

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を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ることとなる。

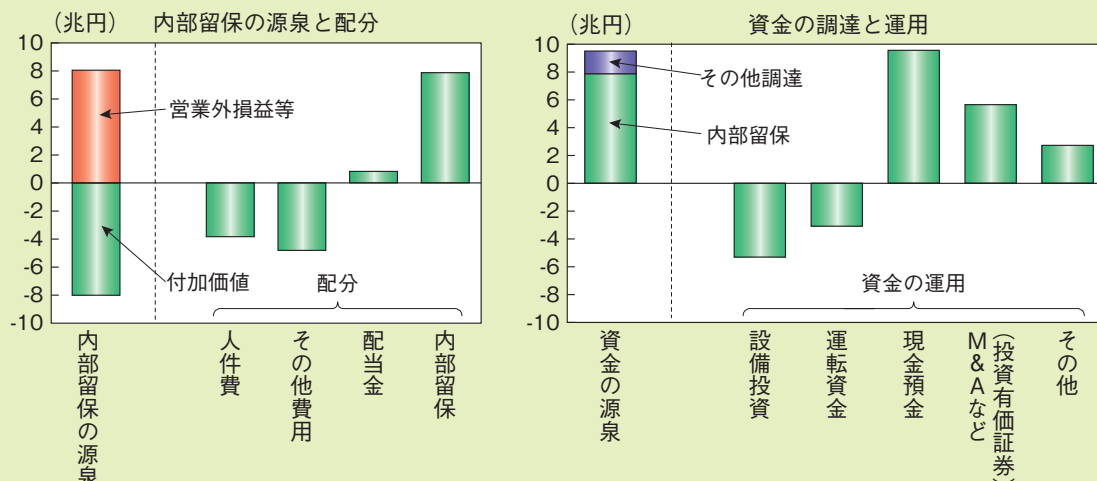
(10) この他、ROEが高い企業ほどM & Aを実施する余力が高いといった関係なども考えられる。

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

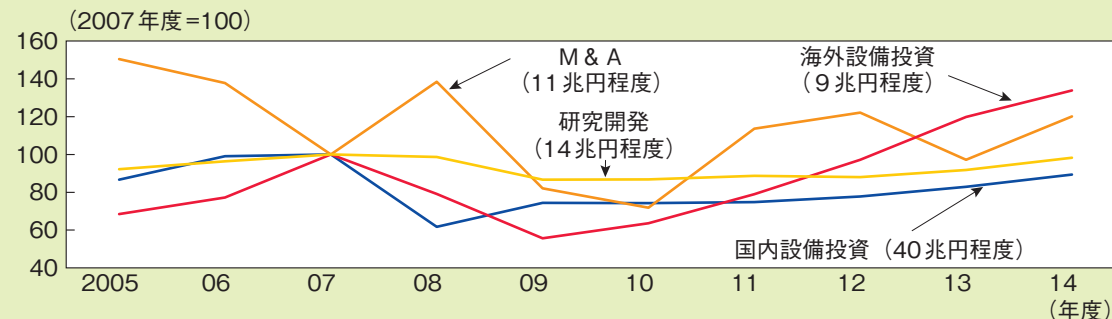
(1) 企業の資金調達・運用行動の変化

(2005年度-07年度平均と2012年度-14年度平均の差)



- (備考)
1. 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。
 2. 金融業、保険業を除く全産業。
 3. 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。
 4. 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。
 5. 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。
 6. 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。
 7. 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。
 8. 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。
 9. 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。
 10. 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によるもの大きいと考えられる。
 11. 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

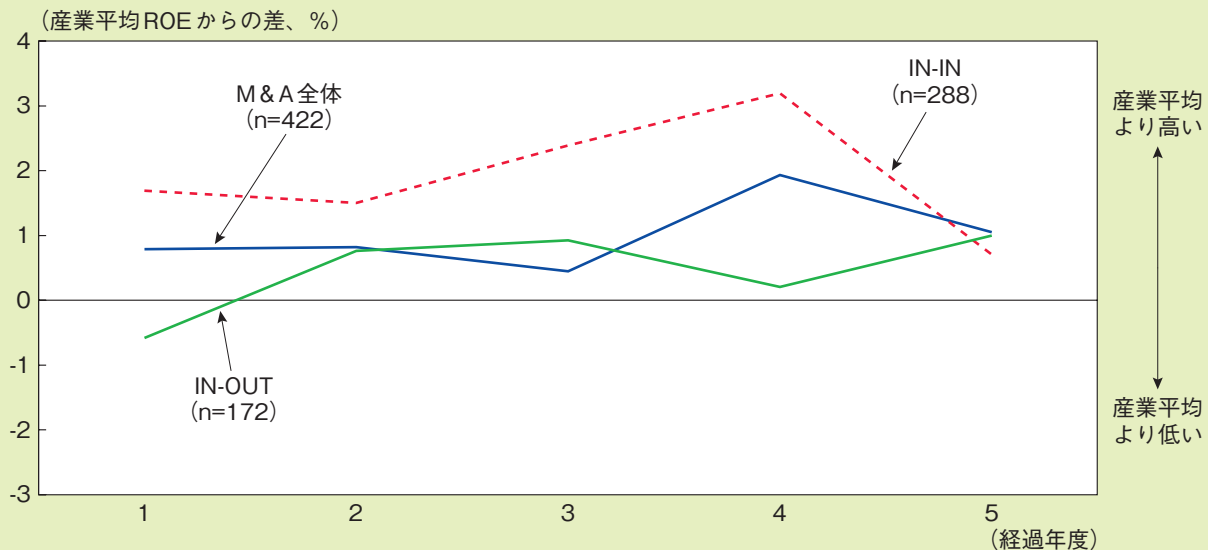


- (備考)
1. 財務省「法人企業統計年報」、経済産業省「海外事業活動基本調査」、総務省「科学技術研究調査」、株式会社レコフデータ社「レコフM&Aデータベース」により作成。
 2. M&Aは、「IN-IN」と「IN-OUT」の合計。
 3. ()内は、2014年度の実額。

第3章

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、金額ベースで見れば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。