構造からみる日米欧の企業収益力

我が国企業の収益力は欧米に比べ遅れ

(1) エクイティ・スプレッドの国際比較



(2) ROEの要因分解



(備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。

2. 対象企業は、金融業、保険業を除いて、上記のデータベースより2007年度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：2,177社、アメリカ：2,568社、ドイツ386社。

3. 株主資本コスト (配当割引モデル) = 配当利回り + ROE × (1 - 配当性向)

配当利回り = 配当総額 / 株式時価総額

配当性向 = 配当総額 / 当期純利益

ROE = 当期純利益 / 自己資本

エクイティ・スプレッド = ROE - 株主資本コスト。

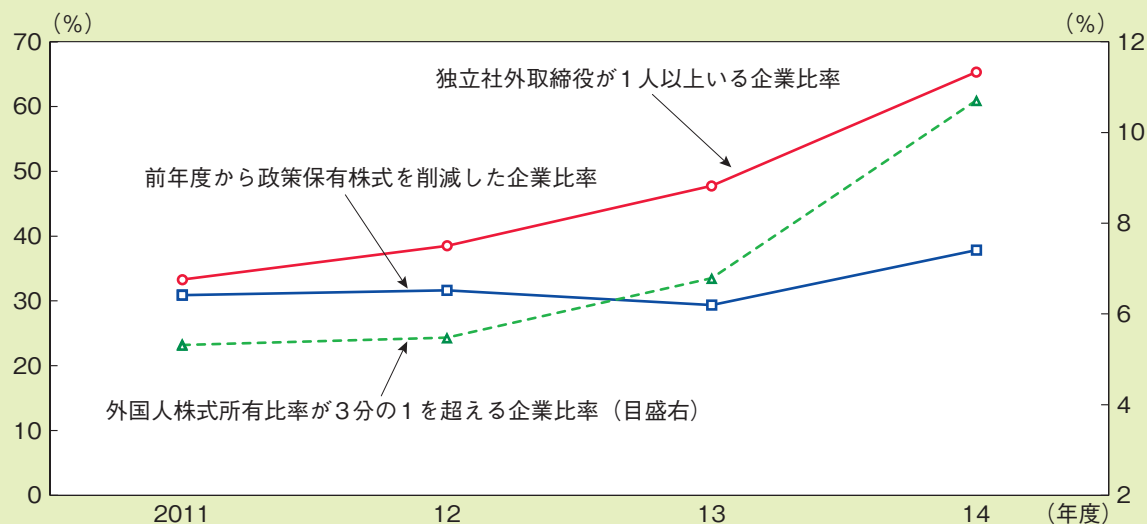
4. 売上高利益率 = 当期純利益 / 売上高

総資本回転率 = 売上高 / 総資産

財務レバレッジ = 総資産 / 自己資本。

第3-2-3図 コーポレート・ガバナンス指標の動き

コーポレート・ガバナンスへの取組は指標でも向上



(備考) 1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。

2. 対象企業は、上記のデータベースより2011年度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金融業、保険業を除く東証1部上場企業(1,223社)としている。

3. 独立社外取締役は、一般株主と利益相反が生じる恐れのない社外取締役。

外国人株式所有比率は、発行済株式に対する外国人投資家の持ち株比率。

政策保有株式は、純投資ではなく営業上の関係強化等を目的としたいいわゆる持ち合い株式。

ここでは、こうしたコーポレート・ガバナンスへの取組を数値化して表すことが可能な幾つかの指標を用いることにより、コーポレート・ガバナンスへの取組の進展が企業の収益や投資等に与える影響を定量的に分析することを試みる。指標の選定については、コーポレートガバナンス・コードや先行研究(コラムを参照)等を踏まえ、利用可能な上場企業を対象としたデータの中から、「独立社外取締役数」、「外国人株式所有比率」、及び「政策保有株式数」を

コラム

3-1 コーポレート・ガバナンスに関する先行研究

コーポレート・ガバナンスへの取組と企業の収益力等との関係については、先行研究において、これまで様々な分析がなされてきた。本コラムでは、主な先行研究を紹介する。

まず、外国人株式所有比率や政策保有株式と企業の収益力の関係については、宮島・保田(2015)では、海外・国内機関投資家の保有比率が高いほど、トービンのQで測った企業価値やROAが高まるといった関係を報告している。また、光定・蜂谷(2009)では、外国人株主比率と株式超過収益率の間には有意な正の関係がみられたとしている。

