

# 第3章

企業行動の変化と投資拡大に向けた課題

### 第3章 企業行動の変化と投資拡大に向けた課題

第1章でみたように、2023年に入って以降、企業の業況感や収益は改善し、さらには設備投資意欲が旺盛であるなど、企業部門は総じて堅調である。一方で、こうした堅調さが、実際の設備投資や賃金の増加には必ずしも結び付いておらず、内需が力強さを欠く要因となっている。こうした姿は、近年にのみ当てはまるものではない。1990年代終盤以降の企業部門の動向を振り返ると、金融危機やリーマンショック、コロナ禍など様々な経済的な危機に見舞われながらも、企業収益を順調に増加させてきた一方で、長引くデフレも背景に設備投資や賃金を抑制してきた。そうした中、家計は所得の伸び悩みなどから消費を抑制し、その結果、需要の回復力の弱さが継続するという悪循環が続いてきた。設備投資の停滞は、経済成長を支える資本ストックの蓄積を妨げ、資本の老朽化をもたらすとともに、研究開発など無形資産による新しい価値の創造を抑制し、我が国の潜在成長率を押し下げる要因ともなってきた。

こうした認識の下、本章では、企業部門の現状と課題を整理・分析する。具体的には、過去四半世紀にわたり継続している「貯蓄超過」に象徴される企業行動の実態と背景を振り返るとともに、企業部門による新たな設備投資や賃金引き上げの鍵となるマークアップ率について、長期的な推移や業種別の動向、無形資産投資との関係といった複数の国際比較も踏まえ、我が国企業における課題を分析する。

#### 第1節 我が国企業の貯蓄超過の実態

本節では、過去40年間程度の企業行動を振り返り、堅調な収益が設備投資や賃金の実態に必ずしもつながらず、企業部門において貯蓄が投資を上回る「貯蓄超過」の状態が長期的に根強く続いている背景を分析する。

##### 1 過去40年間の企業行動の変化

(経常利益の増加に比して、設備投資は抑制傾向)

まず、我が国企業の経常利益と設備投資について、我が国経済がデフレ的な状況に陥る前の時期から、具体的には1980年代以降過去40年間程度の長期的な動向を、「法人企業統計<sup>1</sup>」で確認する(第3-1-1図(1))。企業が通常行っている全ての

---

<sup>1</sup> 我が国における単体ベースの営利法人等を対象とする標本調査。確定決算計数を調査する年次別調査と、四半期ごとの仮決算計数を調査する四半期別調査がある。四半期別調査は資本金1,000万円以上が対象、年次別調査は資本金1,000万円未満も含む。本稿では、金融業・保険業以外の業種についての調査結果を用いている。

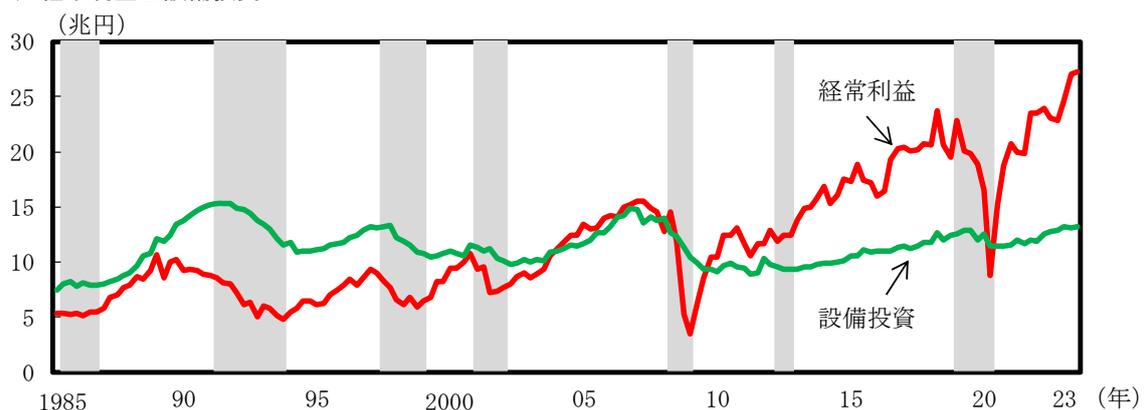
業務によって得られる利益である経常利益は、短期的には景気の拡大局面において増加し、後退局面において減少しているが、長期的な動向としては、バブル期以前の1985年4－6月期<sup>2</sup>が5.3兆円であったのに対し、足下2023年7－9月期には27.2兆円と40年弱の間で5倍以上に増加している。バブル期のピークであった1989年頃の10兆円程度と比較しても3倍弱増加している。この間、国内における企業の生産的ストックである固定資産に每期新たに追加された額、すなわち設備投資は、経常利益と同様に景気循環とともに増減しているが、長期的な動向としては、1985年4－6月期の7.5兆円から、2023年7－9月期に13.2兆円と2倍以下の水準の増加にとどまっており、また、過去最高値であるバブル期直後の1991年10－12月期の15.3兆円を下回っている。

両者の水準をみると、1990年代までは、設備投資が経常利益を上回っていたが、2000年以降、2008年のリーマンショック前まではおおむね同程度となった。その後、2010年代以降は、新型コロナウイルス感染症の感染拡大によって経常利益が急激に落ち込んだ2020年4－6月期を除いて、常に経常利益が設備投資を上回る状態が続いており、両者の差は拡大傾向にある。経常利益に対する設備投資の水準を散布図でみると、1990年代から2000年代、2010年以降と進むにつれて傾きが緩やかになっており、企業部門が、経常利益の増加ほどには国内での設備投資を増加させてこなかったことが明らかである（第3－1－1図（2））。

### 第3－1－1図 経常利益と設備投資の動向

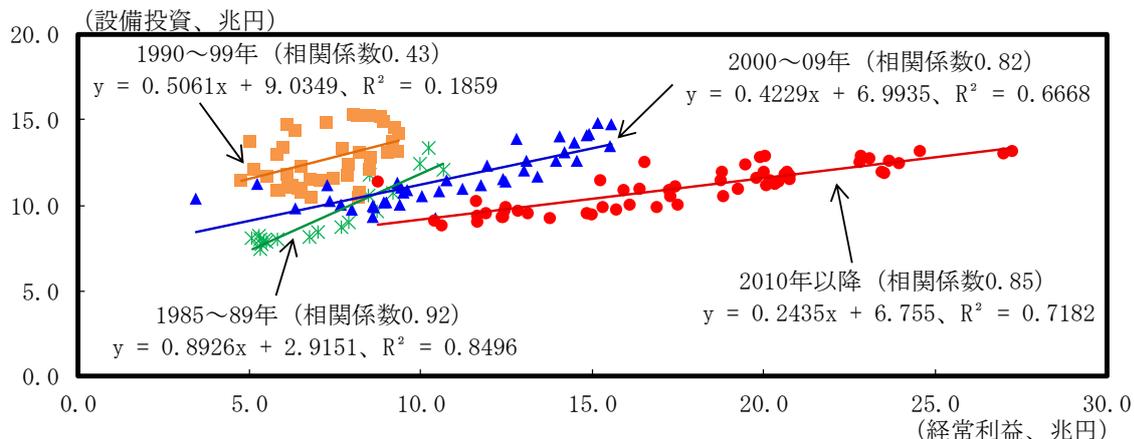
経常利益の増加に比して、設備投資は抑制傾向

#### （1）経常利益と設備投資



<sup>2</sup> 「法人企業統計」において季節調整値が存在する始期。

## (2) 経常利益と設備投資の関係



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「景気基準日付」により作成。  
 2. (1) のシャドー部分は景気の上から谷までの期間を示す。  
 3. 経常利益、設備投資ともに季節調整値。設備投資はソフトウェアを含む。ただし、ソフトウェアへの新規投資額は、2001年7～9月期調査以降で調査対象として扱われていることから、2001年4～6月以前の計数にはソフトウェアが含まれていない。

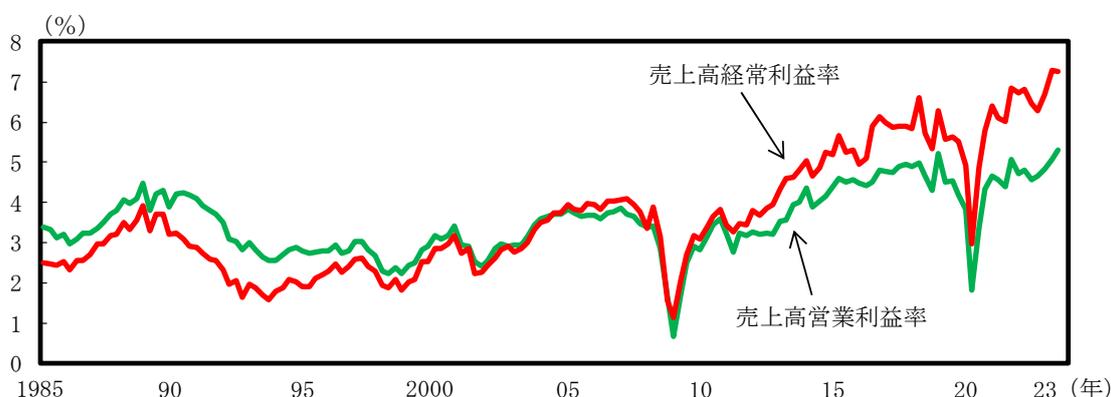
### (企業の収益力は過去30年間で向上)

また、経常利益の売上高に対する比率（売上高経常利益率）をみると、バブル期以前には2%台半ば程度であったが、バブル期の景気拡大とともに1980年代末にかけて4%程度まで上昇し、バブル崩壊後、1993年末までに1%台半ば程度まで低下した（第3-1-2図）。その後は、1997年のアジア通貨危機や金融危機後、2000年代初頭のITバブル崩壊後、2008年のリーマンショック時、米中の貿易摩擦等も背景に世界経済の減速がみられた2019年、2020年の新型コロナウイルス感染症の感染拡大期など、一時的に低下する局面がみられるが、長期的なトレンドとしてみれば上昇基調で推移している。

このように、1993年末を底として、その後の約30年間において、企業は売上高の増加に比して経常利益を大きく増加させており、収益力を高めてきた。

第3-1-2図 売上高対比の利益率の動向

企業の収益力は過去30年間で向上



(備考) 財務省「法人企業統計季報」により作成。季節調整値。

### (コストカットと海外展開が経常利益の増加に寄与)

以上のように、我が国の企業部門は過去30年間で収益力を大きく高めてきた一方で、企業部門の経常利益と設備投資との関係性は、1980年代や1990年代と比べて大きく変化し、利益に比べ投資が抑制されるようになっている。こうした変化がなぜ生じてきたかを紐解く手がかりとして、以下では、「法人企業統計」の年次別調査結果を基に、経常利益の増加がどのような形でもたらされてきたのかを確認する。

ここでは、1993年度を起点とした経常利益の変動を、①売上高要因(売上の増減によるもの)、②変動費要因(原材料費など変動費の増減によるもの)、③固定費要因(人件費、減価償却費、支払利子等の増減によるもの)、④営業外収益要因(海外子会社からの配当金などの増減によるもの)に分解し、利益の増加を生み出した要因をみてみよう(第3-1-3図(1))。

まず、売上高要因は、時期によって1993年度対比でみてプラス・マイナスのいずれにも寄与するなど、景気動向によって変化している。これに対して、変動費要因は、リーマンショック前の原油等資源価格の高騰時を除き、総じてプラスに寄与しており、生産効率の改善などの企業努力を含め、企業が原材料コストを低く抑えてきたことが経常利益の増加を支えてきた様子がうかがえる。変動費の対売上高比率を業種別にみると、製造業では、リーマンショック前まで上昇傾向で推移し、その後は2010年代半ばまで総じて低下傾向となるなど、原油等資源価格の影響も大きく受けているとみられる一方、非製造業では、各年の変動はあるものの、一貫して低下傾向で推移している。我が国企業部門の変動費の面からのコスト削減の長期的傾向は、主に非製造業によってけん引されていたことがわかる(第3-1-3図(2))。

次に、固定費要因を確認する。固定費のうち人件費要因を取り出すと過去約30年間を通じ、総じて抑制的であったといえる。2000年代前半は、人件費要因は経常利益

のプラス要因となっているが、これは 1993 年度対比で人件費が削減されてきたことを示している。その後、2010 年代後半以降にマイナス寄与となるまでは人件費要因は経常利益に大きな影響を及ぼす要因にはなっていない。人件費の大宗を占める従業員人件費について、1980 年度以降の推移をみると、1990 年代半ばまでは、一人当たりの単価が上昇する中で人件費全体が増加してきたが、1990 年代末から 2000 年代前半までは一人当たり単価が下落して人件費全体が抑えられてきた（第 3-1-3 図（3））。こうした中で、人件費の対売上高比率は、製造業を中心にリーマンショック前後での売上高の大幅な増減により大きな低下・上昇がありつつも、1990 年代半ば以降について、全産業ベースで均してみれば横ばいに近い動きとなっている（第 3-1-3 図（4））。

人件費以外の固定費要因についてみると、国内で行った設備投資の結果として蓄積された固定資産に応じて計上される費用である減価償却費は、先述したとおり、経常利益の増加に比して設備投資の伸びが抑制的であったことから、過去 30 年間における収益に与える影響は小さい。一方、支払利息等については、経常利益に対して常にプラス寄与になっており、かつプラス寄与幅は総じて拡大傾向にある。後述するように、バブル崩壊以降、企業の債務過剰の解消が進展し自己資本が強化される中で、借入金の残高が 2000 年代半ばまで減少するとともに、低金利環境が継続してきたことがあいまって、資金調達面のコストが傾向的に低下してきたことが影響したものと考えられる。

また、企業が本業以外の活動で経常的に得ている収益である営業外収益要因は、2010 年代半ばから 1993 年度対比でプラスに転じ<sup>3</sup>、その後プラス寄与が着実に拡大している。営業外収益の対売上高比率を業種別にみると、特に製造業の増加が著しく、グローバル化の進展、海外生産の拡大に伴い、海外子会社などからの配当金受取が増加していることがうかがえる（第 3-1-3 図（5））。ただし、営業外収益には、雇用調整助成金をはじめとして、コロナ禍での雇用維持や事業継続のための法人企業向けの補助金・支援金の支給額が計上されており<sup>4</sup>、特に 2020 年度や 2021 年度の営業外収益の対売上高比率の改善の動きにはこれらの政策の影響が含まれていることに留意が必要である（コラム 3-1）。

このように、過去 30 年間における企業の経常利益の増加に対しては、売上高要因は景気の動向によって変動し、期間を通じて均してみれば主要な押し上げ要因とはなら

---

<sup>3</sup> 営業外収益要因は、2000 年代半ばまで、1993 年度対比でみてマイナス寄与を拡大してきたが、これは、この間の金利低下による受取利息等が減少してきたことによるもの。その後は、金利低下が続く中であっても、配当受取等が増加することでマイナス幅を徐々に縮小させ、2010 年代半ばからプラス寄与に転じた。

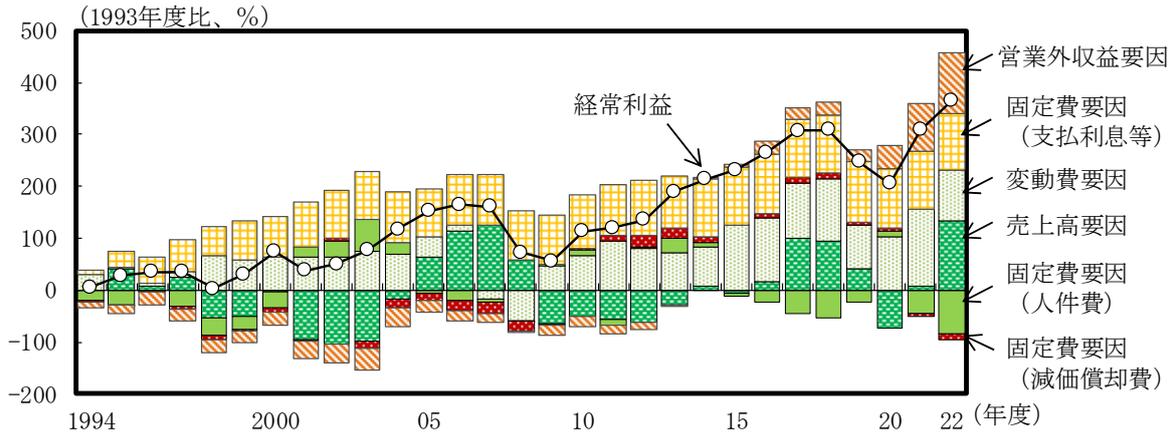
<sup>4</sup> 各種支援策の支給額は、企業の判断によって、営業外収益のほか、特別利益にも計上される場合がある。

ない中で、主として、生産効率化も含めた変動費率の低下、人件費等の抑制<sup>5</sup>、過剰債務の解消等による支払利息等の減少といった企業のコストカット、また、海外生産の拡大に伴う営業外収益の増加によってもたらされてきたといえよう。

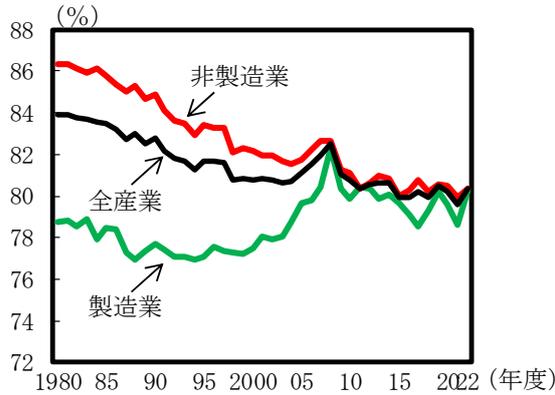
### 第3-1-3図 経常利益の増加要因

コストカットと海外展開等が経常利益の増加に寄与

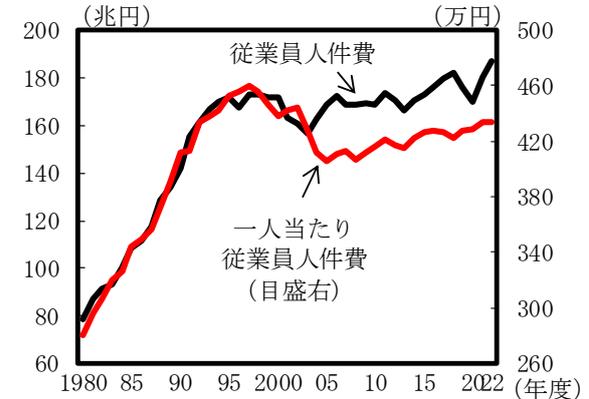
#### (1) 経常利益の要因分解



#### (2) 変動費対売上高率

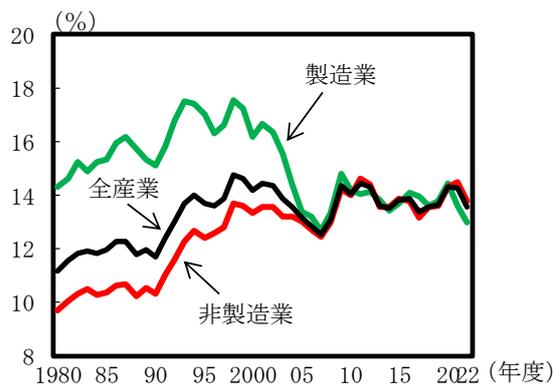


#### (3) 従業員人件費と一人当たり従業員人件費

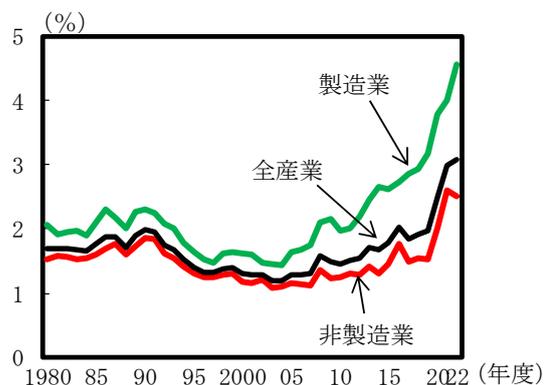


<sup>5</sup> 上述のとおり、設備投資が抑制的であった結果として、減価償却費が経常利益に与える影響も小さかった。

(4) 人件費対売上高比率



(5) 営業外収益対売上高比率



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。  
 2. (1)の経常利益の要因分解は、次式により求めた。

$$\frac{\Delta \text{経常利益}}{\text{経常利益}_{1993\text{年度}}} = \underbrace{\frac{(1 - \text{変動費率}) \times \Delta \text{売上高}}{\text{経常利益}_{1993\text{年度}}}}_{\text{売上高要因}} - \underbrace{\frac{\text{売上高}_{1993\text{年度}} \times \Delta \text{変動費率}}{\text{経常利益}_{1993\text{年度}}}}_{\text{変動費要因}} - \underbrace{\frac{\Delta \text{固定費}}{\text{経常利益}_{1993\text{年度}}}}_{\text{固定費要因}} + \underbrace{\frac{\Delta \text{営業外収益}}{\text{経常利益}_{1993\text{年度}}}}_{\text{営業外収益要因}}$$

