

# 企業活動とお金の流れ

## ～資金不足による企業活動の制約リスクについて～

Corporate Activity and Flow of Money - Risk of Funds Shortage Limiting Corporate Activities

企業は従来、恒常的な資金不足の状態にあったが、最近では資金余剰の状態にある。これは、好調な企業利益を背景に内部資金調達額が潤沢であるうえ、バブル崩壊後、短期資金を中心に資金需要が弱まったことが原因である。資金需要は経済規模や企業規模と比較してもバブル崩壊後に急速に弱まっており、景気拡大が続き、企業のバランスシート調整が終了したにもかかわらず、資金余剰の状態が続いている。このため、企業の内部留保が膨らんで自己資本比率の上昇が続き、ROEが伸び悩む原因となっている。

もっとも、最近になって企業の資金余剰幅は、やや縮小してきている。さらに、これまでは資金が余剰の状態にあった家計で貯蓄率の低下が続いている。このため、将来的に企業が資金不足に陥った場合に、企業が必要な資金を調達できず、経済成長の阻害要因になるのではないかという懸念がある。

家計の貯蓄率低下の要因をみると、消費性向の高い高齢世帯の増加による影響は着実に寄与しているものの、実はそれほど大きくない。むしろ、バブル崩壊後の賃金・雇用環境の悪化や金利低下による財産所得の受取の減少が家計の可処分所得に大きな打撃を与えている。家計にとって貯蓄を減少させるこれらの要因は、実は企業にとっては逆にコストの削減を通じて企業の利益を膨らませ、内部資金調達を押し上げる要因である。

将来的に企業の資金余剰額が縮小し、資金不足に陥ったとしても、それが金利の上昇、配当金支払額の増加、雇用者報酬の増加といった家計にとって貯蓄を拡大させる要因による部分が大きければ、企業が資金調達難に陥るリスクは小さく、経済成長の阻害要因になるといった懸念は小さいと考えられる。



In the past, corporations were in a perpetual state of a shortage of funds, but recently they have been in a state of a cash surplus. This is due to the weakening of the demand for funds, particularly with respect to short-term funds, since the bursting of the bubble economy, in addition to the abundance of internally generated funds supported by strong corporate profits. The demand for funds relative to the size of the economy and the size of the companies has been rapidly weakening since the bursting of the bubble. Thereafter, the economy continues to expand and balance sheet adjustments have run its course, but the condition of a funds surplus continues. As a result, the internal retention has been increasing and the shareholder's equity ratio continues to rise, causing sluggish improvements in return on equity (ROE).

That being said, there has been some recent shrinkage in the margin of corporate cash surpluses. Furthermore, a decline in the savings rate of households, the primary supplier of funds, continues. As a result, there is concern that should corporations experience funds shortages in the future, corporations would be unable to raise the necessary funds and become an impediment to economic growth.

In terms of factors for the decline in the household savings rate, while the impact of an increase in elderly households, which have a high propensity to consume, has made steady contributions, in reality it has not been that significant. Rather, the decline in the receipt of property income due to the deterioration of the wage and employment environments, and the decline in interest rates since the bursting of the bubble economy have had a significant impact on disposable household income. For households, such factors causing a decline in savings actually have bloated corporate profits through the reduction of costs, and have become a cause in expanding the internal generation of funds.

In the future, when the corporate funds surplus shrinks and corporations fall into a funds shortage, if this leads to higher interest rates, increased dividend payments, and an increase in employee compensation, all of which will lead to expansion of savings for the households, the risk of corporations experiencing difficulty in raising funds will be low, and the concern that it would become an impediment to economic growth would be small.

# 1 | はじめに

家計の貯蓄率の低下が続き、政府の資金不足が恒常化している状況下においても、企業は手元資金が潤沢であるため設備投資への障害は生じておらず、依然として有利子負債を圧縮する動きを続けている。

しかし、さらに資金需要が高まった際には、企業に十分に資金が行き渡らず、経済成長の阻害要因になるのではないかという懸念がある。というのも、このところ企業の資金余剰幅がやや縮小してきていることに加え、資金の主たる供給者である家計で貯蓄率の低下が続いているためである。

企業の資金動向については、賃金の支払いや家計の消費支出を通じて、家計の資金の動向との関係が深い。そこで本稿では、企業が将来的に資金不足に陥る可能性はないのか、特に家計との関係について考えてみた。

# 2 | 企業部門の資金過不足の動き

企業の資金の過不足は、国民所得統計（SNA統計）、法人企業統計、資金循環統計などで把握することができる<sup>1</sup>。企業は長らく貯蓄を超える投資を行い、資金の不足分は他の部門（主として家計部門）からの借入れによって賄っていたが、90年代に入って徐々に不足幅が縮小し、2000年度以降は概ね資金余剰の状態になっている

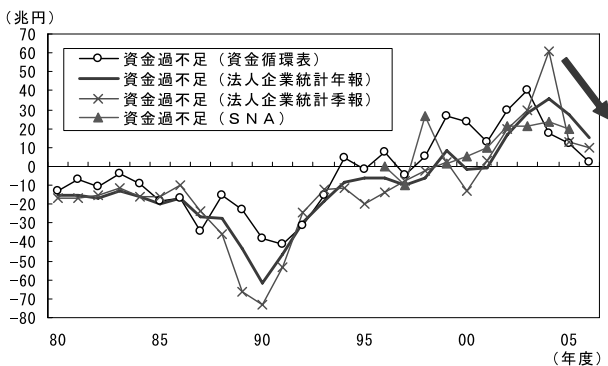
（図表1）。

しかし、法人企業統計（季報および年報）、資金循環統計ともに2005、2006年度と2年連続で余剰幅が縮小している。企業部門以外の経済主体の資金過不足の状況（資金循環統計）をみると（図表2）、一般政府では不足状態（財政赤字）が続いており、短期的に資金余剰に転じることは難しい。また、金融、民間非営利団体（NPO）では、その性格上、資金の過不足が大きくいずれかに偏ることはない。

海外との関係では、資金の流出額が流入額を上回る状態（海外部門の資金不足の状態）にある。国内での資金不足に対応するため、将来的には海外からの資金に頼らざるを得ない状態（資本収支が黒字の状態）<sup>2</sup>になる可能性はある。しかし、資金の流出超過額は最近ではむしろ拡大傾向にある。

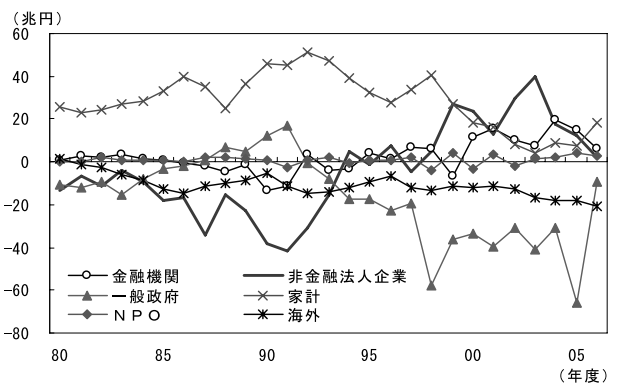
一方、かつては資金余剰幅が大きかった家計では、近年、資金余剰幅が急速に縮小してきた。このため、企業部門の投資意欲が高まり、資金不足に転じたときに、家計が資金の供給元にならず、企業の資金調達が難しくなるのではないかと懸念がある。もっとも、2006年度は家計の資金余剰幅が拡大しており、資金余剰幅の縮小傾向に歯止めがかかってきた可能性もある。このまま資金余剰幅が再拡大してくれば、企業の資金需要の高まりにも対応することができる。