独立社外取締役の導入については、清水(2011)では、社外取締役比率が高いほど企業価値が高い傾向になることに言及している。一方、財務省財務総合政策研究所(2003)では、社外取締役制度の導入自体とROA等を含む企業パフォーマンスとの間に有意な正の関係は認められなかったとしている。

コーポレート・ガバナンス指標として用いることとした。

コーポレート・ガバナンス指標の動きをみると、いずれの指標も2014年度にかけて上昇している姿が確認される（第3-2-3図）。独立社外取締役については、第三者の立場から、経営者に対して客観的な監督を行うという役割を担っており、その導入が進むことにより（経営者に対する）取締役会の監督機能の強化が期待されている。また、外国人株式所有比率については、その比率の高まりが、企業のコーポレート・ガバナンスへの取組に影響を与える可能性が指摘されている²⁷。政策保有株式については、企業間の持ち合い等によって資本の効率的な活用が妨げられるといった可能性が指摘されており、株式の持ち合い等の解消が進むことで、株主資本に対する収益性の向上が期待されている。

●コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業では、収益性が高まる可能性

コーポレート・ガバナンスへの取組は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上につながると考えられている。ここでは、実際に、最近のコーポレート・ガバナンスへの取組が企業の収益力や投資等に与える影響を検証する。

具体的には、それぞれのコーポレート・ガバナンス指標を基に、取組の進展に応じて企業を区別した上で、ROEや設備投資、研究開発費の動きを比較した。例えば、「独立社外取締役数」については、2011年度から2014年度にかけて、独立社外取締役数が減少または変化していない企業と1人増加した企業、2人以上増加した企業とに企業を区分²⁸した上で、増加した企業をコーポレート・ガバナンスへの取組が進展したとみなし、3つの企業群で、同期間中におけるROE（第3-2-4図）、設備投資・売上高比率（第3-2-5図）、そして、研究開発費・売上高比率（第3-2-6図）の動きを比較した。

企業のコーポレート・ガバナンスへの取組とROEの関係をみると、「独立社外取締役数」については、増加した企業群、そして、「外国人株式所有比率」については、議決権の3分の1を上回る企業群といったように、いずれも、コーポレート・ガバナンスへの取組が進んでいる企業群において、ROEが高くなる傾向が示された。他方、「政策保有株式数」については、政策保有株式が減少した企業群のROEが高くなるといった結果は得られなかった²⁹。設備投資、研究開発費についても、おおむね同様の傾向が示されており、コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業では、投資機会の拡大や収益性の向上が図られる可能性が指摘できる。

注 (27) 例えば、「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2015」（株式会社東京証券取引所、2015年3月）。先行研究においても、外国人の株式所有が増加することにより、経営規律が強く働き、企業の経営がより積極的な姿勢に変わるといった可能性を検証する観点から分析が行われているものもある。

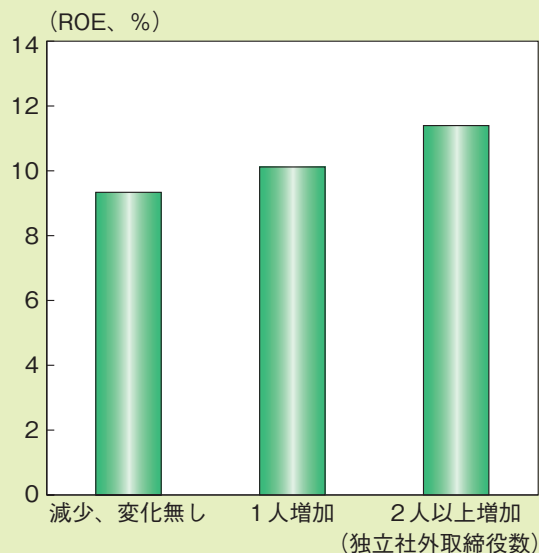
(28) 企業規模や業種等の属性の違いを考慮するとともに、コーポレート・ガバナンスに対する企業の姿勢・取組に焦点を当てることを目的として、「独立社外取締役数」と「政策保有株式数」については、それぞれの変化をみることで、企業の取組の進展を区分した。「外国人株式所有比率」については、所有比率が、議決権の3分の1を超えると株主総会において事実上の拒否権を得て、発言力が増すと考えられることから、所有比率の変化ではなく、所有比率の水準を用いている。