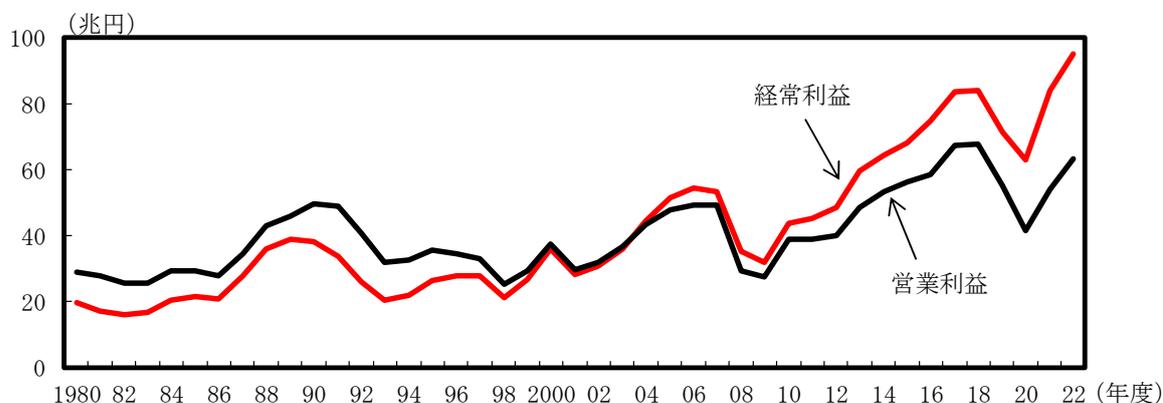
ただし、変動費 = 売上高 - 経常利益 - 固定費 + 営業外収益  
 変動比率 = 変動費 / 売上高  
 固定費 = 人件費 + 減価償却費 + 支払利息等  
 分子の変化幅 (Δ) は1993年度との比較

### コラム 3-1 営業利益と経常利益のかい離

経常利益と営業利益は、2000年代前半においては、両者ほぼ同水準であったものが、それ以降、経常利益が営業利益を上回って推移し、直近の2022年度には経常利益が営業利益を約4割程度上回る状態となっている（コラム3-1-1図）<sup>6</sup>。本論でも述べているとおり、これは、主には、グローバル化が進む中で、企業による海外子会社の設立や海外企業のM&Aが進み、海外生産活動が活発化したことにより、海外子会社等から国内に還流する配当収益等が増加したことによる。

コラム 3-1-1 図 経常利益と営業利益の動向

2000年代半ば以降、経常利益と営業利益のかい離が拡大



(備考) 財務省「法人企業統計年報」により作成。

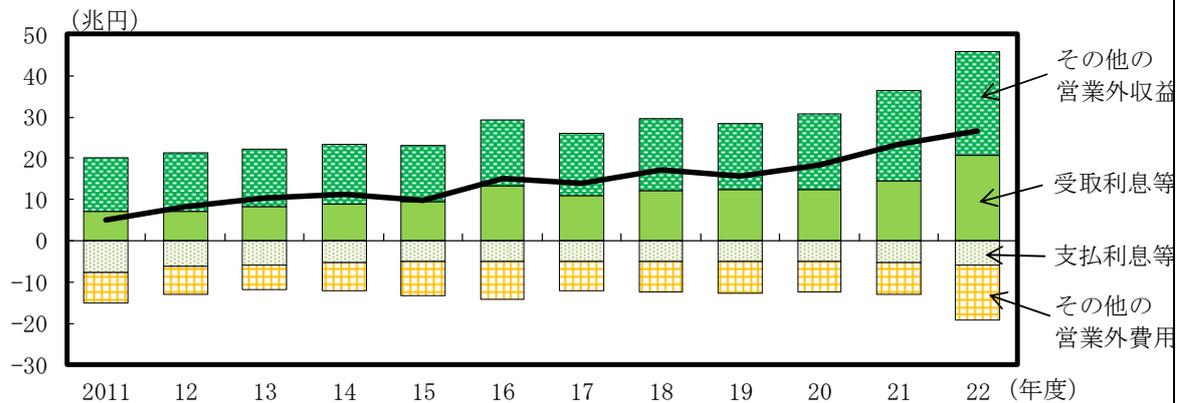
ここで、経常利益と営業利益の差である営業外損益（営業外収支）について、内訳が確認できる「法人企業統計季報」を用い、その要因を受取利息等（配当を含む）、その他の営業外収益、営業外費用に分けると、受取利息等が継続的に営業外収支を押し上げ、その押し上げ幅が拡大していることがわかる（コラム3-1-2図）。また、その他の営業外収益や営業外費用も緩やかにプラス幅を拡大しており、特に2020年度以降はプラス幅が大きく拡大した。2020年度以降、その他の営業外収益のプラス幅が拡大しているのは、本論でも述べているように、コロナ禍での各種企業支援策による補助金等が、企業の判断によってその他の営業外収益（もしくは特別利益）に計上されているためである。なお、2022年度はその他の営業外収益とともに、その他の営業外費用も増加しているが、これは、為替レートの急速な変動に

<sup>6</sup> 2000年以前は、経常利益が営業利益を下回っていた（営業外収支が赤字）が、過剰債務もあって、支払利息等を中心に営業外費用が営業外収益を上回っていたことによる。

よる為替差益・差損の影響が大きいものと考えられる。このように、2000年代半ば以降の営業利益と経常利益の差の拡大は、大きなトレンドとしては海外直接投資の拡大に伴う海外子会社からの配当収入等の増加傾向が影響する一方、コロナ禍期間、特に2020年度、2021年度にかけては、政府による雇用維持・事業継続支援の影響も大きかった点には留意する必要がある。

コラム3-1-2図 営業外収益の内訳

配当含めた受取利息等の増加が、営業外収支を押し上げ



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。  
2. 各四半期の計数を、年度ベースの値に集計。支払利息等とその他の営業外費用は逆符号。

### (利益増加は企業の自己資本強化に活用)

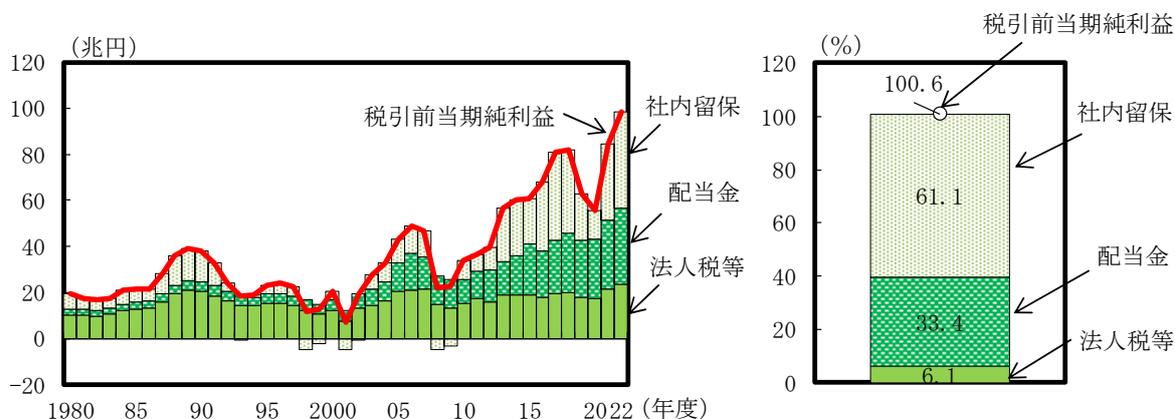
次に、企業が獲得した利益の配分状況を確認すべく、経常利益に、臨時に発生する損益や長期保有の有価証券や固定資産の売却損益などの特別損益を加えた税引前当期純利益の処分状況に関する内訳をみてみよう(第3-1-4図)。まず、法人税等の支払額は、利益が増加する一方で、法人税率が段階的に引き下げられてきた中で、期間を通じてみれば大きく変化していない。過去20年間で大きく増加してきたのは、配当支払のほか、社内留保である。直近の2022年度の税引前当期純利益は、リーマンショック前のピークである2006年度と比較して2倍超(+100.6%)に増加しているが、その内訳寄与をみると、法人税等の支払は+6%、配当金の支払は+33%、社内留保が+61%となっており、企業が生み出した利益のうち最終的に社内に残る分が特に大きく増加している。

### 第3-1-4図 税引前当期純利益の処分状況

企業が生み出した利益のうち、最終的に社内に残る分が大きく増加

(1) 税引前当期純利益の配分

(2) 2006年度から22年度までの伸び



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。

2. 法人税等は、法人税、住民税及び事業税と法人税等調整額の合計値。

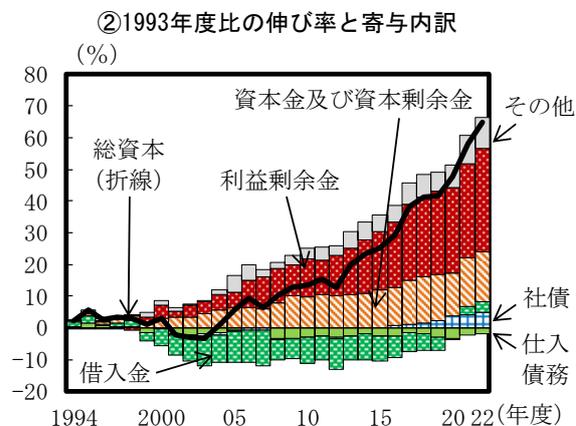
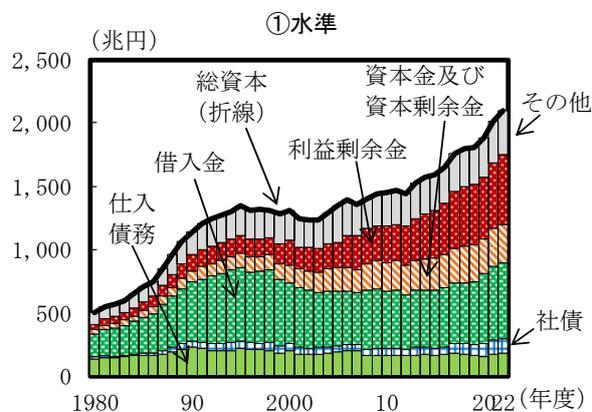
このように、社内留保が増加してきたことの結果として、企業のバランスシートの総資本（負債・資本の部。貸方）の面では、過去20年間にわたって、利益剰余金と資本金及び資本準備金が増加してきた（第3-1-5図（1））。バブル崩壊後の1993年度対比での総資本の伸び率とその内訳をみると、総資本は2022年度までに+65%増加しているが、そのうち利益剰余金の寄与は+33%、資本金及び資本剰余金は+16%と、両者で総資本の増加の75%を占めている。一方、借入金は1990年代後半から2000年代半ばにかけて減少しており、1993年度対比での総資本の増加に対する借入金の寄与は、1999年度以降、コロナ禍で借入金を大きく増加させた2020年度までマイナス寄与で推移してきた。

言い換えれば、企業の資金調達は、他人資本から自己資本へと移ってきた。総資本に対する借入金と利益剰余金の比率をみると、企業規模や業種を問わず、前者が低下する中で後者が上昇している（第3-1-5図（2））。結果として、1990年代までは20%を下回る水準であった自己資本比率は、2010年代後半には全規模全産業ベースで40%を超える水準まで高まっている（第3-1-5図（3））。このように、企業は、1990年代末以降、増加してきた企業利益を活用し、バブル崩壊後に企業活動の足かせとなってきた過剰債務を解消させ、自己資本を強化し、財務基盤を強固にしてきたといえよう。

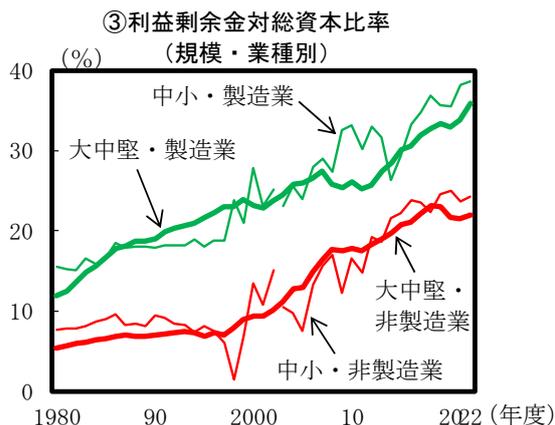
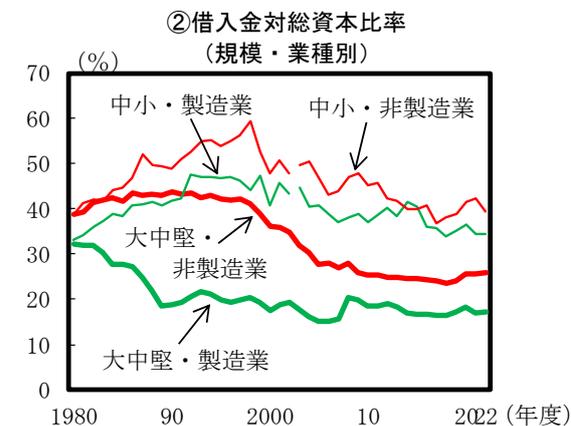
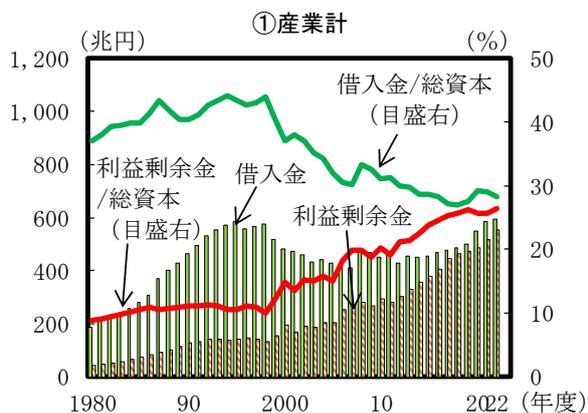
### 第3-1-5図 総資本の動向

1990年代末以降、過剰債務の解消と利益剰余金の増加を通じて、財務基盤が強化

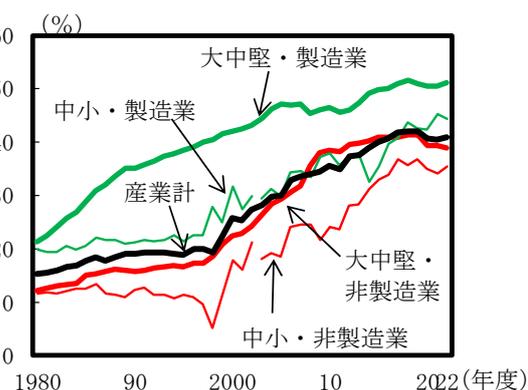
#### (1) 総資本（負債・純資産の部）の動向



#### (2) 借入金と利益剰余金の動向



#### (3) 自己資本比率の動向



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。

2. (1)の「その他」は、流動負債のうち「引当金」及び「その他流動負債」、固定負債のうち「引当金」及び「その他固定負債」、「特別法上の準備金」、その他の純資産の合計。(2)(3)について、大中堅企業は資本金1億円以上、中小企業は2002年度までは資本金1千万円以上1億円未満、2003年度以降は1億円未満。

### （国内投資が抑制される一方、海外投資と手元流動性が増加）

それでは、このように強化されてきた自己資本は、どこに向かっているのか。利益剰余金は、借入金や社債発行、株式増資などの他の資金調達と同じように、設備投資や不動産、有価証券、あるいは現金・預金など、何らかの資産に形を変えて運用されているものであるが、これをバランスシートの資産面（借方）の動向から確認する。

総資産のうち、2000年代以降、特に大きく増加しているのは投資有価証券である（第3-1-6図（1））。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であるが、そのうちの9割は株式であることから、投資有価証券の拡大は、主に国内企業による海外子会社の設立や海外企業のM&Aが拡大してきたことによると考えられる<sup>7</sup>。また、現金・預金についても、2000年代半ば以降、緩やかなペースにて着実に増加基調で推移してきている。一方で、土地を除く有形固定資産は、企業の投資姿勢が消極化したことから、1990年代末から2010年代初頭まで減少傾向で推移した後、2010年代前半以降により増加に転じている。総資産の伸び率とその内訳寄与をバブル崩壊後の1993年度対比でみると、投資有価証券と現金・預金の増加が総資産の増加をけん引してきたことがわかる。総資産は、総資本と同様、1993年度から2022年度までに+65%増加したが、そのうち投資有価証券の寄与が+25%、現金・預金が+12%と、両者の合計で6割弱を占める。一方、土地を除く有形固定資産は、2000年代半ばから2018年度まで一貫してマイナス寄与で推移し、2019年度にマイナスを解消してその後はプラスに転じたが、プラス寄与幅は2022年度で+2%とわずかである。また、ソフトウェアや特許権等の無形固定資産は、期間を通じて徐々に増加しているものの総資産全体に占める割合は小さい。

これらを総資産に対する比率でみると、企業行動の変化の特徴は一層明らかである。1990年代後半以降、有形固定資産の比率が低下するのとほぼ時期を同じくして投資有価証券の比率が上昇傾向で推移しており、2010年代後半には両者の比率が逆転するに至っている（第3-1-6図（2））。このことは、過去四半世紀ほどの期間において、企業部門は、国内での設備投資を抑制する一方で、より市場の拡大が見込まれる海外において、現地法人の設立やM&A等による生産・販売拠点の拡大に積極的に取り組んできたことを示している。企業規模別にみると、こうした動きは主として大・中堅企業において顕著であり、海外向け投資の拡大が、配当金を通じた営業外収益の増加という形で、経常利益を支えてきた面がある。

<sup>7</sup> 日本企業同士のM&Aの場合には、買収側企業に計上される投資有価証券の増加は、売却側の企業の減少と相殺されることから、基本的には一国全体の投資有価証券の増減に影響を及ぼさないと考えられる。

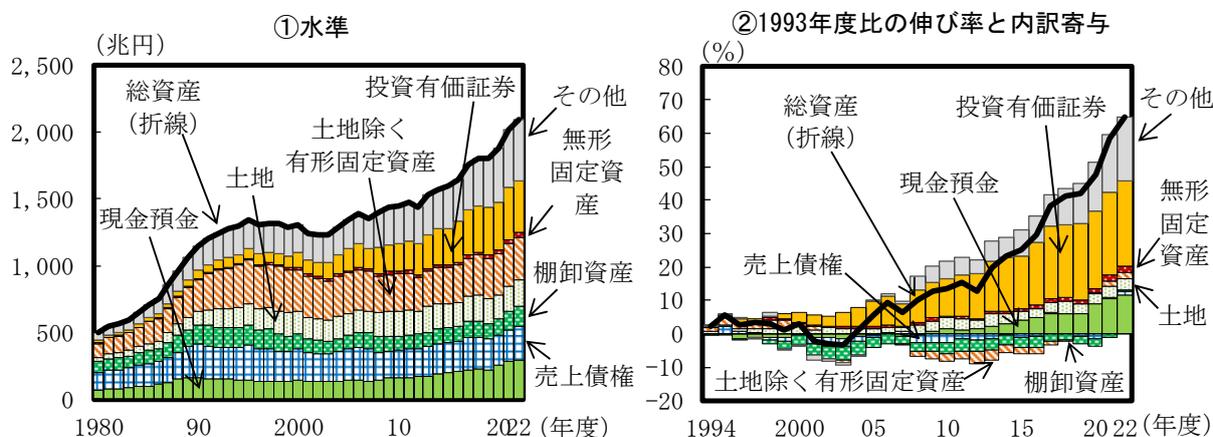
また、総資産に対する現金・預金の比率についても、2000年代半ばから上昇に転じている。企業規模別にみると、大・中堅企業においても緩やかに増加しているが、特に、1990年代後半以降の中小企業における現金・預金の蓄積が著しいことがわかる。規模が小さく経営資源に制約がある中小企業では、一般的に、大・中堅企業に比べて海外展開が難しく、したがって、投資有価証券よりは現金・預金での蓄積が進んだものと考えられる。こうした現金・預金の蓄積により、企業の短期的な支払能力を計る尺度である手元流動性<sup>8</sup>も2000年代半ば以降上昇している（第3-1-6図（3））。収益の増加に比して賃金や国内向け投資を抑制してきた結果であるほか、リーマンショックやコロナ禍によって売上が急減するなど経済的な危機を経験する中で、手元流動性を多く確保しておくといった企業行動も表れていると考えられる。