図表1 企業部門の資金過不足の状況



注：法人企業統計の資金過不足は手元流動性（現預金・一時保有有価証券）－資金調達額で計算  
出所：財務省「法人企業統計年報」、内閣府「国民経済計算年報」

図表2 各経済主体の資金過不足の状況



注：非金融法人企業は民間企業で公的企業は含まない  
出所：日本銀行「金融経済統計月報」

以上のように考えると、企業の資金動向は、企業の資金需要の強さに加え、家計の資金余剰額の行方に左右されるところが大きそうだ。そこで、まず企業が資金余剰となり、さらに足元で余剰幅が縮小してきている理由について、企業の資金需要・調達動向から考えてみよう。

### 3 | 企業活動におけるお金の流れ

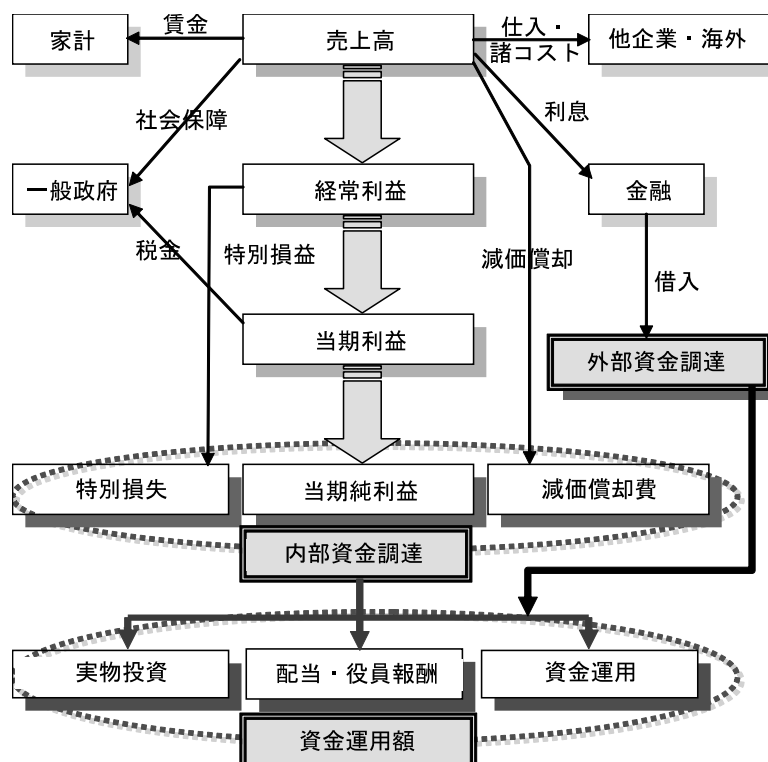
企業活動におけるお金の流れをみてみると、企業の損益計算書（P/L）上の利益と獲得したキャッシュの金額が、実は一致しないことがわかる。企業は営業活動を通じて、基本的には売上という形でキャッシュを手に入れる（図表3）。この売上から家計部門に対して賃金を支払い、政府部門には社員の社会保障料（年金、健康保険などの福利厚生）を支払い、金融部門に借入利息を支払う。さらに、仕入れや諸コスト（販売管理費など）を同じ非金融法人部門や海外部門に支払う。最後に減価償却費を差し引いたものが経常利益（実際には受取金利・配当といった営業外利益を加える）となるが、償却にはキャッ

シュの支払いが発生しないため、この段階で企業が獲得したキャッシュは経常利益に減価償却費を加えた金額となる。

経常利益に特別利益（資産売却益など）を加え、特別損失（資産売却損や評価損の処理）を差し引いたものが当期利益になる。当期利益から政府部門に税金を支払い、当期純利益が求められる。この純利益に、キャッシュの支払いが発生していないが利益から控除されている減価償却費、特別損失、引当金などを加えたものが、企業が得たキャッシュフロー（内部資金調達額）となる。

この内部資金調達額に借入や増資などで調達した外部調達額が、企業の手元にあるキャッシュである。企業は手元キャッシュを設備投資などの実物投資や配当金や手元資金などに分配する。なお、設備投資などの実物投資<sup>3</sup>は、費用項目ではないため損益計算書には反映されず、バランスシートの資産サイドにおいて、有形固定資産が増加すると同時に同額のキャッシュが減少する形でバランスする。

図表3 企業活動における資金の流れ



図表4 資金需要と資金調達の関係（資金運用表）

◆ 資金需要
① 長期資金需要
(1) 設備投資
(2) 投融資
② 短期資金需要
(1) 在庫投資
(2) 企業間信用
(3) その他流動資産増減
(4) 手元流動性
◆ 資金調達
① 外部資金調達
(1) 借入金
(2) 社債
(3) 増資
② 内部資金調達
(1) 減価償却費
(2) 内部留保（当期純利益など）

企業が調達した金額と、その配分先である資金需要額とは最終的に等しくなるが、その内訳は上記の資金運用表のとおりである（図表4）。資金需要については、その性格に応じて長期資金需要（バランスシートの固定資産の増減に相当）と短期資金需要（同様に流動資産の増減に相当）に区分される<sup>4</sup>。なお、短期資金需要のうち手元流動性は、現預金や短期金融商品など現金への換金が容易な項目であり、資金の過不足はこの増減（預金の取り崩し、預金の積み上げ）で調整される。

## 4 企業の資金調達動向

### (1) 利益の増加が内部資金調達を拡大させる

企業は、売上で得たキャッシュをどのように配分して、内部資金調達額を稼いでいくのか。図表3の流れを具体的にみてみよう。

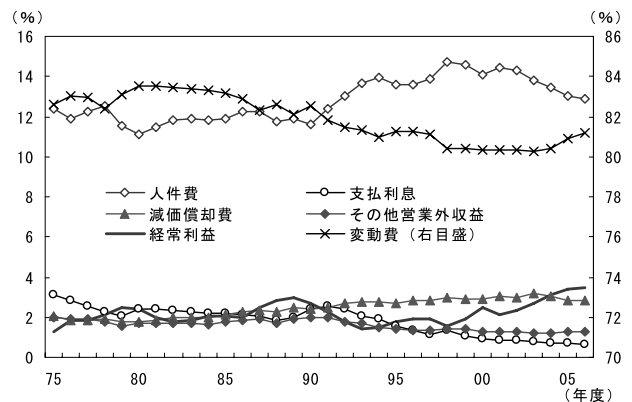
損益計算書の諸要素のうち、売上高に占めるシェアがもっとも高いのが原材料・部品の購入、商品の仕入れなどに必要な費用である変動費<sup>5</sup>である（図表5）。変動費のシェア（売上高変動費比率<sup>6</sup>）は、付加価値の高い商品・サービスの製造・販売、国際商品市況の低下、円高の進展などを通じて80年代前半をピークに低下傾向を続け、2003年度までは低水準で推移していた。売上高変

動費比率の低下は手元キャッシュの増加の要因となる。もっとも、最近では国際商品市況の上昇の影響によって、売上高変動費比率は上昇してきているが、それでも90年代前半と比べると低い。

次にシェアが大きいのが人件費である。人件費の推移をみると、90年代半ばまで増加した後は、企業の人件費抑制スタンスによって横ばいで推移し、2001年度から2003年度までは減少が続いた（図表6）。しかし2004年度以降は、1人当たりの賃金が伸び悩む中、雇用者数が増加することによって人件費が再び増加に転じている。もっとも、売上高に占めるシェアでは低下が続いており、人件費の抑制は引き続きキャッシュフロー増加に寄与している。