(29) 株式持ち合い比率については、1990年代後半以降に大きく低下し、最近では、1990年代後半から2000年代前半に比べ、持ち合いの解消に向けた動きは緩やかになっている。政策保有株式の影響については、ある程度中長期的にみることも重要であり、今回の分析対象期間の中では、その影響を十分に捉えきれていない可能性がある点には留意が必要である。

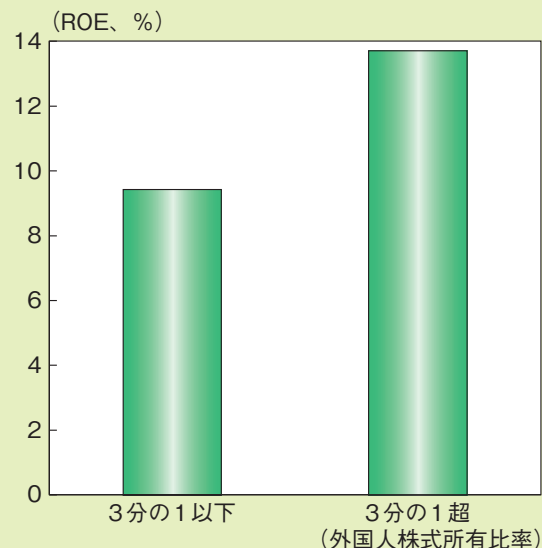
第3-2-4図 コーポレート・ガバナンス指標とROEの関係

コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業では、収益性が高まる可能性

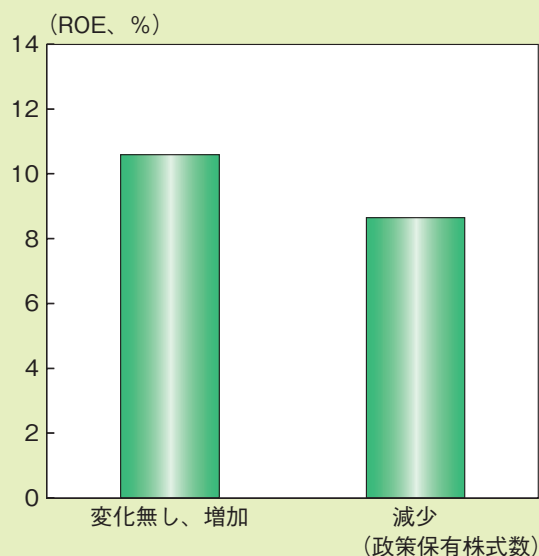
(1) 独立社外取締役数とROE



(2) 外国人株式所有比率とROE



(3) 政策保有株式数とROE



- (備考) 1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
 2. 対象企業は、上記のデータベースより2011年度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金融業、保険業を除く東証1部上場企業(1,223社)としている。
 3. 独立社外取締役数、政策保有株式数は、2011年度から2014年度までの変化、外国人株式所有比率、ROEは、2011年度から2014年度までの平均。
 4. ROEは、法人実効税率の変化による利益への影響を取り除くため、税引前当期純利益を用いている。計算式は以下のとおり。

$$ROE = \text{税引前当期純利益} / \text{自己資本}$$

マクロ的な経済環境に改善がみられる中、我が国経済を持続的な成長軌道に乗せ、中長期的な成長力の強化を図るためには、投資を含めたより積極的な行動を促す環境を整備することを通じて、企業レベルでの取組を促すことが重要となっている。