このように、企業は自己資本の増加を通じて財務基盤を強化する中で、資金の運用面では、海外投資（投資有価証券の増加）と現金・預金を拡大させる一方、国内向け設備投資（土地を除く有形固定資産）は総じて抑制してきた。

### 第3-1-6図 総資産の動向

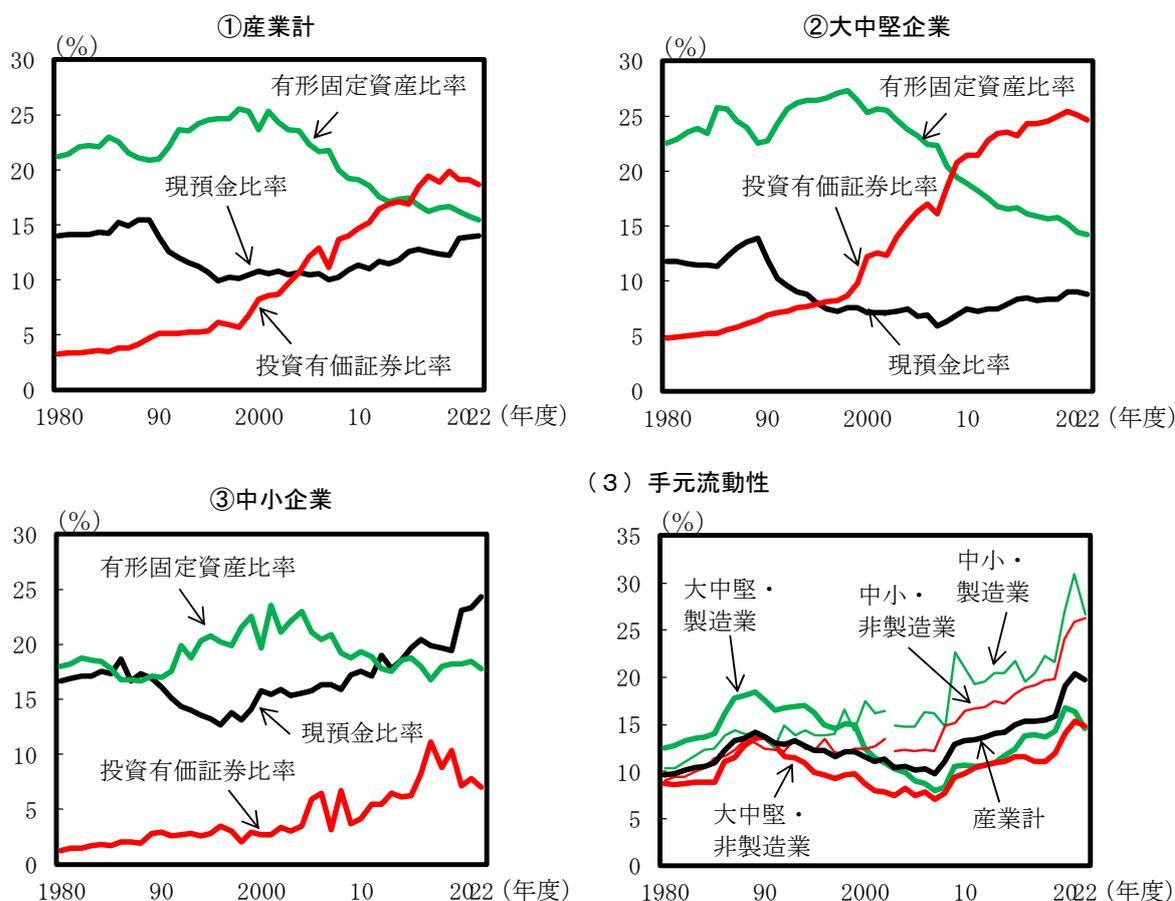
国内投資が抑制される一方、海外投資と手元流動性が増加

#### （1）総資産（資産の部）の動向



<sup>8</sup> 流動資産である現金・預金及び有価証券の合計が売上高に占める比率。

(2) 総資産に占める現預金、有形固定資産（除く土地）、投資有価証券の比率



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。  
 2. (1)の「その他」は、流動資産のうち売買目的有価証券及び「その他流動資産」、固定資産のうち「その他投資」、「繰延資産」の合計。(2)(3)について、大中堅企業は資本金1億円以上、中小企業は2002年度までは資本金1千万円以上1億円未満、2003年度以降は1億円未満。

## 2 企業の設備投資拡大に向けた課題

### (投資抑制による貯蓄超過がほぼ四半世紀にわたり継続)

前項で確認したとおり、長期的にみて、企業の経常利益の増加は、主として、変動費率の低下や人件費の抑制等によるコストカット、また、海外生産の拡大に伴う営業外収益の増加によってもたらされてきた。そのようにして得られた利益は、主として、①利益剰余金の増加を通じた財務体質の強化、②現金・預金の増加を通じた手元流動性の確保、③海外投資の拡大に用いられてきたといえる。財務体質の強化と手元流動性の確保については、バブル崩壊後に直面した債務・雇用・設備の3つの過剰を解消し、また、リーマンショック等の世界的な経済危機を経験する中で、これらに備えたリスク耐性を得るためには、企業にとって必要な構造変化であ

ったともいえよう。また、海外直接投資の拡大は、アジアを中心により高い収益率の見込める地域に生産拠点を立地して現地市場の需要を取り込むことのほか、東日本大震災も経て、サプライチェーンの海外移転によるリスク分散や電力コストのより低廉な地域への生産拠点の移転など、各企業にとって合理的な意思決定の結果として進んできた面がある。

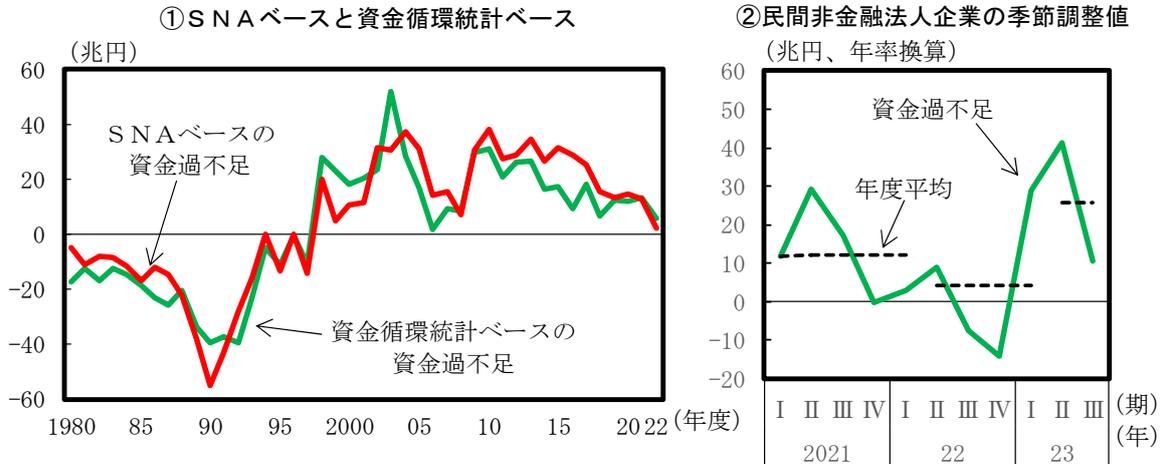
他方、企業が財務体質の強化や海外需要の取り込み等を優先してきた反面として、人件費や国内での設備投資が抑制されてきた。その結果として、我が国の企業部門では、1990年代末以降、恒常的に貯蓄超過の状態が継続している。非金融法人企業の貯蓄投資バランスについて、「国民経済計算（SNA）」における純貸出（+）／純借入（-）や「資金循環統計」における資金過不足をみると、いずれも1990年代後半に、それまでの投資が貯蓄を超過する状態（資金不足）から、貯蓄が投資を超過する状態（資金余剰）に変化し、その構造が約四半世紀にわたって継続していることがわかる（第3-1-7図（1））。なお、2022年度にかけては、SNA、「資金循環統計」のいずれでも貯蓄超過幅が縮小しているが、これは、設備投資の増加に加え、コロナ禍における雇用維持・事業継続のための政府からの補助金等が剥落したことで貯蓄が減少したこと等による。2023年度に入って以降の動向を「資金循環統計」における資金過不足（季節調整値。民間非金融法人企業）でみると、2022年度から反転して資金余剰が増加傾向にあり、企業部門の貯蓄超過が解消したという状況には至っていない。

次に、非金融法人企業の資金過不足の長期的な動向を金融面から詳細にみると、バブル期までは、旺盛な借入による資金不足要因が、現金・預金の増加による資金余剰要因を上回り、全体として資金不足状態が続いていたことが確認される（第3-1-7図（2））。しかし、バブル崩壊を経て、1990年代終盤以降は、バブル期に積み上がった債務の返済が進展して借入が資金余剰要因に転ずる中で、現金・預金もプラス傾向で推移したことで、全体として資金余剰構造に転換している。2000年代半ばには、長期的な景気回復の下で資金余剰幅が縮小する局面もあったが、2008年のリーマンショックを経て、借入を減少させるとともに現金・預金を積み上げるという姿勢が再び顕著になった。2010年代以降は、過剰債務の圧縮が進んだことも背景に、借入が増加に転じ資金不足要因となった一方、現金・預金の積み上がりは続き、また、対外直接投資フローが着実に増加する中で、全体として資金余剰が継続した。上述したように、企業の利益が拡大していく中で、その利益は、海外直接投資と手元流動性の増加に充てられ、借入の増加がみられても、これは海外M&A等に回されたと考えられ、国内への支出は限定的だったといえる。

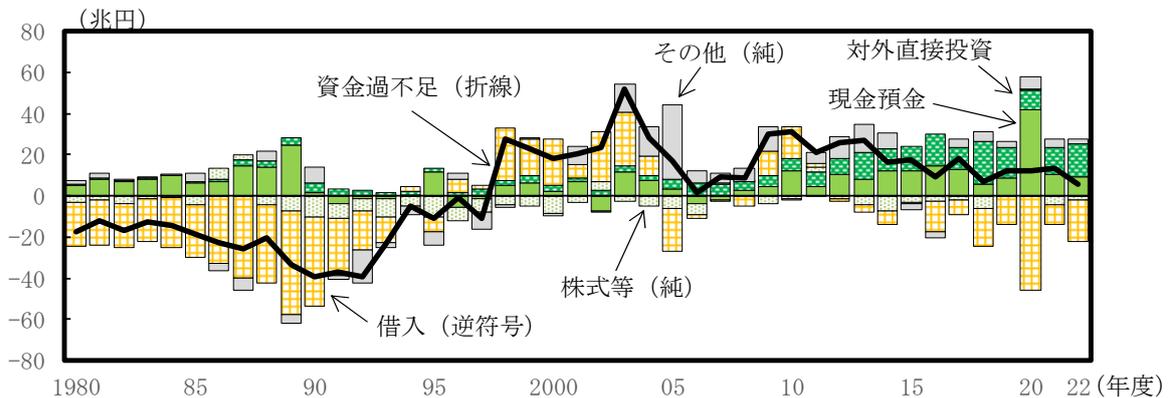
第3-1-7図 非金融法人企業のISバランス

我が国企業の貯蓄超過状態は、1990年代末以降、四半世紀にわたり継続

(1) 非金融法人企業の資金過不足



(2) 資金循環統計ベースの資金過不足とその内訳



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」により作成。  
2. 「SNAベース」は1994年度以降、「資金循環統計ベース」は2005年度以降が、2008 SNAに基づく計数(それより前は1993 SNAに基づく計数)。

(長期にわたる企業の貯蓄超過傾向は、主に非製造業の影響が大きい)

次に、こうした動きを貯蓄と投資という実物面から、「法人企業統計」の年次調査結果を用いて、業種別の動向も含めて確認する。ここでは、貯蓄側は、当期純利益に減価償却費を加算し、配当支払額を控除した「内部資金」を、投資側は、設備投資<sup>9</sup>、在庫投資、土地投資を合計した「資金需要」をとり、両者の差を貯蓄投資バラ

<sup>9</sup> 「法人企業統計」の年次別調査では、ソフトウェアを除く設備投資(有形固定資産)の計数しか利用できないため、ここでは、同統計の四半期別調査から、ソフトウェア等の無形固定資産の投資相当額を抽出した。具体的には、四半期別調査の計数(無形固定資産の新設及び譲受の合計から売却減失を控除した額)を用いている。各企業の事業会計年度で集計された年次別統計と異なり、四半期別調査から作成した年度値は、4月から翌年3月の会計年度である点や、四半期別調査では資本金1,000万円未満の企業分は含まれていない点に留意する

ンスとしている。貯蓄投資バランスの対付加価値比率について、上記の内部資金と資金需要の二つの要因に分けてみていくと、内部資金については、バブル期にかけての増加、バブル崩壊後の減少、リーマンショックやコロナ禍による減少等の変動はあるものの、2000年代以降は相対的に安定して増加傾向で推移している（第3-1-8図（1））。これに対し、資金需要は変動が大きく、1980年代後半から1990年代初頭のバブル期にかけて急速に増加したが、バブル崩壊後、2000年代初頭まで減少傾向で推移した。その結果、企業の貯蓄投資バランスは、1990年代末にそれまでの投資超過の状態を解消した。その後、資金需要はリーマンショックやコロナ禍による一時的な減少を除けば緩やかな増加基調で推移しているが、ほぼ一貫して内部資金を下回っており、貯蓄超過構造が定着してきた。

こうした企業の貯蓄投資バランスを業種別にみると、製造業・非製造業ともに、1990年代前半まではおおむね投資超過、1990年代終盤以降は貯蓄超過という傾向は共通しているが<sup>10</sup>、全体の貯蓄投資バランスの動向を形作っているのは非製造業であることがわかる（第3-1-8図（2））。非製造業では、1980年代のバブル期において土地投資を含む資金需要が旺盛であり、付加価値対比でみた貯蓄投資バランスの赤字幅が製造業の2倍程度となるなど、投資が過熱していた様子がうかがえる。一方で、こうした積極的な投資の裏で過剰債務が蓄積されたため、バブル崩壊後はその解消が急務となり、バランスシートの調整過程で資金需要を大きく減少させたものと考えられる<sup>11</sup>。2000年代以降は、製造業では景気回復の下で2000年代半ばに投資超過となった時期がみられるのに対し、非製造業ではその間も貯蓄超過であるなど相対的に貯蓄超過構造が根強い。

---

必要がある。

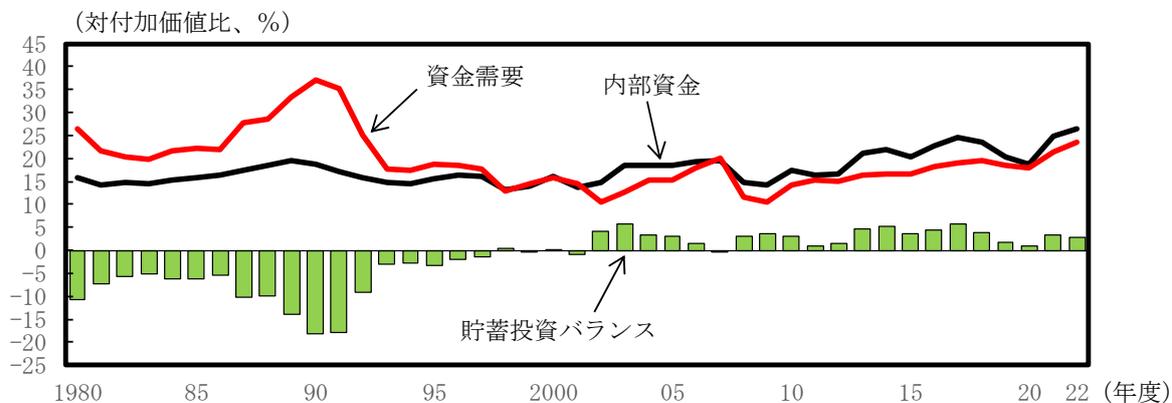
<sup>10</sup> 業種別にみた場合、2008年度について、一時的に製造業が投資超過、非製造業は貯蓄超過が拡大しているが、これはリース会計基準の反映により、フィナンシャルリースについて、原則として使用者主義が適用され、貸手（リース企業＝非製造業）の設備投資が減額され、借手（製造業等）の設備投資が増額したことによる。このため、2008年度は基調的な動きを示すものではない点に注意が必要。

<sup>11</sup> 後藤（2013）は、1990年から2010年にかけての貯蓄投資差額の変化を詳細業種別にみた分析において、建設、不動産、サービス、卸売・小売など「不良債権関連の業種」による影響が大きいことを指摘している。

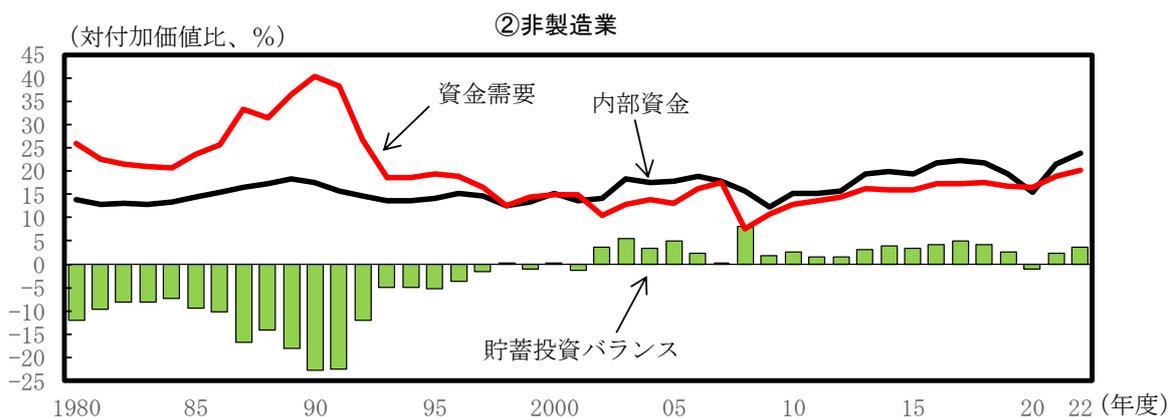
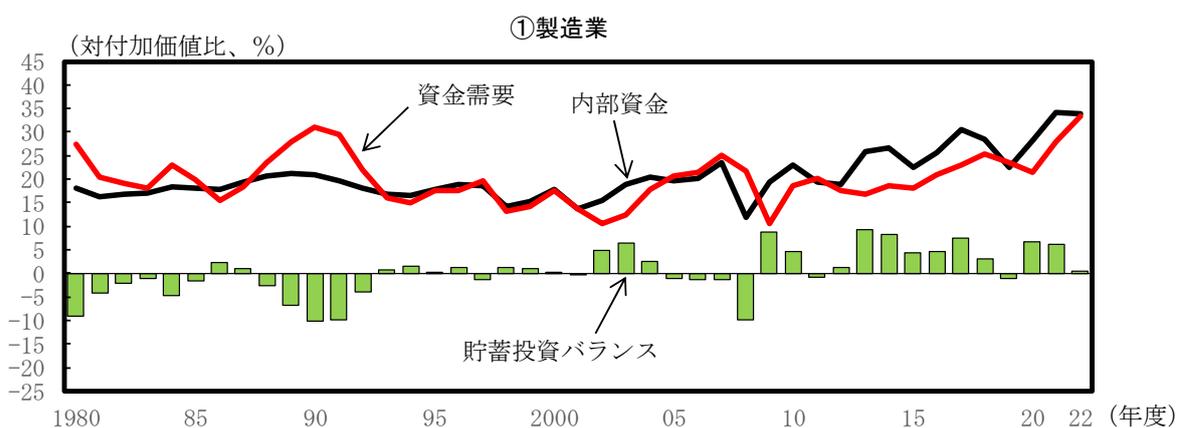
### 第3-1-8図 法人企業統計でみるISバランス

長期にわたる企業の貯蓄超過傾向は、主に非製造業の影響が大きい

#### (1) 産業計



#### (2) 業種別



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」及び「法人企業調査季報」により作成。  
 2. 資金需要は、設備投資、在庫投資、土地投資の合計。設備投資については、年次別調査では有形固定資産に係る計数しか利用することができないため、ここでは、四半期別調査の計数から無形固定資産への投資相当額（無形固定資産の新設及び譲受の合計から売却減失を控除した額）を用いている。  
 3. 内部資金は、当期純利益に減価償却費を加味し、配当支払額を控除したものの。

(G7諸国でも、企業の貯蓄超過はみられるが、日本の貯蓄超過の一貫性は突出)

このように、企業が1990年代末に投資超過主体から貯蓄超過主体へと転換した主因は、貯蓄の増加というよりも、投資の減少であったといえる。また、2000年代以降は、資金需要が一貫して内部資金を下回って推移しており、投資が常に抑制的であったことで貯蓄超過の状態が継続してきた。