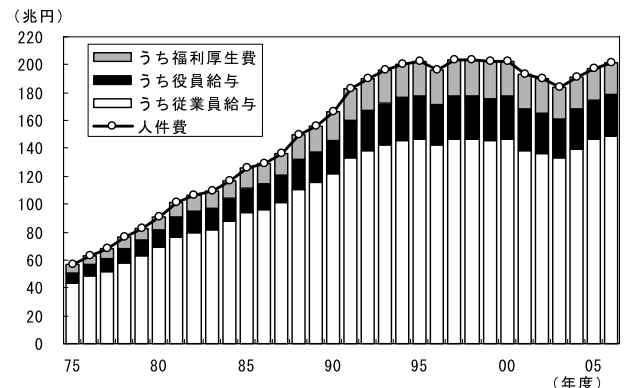
売上高に占める支払利息のシェアの低下もキャッシュ

図表5 売上高に占める損益計算書の諸要素の動向



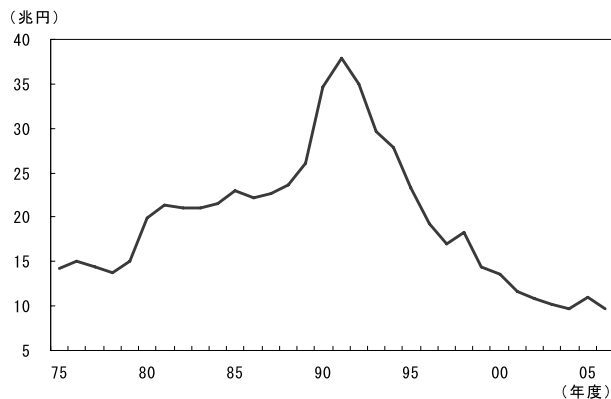
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表6 人件費の推移



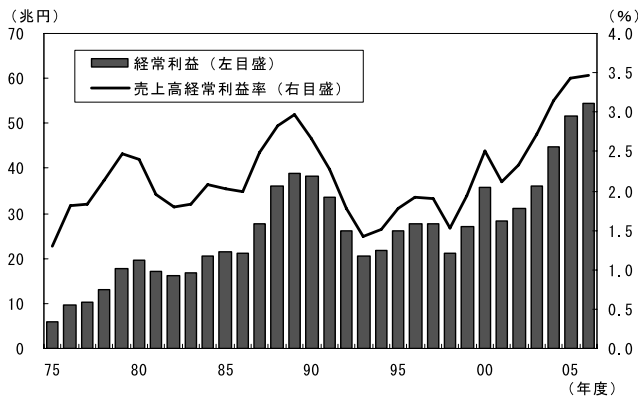
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表7 支払利息の推移



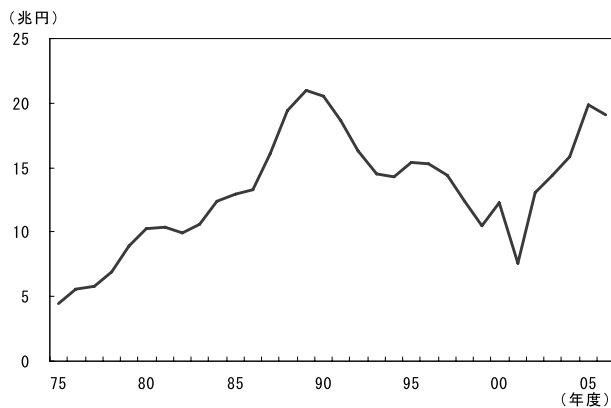
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表8 売上高経常利益率と経常利益の推移



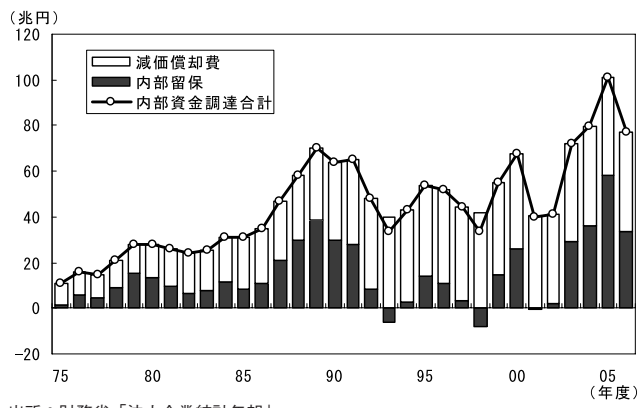
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表9 法人税、住民税および事業税の納税額の推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

図表10 内部資金調達の内訳



出所：財務省「法人企業統計年報」

フローの増加に寄与している。支払利息は、金利の低下、有利子負債の圧縮を受けて91年度をピークに大きく減少した。2005年度になって減少に歯止めがかかってきたが、それでもピーク時と較べると30兆円近くも減少し、キャッシュフローの増加に大きく貢献してきた（図表7）。

このように、売上高から変動費、人件費、支払利息などのコストに使用されるキャッシュのシェアが低下してきたため、売上高に占める経常利益の割合である売上高経常利益率が上昇してきた。売上高経常利益率は、1989年度に2.98%まで上昇した後、1993年度に1.43%に低下したが、その後上昇基調に転じ、2006年度には3.47%にまで上昇している（図表8）。また、経常利益の金額も、売上高経常利益率の動きと同様、1993年度を底に増加に転じており、2006年度まで5年連続で増加し、うち3年連続で過去最高益を更新中で

ある<sup>7)</sup>。

経常利益に特別利益を加え、特別損失を引いて当期利益が求められるが、さらにそこから法人税、住民税、事業税などを支払ったものが税引き後の当期純利益となる。支払税額の推移をみると、2001年度を底に増加基調にあるものの1988～1990年度の水準と較べると少なく、当時と較べて当期純利益を押し上げる効果を果たしている（図表9）。これは法人税率が低下していることに加え、バブル期の負の遺産である多額の繰越欠損金が依然として存在しているため支払い額が抑制されているものと考えられる<sup>8)</sup>。

こうして得られた当期純利益に、キャッシュの減少を伴わないが費用として利益から控除されている引当金などを加えて内部留保が求められ、さらに減価償却費を加えて内部資金調達額が求められる。内部資金調達額は、



好調な企業業績を受けた内部留保の増加によって2003年度には過去最高額を記録し、その後も高水準を維持している（図表10）。

**(2) 返済が進む外部資金調達**

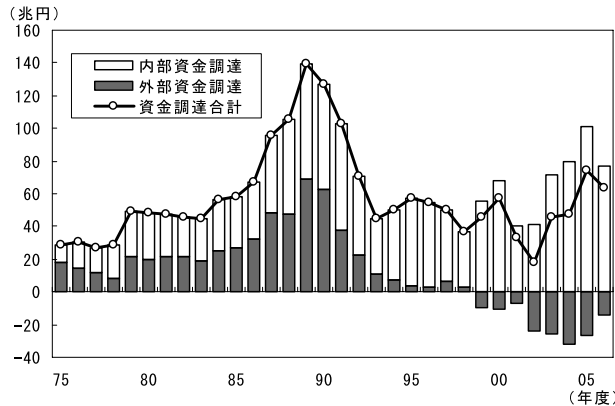
もう一方の資金調達手段である外部資金調達は、内部資金調達と対照的に1999年度以降、8年連続で減少している（図表11）。

外部資金調達の内訳をみると、借入金の減少が継続するとともに、2002年度以降は増資<sup>9</sup>による資金調達が落ち込んでいる。増資の落ち込みは資本金の減少が原因であるが、これは減資を行った企業があったことに加えて、自己株式の買い取りによる自己株消却の動きがあったためと考えられる（図表12）。

なお、外部資金調達のうち長短借入金、受取手形割引残高の合計が間接調達額であり、社債に株式の発行に伴う資金調達額<sup>10</sup>を加えたものが直接調達額である。企業の資金調達における直接調達の割合は上昇基調にあるが、中でも90年代後半から上昇ペースが速くなっており、足元ではすでに3分の1を越えている（図表13）。もっとも、これは間接調達額が減少しているためであり、直接調達額の増加ペースは実際には緩やかなままである（図表14）。