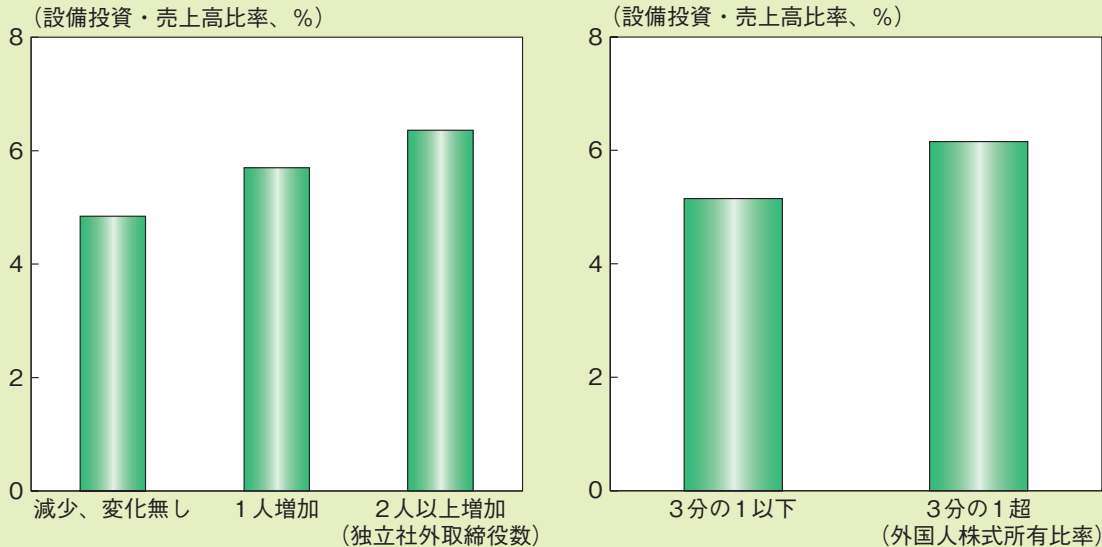
●まとめ

本章では、緩和的な金融環境や高水準の企業収益など良好な投資環境にもかかわらず力強さに欠ける設備投資の動向及びその背景を探るとともに、M&Aや研究開発、海外投資など企業行動の変化の中で広がりが見られる企業の投資行動を分析し、成長力強化に向けた企業部門

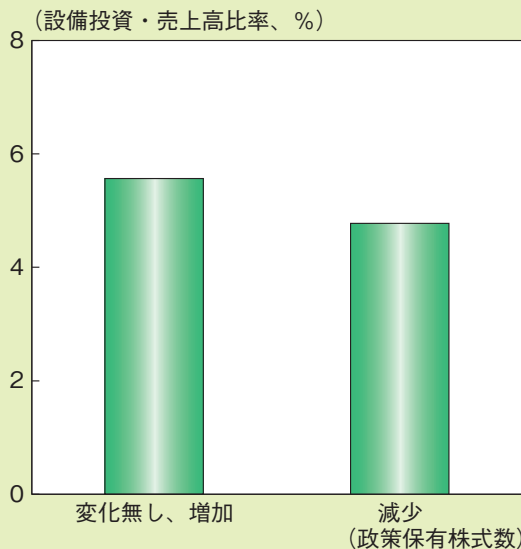
第3-2-5図 コーポレート・ガバナンス指標と設備投資・売上高比率の関係

コーポレート・ガバナンスへの取組により、設備投資が高まる可能性

(1) 独立社外取締役数と設備投資・売上高比率 (2) 外国人株式所有比率と設備投資・売上高比率



(3) 政策保有株式数と設備投資・売上高比率



- (備考)
1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
 2. 対象企業は、上記のデータベースより2011年度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金融業、保険業を除く東証1部上場企業（1,223社）としている。
 3. 独立社外取締役数、政策保有株式数は、2011年度から2014年度までの変化、外国人株式所有比率、設備投資・売上高比率は、2011年度から2014年度までの平均。
 4. 設備投資・売上高比率 = 設備投資額 / 売上高。