ここで、企業部門の貯蓄投資バランスの長期的な動向について、SNAベースにおける非金融法人企業部門の純貸出(+)／純借入(-)によって主要先進国との比較を行いたい。ここで、貯蓄は、固定資本減耗を含む総貯蓄(gross saving)<sup>12</sup>であり、投資は、総資本形成(設備投資、在庫変動)に、土地の純購入など非金融非生産資産の純取得等<sup>13</sup>を加えた「総投資」(gross investment)の概念である。このようなSNAベースの貯蓄投資バランスを付加価値(GDP)比で、比較可能な1990年代半ば以降の動きをみると、アメリカやフランス、英国では、各年での変動はあるものの、おおむね総貯蓄と総投資がバランスしている。イタリアとカナダについては、コロナ禍後に貯蓄超過の傾向がみられるが、コロナ禍以前はおおむねバランスしていた。一方、ドイツについては、2000年代終盤以降に貯蓄投資バランスが黒字、すなわち貯蓄超過傾向が定着している(第3-1-9図)。日本は、上述のとおり、1990年代終盤から一貫して、総貯蓄が総投資を恒常的に上回る貯蓄超過体質が続いており、また、GDP比でみた貯蓄超過の度合いも大きく、ドイツを除く主要先進国との対比では黒字構造が突出しているといえる。なお、ドイツでは、1999年のユーロ圏発足以降、他国に比べて、企業による無形固定資産を含む設備投資の伸びが緩慢であったことが、企業部門の貯蓄超過につながっているという指摘がある<sup>14</sup>。以上のように、国際資本移動の自由化と新興国の成長に伴う海外向け投資の拡大といったグローバルな投資環境が変化していること自体は各国共通であることを踏まえると、主要先進国の中で、我が国企業が収益に比して国内投資を抑制してきた状況が際立っているといえることができる。

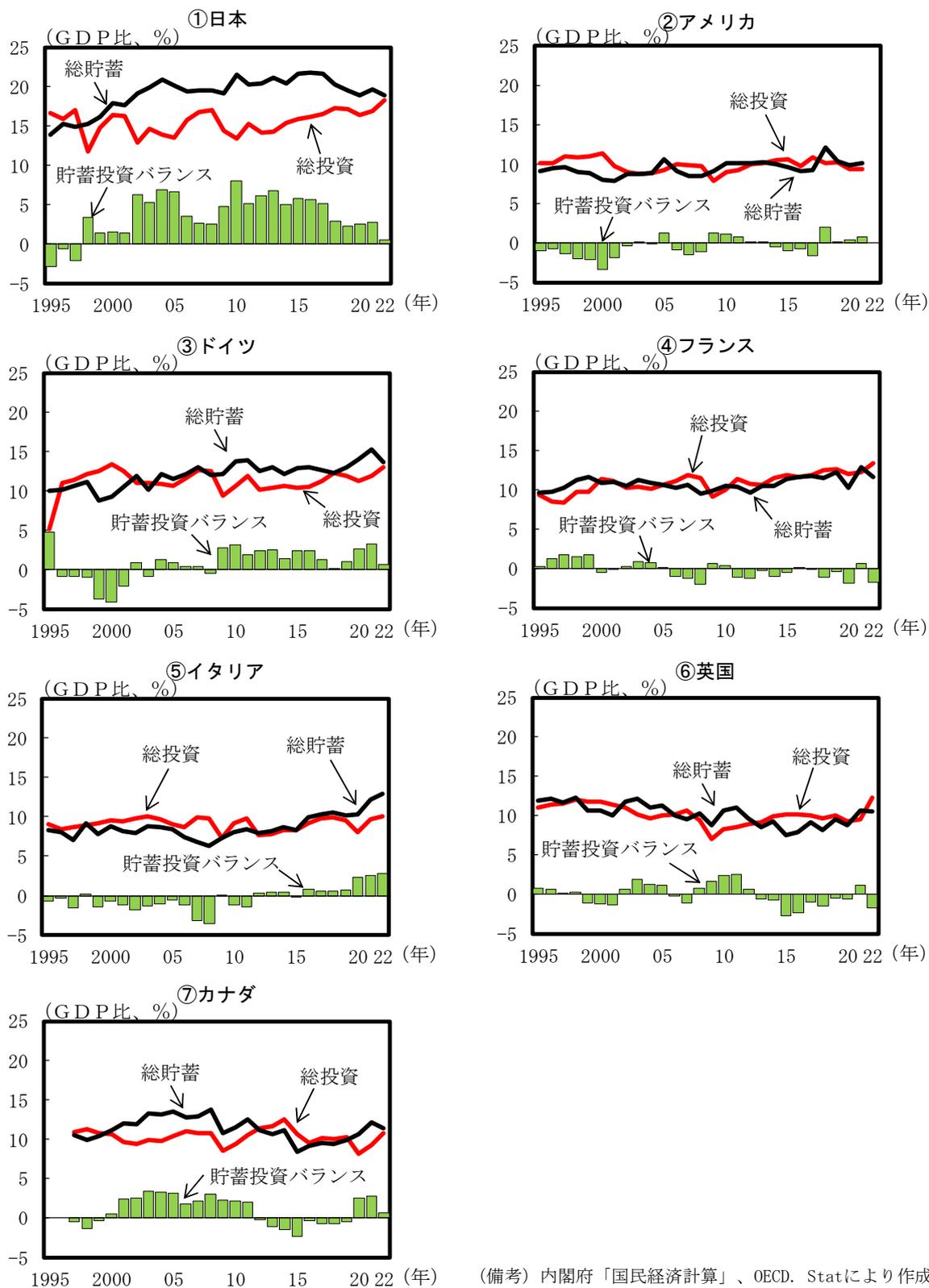
---

<sup>12</sup> 企業会計の営業利益に相当する営業余剰(純)に、財産所得の純受取(配当は支払として控除)、各種経常移転の純受取を加え、法人税等の直接税を控除した「可処分所得」(特別損益を除けば、企業会計の税引後当期利益(かつ配当支払後)に相当)に、企業会計の減価償却費に当たる固定資本減耗を加えた概念。

<sup>13</sup> このほか、資本移転の純支払を加算。

<sup>14</sup> Guetta-Jeanrenaud, L. and G. Wolff (2021)

第3-1-9図 企業部門のISバランス国際比較（SNAベース、民間非金融法人企業）  
日本企業の貯蓄超過の一貫性は、G7諸国と比較しても突出



(備考) 内閣府「国民経済計算」、OECD. Statにより作成。

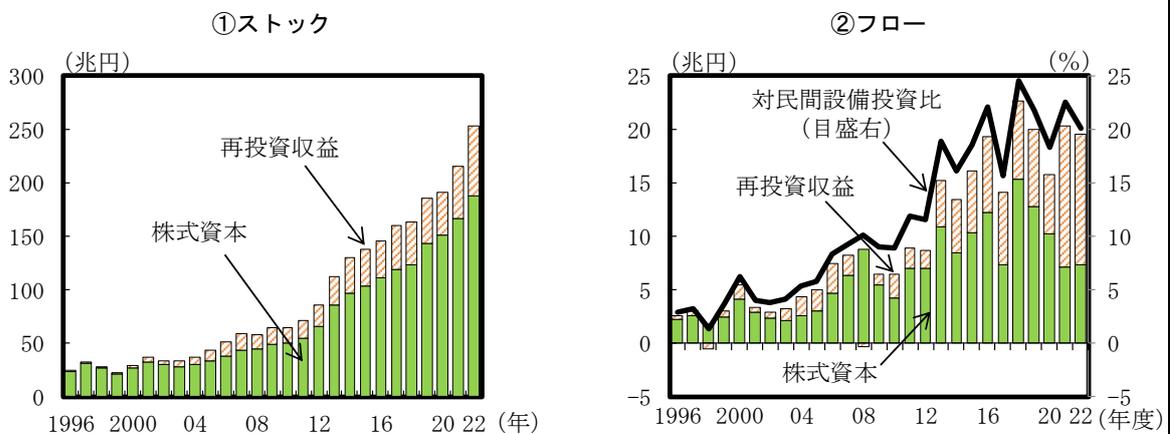
## コラム3-2 企業の貯蓄投資バランスと海外直接投資

海外M&Aや現地法人の設立を通じた我が国企業の海外直接投資の残高は、この約四半世紀で10倍に増加し、フローでみた海外直接投資の民間設備投資に対する比率は、2018年度に25%弱に達するなど長期的に増加傾向で推移している（コラム3-2-1図）。ここでは、こうした海外直接投資が、我が国企業の貯蓄投資バランスとどのように関係しているのかを整理する<sup>15</sup>。

まず、一国の経済動向を捉えるSNAや資金循環統計で対象となる非金融法人企業は、国内に居住する企業である。これらの統計の基礎となる「国際収支統計」では、国内に主たる事業所を有する法人や、外国法人等が国内に持つ支店等は、我が国の「居住者」である一方、国内法人等が外国に持つ支店等は「非居住者」と位置付けられる。よって、日本企業の場合、SNA等の記録対象となるのは、あくまで国内に所在する事業所分となり、企業会計上で連結決算の対象となる海外子会社等は含まれない。

コラム3-2-1図 海外直接投資の推移

海外への直接投資は、ストック・フローともに増加傾向



（備考）財務省・日本銀行「国際収支統計」、内閣府「国民経済計算」により作成。

貯蓄投資バランスは、こうした国内居住企業における営業余剰（固定資本減耗を含む）に利子・配当等の財産所得の純受取等を加算し、直接税の支払を控除したものを総貯蓄、国内における設備、在庫、土地への投資等を合計したものを総投資として、その差額となる。ここで、海外直接投資に関しては、①海外子会社等から支

<sup>15</sup> ここでの記述は、山岸（2017）も参考にしており、海外M&Aのケースを念頭に議論する。

払われる配当は、財産所得の受取として記録される。また、②海外子会社等における当該期間の留保利益は、「海外直接投資に関する再投資収益」という形で、一旦国内の親会社に還流したものと擬制して、財産所得の受取に記録される<sup>16</sup>。他方、当該期に海外M&Aにより外国企業を取得した場合、被買収企業の設備を取得することになるが、あくまで非居住者である海外子会社において設備が増加したと記録されるものであり、SNA上の国内居住企業の設備投資や貯蓄投資バランスには反映されない<sup>17</sup>。

金融面からみた「資金循環統計」の資金過不足は、国内企業における金融資産の純増（資産の取得マイナス処分）と負債の純増（負債の増加分マイナス減少分）の差額である。海外直接投資に関連する金融取引としては、当該期間にX円の海外M&Aが行われた場合、（議論の単純化のため、内部資金を元手に行われたとして、）「対外直接投資」資産の増加としてプラスXが記録される一方、「現金・預金」資産の減少としてマイナスXが記録され（金融資産の振替）、結果として、資金過不足には影響しない。また、海外子会社からの配当は現金・預金という形で金融資産に、海外子会社の留保利益分は、一旦国内企業に還流した後、再度海外に投資（再投資）されるものとして、「対外直接投資」という金融資産に加算される。

このように、国内居住企業を計測の対象とするSNAにおける非金融法人企業の貯蓄投資バランス等には、当該期に行われた海外M&A分は原則として関係しない。他方、企業の視点に立てば、各期の国内居住企業分の収支バランスとしては、SNA等であくまで統計上擬制的に記録される海外子会社等の留保利益分は勘案すべきでない、という議論はあり得る。仮に、資金過不足から「海外直接投資に関する再投資収益」の純受取分を控除すると、2010年度以降、黒字幅が縮小傾向にあるという点は変わらないが、より縮小が進む姿となり、2022年度は若干の資金不足に転じる（コラム3-2-2図）。ただし、本論で述べたように、2023年度に入ってから資金余剰幅が再び拡大していることから、現段階において、我が国企業部門の貯蓄超過傾向が解消されたと判断するには尚早であろう。

<sup>16</sup> ②を財産所得の受取として計上するのは、子会社の利益をどのタイミングで配当として引き出すか、子会社に留保しておくかは、親会社の裁量に左右されるものであり、子会社からの配当は当該時期に発生した収益によるものとは限らないことから、配当と区別し、発生時点で再投資収益として記録すべき、という考えによる。

<sup>17</sup> SNAの国際基準（2008SNA）においては、当該期間に行われた海外M&Aにおいて、買収価額が被買収企業（この場合、外国企業）の純資産を超える場合は「のれん」という非金融非生産資産の純取得、つまり総投資の一部として記録される（買収価額が被取得企業の純資産を下回る負ののれんの場合は、負ののれん投資として計上される）。ただし、我が国のSNAでは基礎統計の制約からのれんは推計対象外となっている。G5諸国の中では、フランスではのれんの純取得の計上をしている。

コラム3-2-2図 非金融法人企業の資金過不足

再投資収益分を控除したベースでは、2010年度以降、黒字幅の縮小傾向がわずかに強まる



(備考) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」により作成。

### (設備投資は、フロー面に比べストック面の財務状況により大きく影響)

このように、バブル崩壊以降、我が国企業では、財務面の体質強化が優先され、収益力の増加は主にコストカットと海外需要の取り込みによってもたらされてきた。こうした中で設備投資が抑制されてきたことで、設備の老朽化が進んで資本の平均年齢（ヴィンテージ）は上昇し<sup>18</sup>、さらには、資本投入寄与が縮小することで潜在成長率が低下してきた。第1章においてみたとおり、過去の景気拡大局面における潜在成長率とその内訳寄与を比較すると、全要素生産性（TFP）上昇率と資本投入の寄与が縮小してきたことが明らかだが、とりわけ2000年代以降は資本投入の寄与が0.1または0.2程度と著しく低下している（前掲第1-1-16図（2））。我が国経済の供給力を強化していくためには、国内の設備投資の拡大が喫緊の課題である。

それでは、企業が設備投資を拡大するうえで、いかなる条件や環境が必要であるか。その手がかりを探るため、設備投資がどのような要因によって影響を受けるのか、国際比較可能な企業財務データに基づく企業単位の投資関数を推計し、アメリカ企業との比較も交えた分析を行う。

一般に、企業の設備投資は、実物資産の収益性と金利コストの差である投資採算性といった基礎的な要因の影響を受けるとされる<sup>19</sup>。それに加えて、資金調達面に

<sup>18</sup> 内閣府（2023）

<sup>19</sup> 一般的な投資関数のモデルとして、企業価値と資本の再調達価格との比であるトービンの $q$ が用いられることが多いが、企業の生産関数を基にした最適化行動の結果として、トービンの $q$ が資本の限界生産性と資本コストとの比率で表されるとの定式化が可能である（花

についても、借入や社債発行といった外部資金の調達には、内部資金と比べてより大きなコストがかかるため、設備投資は内部資金量の制約による影響も受けると考えられる。また、これ以外の資金調達面からの制約としては、企業が過剰債務を抱えている場合には、財務リスクの高まりにより外部資金調達が困難になり、その分設備投資が制約される可能性がある。

以上のような点を考慮して、ここでは、花崎・羽田（2017）等を踏まえつつ、各企業の設備投資<sup>20</sup>が、資本の限界生産性の代理変数である資本収益率（ROA）、資本コスト（企業の支払利息の有利子負債残高に対する比率）といった基礎的な要因に加え、内部資金であるキャッシュフロー比率（キャッシュフローの資本ストックに対する比率）及び現預金比率（現金・預金の総資産に対する比率）、負債比率（有利子負債残高の総資産に対する比率）といった要因に影響を受けると想定して、その影響を推計した<sup>21</sup>。推計にあたっては、Osiris という国際企業財務データベースを用い、上場企業等 2,810 社（連結ベース<sup>22</sup>）の 1995 年度から 2022 年度までのパネルデータを用いた。また、国際比較の観点から、アメリカの上場企業等 3,111 社（連結ベース）についても同様に分析を行った。

推計結果の全体を概観すると（第 3-1-10 図（1））、第一に、投資採算性に相当する基礎的な要因について、資本収益率の係数は日本・アメリカともに有意にプラスであり、資本収益率が高いほど投資が増えるという理論とも整合的な結果となっている。資本コストについては、日本では有意にマイナスとなり、資本コストが高いほど投資が抑制されるとの理論と整合的な結果となっている一方、アメリカでは有意にプラスとなっている。第二に、内部資金に関する要因について、キャッシュフロー比率及び現預金比率の係数は日本では有意にプラスとなり、投資が内部資金の影響を受けるとの結果が示されている。一方のアメリカでは、現預金比率の係数は有意にプラスと日本と同様の結果だが、キャッシュフロー比率については有意にマイナスとなっており、ストック面では内部資金制約が認められる一方、フローでは必ずしもそうではない結果となっている。この点については、アメリカ企業の中に、キャッシュフロー比率の分子に含まれる当期利益が赤字であり、かつ分母である資本ストックが極端に少ない企業がある程度存在することが影響している可能性がある。第三に、負債比率の係数は、日米いずれも有意にマイナスとなってお

---

崎・羽田（2017）を参照）。

<sup>20</sup> ここではデータベースの制約もあり、有形固定資産への設備投資を対象とした。

<sup>21</sup> 推計方法の詳細は、付注 3-1 を参照。

<sup>22</sup> より正確には、連結対象の子会社や関連会社が存在する場合は、それらを含めたグループ全体の財務データを用いており、連結対象の子会社や関連会社が存在しない場合には単体ベースのデータとなっている。

り、高い負債比率は信用リスクや債務の過剰さを反映し、外部資金調達が困難になるために投資が抑制されるという理論と整合的な結果となっている。

日米の推計値を比べると、キャッシュフロー比率と資本コストの符号条件には違いがみられた一方で、資本収益率や現預金比率、負債比率については係数の符号、絶対値ともに大きな差は見受けられず、総じてみれば、日米企業の投資行動を規定する要因には目立った違いがみられない形となっている<sup>23</sup>。

次に、サンプルを製造業と非製造業に分けた推計結果を日米で確認する（第3-1-10図（2））。全体的な推計結果は、製造業、非製造業ともに全産業ベースとおおむね姿が変わらないが、製造業については、日本のキャッシュフロー比率の係数が、全産業とは異なり、アメリカと同様に有意にマイナスとなっている<sup>24</sup>。

ここで、内部資金の影響に着目すると、第一に、現預金比率については、日米、製造・非製造業ともに有意なプラスであるが、製造業に比べて非製造業の係数が大きくなっている。これは、設備投資がストック面での内部資金によって制約を受ける程度は、日米ともに、製造業に比べて非製造業で相対的に大きいことを示唆している。第二に、キャッシュフロー比率については、アメリカの製造業・非製造業、日本の製造業では有意にマイナスだが、日本の非製造業は有意にプラスとなっており、日本の非製造業ではストック・フローの両面で設備投資が内部資金によって制約を受けている可能性が考えられる。

以上のように、企業の収益性や財務状況は、設備投資に対して影響を持つことが確認され、日米企業ともに、資本収益率やキャッシュフロー比率と比べて、現預金比率や負債比率の係数の影響力が大きいという特徴がある。このことは、設備投資が、直近のフロー面での収益状況よりもストック面での財務状況によって大きく影響を受けることを示唆している。

---

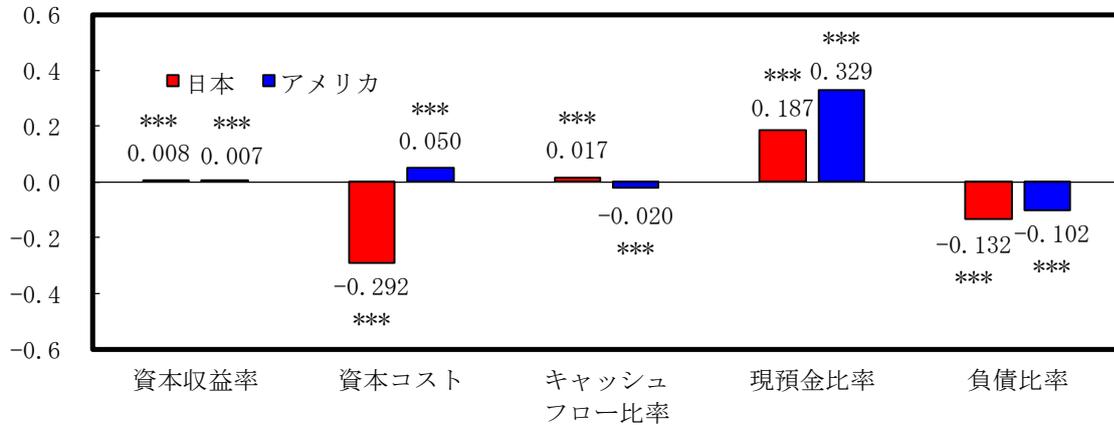
<sup>23</sup> 企業財務データを用いて製造業の設備投資行動を国際比較した花崎・Thuy（2003）では、日本は、アメリカやフランスと比べて設備投資に対する内部資金制約が強いことを示しているが、分析対象時期（花崎・Thuyは1980年度から1994年度が主な分析対象）や対象が異なることの影響もありうるほか、花崎・Thuyでは日本は単体ベース、アメリカは連結ベースで分析しているのに対し、今回の分析は日米ともに連結ベースの企業を対象としていることによる違いも影響している可能性がある。