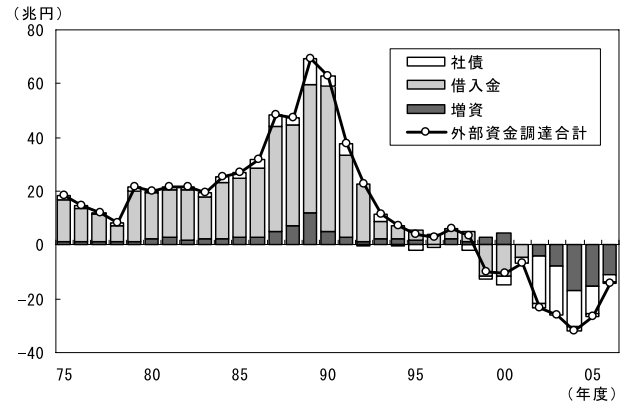
間接調達額が減少してきた主な理由は、バブル期に膨らんだ有利子負債残高<sup>11</sup>を削減する動きが進んだためである。もっとも、企業の債務の返済能力との比較で考えると、すでに十分に削減されている可能性がある。図表15は、1年間に企業が生み出すキャッシュフローの何倍

図表11 資金調達の推移



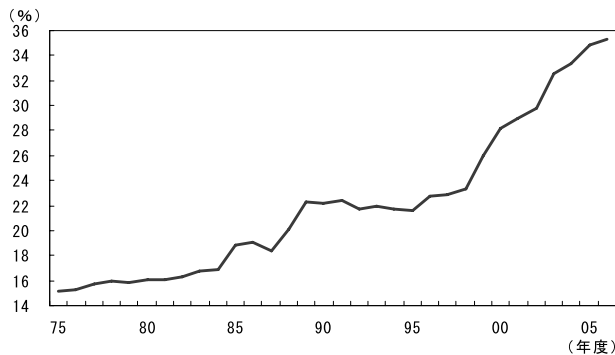
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表12 外部資金調達の内訳



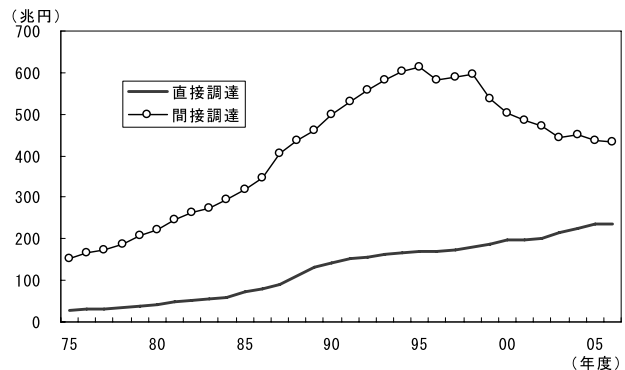
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表13 直接調達比率の推移



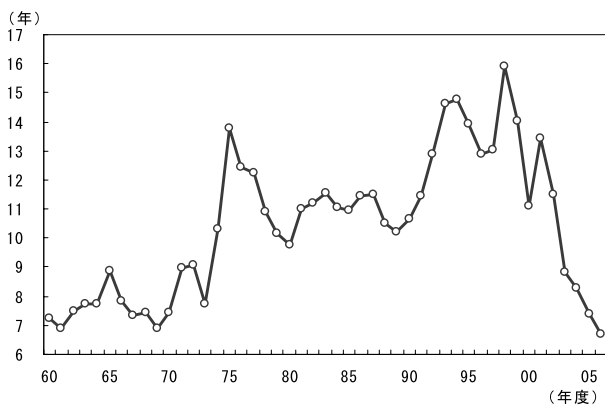
(注1)：直接調達÷(直接調達+間接調達)×100  
 (注2)：直接調達は社債+抛出资本(資本金+資本余剰金)、間接調達は長短借入金+手形割引残高  
 出所：財務省「法人企業統計年報」

図表14 直接、間接調達額の残高推移



注：直接調達は社債+救出資本(資本金+資本余剰金)、間接調達は長短借入金+手形割引残高  
 出所：財務省「法人企業統計年報」

図表15 債務償還年数の推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

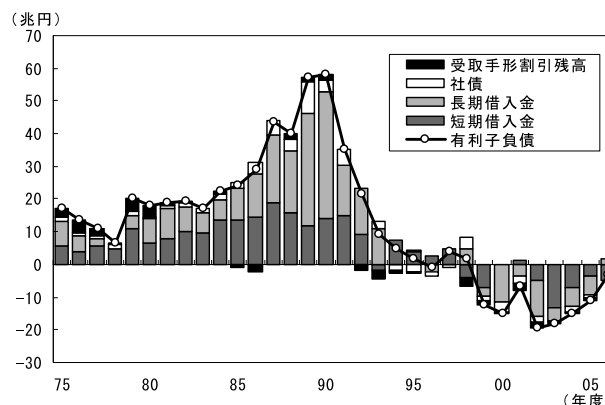
まで有利子負債があるかを示す債務償還年数の推移である。バブル崩壊後に企業業績が悪化し、キャッシュフローが減少したことを原因に、債務償還年数は98年度まで上昇した。その後、企業の有利子負債の削減努力に加え、企業業績が改善してキャッシュフローが増えたことから低下に転じ、足元ではすでに1960年代以来の低水準となっている。

不要な資産と過剰な債務を両建てで削減するという企業のバランスシート調整は、バブル崩壊後に一気に始まったわけではない。有利子負債は、90年代半ばよりすでに減少した年もあるなど、増加ペースは明らかに鈍っていたが、本格的に減少に転じたのは99年度からである（図表16）。

バブル崩壊によってまず影響を受けたのは、時価ベースの総資産であった。一方、簿価ベースの総資産はバブル崩壊後もしばらく増加が続き、これに見合う形で負債・資本サイドでも有利子負債や資本が拡大した。しかし、時価と簿価でみた総資産の乖離が広がるにつれて、90年代中ごろになると総資産（簿価ベース）とそれに見合う有利子負債の拡大は難しくなってきた。

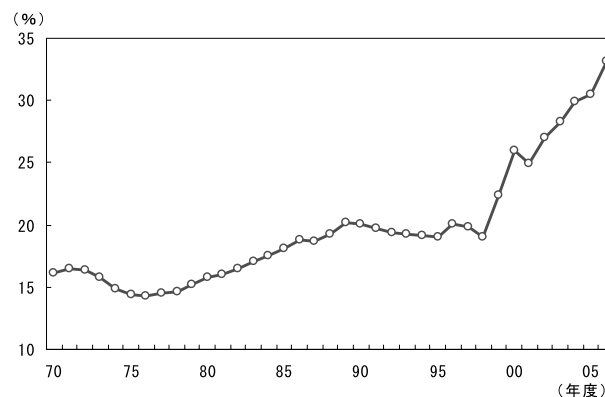
さらに、97～98年の金融システム不安の高まりを背景に金融機関の貸出姿勢が厳しくなったことは、企業による資産と有利子負債圧縮の動きに拍車をかける一方で、内部留保の蓄積や新規の資本調達によって資本の増強を促した。金融危機の時期を経験したことがきっかけとなって、なるべく借り入れを減らして自己資本を充実させ

図表16 有利子負債の増減推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

図表17 自己資本比率の推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

たいというインセンティブが企業に働いた可能性があり、総資産のうちどれだけ自己資本で賄っているかを示す自己資本比率は、98年度以降は上昇ピッチが急速に高まっている（図表17）。