の課題を点検した。

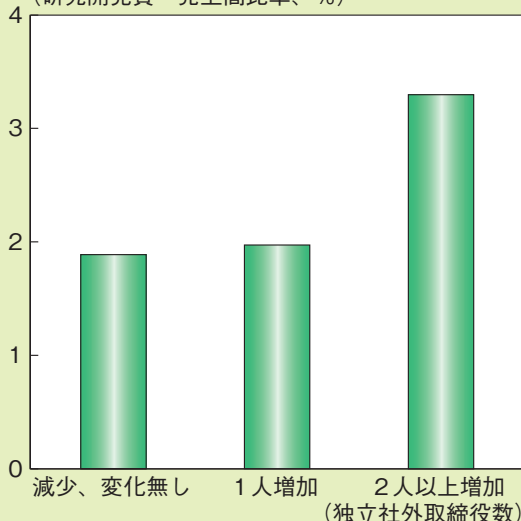
企業が行う投資の中でも、まず、設備投資の動向をみると、世界金融危機以降、その回復テンポに遅れがみられている。特に、2013年以降、企業収益が過去最高の水準となるなど企業の投資環境が大きく改善する中であっても、設備投資は依然として力強さを欠いている。設備投資が力強さを欠く背景として、国内については需要や成長予想の伸び悩み、また海外に目を向ければ経済のグローバル化が進む中で企業を取り巻く競争環境に変化が生じていることなどが考えられる。こうした中、企業には、M & Aや研究開発、海外投資を含めた設備投資以外への投資を拡大する動きがみられるようになった。

第3-2-6図 コーポレート・ガバナンス指標と研究開発費・売上高比率の関係

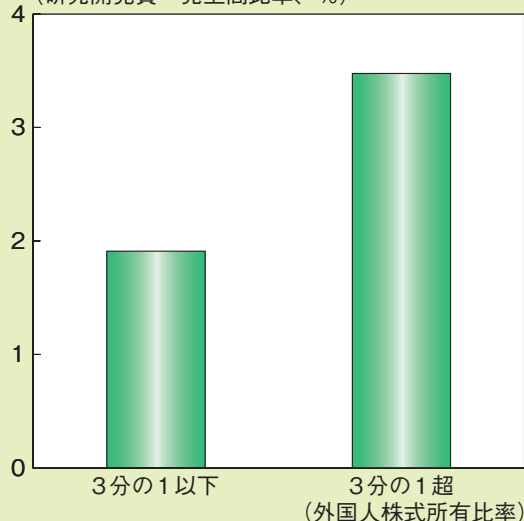
コーポレート・ガバナンスへの取組により、研究開発費が高まる可能性

(1) 独立社外取締役数と研究開発費・売上高比率 (2) 外国人株式所有比率と研究開発費・売上高比率

(研究開発費・売上高比率、%)

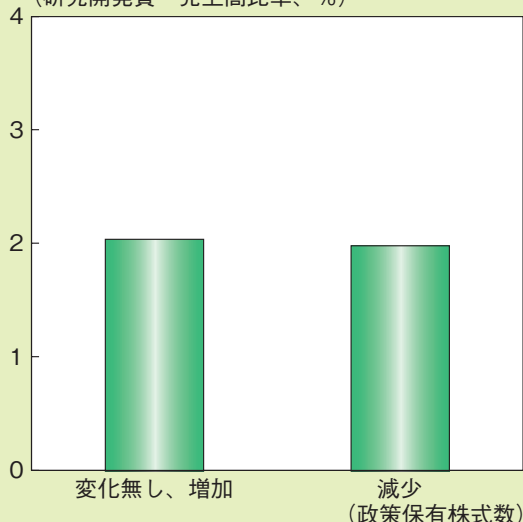


(研究開発費・売上高比率、%)



(3) 政策保有株式数と研究開発費・売上高比率

(研究開発費・売上高比率、%)



- (備考)
1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
 2. 対象企業は、上記のデータベースより2011年度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金融業、保険業を除く東証1部上場企業(1,223社)としている。
 3. 独立社外取締役数、政策保有株式数は、2011年度から2014年度までの変化、外国人株式所有比率、研究開発費・売上高比率は、2011年度から2014年度までの平均。
 4. 研究開発費・売上高比率 = 研究開発費 / 売上高。

成長力強化に向けては、企業活動が高い付加価値を生み、成長予想の引上げにつなげていくためにも、政府の取組に加え、企業自らが有望な投資案件に前向きに取り組む姿勢を強め、思い切った投資を行うことが重要となる。特に、少子高齢化やグローバル化など企業をめぐる環境に変化が生じる中、そうした環境の変化を企業成長の好機とすべく、より積極的な経営判断を後押しする仕組みを強化し、浸透させていくことが重要である。本章の分析では、コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業は、より積極的な投資行動をとることにより、企業の収益力を高め、経済の成長力強化に寄与する可能性を指摘している。