<sup>24</sup> 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2018）においても、単体ベースでの我が国の製造業企業を対象に設備投資関数の推計を行っており、現預金比率に加えて、今回の結果と異なりキャッシュフロー比率も有意にプラスとなっているが、使用しているデータベースや分析対象期間等の違いがあるほか、今回の分析は連結ベースの企業を対象としていることによる違いも影響している可能性がある。

### 第3-1-10図 設備投資関数の推計結果

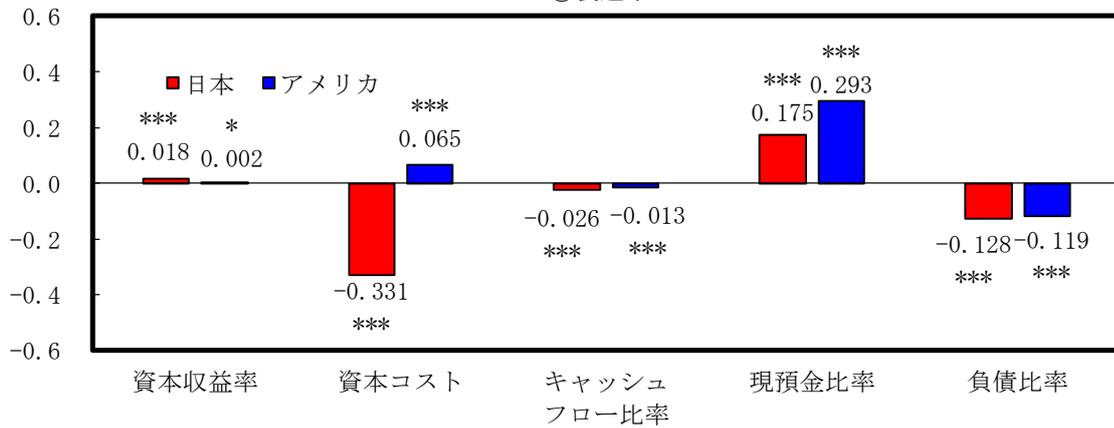
企業の収益性や財務状況は、設備投資の重要な決定要因

(1) 各説明変数に対する設備投資の反応 (全産業)

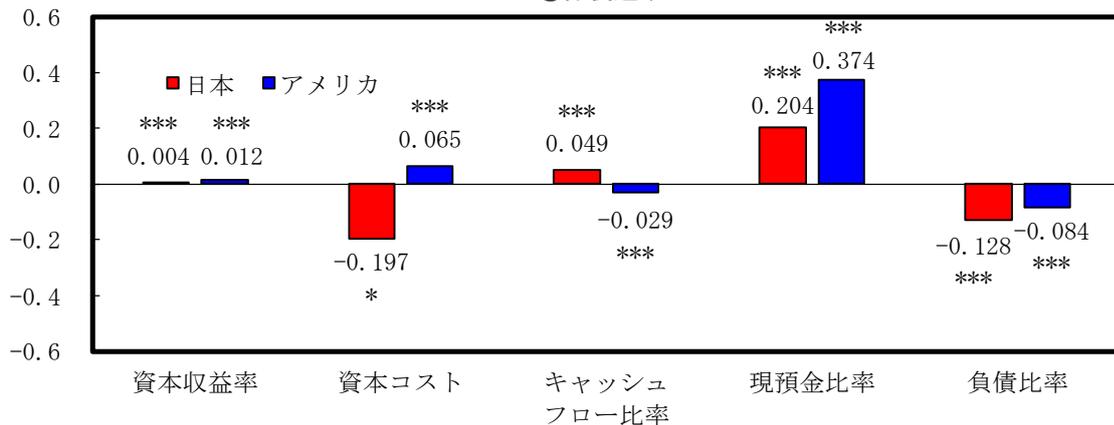


(2) 業種別

① 製造業



② 非製造業



(備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”によりデータの把握が可能な日本企業2,810社、米国企業3,111社を対象に推計。

2. 「\*\*\*」は有意水準1%、「\*」は同10%で有意であることを示す。

3. 推計期間は1995年度～2022年度。

**(投資拡大に向けた条件は整いつつあり、企業の成長期待を引き上げる取組が重要)**

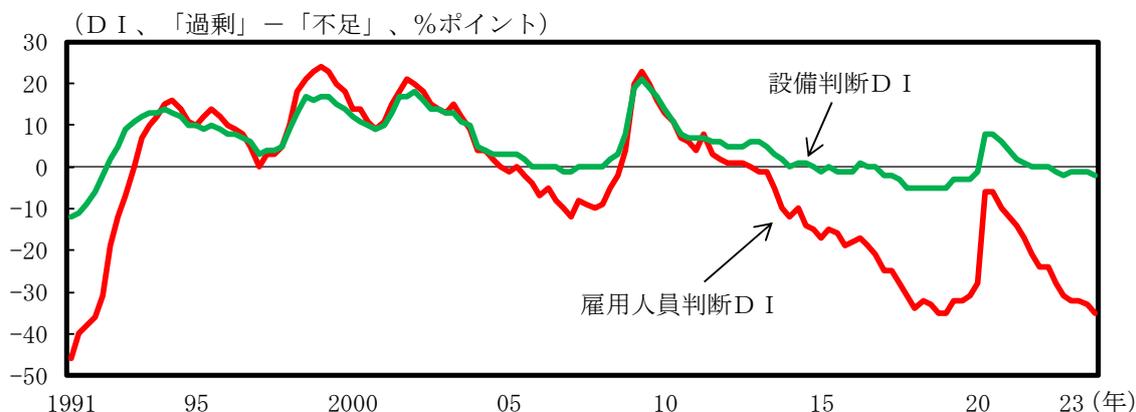
このように、今回の設備投資関数の推計結果では、企業が設備投資を拡大するうえでは、収益性のほか、総資産に対する現預金及び負債の規模が重要な条件であることが示された。これまでみてきたとおり、過去 20～30 年間の対応により、企業の自己資本比率は 40%を超えるまで高まり、1990 年代と比べて財務体質は格段に強固なものとなっている。また、手元流動性も 20%を超え、リーマンショック前（10%程度）と比べても、危機時のリスク耐性も相当程度強化されており、これまでのコストカットや海外向け投資の拡大により、収益力も高まっている。さらに、バブル崩壊後に債務と並んで過剰状態であった雇用と設備についても、日銀短観の雇用人員判断 D I 及び生産・営業用設備判断 D I はいずれも足下で不足超過となっており、歴史的にみても不足感が強い状況にある（第 3-1-11 図）。

第 1 項の冒頭でもみたように企業の収益力は過去最高水準に高まっていることに加え、財務体質は過去と比べて相当程度強固なものとなっていることを踏まえると、我が国企業において、今後の投資拡大に向けた環境は十分に整っていることを示唆しているとも考えられる。

一方で、収益力の向上と財務体質の改善は、投資の前提条件であるとしても、それだけで国内設備投資の活発化にはつながらない。この点、国内設備投資の積極化には、企業が我が国経済の成長力に対して持つ期待、つまり期待経済成長率が重要である。企業による今後 5 年間の我が国経済の実質期待成長率と、設備投資の対キャッシュフロー比率の関係には正の相関があり、また、非製造業では製造業よりも相関が大きい（第 3-1-12 図）。上述の設備投資関数の推計結果でみたとおり、非製造業では、キャッシュフロー比率と現預金比率の係数が有意にプラスであり、すなわち、フローとストックいずれの面でも内部資金が設備投資に対して正の関係性を有している。このことは、海外展開がより容易で活発な製造業に比べ、内需型産業であり国内市場の成長性が重要な非製造業において、設備投資拡大において国内経済の成長期待とそれに伴う内部資金の増加がより影響力を持つということを示唆している。こうした観点からは、我が国企業の期待成長率を引き上げ、これを通じ国内投資の積極化につなげていくことが極めて重要といえる。

第3-1-11図 雇用人員判断D Iと設備判断D I

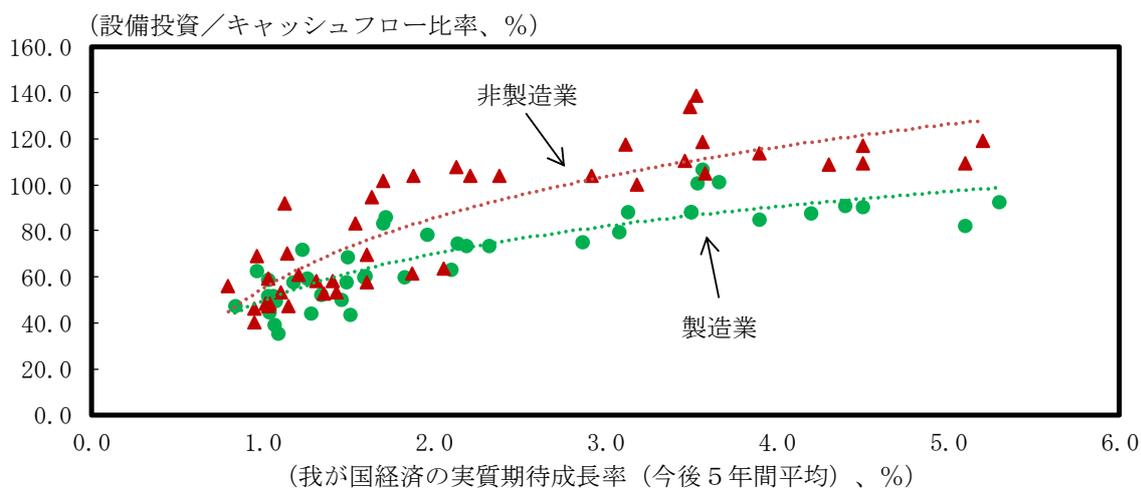
企業の雇用と設備は、2023年以降、いずれも不足超過の状態



(備考) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。

第3-1-12図 設備投資キャッシュフロー比率と期待成長率

設備投資キャッシュフロー比率と期待成長率との正の相関は、非製造業で大きい



- (備考)
1. 財務省「法人企業統計年報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」により作成。
  2. データ期間は1980年度～2022年度。ただし、我が国経済の実質期待成長率については、前年度調査結果における「今後5年間の見通し」の年度平均値。
  3. 2008年度については、業種別の設備投資について、リース会計基準の反映による特殊要因の影響がみられるためデータに含めていない。

## 第2節 国際的にみた日本企業のマークアップ率の現状と課題

本節では、令和5年度年次経済財政報告（以下「内閣府（2023）」という。）で扱った企業のマークアップ率について、その長期的推移、企業ごとの分布、産業別の動向、無形固定資産との関係といった点で、より検討を深める観点から、日米の企業を中心に、国際的な比較分析を試みる。マークアップ率は、価格支配力を示す指標であるため、その値が高すぎると市場が独占的であるということであり、経済厚生上は必ずしも望ましいものではない。一方、逆に低すぎる場合は、企業が生み出す財・サービスについて、その価値に見合った価格付けができていない状況を示す。適切なマークアップを確保することは、企業の収益力を高め、賃金引上げや投資の原資が確保されることで、個人消費や設備投資の拡大につながり、これが企業の更なる売上増加に結び付く、という経済の好循環を生み出すための重要な鍵と考えられる。

### 1 日本企業と米欧企業におけるマークアップ率の比較

マークアップ率とは、企業の限界費用（財・サービスの生産量を追加的に一単位増加させるときに必要な費用）に対する販売価格（財・サービス一単位当たりの売上高）の比率を指す。完全競争の下で各企業に価格設定力がないとき、限界費用と販売価格は一致してマークアップ率は1となるが、例えば、製品の差別化や生産性の向上などを通じて、他の企業よりも限界費用対比で有利な価格設定が可能となる場合、マークアップ率は1を上回る。このように、マークアップ率には企業の生産性や製品市場における価格設定力が反映されている。

内閣府（2023）では、「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を活用して、単体ベースでのマークアップ率を推計し、我が国企業のマークアップ率には過去20年間で大きな変化がみられないこと、研究開発等の無形資産への投資や海外展開はマークアップ率とプラスの関係があること、企業の前向きな設備投資の拡大には一定程度のマークアップ率の確保が重要であることなどを述べた。これに対し、ここでは、マークアップ率に係る分析を国際比較の観点から発展させるべく、日経 NEEDS や前節でも使用した Osiris といった企業財務データベースを用い、内閣府（2023）と同様の考え方にに基づき、日本、アメリカ、欧州（ドイツ、フランス、英国の合計）の上場

企業のマークアップ率を推計した<sup>25</sup> <sup>26</sup>。以下、その結果を基に考察をしていく。

**（企業のマークアップ率は、米欧で近年上昇傾向である一方、日本は長期的に横ばい）**

まず、日本企業のマークアップ率について、内閣府（2023）における分析結果との違いを確認する（第3-2-1図）。内閣府（2023）では、上述のとおり「経済産業省企業活動基本調査」を用いており、中小企業を含む単体企業ベースを対象としているのに対し、今回は、国際比較の観点から、上場企業を中心に連結企業ベースを対象としている。両者のマークアップ率を比較すると、今回推計の方が、上場企業を対象としていることから、期間を通じて内閣府（2023）よりも幾分高めの水準となっている。一方、長期的な推移としては、両者とも同様に、推計期間である過去20年程度を均してみればおおむね横ばいとなっており<sup>27</sup>、日本企業のマークアップ率には、期間を通じて大きな変動がないという点が再確認された。

---

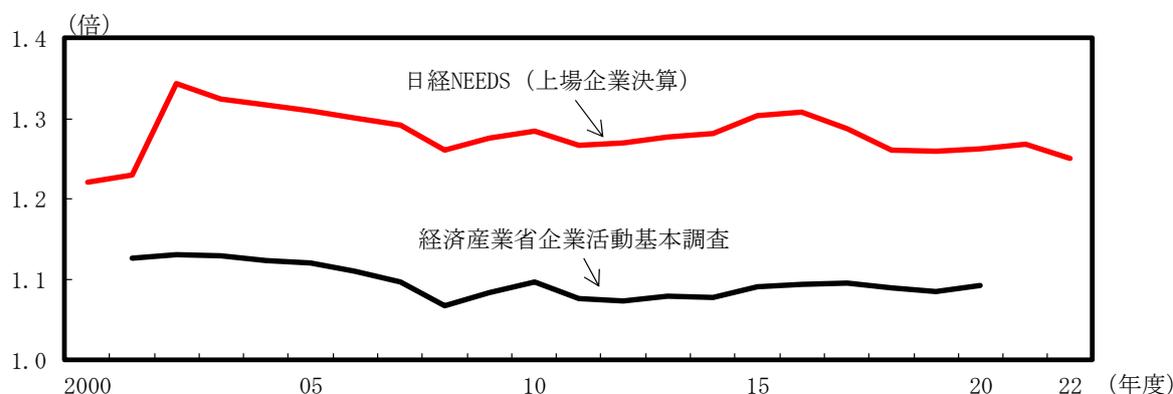
<sup>25</sup> 推計方法の詳細は、付注3-2を参照。推計期間は、日本とアメリカが2000年度から2022年度、ドイツ、フランス、英国は2000年度から2021年度までと、各国で約20年間とした。対象企業数は年ごとに異なるが、全期間を平均すると、日本が3,021社、アメリカが2,690社、欧州が1,308社（うちドイツが366社、フランスが387社、英国が555社）である。なお、ここでは、内閣府（2023）での分析と整合的に、Nakamura and Ohashi（2019）で採用されているトランスログ型の生産関数を用いて、国・地域別、産業別に推計を行った。生産関数の定式化やサンプルの特性により、国・地域別、産業間の中間投入の売上高に対する弾力性の水準には相応の差異が生じる場合があるため、マークアップ率の水準を比較する際には留意が必要となる。

<sup>26</sup> 限界費用について、内閣府（2023）では、原材料等の中間投入として、売上原価及び販売費及び一般管理費の和から減価償却費、給与総額、動産・不動産賃借料、租税公課を除いた数値を用いた。一方で、今回の分析では、中間投入として、各国・地域とも企業財務データベースから共通して得られる売上原価を使用した。このため、今回の分析の限界費用には、売上原価に計上される、商品の製造やサービス提供等に直接関わっている従業員の給与等が含まれているという点で前回と違いがある（営業部門や経理部門、経営管理部門の従業員の給与等は、販売費及び一般管理費として計上されるため、今回と前回の扱いは同様である）。なお、Diez et al.（2018）やDe Loecker et al.（2020）等の欧米企業を対象とした先行研究でも、売上原価を中間投入として扱っている。

<sup>27</sup> なお、今回推計結果においては、2002年度にマークアップ率に大きな上昇がみられるが、後に業種別の分析において確認するように、情報通信業における一部企業の特種要因が影響している点に留意する必要がある。

### 第3-2-1図 日本企業のマークアップ率の推移

日本企業のマークアップ率は、長期的にみて横ばい



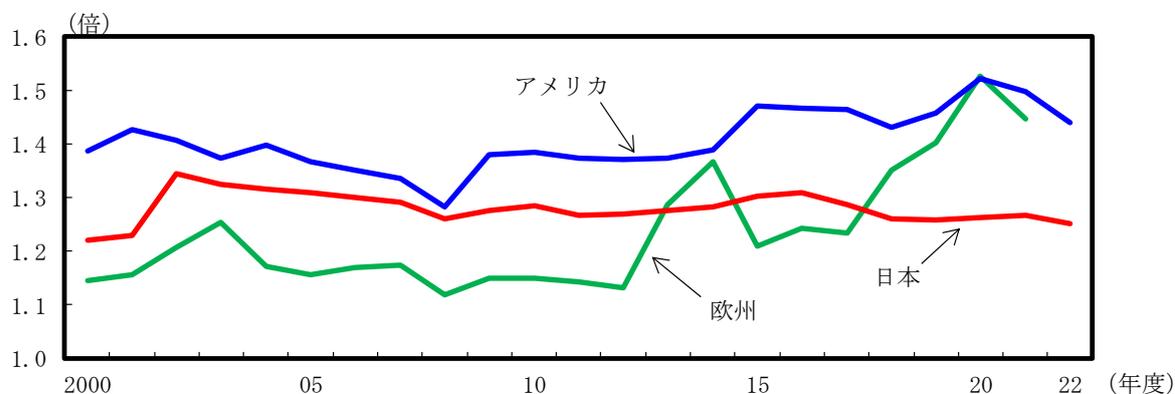
- (備考) 1. 日経NEEDSにより作成。経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。  
2. マークアップ率上位・下位1%の企業を除外し、売上高加重平均により算出。  
3. 経済産業省企業活動基本調査によるマークアップ率は、2000～2020年度まで。

その上で、日本企業のマークアップ率について、アメリカ、欧州企業との比較を行う（第3-2-2図）<sup>28</sup>。上述のとおり、製造業・非製造業を合わせた産業全体でみた日本企業の平均的なマークアップ率は、2002年度以降はおおむね1.3程度で安定している。これに対し、アメリカ企業のマークアップ率は、期間を通じて日本企業よりも高い水準で推移しており、かつ、2010年代以降については、短期的な振れはありながらも、傾向的には上昇している。また、欧州企業については、2010年代半ば以降急速に上昇し、アメリカ企業と同程度の水準まで高まっている。このように、近年、アメリカや欧州では企業の平均的なマークアップ率が上昇傾向であるのに対し、我が国では過去20年間で大きな変化がみられず、企業の価格設定力の動向に差異が生じるようになってきている様子が見えてくる。

<sup>28</sup> 本節冒頭の脚注で述べたとおり、マークアップ率の推計に当たっては、生産関数の定式化やサンプルの特性により、国・地域別、産業間の中間投入の売上高に対する弾力性の水準には相応の差異が生じる場合があるため、マークアップ率の水準を比較する際には留意が必要となる。