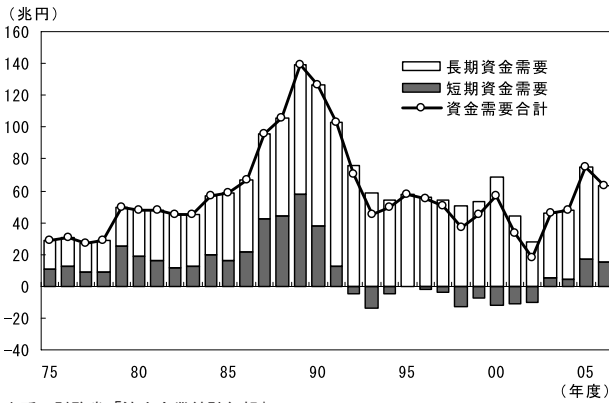
## 5 | 企業の資金需要の動向

### (1) 高まってきた短期資金需要

これまで企業の資金調達の状況のみをみてきたが、今度は企業の資金調達行動の背景にある資金需要の動向についてみていこう。

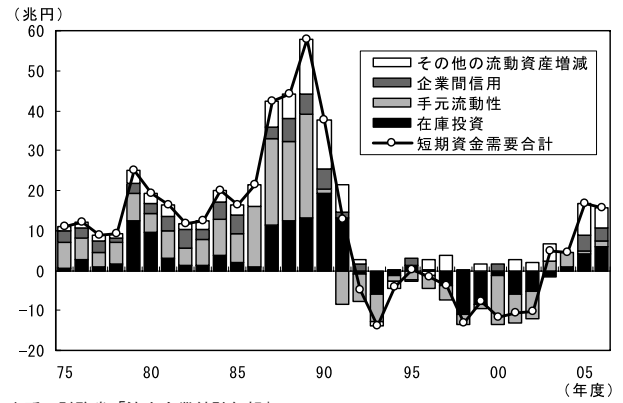
企業の資金需要は、80年代後半から90年代初めのバブル期に、特に短期資金を中心に旺盛となった（図表18）。しかし、バブル崩壊後はこれらの需要は落ち込み、全体の資金需要も大きく減少した。一方、設備投資を中心とした長期資金需要は、バブル期に増加しその崩壊後は減

図表18 企業の資金需要動向



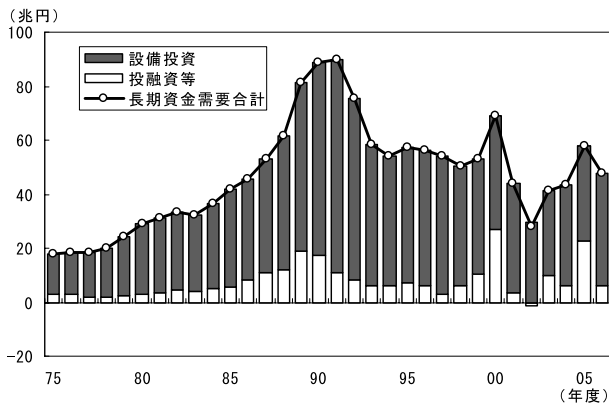
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表19 短期資金需要の内訳



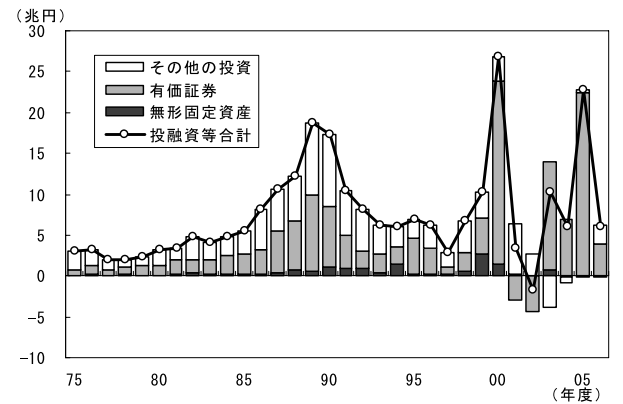
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表20 長期資金需要の内訳



出所：財務省「法人企業統計年報」

図表21 投融資などの内訳



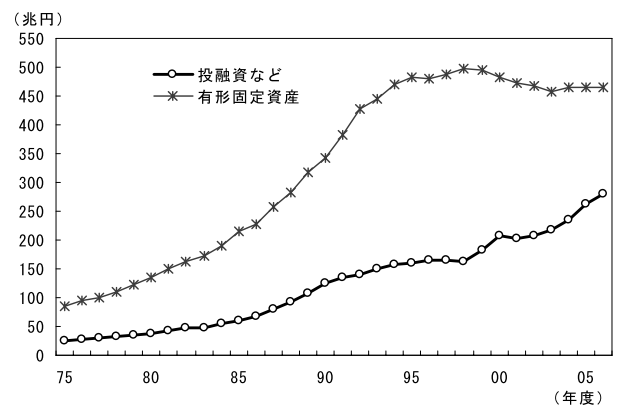
出所：財務省「法人企業統計年報」

少に転じたが、比較的底固く推移している。

最近では、2002年度を底にして再び資金需要が強まってきているが、これは、短期運転資金の需要が増加したことが主な要因である。短期資金需要は、92年度から2002年度にかけては95年度に一時的に増加した以外は一貫して減少基調にあった（図表19）。バブル崩壊直後には、不要な現預金を圧縮する動きが始まり、手元流動性が減少したことが資金需要の落ち込みの主因となった。さらに、売上高が低迷し、転売目的のための不動産投資が減少したことなどを中心に在庫投資も落ち込んだ。

不要な手元流動性の圧縮と在庫投資の抑制はその後も続いたが、2003年度以降は手元流動性が、2004年度以降は在庫投資が増加に転じ、短期資金需要全体も2003年度以降は増加が続いている。景気が回復し売上高が伸びるにともなって、運転資金需要が高まってきた

図表22 有形固定資産と投融資などの残高推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

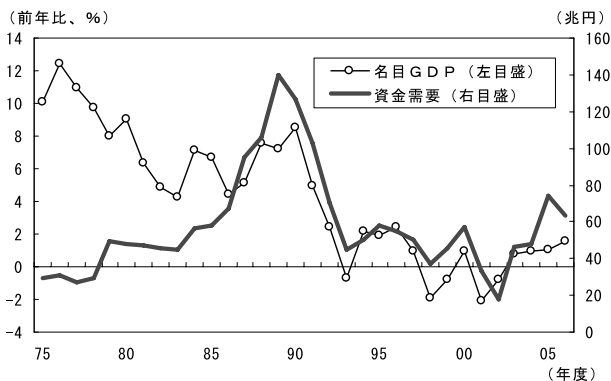
ためである。また、企業業績が改善し、信用力も高まってきたことから、一時は落ち込んでいた信用取引も増加してきており、短期資金需要の押し上げに寄与している。

(2) 安定的な長期資金需要

長期資金需要も、バブル期に行われた過剰投資の反動

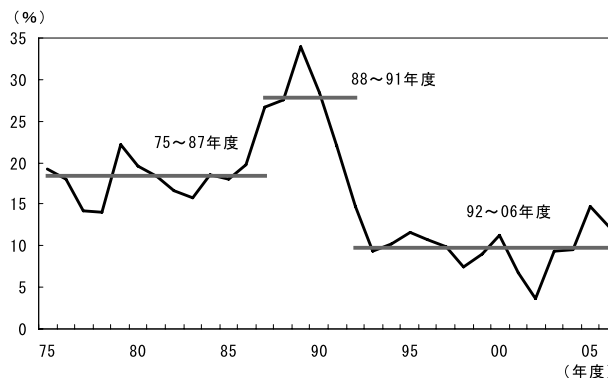


図表23 名目GDPの伸び率と資金需要動向



出所：内閣府「国民経済計算年報」、財務省「法人企業統計年報」

図表24 経済規模に対する資金需要の大きさ



注：資金需要÷名目GDP×100  
出所：内閣府「国民経済計算年報」、財務省「法人企業統計年報」

もあって、バブル崩壊後は落ち込んだ（図表20）。もっとも、必要な投資については絞り込むものにも限界があり、長期資金需要は短期資金需要ほど急激に落ち込んだわけではなく、常に一定の需要が存在していた。