おわりに

本報告では、経済再生・デフレ脱却と財政健全化に向けたこれまでの取組やその進捗状況について、様々な角度から検討を行った。ここでは、その分析結果を踏まえて、改めて我が国経済の主な課題について述べる。

●景気の現状と先行きリスクの高まり

我が国経済は、アベノミクスの取組の下、企業の収益が高水準で推移する中で、雇用・所得環境が改善し、緩やかな回復基調が続いている。今回の景気回復は2012年11月を底にして継続していると考えられるが、この間の金融、財政、成長戦略による取組によって、経済再生・デフレ脱却に向けて着実な進展がみられている。そうした成果は、2015年度に、名目GDP、実質GDP、GDPデフレーターが18年ぶりにそろって前年比プラスとなったことや、雇用・賃金関係の指標が1990年代初以来となる改善をみせていることなどに端的に表れている。また、本報告でも分析したとおり、日本経済がデフレ状況ではなくなる中で、税収の増加等を中心に基礎的財政赤字が縮小するなど財政の健全化も進んでいる。

他方で、2016年央の時点において、消費を中心とした内需に力強さを欠くなど景気回復は一部に弱さを抱えており、また、日本経済を取り巻く世界経済の先行きについてのリスクは高まっている。こうした中で消費者物価についても上昇テンポに鈍化がみられる。

世界の経済情勢をみると、2015年から続いている新興国・資源国経済の脆弱性等のリスクに加え、2016年6月に英国の国民投票でEU離脱が支持されたことによって、世界経済の先行き不透明感が更に高まっている。そうした中で、金融資本市場は年初から大きく変動しており、2015年と比べて、為替レートは円高方向で推移し株価は下落している。こうした金融資本市場の動きが今後も継続した場合、企業収益が下押しされ、企業・家計のマインドの悪化を通じて消費や投資が抑制される懸念がある。また、英国が離脱を正式に通知し、EUや他の国と新たな経済関係が構築されるまでには相当な時間を要するとみられていることから、それまでの間、先行きの不透明感によって、英国だけでなく世界全体として消費や投資活動が抑制され、その影響が我が国にも及ぶ可能性も懸念される。こうした世界経済の不透明感の高まりや金融資本市場のリスクに対しては、国際的な協力を通じた対応を引き続き行い、自由貿易主義の重要性を強調する明確なメッセージを発していくとともに、経済情勢等を注意深く見守る中で、将来のリスクの芽に対して迅速な対応を行っていくことが重要である。

●好循環の確立と成長力強化に向けた課題

我が国内経済の動向に目を転じると、企業や家計の所得の改善が消費や設備投資などの支出

の増加に十分につながっていないことによって国内需要が力強さを欠いている。また、我が国経済の供給面をみると、労働参加率が上昇しているものの少子高齢化に伴って労働供給は下押しされていることに加え、資本ストックが伸びず、生産性の伸びも低下しつつあることから、潜在成長率は0%台半ばにとどまっている。

こうした需要面の弱さと供給面の制約は、お互いが表裏一体の関係にあることを認識することが重要である。つまり、個人消費の弱さの背景には、非正規雇用者比率の高さなどを背景とした将来不安の高まりがみられる若年子育て期世帯や定年退職など働き方の変化に直面している60歳代前半無職世帯などで消費の慎重化がみられていることがある。このことは、我が国の労働市場において、働きたい人の就労が実現し、職務やスキル等に応じた処遇が行われるような変革が必要とされている可能性を示唆している。また、企業の設備投資や賃金上昇の弱さの背景には、企業が将来の成長力に自信を持てずにいる可能性が本報告では示唆されている。今後も経済の好循環を更に進展させ、経済の再生とデフレ脱却を確かなものにしていくためには、政府による成長戦略等の取組や金融政策によるデフレ脱却への取組に加え、労働市場の柔軟性の確保や人材力の強化、将来の成長力向上に向けた企業家精神の更なる発揮といった課題に取り組む必要がある。このように、需要面と供給面の双方を同時に強化していく必要があるということが、本報告の分析を通じた一つの大きなメッセージである。以下では、こうした労働市場及び企業部門のそれぞれの課題と対応の在り方について、更に具体的に述べる。