### 第3-2-2図 マークアップ率の日米欧比較（全産業）

企業のマークアップ率は、日本では横ばいであるのに対し、米欧では近年上昇傾向



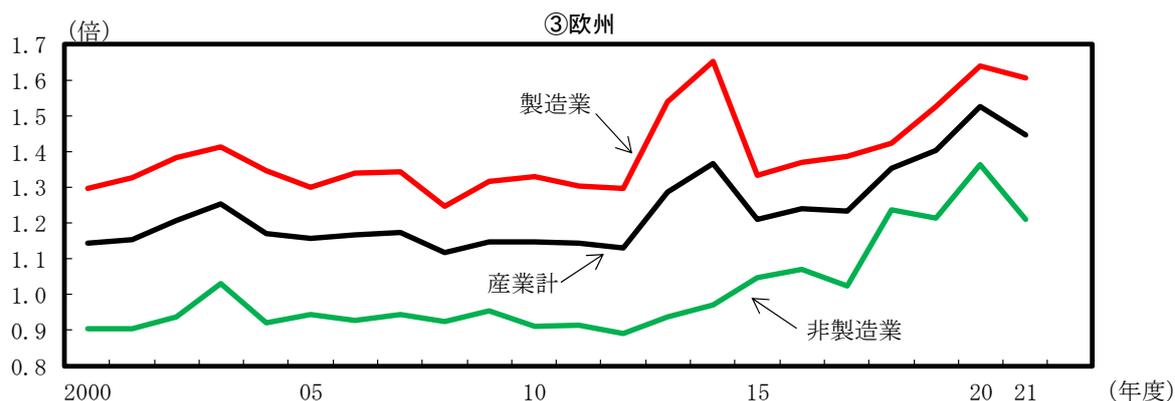
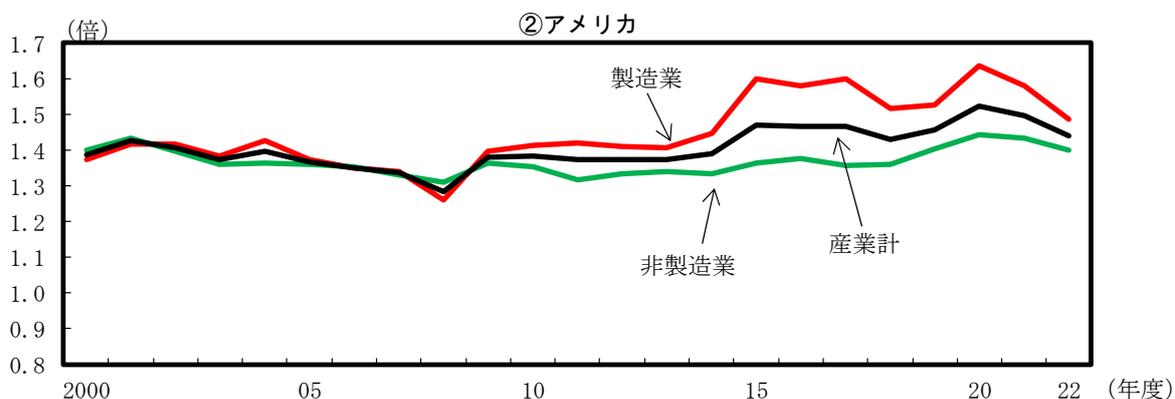
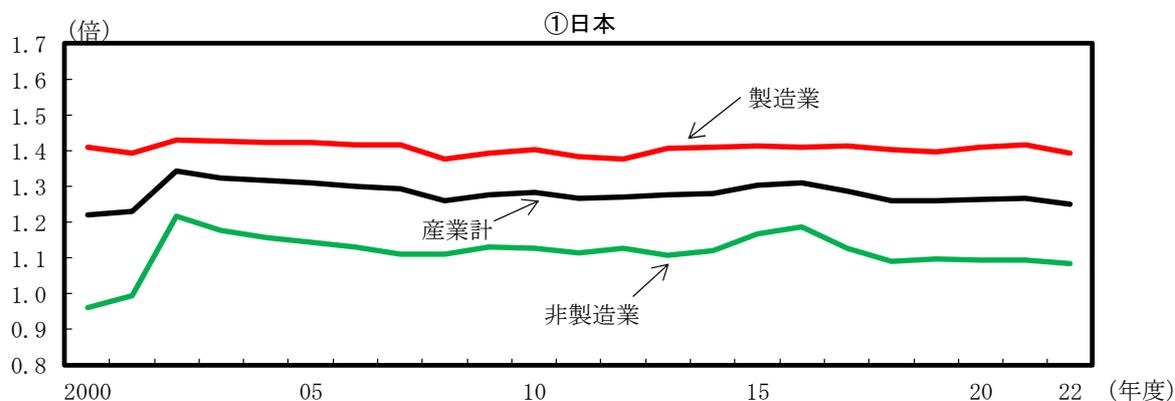
- (備考) 1. 日経NEEDS、Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。  
 2. マークアップ率上位・下位1%の企業を除外し、売上高加重平均により算出。  
 3. 米国の大手運輸企業において会計表示の変更等に伴う外れ値が存在するため、米国については当該企業を除外して売上高加重平均値を算出している。

#### (日本企業のマークアップ率は、非製造業でアメリカ企業に大きく劣後)

次に、業種別にみると、日米欧いずれにおいても、製造業のマークアップ率が、非製造業のそれよりも高い水準にある点は共通している(第3-2-3図)。このうち、製造業については、日本企業のマークアップ率は、アメリカや欧州企業とさほど大きな差があるわけではない。ただし、日本では業種全体の姿と同様に、期間を通じた変動がほとんどみられないのに対し、米欧企業は2010年代後半以降にマークアップ率を高めており、価格設定力の向上という点で日本企業は出遅れている姿が浮かび上がる。また、非製造業については、米欧企業では近年マークアップ率が高まっているのに対し、日本企業のマークアップ率が長期間にわたっておおむね横ばいであるという点は製造業と同様であるが、推計期間を通じて、アメリカの非製造業のマークアップ率が日本や欧州企業と比べて、一貫して水準が高いという点に特徴がある。

### 第3-2-3図 業種別（製造業、非製造業）のマークアップ率の日米欧比較

製造業、非製造業いずれも、日本企業のマークアップ率は横ばい傾向の一方、米欧企業では近年上昇傾向



- (備考) 1. 日経NEEDS、Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。  
 2. マークアップ率上位・下位1%の企業を除外し、売上高加重平均により算出。  
 3. 米国の大手運輸企業について会計表示の変更等に伴う外れ値が存在するため、当該企業を除外して売上高加重平均値を算出している。

### （製造業では半導体関連や製薬関連で日本企業の価格設定力に遅れ）

このように、近年、アメリカや欧州では企業がマークアップ率を上昇させているのに対し、我が国では大きな変化がみられないことについて、どの分野で特に差が生じているのか、より詳細な業種別の動向を確認してみよう<sup>29</sup>。

まず、製造業についてみると（第3-2-4図）、輸送用機械工業や一般機械工業といった、日本企業が世界的にも強みを持っている業種においては、アメリカや欧州企業に比べ、日本企業のマークアップ率は、遜色ない、もしくは高めの水準であることがわかる。このうち、輸送用機械工業については、日米欧ともにマークアップ率は長期にわたって比較的安定している。この背景には、世界の自動車メーカーが競合し、成熟した分野であることもあり、特定のメーカーが著しい価格設定力を持つといった状況となっていないこと等があると考えられる。また、一般機械工業については、日米欧企業ともに、年々の振れはありつつも、マークアップ率が緩やかな上昇傾向にある中で<sup>30</sup>、日本企業は相対的に高い水準にある。一般機械は、半導体製造装置や建設・鉱山機械をはじめとして、我が国企業の競争力が高い分野を多く含んでおり<sup>31</sup>、我が国企業が、製品の付加価値を高める中で、世界的な需要を取り込んできたことを示していると考えられる。

一方で、生成AI向けの半導体をはじめとして、今後も世界的に成長が見込まれる分野である電子部品・デバイス工業及び情報通信機械工業においては、半導体メーカーを中心にアメリカ企業のマークアップ率の高さが際立っており、また、期間を通じて上昇傾向で推移していることがわかる。日本企業については、他業種と比較して高いマークアップ率を確保しているものの、業界全体としてアメリカの水準には及んでいない。また、2000年代初頭と比べると、水準は高まっているものの、上昇幅としても、やはりアメリカ企業よりは小さいものとなっている。

化学工業については、日本企業のマークアップ率は低位で、期間を通じておおむね変化なく推移しているのに対し、アメリカや欧州企業のマークアップ率は著しく高く、米欧において、製薬会社の世界的企業が多く存在することが反映されている。新型コロナウイルス感染症のワクチンについて、アメリカや英国企業の寡占状態であったことは記憶に新しく、こうした新製品を開発・普及させる力が価格設定力となって表れ

<sup>29</sup> 企業ごとに付されている業種コード（東京証券取引所やMSCIのGlobal Industry Classification Standardによる業種コード）に基づき、SNAにおける産業分類（製造業は中分類、非製造業は大分類）に合わせて分類した。

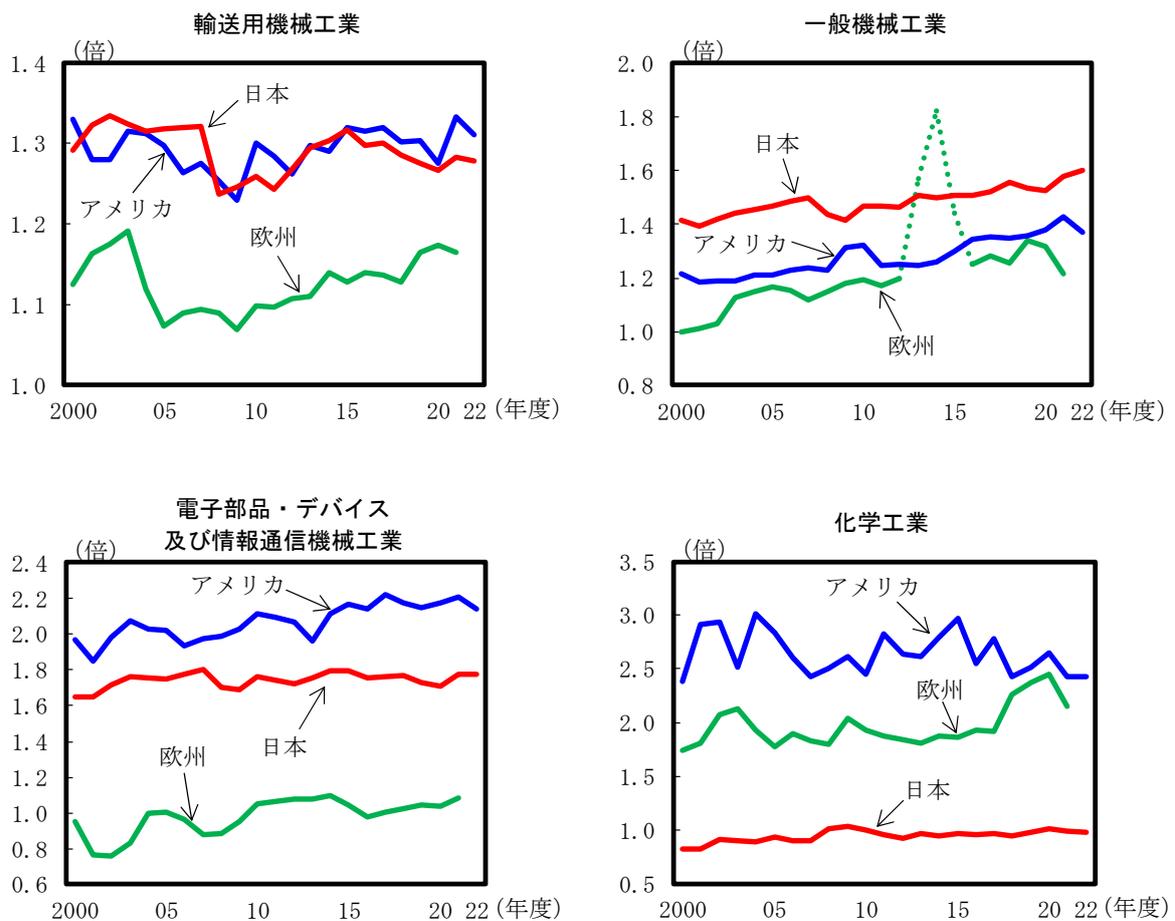
<sup>30</sup> 欧州企業において2010年代前半にマークアップ率が一時的に不連続に高まっているのは、個社における会計表示の変更の影響であり、一時的な特殊要因である。

<sup>31</sup> 内閣府（2023）では、顕示比較優位指数（RCA）により、我が国の一般機械製造業、とりわけ半導体製造装置やブルドーザー・掘削機等の競争力が高いという分析結果を示している。

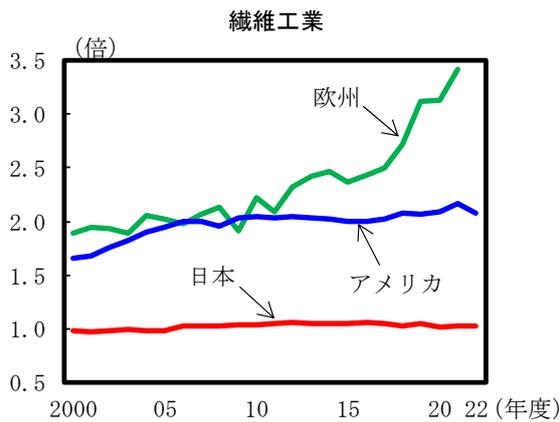
ている様子が見えてくる。また、繊維工業<sup>32</sup>については、やはり欧米企業のマークアップ率の水準が日本企業に比べて高いが、2010年代以降、欧州企業の伸びが著しい。これは、世界的に著名なファッションブランドを擁する企業が、そのブランド力をもとに世界の需要を取り込み、価格設定力を高めてきたことが背景にあると考えられる。

### 第3-2-4図 製造業における日米欧企業のマークアップ率

日本企業のマークアップ率は、一般機械工業で水準が高く、上昇傾向。その他の製造業では横ばい



<sup>32</sup> 化学繊維製造業、炭素繊維製造業、紡績業など相対的にマークアップ率が低い素材系の業種のほか、相対的にマークアップ率が高いアパレル等の衣服・身の回り品製造業も含まれる。



- (備考) 1. 日経NEEDS、Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。  
 2. マークアップ率上位・下位1%の企業を除外し、売上高加重平均により算出。  
 3. 欧州企業の一般機械で、2010年代前半にマークアップ率が一時的に不連続に高まっているのは、個社における会計表示の変更の影響によるものであり、一時的な特殊要因であるため、破線で表示している。

**(非製造業では、情報通信などITプラットフォーム分野にて日米間で対照的な動き)**

次に、非製造業について特徴的な分野の動向を確認する(第3-2-5図)。まず、小売業では、いずれの国でもマークアップ率は相対的に低く、期間を通じた変化もあまりみられない。ただし、アメリカでは、小売業の中に、2010年代以降、サブスクリプションサービスを含め世界的に著しい成長を遂げたeコマース分野のリーディング企業が含まれることから、マークアップ率が期間を通じて上昇傾向にあり、日本や欧州企業よりも高水準にある。

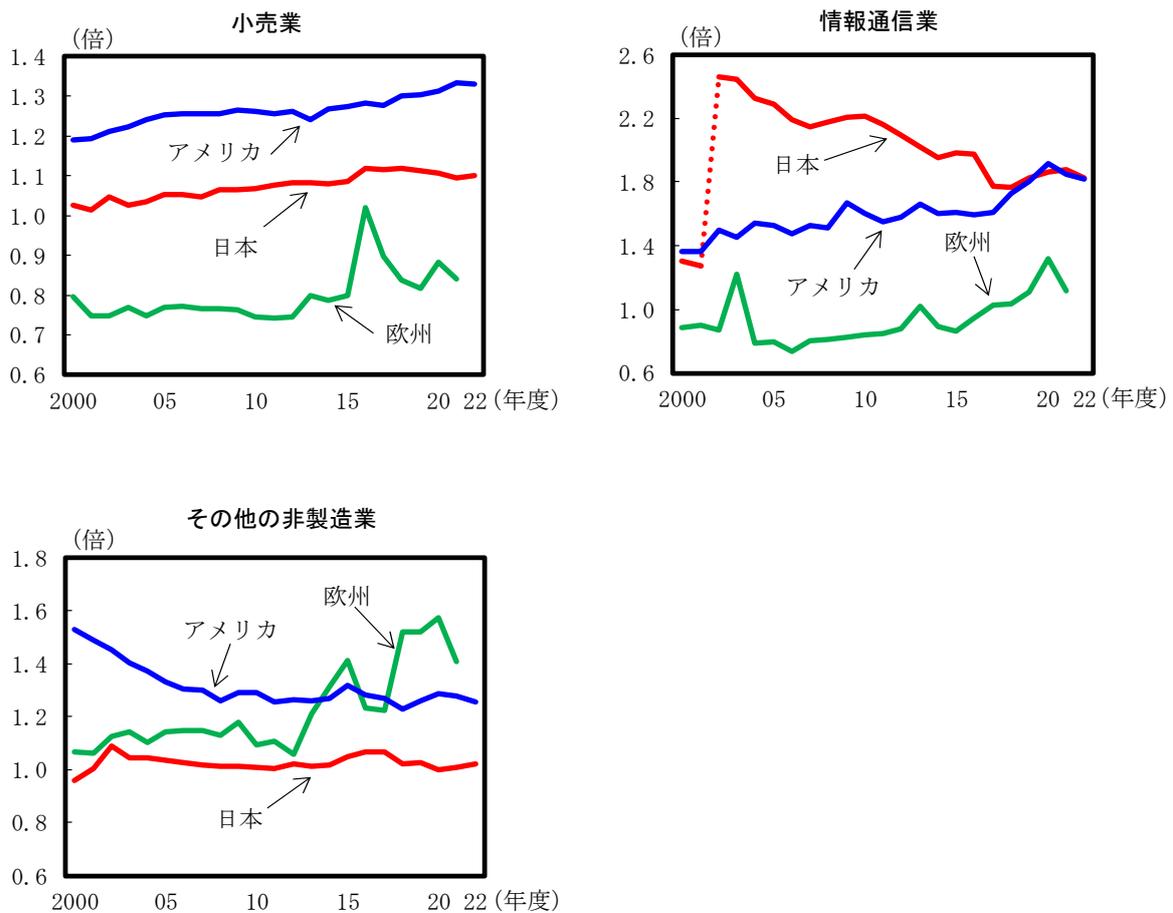
また、情報通信業については、通信大手を含む日本では、非製造業の中ではマークアップ率が高い水準にある一方で、期間を通じてみると2002年度以降、総じて低下傾向で推移している<sup>33</sup>。これに対し、アメリカでは、ITサービス分野において、グローバルに事業を展開する大手プラットフォーム企業の成長を反映して、マークアップ率は期間を通じて上昇傾向で推移している。これは、一部プラットフォーム企業の独占的な市場支配力の高まりを表すものでもあり、その是非について議論があることは言うまでもないが、上述の小売業における一部企業を含め、これら巨大プラットフォーム企業がアメリカにおける非製造業部門のマークアップ率の引上げをけん引していることがわかる。

最後に、小売業、情報通信業以外のその他の非製造業(電力・ガス除く)のマークアップ率の推移をみると、日本は1.0近傍の低水準で長期的にみて横ばいとなっており、非製造業全体の動きとおおむね整合的である。一方、アメリカのその他の非製造

<sup>33</sup> なお、2002年度に日本の情報通信業のマークアップ率が大きく上昇しているのは、大手通信会社の会計基準が変更されたことに伴う断層である。この要因が、非製造業全体のマークアップ率の動きにも影響を与えている点には留意が必要である。

業は、長期的にみて低下傾向にあり、近年上昇傾向にある小売業や情報通信業を含む非製造業全体とは異なる動きとなっている。このことから、アメリカの非製造業部門におけるマークアップ率は、上述の小売業、情報通信業により引き上げられていることがわかる。

第3-2-5図 非製造業における日米欧企業のマークアップ率  
アメリカ企業では、情報通信や小売業のマークアップ率が高水準かつ上昇傾向



- (備考) 1. 日経NEEDS、Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。  
 2. マークアップ率上位・下位1%の企業を除外し、売上高加重平均により算出。  
 3. 米国のその他の非製造業については、大手運輸企業において会計表示の変更等に伴う外れ値が存在するため、当該企業を除外して売上高加重平均値を算出している。  
 4. 日本の情報通信業における2002年度のマークアップ率の上昇は、大手通信会社の会計基準が変更されたことに伴う断層であるため、破線で表示している。

以上のように、詳細な業種別にみると、アメリカでは、製薬を中心とした化学工業において独自技術を生み出してきたことで高いマークアップ率を維持し、また、世界的にICT化やデジタル化が進む中で、半導体等の電子部品・デバイス工業や情報通信機械工業、プラットフォーム等の情報通信業など成長分野においてマークアップ率

を高めてきた。また、欧州では、やはり製薬を中心とした化学工業において、ここ10年程度で価格設定力を高めてきたのとともに、ファッション関連の繊維工業において、そのブランド力を源泉に世界的な需要を取り込み、マークアップ率を引き上げてきた。一方で、日本企業においては、非製造業のマークアップ率は総じて低位で安定しており、製造業においても、半導体製造装置等の一般機械工業では緩やかなマークアップ率の上昇がみられるものの、かねてより比較優位を有してきた輸送用機械では他国の競合企業から抜け出して高い価格設定が可能となるまでは至らず、これらの業種も含めて、総じてマークアップ率の変動、とりわけ上昇という方向での変化が生じてこなかったといえる。