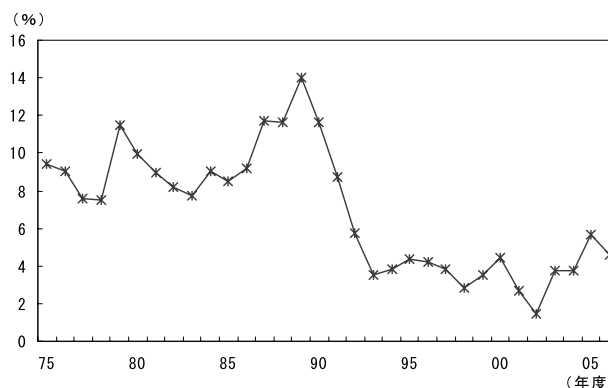
長期の資金需要の内訳をみると、年度によってばらつきがあるが、90年代と較べると投融資が占める比率が最近では高まってきている。さらに投融資の内訳をみると、長期保有の有価証券（固定資産）の増加が中心である<sup>12</sup>（図表21）。これは、最近のM&A、同業他社との合併会社への出資など、企業の投資行動の変化を反映したものと考えられる。投融資が活発化した結果、固定資産のうち機械や構築物といった有形固定資産の残高がピークアウトしている半面、投融資などの残高は増加が続いている（図表22）。

### （3）経済成長と資金需要の関係

経済規模が堅調に拡大すれば必要な資金も増加するが、拡大ペースが鈍れば資金需要も伸びなくなる。企業の資金需要は、経済規模の拡大に伴って増加し、バブル景気のころにピークに達したが、その後経済成長率が低くなってくと急減している（図表23）。

ただし、経済規模に対して、常に資金需要が一定の割合で発生するわけではない。そこで、経済規模（名目GDP）に対する資金需要の割合をみてみると、その水準の違いから3つの時期に分けることができる（図表24）。1つは、第一次オイルショック後、経済が安定成長期に

図表25 企業規模に対する資金需要の大きさ



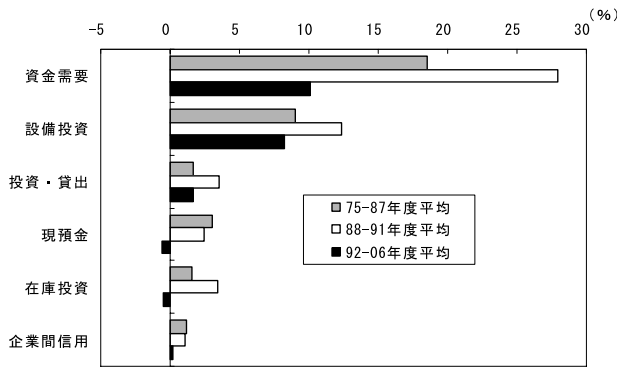
注：資金需要÷総資産×100  
出所：財務省「法人企業統計年報」

入った75～87年度であり、企業の資金需要は名目GDPの2割弱程度で安定している。88～91年度のバブル期にはこれが20%台後半まで増加する。経済規模に対して短期間のうちに資金需要が高まっており、資金需要が強過ぎる状態であった可能性が高い。バブル崩壊後の92～2006年度は10%程度まで急低下する。安定成長期であった75～87年度の水準と比べても大きく下回っており、バランスシート調整の動きにより資金需要が急速に減少したと考えられる。

また、企業規模との比較においても、同様の傾向が見られる。図表25は企業の総資産に対する資金需要の割合をみたものであるが、93年度にかけて急低下した後は、低水準での推移が続いている。

しかし、2005、2006年度は、経済規模、企業規模

図表26 資金需要の時期別の寄与度（対名目GDP比）



出所：財務省「法人企業統計年報」

いずれに対する比率も、それまでの平均からやや高くなっている。バブル崩壊後の平均的な資金需要の大きさから、新たな段階に移ってきた可能性があり、今後、経済規模や企業規模に比べて資金需要がさらに高まってくることも考えられる。

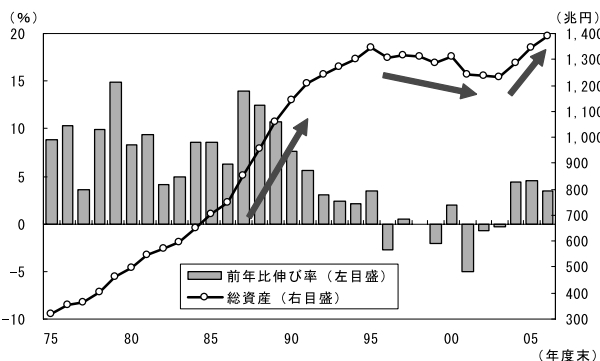
なお、以上の3つの時期における資金需要動向の内訳をみると、設備投資、在庫投資を中心にバブル期に上昇し、崩壊後に低下していることがわかる（図表26）。また、現預金、在庫投資は、バランスシート圧縮の動きからバブル崩壊後は減少に転じている。

## 6 企業における資金のバランス

### (1) 資金の過不足が発生する要因

以上みてきた資金需要と資金調達との金額は一致しているが、企業部門では資金不足や資金余剰が発生する。これは、どういう状況を指しているのだろうか。具体的な

図表27 企業の総資産残高の推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

例を挙げて確認してみたい。

80年代後半以降の企業の資金の調達・運用状況は、その特徴から、①バランスシートの拡大ペースが増した時期（87年度～91年度）、②バランスシートの拡大ペースが鈍った後、縮小に転じた時期（96年度～2003年度）、③バランスシートが再拡大してきた時期（2004年度～2006年度）の大きく3つの時期に分類できる（図表27）。それぞれの時期の代表的な年度の状況は以下のとおりである。

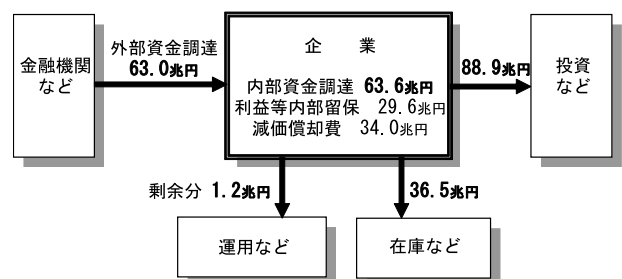
#### ① バランスシート拡大の時期（1990年度）

1990年度は、旺盛な投資（88.9兆円）と在庫の仕入れや転売目的も含めた不動産購入などを中心とした資金需要（36.5兆円）を、景気の拡大を背景にした高利益によって得られた内部調達（63.6兆円）と金融機関などからの外部資金調達（63.0兆円）によってまかない、手元資金など（1.2兆円）を若干積み増している<sup>13</sup>（図表28）。企業のバランスシートが急速に拡大していった時期であり、企業は大幅な資金不足の状態にあった（金融機関などからの調達63.0兆円と余剰分1.2兆円の差61.8兆円が資金不足額）。

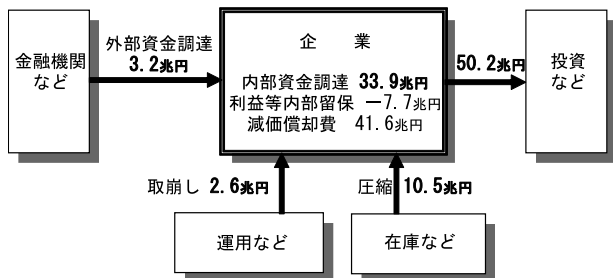
#### ② バランスシート調整の時期（1998年度）

1998年度は、景気の悪化から企業業績が低迷し内部資金調達（33.9兆円）が小額にとどまった（図表29）。設備投資など（50.2兆円）を絞り込んだものの、外部からの資金調達（3.2兆円）が難しい環境であったため、在庫などの圧縮（10.5兆円）や手元流動性などの取り崩し（2.6兆円）で対応せざるを得なかった。バランスシート調整が始まった時期であり、企業の資金不足額は大幅に減少した（金融機関などからの調達3.2兆円と手元流動性な