●少子高齢化の下での働き方の多様化と人材力の強化

少子高齢化により労働供給が下押しされる中で、景気の緩やかな回復によって労働需要が増加していることから、人手不足感が高まっている。特に、高齢化により需要が高まっている介護などの分野に加え、IoTや人工知能（AI）などに代表される新たな成長分野でも人手不足が進行しており、労働力確保が喫緊の課題となっている。

他方で、働きたい意思があるにもかかわらず、育児や介護を理由に働くことを断念せざるを得ない人や、定年退職後も引き続き就労を希望する高齢者も多数存在しており、そうした人達が実際に就労することが可能になれば、日本全体の労働供給が増加する余地がまだかなり残されている。また、日本の転職市場は諸外国と比べて小さいことに加え、一定期間内に求職者が職を見つけて就労する割合を示すマッチングの機能も相対的に弱いため、人手不足感の高い産業や企業があっても、そうした分野への円滑な労働移動が十分に図られていない状況にある。

本報告の分析によれば、こうした働く意欲を持つ人の労働参加や成長分野への円滑な労働移動を妨げている要因の一つには、日本の伝統的な雇用慣行を背景とした長時間労働の傾向や正規職員の年功序列を基本とした硬直的な賃金体系が関係している可能性が考えられる。したがって、働きたい人が働きやすい環境を整備するためには、保育所などの施設や保育の担い手となる保育人材の確保等に向けた取組等に加えて、長時間労働の傾向を全般的に見直し、限定正社員などの導入によって多様な働き方を広めていくとともに、賃金体系についても、同一労働

働同一賃金に向けた取組を行うことで、職務やスキル等に見合った賃金体系を構築することが重要である。また、成長分野への労働力の円滑な移動を促すためには、賃金体系の見直しに加え、職場情報の開示や適切な環境を整備した上でのインターンシップの活用等により、転職市場の規模や機能の向上を図ることも重要である。その際、従来の終身的な長期雇用が弱まることにより、企業の人材投資のインセティブも低下する可能性があることから、習得した技能を証明するジョブカード等を更に活用することに加え、社会全体として能力開発や職業訓練機会を拡充し、人材力強化のための取組を強化する必要がある。

●成長力強化に向けた企業部門の取組

企業による設備投資の拡大は、それ自体が新たな需要としてGDPを押し上げるほか、生産能力の拡大を通じて潜在成長力を高めることから、需要面と供給面の双方を強化する上での重要な鍵を握っている。しかしながら、最近の設備投資の動向をみると、企業収益が高水準にあり、金利もかつてない低さにある中で、力強さを欠いている。その背景としては、世界金融危機以降において国内から海外へ生産拠点がシフトしたことや国内需要の伸びが低いものにとどまっていること等から、日本企業の売上高は世界金融危機前の水準を依然として150兆円余り下回っていることに加え、経済の先行きについても、日本企業が内外市場の予想成長率を慎重にみていることが影響していると考えられる。また、設備投資については、企業収益の伸びとの対比で論じられることが多いが、世界金融危機以降の企業収益の上昇は、少なからず企業のコスト抑制努力や、為替レートが2013年以降円安方向で推移した効果が反映されている面があり、必ずしも内外の需要の伸びによってけん引された訳ではない点を考慮する必要がある。こうした事情は、世界各国とも似ており、欧米諸国や新興国でも需要の伸び悩みによって世界金融危機後の設備投資の回復は弱いものにとどまっている。

こうした中で、企業の設備投資に対する姿勢を前向きなものにしていくためには、まずは、成長戦略等の推進によって成長機会を拡大していく必要がある。加えて、最近増加しているM&Aや研究開発投資などの設備投資以外の投資も、中長期的には、企業の生産性向上や成長促進に寄与し、ひいては経済全体の成長予想の引上げにもつながることから、こうした動きを後押ししていくことも重要である。

その際、近年、取組が加速しているコーポレート・ガバナンスの強化も有効であると考えられる。政府による取組もあって、独立社外取締役の導入などコーポレート・ガバナンスの積極的な取組がみられているが、そうした企業では、投資機会の拡大や収益性の向上がみられる可能性が本報告の分析でも確認されている。成長力強化に向けては、少子高齢化やグローバル化など企業をめぐる環境の変化を企業成長の好機と捉え、より積極的な経営判断を後押しする仕組みを強化し、浸透させていくことが重要である。