### （日本企業に比べて、アメリカ企業のマークアップ率は分布に広がり）

次に、サンプルサイズが同程度確保できている日本とアメリカ企業のマークアップ率について、企業ごとの分布を確認する（第3-2-6図）。分布の変化をみる際、長期的な変動を確認する観点から、推計期間の初期の5年間である2002年度から2006年度と、最後の5年間である2018年度から2022年度の平均値を比較することとした<sup>34</sup>。

まず、日本企業のマークアップ率について、2002年度から2006年度までと、2018年度から2022年度までの平均値を比べると、分布の頂点より左側に位置する相対的に低いマークアップ率の企業割合が若干低下し、頂点より右側に位置する相対的に高いマークアップ率の企業割合が若干上昇しているが、頂点とその周辺の企業割合にはほぼ変化がみられない。より具体的に、マークアップ率を0.8未満、0.8以上1.0未満、1.0以上1.2未満、1.2以上1.4未満、1.4以上1.6未満、1.6以上の6区分に分けて企業割合の変化をみると、マークアップ率が0.8未満及び0.8以上1.0未満という相対的にマークアップ率が低い企業の割合は、2002年度から2006年度まではそれぞれ12%、19%であるのに対し、2018年度から2022年度はそれぞれ10%、18%と、ともに小幅に低下した。逆に、1.6以上と相対的に高いマークアップ率の企業の割合が12%から14%へと2%ポイント程度上昇している。一方で、分布の山を形成する1.0以上1.2未満の企業割合は27%から28%へと1%ポイント程度上昇したほか、1.2以上1.4未満は21%から20%へと1%ポイント程度低下しており、これら分布の中位に位置する二つの区分の合計でみれば企業割合に変化がみられない。また、1.4以上1.6未満は10%程度でほとんど変化がみられない。このように、日本企業では、マークアップ率の相対的に低い企業の割合がやや低下して、マークアップ率が高

<sup>34</sup> 比較する推計期間の初期を2002年度からとしたのは、先述のとおり、2001年度から2002年度にかけて、日本の大手通信会社の会計基準が変更されたことに伴い、非製造業である情報通信業のマークアップ率が大きく上昇して断層が生じているためである。

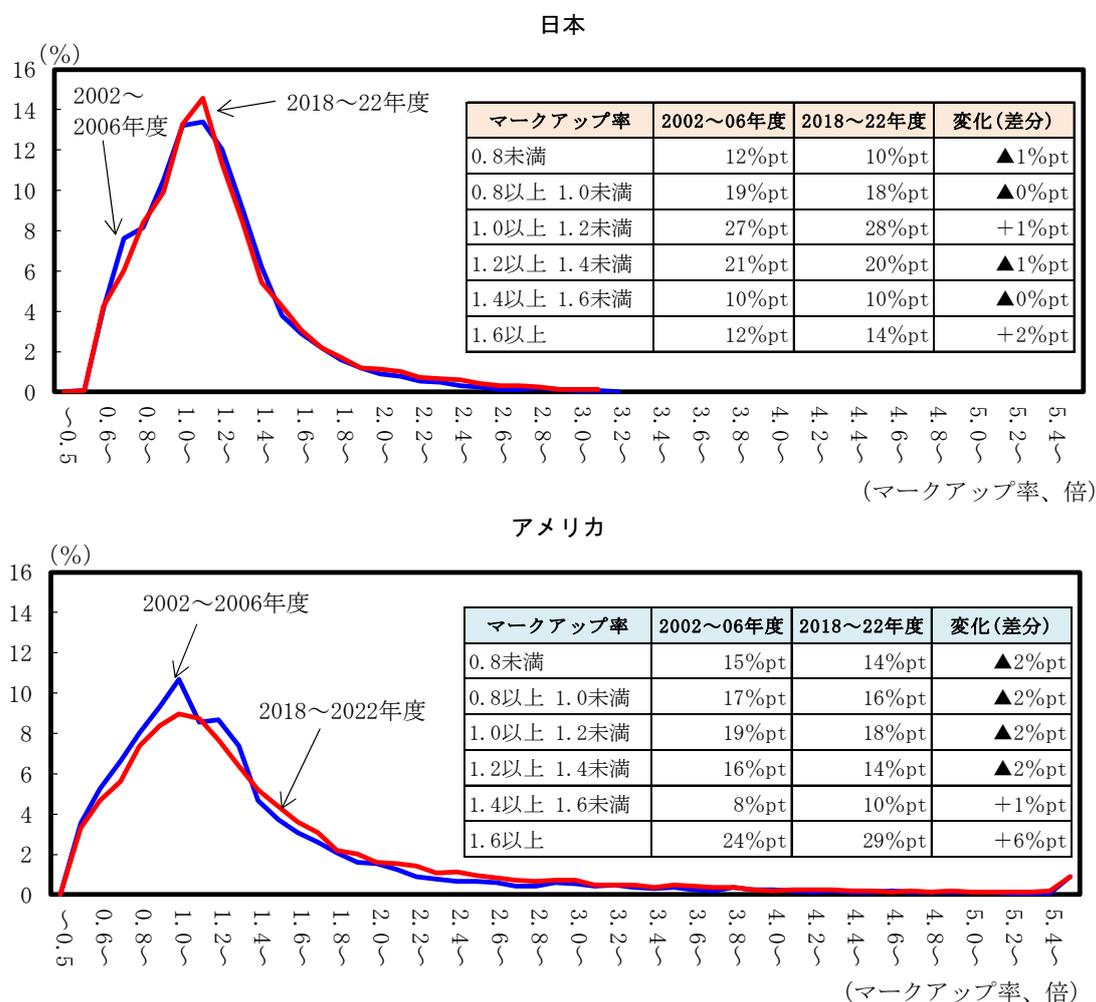
い企業の割合が上昇しているものの、多くの企業が分布する中位の区分の企業割合には変化がなかったことで、全体的な分布構造にもほとんど変化がみられない。こうした日本企業のマークアップ率の分布の特徴は、内閣府（2023）で分析した結果とも整合的である。

一方、アメリカ企業のマークアップ率の分布をみると、2002年度から2006年度までの平均値でも日本企業と比べて分布に広がりが見られているが、2018年度から2022年度までの平均値では、分布の山が切り下がり、より高いマークアップ率の方向に広がりが出ていることがわかる。各区分別にみると、マークアップ率が0.8未満、0.8以上1.0未満、1.0以上1.2未満、1.2以上1.4未満の割合がいずれも2%ポイント程度低下し、一方で、1.4以上1.6未満の割合が1%ポイント程度、1.6以上の割合が6%ポイント程度上昇している。また、1.6以上の企業割合は、2018年度から2022年度までの平均で29%と、日本の約2倍となっている。

以上のように、日本企業とアメリカ企業のマークアップ率の分布を比較すると、以下の二点がみてとれる。第一に、2002年度からの5年間と2018年度からの5年間のいずれにおいても、日本では分布の山周辺に多くの企業が集中している一方、アメリカでは日本に比べ分布に幅広さがみられる。第二に、推計期間を通じた変化をみると、相対的に低いマークアップ率の企業の割合が低下し、相対的に高いマークアップ率の企業の割合が上昇している点は日米で共通しているものの、アメリカでは分布の山の高さが切り下がり、より高いマークアップ率の企業の割合が上昇することで分布の広がりが増している一方、日本では分布の山付近に位置する企業割合がほとんど変化しておらず、全体的にみれば分布構造にほとんど変化がみられない。

### 第3-2-6図 日米企業のマークアップ率分布

日本企業のマークアップ率の分布は大きく変化せず、アメリカ企業では高いマークアップ率に分布がシフト



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

2. アメリカにおいて、規模が僅少でマークアップ率が極端に高くなる企業が相応数存在するため、マークアップ率の低い企業順に売上高を並べ、その売上高合計が上下1%となる企業群を控除する処理を行っている。また、アメリカに合わせ日本でも同じ処理を実施している。

#### (アメリカ企業のマークアップ率は、上位企業のみならず、中央値でも上昇傾向)

こうした結果を別の角度から確認するため、日本とアメリカのマークアップ率について中央値と上位10%の動向をみてみよう(第3-2-7図)。まず、マークアップ率の上位10%の企業については、マークアップ率の変動幅はアメリカ企業の方が大きい一方で、この20年程度の間一貫して日本よりも水準が高く、また、両者の差は2010年代半ば以降拡大傾向にあることがわかる。こうした結果は、De Loecker et al. (2020)など先行研究において、アメリカ企業のマークアップ率上昇の背景として、価格支配力の強い一部の企業のマークアップ率が著しく上昇してきたことがあると指

摘されていることとも整合的といえる。

次に、中央値については、2000年度以降2018年度までは日本企業の方がアメリカ企業よりも幾分高い状態にあったが、アメリカでは2010年代以降徐々にマークアップ率の中央値が上昇してきたことで両者の差は縮小し、近年では大きな差がみられない。日本では、マークアップ率の中央値と平均値がともにおおむね横ばいである一方、アメリカでは、2010年代以降、平均値の上昇幅の方が大きいものの、中央値でも相応に上昇している。

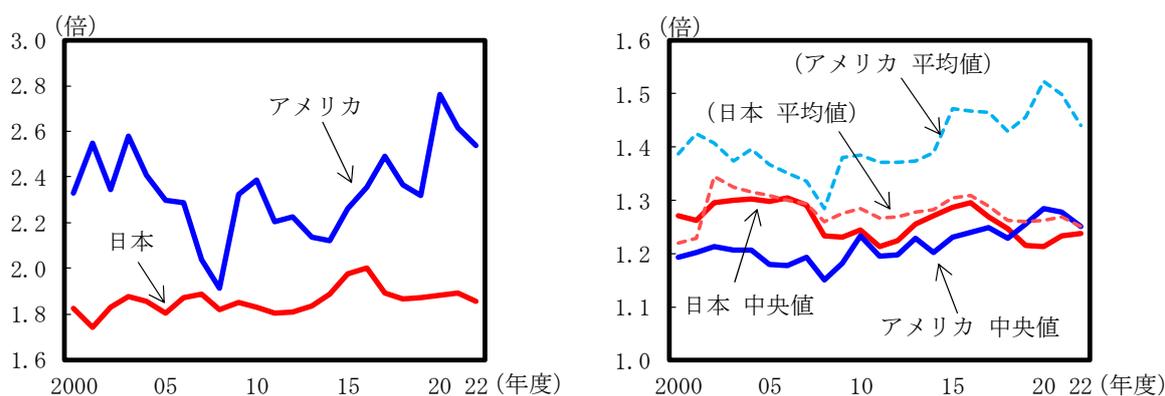
すなわち、アメリカ企業のマークアップ率の上昇は、一部企業の著しいマークアップ率の上昇にけん引されているという点もさることながら、中央値の上昇という意味で、より広範な企業における価格設定力の向上という側面によっても支えられてきたといえる。

### 第3-2-7図 日米企業のマークアップ率上位10%と中央値

アメリカ企業では上位10%の企業とともに、中央値のマークアップ率も近年上昇傾向

(1) 日米のマークアップ率上位10%

(2) 日米のマークアップ率中央値



- (備考) 1. 日経NEEDS、Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。  
2. 上位10%は、マークアップ率の90パーセンタイル値。  
3. (1)、(2)ともに全産業ベースで作成。  
4. (2)の破線は、第3-2-2図で示した日本及びアメリカの売上高加重平均値の再掲。

## 2 研究開発投資をはじめとする無形固定資産とマークアップ率の関係

これまでみてきたとおり、我が国の企業においては、上場企業等の連結ベースでも、アメリカ企業等とは対照的に、過去20年間程度においてマークアップ率は大きく変化してこなかった。では、なぜこのような状況が生まれたのか、また、マークアップ率はどのような要因によって高めることが可能であるのか。内閣府(2023)では、その手がかりを得るべく、研究開発投資をはじめとする無形資産投資

がマークアップ率と正の相関関係にあることを示し、無形資産への投資が価格設定力を確保するうえでも重要である点を述べた。以下では、今回使用した企業財務データベースから得られる範囲において、無形資産投資とマークアップ率との関係についてみていこう。

#### （日本企業の研究開発費の増加は、アメリカに比して限定的）

まず、研究開発費<sup>35</sup>のフローの動向を日米で比較していこう。2000年度を100とし、物価変動を割り引いた実質ベースの指数<sup>36</sup>でみると、研究開発費は日米企業ともに過去20年程度で増加しているが、アメリカ企業の増加が著しく、2022年度の水準は2000年度比で5.2倍となっている一方、日本企業においては2.0倍にとどまっている（第3-2-8図（1））。

次に、業種別に研究開発費の実質値を日米でみると、製造業では日米ともに増加がみられるが、産業計と同様、アメリカの伸びの方が顕著となっている。また、非製造業の研究開発費については、日本では、この20年間で3倍程度に拡大しているものの、その水準は製造業に比べても極めて小さい。これに対し、アメリカでは、非製造業の研究開発費がこの20年程度で10倍以上と極めて大きく増加し、製造業の水準とも遜色ない状況に達していることがわかる（第3-2-8図（2））。ここで、アメリカの非製造業の研究開発について内訳をみると、2022年度時点で、情報通信業が非製造業全体の7割弱、小売業が3割弱と大宗を占めており、同国における研究開発費の急拡大の主因となっている。情報通信業については、グローバルに展開するプラットフォーム企業を中心に、新たなオンラインサービスを生み出すための研究開発が積極的に行われ、結果として、アメリカ経済のデジタル化の進展をけん引してきた様子がうかがえる。また、小売業については、2010年代以降大きく増加しているが、上述したようにeコマースのリーディング企業がここに含まれており、同業種における研究開発費の拡大は当該個社要因となっている（第3-2-8図（3））。

このように、アメリカでは、企業が製品差別化や生産効率化、付加価値の向上のために製造業、非製造業ともに研究開発に積極的に取り組んできた一方、我が国においては、非製造業を中心として研究開発費が米国に比べて低く抑えられてきた。こうした企業の取組の違いが、マークアップ率の動向にも影響してきた可能性がある。

---

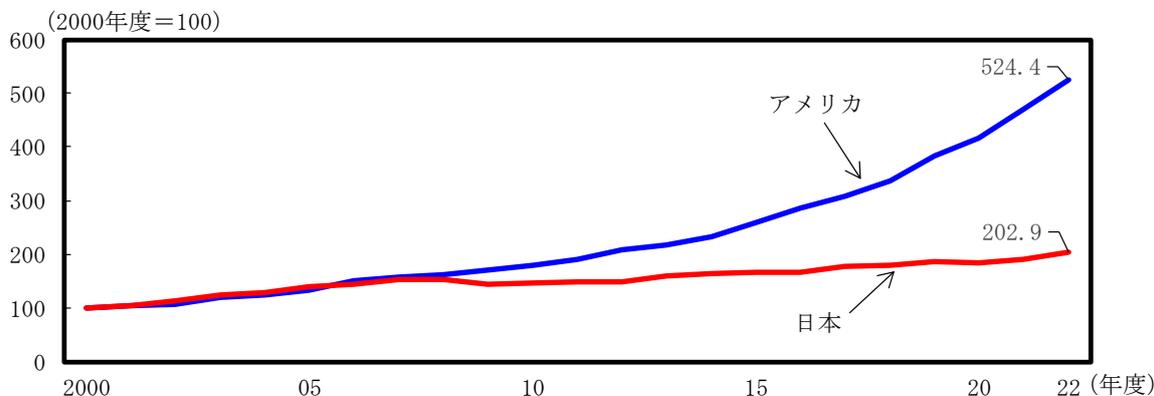
<sup>35</sup> 企業会計上、研究開発費とは、新しい知識や新しい製品・サービス・生産方法の発見、あるいは既存の製品等を著しく改良するために要した費用であり、国民経済計算（SNA）の国際基準（2008SNA）とは異なり、費用計上される。

<sup>36</sup> 実質化に当たっては、SNAベースの研究開発投資のデフレーターを日米でそれぞれ使用している（日本は、内閣府「国民経済計算」、アメリカはOECD Stat、アメリカ商務省のデータを使用。）。

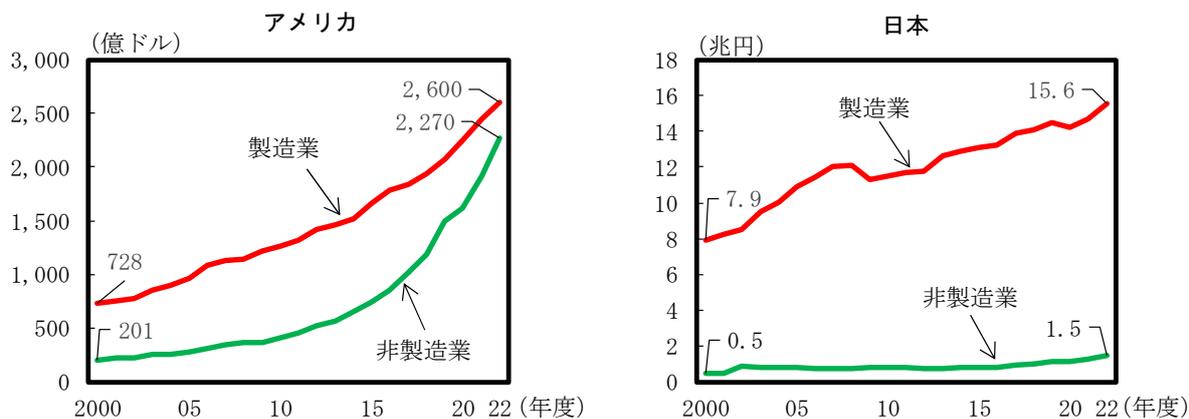
第3-2-8図 企業財務データからみた研究開発費の日米比較

企業の研究開発費の伸びは、日米間で大きな差。アメリカでは特に非製造業の増加が顕著

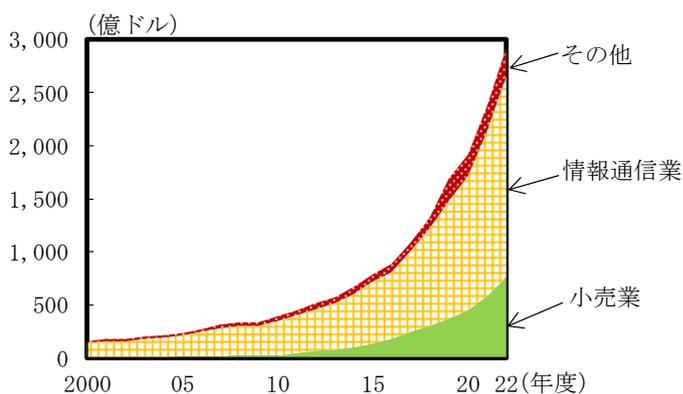
(1) 日米の産業計の研究開発費（実質値）



(2) 日米の業種別の研究開発費（実質値）



(3) アメリカの非製造業における研究開発費の詳細業種別内訳（名目値）



(備考) 日経NEEDS、Bureau van Dijk社“Osiris”、内閣府「国民経済計算」、OECD.Stat、アメリカ商務省により作成。  
日米ともに、知的財産生産物の研究・開発投資のデフレーターを用いて実質化（日本は2015年基準、アメリカは2012年基準）。

**（研究開発費以外の無形固定資産の規模・成長も、日本企業はアメリカ企業に劣後）**

次に、日米企業について、研究開発費以外の企業会計上の無形固定資産の動向を簡単に確認する。ここでは、日米の企業財務データを基に、無形固定資産ストックの有形固定資産ストックに対する比率（以下「無形固定資産比率」という。）を製造業、非製造業別に確認する（第3-2-9図）。ここでの無形固定資産は、主にコンピュータ・ソフトウェア、特許権、著作権、商標権等であり、のれん（営業権）については日米間の企業会計上の取扱いの違い<sup>37</sup>を踏まえ、日米ともに控除している。

製造業、非製造業に共通していえる点として、日米企業ともに、この20年程度の間、年を追って無形固定資産比率は高まっているが、アメリカ企業の方が日本に比べて上昇が顕著であり、かつ無形固定資産比率の水準が高いことがわかる。特許権が含まれており、上述した研究開発費を投下した成果としての側面もあるが、ソフトウェア投資がより旺盛に行われていることを反映しているといえる。このように、研究開発費を除く無形固定資産への投資もアメリカ企業の方がこの20年程度の間で積極的に実施しており、これが同国企業のマークアップ率の引上げにつながってきた可能性がみてとれる。例えば、Crouzet and Eberly (2019)は、アメリカの上場企業を対象に、企業会計上の無形固定資産ストックとマークアップ率の関係を推計し、IT関連を含むハイテク産業や医薬を含むヘルスケア産業等を中心に有意に正の関係があることを示している<sup>38</sup>。その背景として、大手企業による巨額の無形資産投資を通じた市場シェアの更なる向上、特許権取得やブランド化に伴う製品・サービスの差別化等により、企業の価格設定力が強まっている可能性が指摘されている。