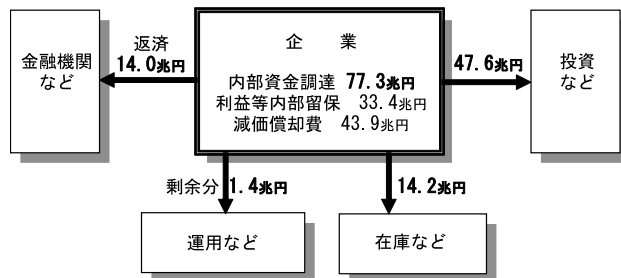
図表28 1990年度の企業の資金運用（BS拡大の時期）



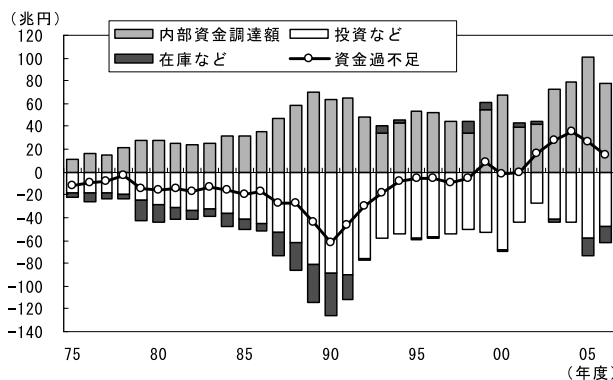
図表29 1998年度の企業の資金運用（BS調整の時期）



図表30 2006年度の企業の資金運用（資金余剰の時期）



図表31 資金過不足とその要因分解



注：資金過不足は手元流動性（現預金・一時保有有価証券）－資金調達額  
出所：財務省「法人企業統計年報」

どの取崩し2.6兆円の合計5.8兆円が資金不足額。

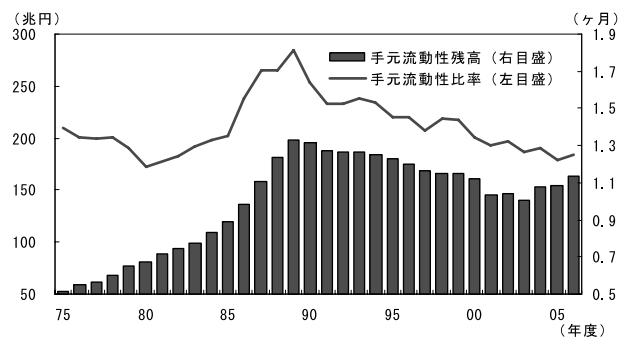
③資金余剰の時期（2006年度）

2006年度は、企業利益の増加が続き、内部資金調達額（77.3兆円）は高水準を維持した（図表30）。景気の拡大を反映して在庫など（14.2兆円）の投資は膨らんだが、企業は設備投資など（47.6兆円）には依然慎重なままであったため資金は余剰となり、外部からの調達分を返済（14.0兆円）し、さらに手元流動性など（1.4兆円）も増加した。バランスシートが再び拡大し資金需要額が増加し、それにもなって資金余剰額は縮小しているが、内部資金調達額が厚いため依然として余剰の状態が続いている（金融機関などへの返済14.0兆円と手元流動性の積み増しなど1.4兆円の合計15.4兆円が資金余剰額）。

（2）資金の過不足の調整

以上みてきたように、資金の調達額と運用額のバランスによって資金の過不足（貯蓄投資バランスにおける貯蓄投資差額）が発生する。資金需要を中心に考えれば、設備投資などの長期資金需要や在庫などの短期資金需要

図表32 手元流動性残高と手元流動性比率



注：手元流動性比率＝手元流動性（前期末と当期末平均）÷1ヵ月当たり売上高  
出所：財務省「法人企業統計年報」

が内部資金調達額を上回れば（下回れば）資金不足（資金余剰）の状態になり（図表31）、その場合には、外部資金調達の増減が手元資金の増減でこれを埋め合わせることになる。

資金の過不足額は90年度にかけて不足額が膨らんだ後、バブルの崩壊とともに90年代を通じて不足額が縮小していき、2002年度以降は余剰の状態となっている。もっとも、資金余剰額は2004年度にピークをつけた後、2005、2006年度と縮小している。これは、主に短期資金需要の高まりによるものである。

仮に企業部門が資金不足に陥ったとしても、手元流動性が十分であれば、外部資金調達を増やさなくても対応できる。企業の手元流動性の推移をみると、残高では2003年度をボトムに増加傾向にある（図表32）。しかし、売上高の何ヵ月分の流動性を手元に保有しているかを示す流動性比率をみると、余分な資金はできるだけ保有しないという企業の姿勢もあって低下傾向が続き、過去最低水準程度まで下がっている。このため、今後さら

に企業活動が活発になった場合には、手元流動性と取り崩しで対応することには限界がありそうだ。

## 7 | 拡大する自己資本とその問題点

今後の企業の資金過不足の動向を判断する上では、資金需要の動向とともに、内部資金調達額の動きが重要となってくる。企業利益の増加が続き、法人への課税が軽減されれば内部資金調達額が増加することにつながるが、それ以外に社外流出額の動向も重要な影響を及ぼす。

当期利益から税金を支払った後の利益が当期純利益であるが、これは社外に流出する配当金、役員賞与<sup>14</sup>と、社内に残される社内留保に分けられる。社内留保に引当金などを加えたものが内部留保である。当期純利益は2002年度に増益に転じた後、4年連続で増益を達成し、

さらに2年連続で過去最高額を更新している（図表33）。当期純利益の内訳をみると、2002年度以降はかなりのペースで配当金の金額が増加していることがわかる。

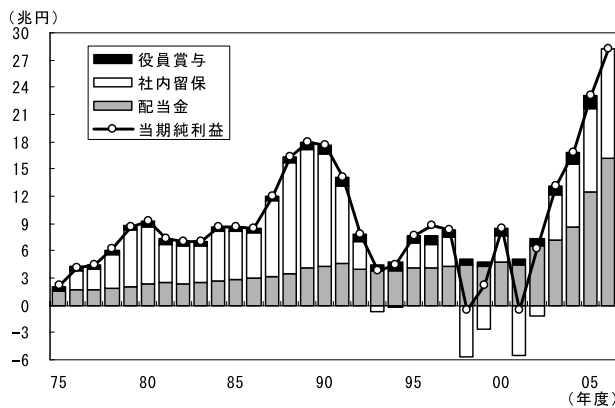
もっとも、社内留保の金額も増えているため資本も増加している。企業の資本の内訳を見ると、資本金、法定準備金は緩やかな増加ペースにとどまっているのに対し、未処分利益の積み上がりによって剰余金の増加が続いている（図表34）。この結果、自己資本比率は図表17でみたように過去最高水準を更新中である。

資本の充実が企業の財務体質の強化につながる。しかし、あまり多くなり過ぎると、①ROE（株主資本利益率）が伸びない原因となる、②PBR（株価純資産倍率）が低下し企業買収の対象になりかねない、といった問題が発生する。

まずROEの問題について考えてみよう。バブル崩壊後に弱まった企業の収益力は徐々に回復してきており、売上高当期純利益率は過去最高に近い水準にまで高まっている（図表35）。しかし、ROEは上昇してきているとはいっても過去の水準と較べると依然として低い。