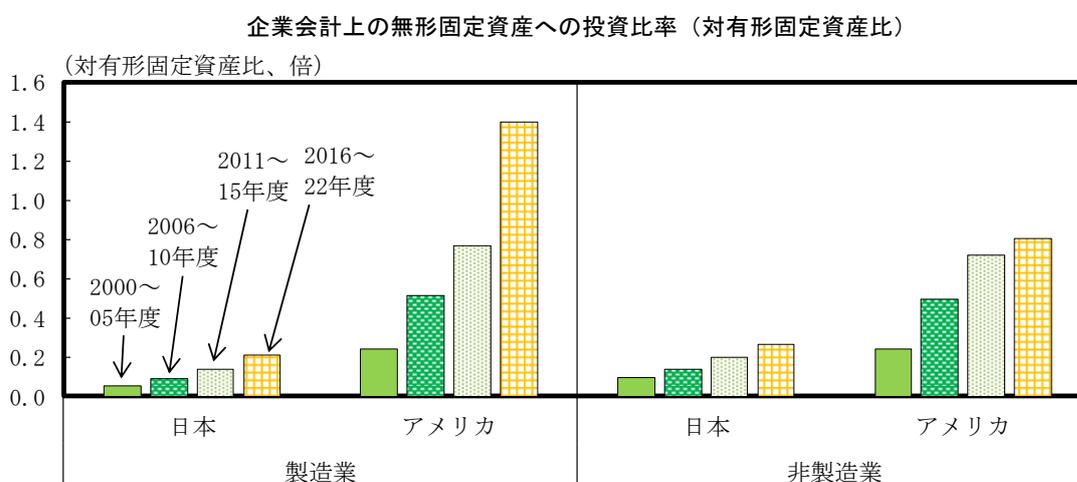
---

<sup>37</sup> 日本の会計基準では、のれんは償却資産（減価償却が認められる）であるのに対し、アメリカの会計基準では非償却資産（減価償却が認められない）となっているため、その資産額について直接の比較が困難である。

<sup>38</sup> 同文献では、企業会計上の無形固定資産として、研究開発費は含まれない一方、のれんが含まれている（アメリカ企業のみを分析対象としているため、のれんについて会計基準上の扱いの違いを考慮する必要がない）。

### 第3-2-9図 企業財務データからみた無形固定資産比率の日米比較

ソフトウェア等の企業会計上の無形固定資産への投資も、日本企業よりアメリカ企業が積極的



- （備考） 1. 日経NEEDS、Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。  
 2. ここでいう無形固定資産からは、日米の会計基準の違いを考慮し、のれんを除いている。  
 3. 無形固定資産比率は、無形固定資産（のれん控除後）を有形固定資産で除したものの。

#### （研究開発を含む無形固定資産投資は、マークアップ率とプラスの関係性）

以上の日米間の違いを踏まえ、さらに、研究開発を含めた無形固定資産（以下「広義の無形固定資産」という。）への投資が、マークアップ率とどのように関係しているのかをより正確に捉えるため、企業財務データ等から、De Loecker and Warzynski (2012)での推計方法を参考に、広義の無形資産投資がマークアップ率に与える影響を分析した。具体的には、労働や中間投入などの要素投入量、有形固定資産等をコントロールしたうえで、広義の無形固定資産ストックが1%変化した場合のマークアップ率の変化を推計した<sup>39</sup>。

推計結果をみると、日米企業のいずれにおいても、広義の無形固定資産への投資（ストックの増加）は、統計的に有意にマークアップ率に対してプラスの関係を有していることが確認できる（第3-2-10図）。これは内閣府（2023）における日本の単体

<sup>39</sup> 推計方法の詳細は、付注3-3を参照。ここで広義の無形固定資産ストックは、コンピュータ・ソフトウェア、特許権・著作権などの会計基準上の無形固定資産（のれんを除く）に、各年の研究開発費を恒久棚卸法により積み上げてストック化したものとの合計としてみている（実質ベース。実質化に当たってのデフレーターは無形固定資産については知的財産生産物ストック全体のデフレーター、研究開発費については知的財産生産物の中の研究・開発投資デフレーターを用いた）。本論でも述べたように、特許権は研究開発の成果でもあるため重複している面もあるが、企業会計上で資産計上されているもの（無形固定資産）と、費用処理されているもの（研究開発費）という違いがあることや、研究開発は特許とは関係なく知識資本の蓄積につながるという面があることから、ここでは単純に両者を合計したものをを用いた。

企業ベースの分析とも整合的な結果であり、研究開発をはじめとした無形固定資産への投資は、製品差別化や生産効率化、付加価値の向上を通じて、マークアップ率の向上につながるものと考えられる。

一方で、マークアップ率に対する広義の無形固定資産投資の係数を比較すると、日米間で大きく異なっており、全産業で見ると、アメリカの係数は日本の18倍程度大きい。このことは、アメリカでは日本に比べて、広義の無形固定資産への投資がマークアップ率の向上につながりやすいという可能性を示している。また、業種を分けてみると、製造業、非製造業いずれにおいても、アメリカ企業の方が、広義の無形固定資産の係数が大きい。製造業では係数の日米差が6倍程度であるのに対し、非製造業においては、日米差が20倍以上となっている。非製造業を中心に、日米企業間の広義の無形固定資産投資によるマークアップ率引上げ効果の違いが説明されることがわかる。このように、日本企業はアメリカ企業に比べ、インプットとして同じだけ研究開発等の無形固定投資を増やしたとしても、過去20年程度の経験則としては、こうした投資がマークアップ率というアウトカムにつながる程度が低いという意味において、投資の効率性が低くなっていることが示唆される。

こうした違いの背景については、様々な要因が考えられる。いわゆる研究開発効率が日本では低いという点については、例えば、内閣府（2022）では、日本の研究開発効率の低さの背景として、日本では研究者間の国際交流を含めてオープンイノベーションが不足していることや、産学連携の取組が遅れていること、特許出願数に比べて商標出願数が限定的で、研究開発の成果を事業化する取組が弱いこと等を指摘した。また、無形固定資産投資の生産性への影響という観点ではあるが、内閣府（2022）は、日本企業内においても、ソフトウェア投資の労働生産性引上げの効果は、教育訓練投資により積極的な企業では統計的に有意にプラスである一方、積極的でない企業ではソフトウェア投資の生産性引上げ効果が有意にみられないと指摘している。今回の企業財務データを用いた分析では、日米間の企業の人的資本投資の違いや、業務プロセス改革を含む組織資本の違いをみることはできなかったが<sup>40</sup>、八木・古川・中島（2022）等が仮説として示唆するように、日本は、アメリカに比べて人的資本や組織改革への投資の水準が低い中で<sup>41</sup>、ソフトウェアや研究開発投資の成果を収益に結び付ける力

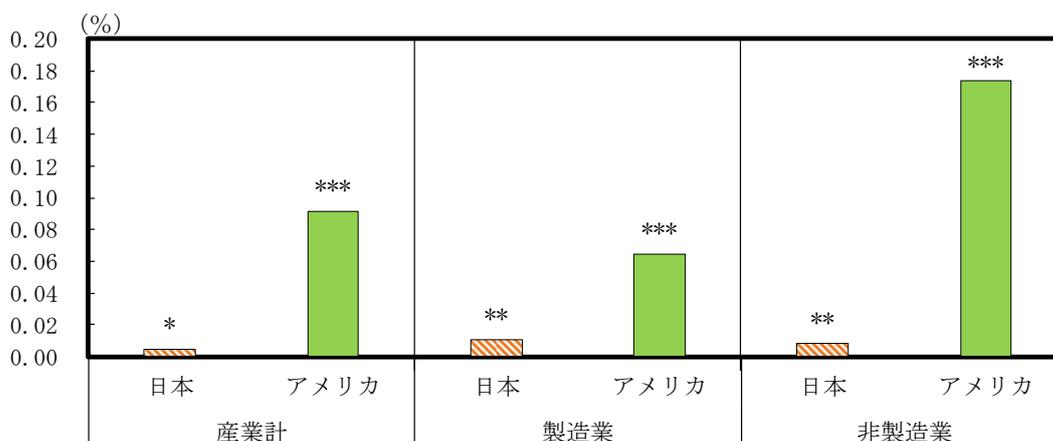
---

<sup>40</sup> 内閣府（2023）では、日本企業のマークアップ率分析の基礎データである「経済産業省企業活動基本調査」において能力開発費が利用できたことから、日本について、人的資本投資とマークアップ率とのプラスの関係を検証できたが、企業財務データベースではこうした教育訓練支出データを得ることができない。

<sup>41</sup> 内閣府（2023）等では、国際的な産業別の生産性データベースであるEU-KLEMS等を基に、日本は、コンピュータ・ソフトウェアや研究開発資産のGDP比はアメリカと比べて遜色ない一方、人的資本や組織改編等の経済的競争能力に係る資産の規模が小さいとの分析結果を示した。

が不足している可能性がある。

第3-2-10図 無形固定資産ストックが1%変化した場合のマークアップ率の変化率  
 研究開発等の無形固定資産投資はマークアップ率と正の関係。ただし、その効果はアメリカ企業の方が大きい



(備考) 1. 日経NEEDS、Bureau van Dijk社 “Osiris”により作成。  
 2. \*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意であることを示す。  
 3. 推計方法など詳細は付注3-3を参照。

**(マークアップ率を高めるには、無形資産の投資拡大と効率性向上の取組が重要)**

以上の分析や先行研究からの考察を踏まえると、我が国企業のマークアップ率が総じてみて低位で安定しているという現状に関し、広義の無形固定資産投資の規模、効率性の二つの側面から以下の点が指摘できる。

第一に、この20年程度において、日本企業は、研究開発やその他の無形固定資産を拡大させてきたものの、その程度はアメリカ企業に比べると限定的であった。このことは、SNAベースの民間企業部門におけるコンピュータ・ソフトウェアや研究開発等の「知的財産生産物」への投資額が、過去20年程度で、アメリカでは3.4倍に増加しているのに対し日本は1.3倍にとどまっていること、また、民間企業設備全体に占める知的財産生産物のシェアが、2000年代半ばに日米で3割弱と同程度だったが、その後アメリカでは特に2010年代後半に上昇し2022年には4割を超えるまで高まる一方、日本では依然として3割程度にとどまっていることから確認できる(第3-2-11図)。

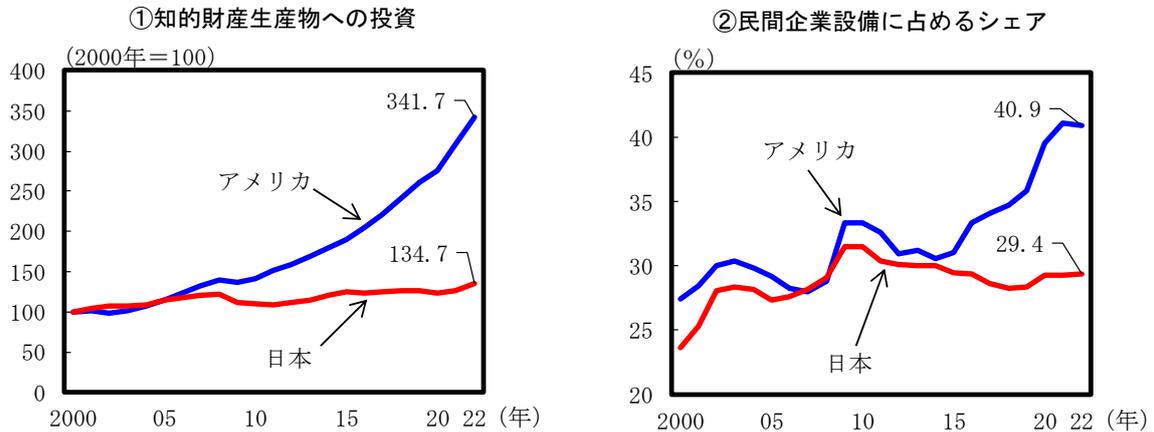
第二に、研究開発を含む無形固定資産投資によるマークアップ率向上の効果が、日本企業ではアメリカ企業に比べて著しく低いことが確認された。今回の分析だけでは確定的な結論は導けないが、先行研究の考察と合わせて考えると、研究開発やソフトウェア等の無形固定資産投資を拡大させるだけでなく、教育訓練等の人的資

本投資の強化や業務プロセス改革を伴う形で、投資の成果を企業の価格設定力、ひいては利益の向上に結び付けることが重要である。

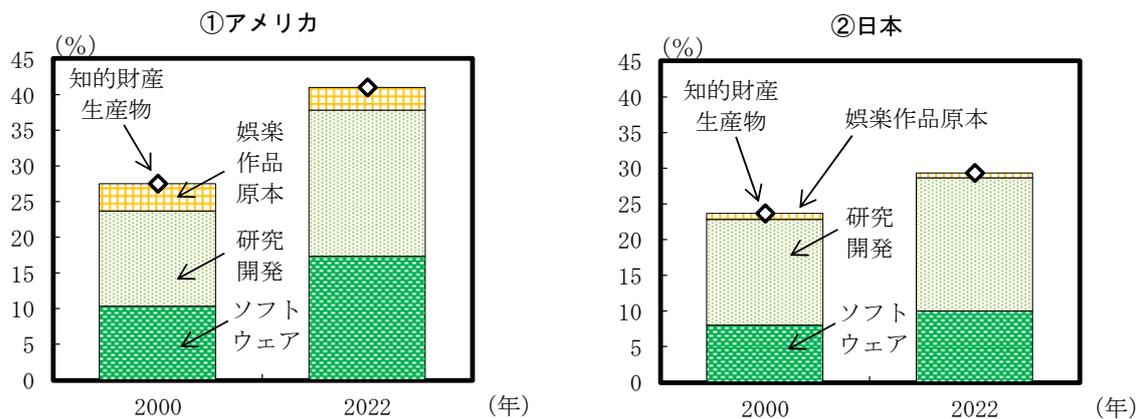
### 第3-2-11図 知的財産生産物への投資の日米比較（民間企業部門）

日本の知的財産生産物への投資は、過去20年間で、アメリカに比べ限定的

#### （1）知的財産生産物への投資



#### （2）民間企業設備に占める知的財産生産物のシェアとその内訳



（備考） 1. 内閣府「国民経済計算」、BEA“National Income and Product Accounts”により作成。  
 2. 知的財産生産物は、コンピュータ・ソフトウェア、研究開発、娯楽作品原本の合計。民間企業設備は、民間企業部門における総固定資本形成のうち住宅を除いたもの。

### 第3節 まとめ

我が国企業部門は、2023年に入り、業況感や収益が改善するなど総じて堅調である一方、そうした企業部門の好調さが、必ずしも賃金や投資に回っておらず、内需は力強さを欠いた状況にある。こうした姿は、デフレから脱却できず、諸外国に比して低成長が続いてきた過去四半世紀においても同様にみられてきた。本章では、こうした認識の下で、企業行動と今後の投資拡大に向けた課題について整理・分析した。

第1節では、過去40年間程度の我が国企業部門の動向を振り返り整理することにより、堅調な企業収益が設備投資や賃金の増加につながらず、本来は投資が貯蓄を上回る姿が正常である企業部門において、根強く貯蓄超過の状態が続いている背景等を分析した。企業の経常利益は、景気によって変動をしつつも、バブル崩壊後の約30年間でトレンドとしてみれば着実に増加してきたが、これらは主として、生産効率の改善等の企業の取組を受けた変動費率の低下、人件費等の抑制や過剰債務の解消等による支払利息等の減少といった固定費のコストカット、海外生産の拡大に伴う営業外収益の増加によってもたらされてきた。また、そうした得られた利益は、主として、利益剰余金の増加を通じた財務体質の強化、現金・預金の増加を通じた手元流動性の確保によるリスクへの備え、海外投資の拡大に用いられてきた。

その一方で、収益に比して人件費や国内での設備投資は長年にわたって抑制され、内需は伸び悩み、国内市場は低成長が続いてきた。国内設備投資は、バブル期の過剰感の反動もあり、バブル崩壊後から1990年代末頃まで大きく水準を切り下げたが、2000年代以降も非製造業を中心に総じて抑制された状態が続いている。その結果、1990年代末以降、我が国企業部門では投資が貯蓄を下回る貯蓄超過状態が恒常的となっており、その一貫性は主要先進国との比較においても際立っている。このように新規の設備投資が抑制されてきた結果、設備の老朽化が進み、潜在成長率に対する資本寄与度も大きく低下している。

こうした中、我が国の供給力強化のためには、国内設備投資の拡大が喫緊の課題となっているが、設備投資関数の推計結果では、企業の収益性や財務状況は設備投資に対して影響をもつことが確認できる。この点、企業が生産効率化や海外需要の取り込み等により売上高対比での利益率が過去最高水準となるなど収益力を高めてきたこと、自己資本比率が40%を上回る水準となるなど過去と比べて財務基盤を相当程度強化してきたこと、リーマンショック等の経済危機の経験を経て手元流動性を20%超まで高めてきたこと等は、今後の投資拡大に向けた前提条件が整ってきたという見方もできる。こうした強固で堅調な企業の収益・財務状況の下で、成長分野の投資を促す政策を着実に実行していくことにより、国内の期待成長率を高め、企業の国内投資の積極化につなげていくことが重要である。

第2節では、内閣府（2023）で扱った企業のマークアップ率について、その長期的推移、企業ごとの分布、産業別の動向、無形固定資産との関係といった点で、より検討を深める観点から、日米の企業を中心に、国際的な比較分析を行った。企業の価格設定力を示すマークアップを適切に確保することは、企業の収益力を高め、賃金引上げや投資の原資が確保されることを通じて、個人消費や設備投資の拡大につながり、これが企業の更なる売上増加に結び付く、という経済の好循環を生み出し、また、物価と賃金の持続的で安定的な上昇を目指していくうえで重要な鍵である。

連結ベースでの上場企業等を対象とした日米欧企業のマークアップ率に関する推計結果をみると、アメリカや欧州で近年、平均的なマークアップ率が上昇傾向であることと対照的に、日本企業のマークアップ率は、単体ベースで確認した内閣府（2023）と同様、過去20年間において大きな変化がみられない。このことは、日本企業の価格設定力が、欧米企業に比して相対的に低下していることを示している。日本企業とアメリカ企業のマークアップ率の分布を比較すると、日本では分布の山周辺に多くの企業が集中している一方、アメリカでは日本に比べ分布に広がりが見られる。また、これら企業の分布の長期的な変化をみると、相対的に低いマークアップ率の企業割合が低下し、相対的に高いマークアップ率の企業割合が上昇している点は日米で共通であったものの、日本では分布の山周辺の企業割合に変化がなく、このため全体的な分布構造にも変化がみられない。これに対し、アメリカでは分布の山の高さが切り下がり、より高いマークアップ率の企業割合が上昇して分布の広がりが増している。アメリカでは、先行研究でも指摘されているような、世界的に価格支配力を有する一部企業が著しくマークアップ率を高め、それが全体平均の上昇をけん引している姿を確認できるが、マークアップ率の中央値も緩やかな上昇傾向にあるなど、より広範な企業の価格設定力も向上していることが確認できた。

こうした日米企業のマークアップ率の動向の違いには、研究開発投資をはじめとする無形固定資産への投資への積極性が表れている可能性がある。内閣府（2023）では、無形固定資産への投資がマークアップ率と正の相関関係にあることを示し、無形固定資産への投資が価格設定力を確保するうえでも重要であることを述べているが、この点は、今回の財務データを用いた分析でも改めて確認ができた。すなわち、研究開発など無形固定資産への投資は、製品差別化や生産効率化、付加価値の向上を通じて、企業のマークアップ率の向上にもつながるものと考えられる。一方、日米で比較をすると、第一に、過去20年程度において、日本企業でも研究開発やその他ソフトウェア等の無形固定資産への投資は拡大してきたが、その程度は、アメリカに比べると限定的であり、第二に、無形固定資産の増加によるマークアップ率向上効果は、日本企業ではアメリカ企業に比べて著しく低い。日本のマークアップ率が相対的に低い水準で変化がみられないという現状を踏まえると、こうした無形固定資産への投資におけ

る規模と効率性の両面での課題が浮かび上がる。先述したとおり、企業の価格設定力の向上は、経済の好循環及び物価と賃金の持続的で安定的な上昇を実現するための鍵であり、こうした観点からも、研究開発を含む企業の無形固定資産投資、さらには、そうした投資の成果の社会実装を促進していくことが重要である。