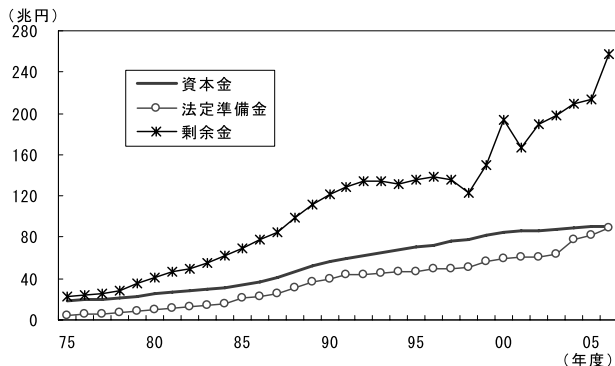
ROEは、収益力（売上高当期純利益率）、効率性（総資産回転率）、財務レバレッジ（自己資本比率の逆数）に分解することができる（図表36）。これによると、ROEの上昇が緩やかである原因は収益力上昇の一部を財務レバレッジの低下が相殺しているためであることがわかる（図表37）。

図表33 当期純利益の内訳



出所：財務省「法人企業統計年報」

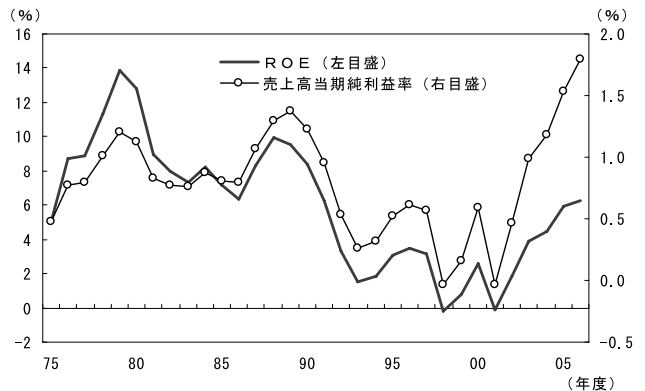
図表34 資本の内訳



注：法定準備金＝資本準備金＋利益準備金、剰余金＝任意積立金＋当期末未処分利益＋その他資本剰余金

出所：財務省「法人企業統計年報」

図表35 売上高当期純利益率とROEの推移



出所：財務省「法人企業統計年報」

ROEとは企業の一年の利益を株主資本（資本金やこれまでの利益の蓄積分の合計）で割ったものであり、数字が高いほど株主のお金（株主資本）を効率よく使って利益を獲得したことを示している。ROEの伸び悩みは、株主からみれば効率的に資金が使われていないことを意味し、ROEの低さはその収益力に較べて割安な株価を形成する一因になる。

次に企業が買収されるリスクについて考えてみよう。利益が蓄積され、株主資本（＝自己資本）が増加すれば通常は株価が上昇する。しかし、企業が儲かっても、それが企業の中に貯め込まれて株主に一向に分配されない

と株価の上昇を抑制する。配当性向が低い企業の株は買い手がつきづらいためである。こうなると、資本が増加してもそれに見合っただけで株価が上がらないためPBR<sup>15</sup>が低下し、企業が買収されるリスクが出てくる。実際のPBRの動きをみると1を上回ってはいるが、90年代半ば以降、低い水準での推移が続いている（図表38）。

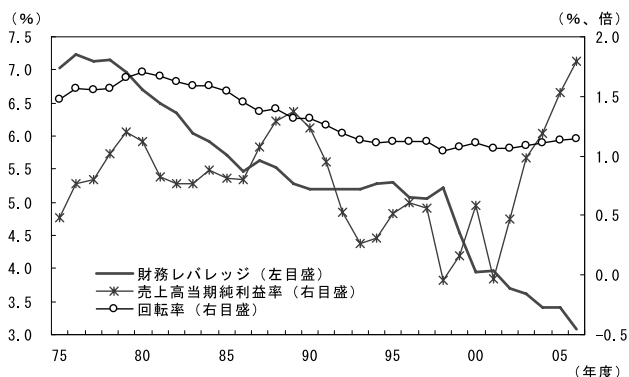
株価を高めるためには、企業の収益力を高めることはもちろんであるが、①自己株式を取得・消却することで1株当たりの純資産を増加させる、②獲得した利益を配当として積極的に株主に還元することで株式の魅力を高める、といった方法もある。

自己株式の取得状況をみると<sup>16</sup>、買い取り額は増加基調にある（図表39）。また、企業はこれまでの利益動向とは関係なく一定の水準で安定的に配当を続ける政策を

図表36 ROEの分解

$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

図表37 ROEの要因分解



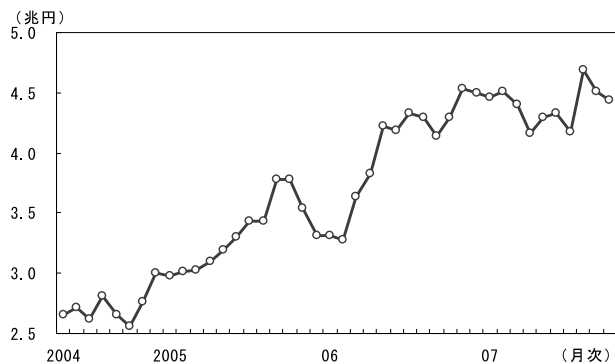
出所：財務省「法人企業統計年報」

図表38 PBRの推移（東証一部上場）



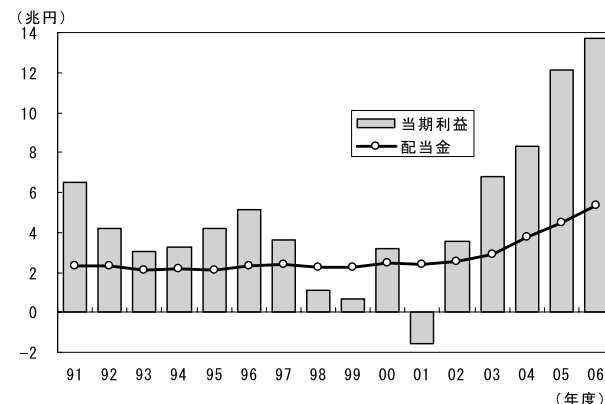
注：PBR（株価純資産倍率）＝株価÷1株当たり純資産（自己資本）  
出所：東京証券取引所「東証統計月報」

図表39 東証上場企業の自己株式取得状況



注：過去12カ月の合計値  
出所：東京証券取引所「東証統計月報」

図表40 東証上場企業の当期利益と配当金推移



出所：東京証券取引所「東証統計月報」



とっていたが、最近では利益の増加に合わせて配当金を増やしている（図表40）。こうした株価対策は株主を重視した経営方針に他ならない。

もっとも、目先の株価を上げることだけが株主の利益になるとは限らない。たとえば、利益を全て配当していたのでは、将来を見据えた投資ができなくなってしまい、将来的には株価を押し下げてしまうかもしれない。自己資本比率の上昇など財務体質が強化されている状況であり、研究開発といった投資にお金を回す余力が出てきているはずである。また、ROEを引き上げるためにも他人資本を有効活用することも重要である。外部からの資金調達を敬遠していると、せっかくの投資機会を逃すことにもなりかねない。

これまで企業は過剰債務、過剰設備、過剰雇用の削減に取り組み、収益力、財務体質の強化をはかってきた。しかし、過剰問題が概ね解決し資金繰りに余裕が出ており、今後はいかに賢くお金を使うことができるかが重要なポイントとなってこよう。お金をうまく使えるかどうかによって、今後、企業間格差が広がってくる可能性がある。

## 8 家計の貯蓄率低下の問題

### (1) 高齢化による貯蓄率の押し下げ

企業の資金需要が高まり内部資金調達額を上回る状態、つまり資金不足に陥った場合、外部資金調達が十分にで

きなければ、企業の営業活動や投資行動が制約を受けることになる。その意味では、低下傾向が続いている家計の貯蓄の動向が重要になってくる（図表41）。

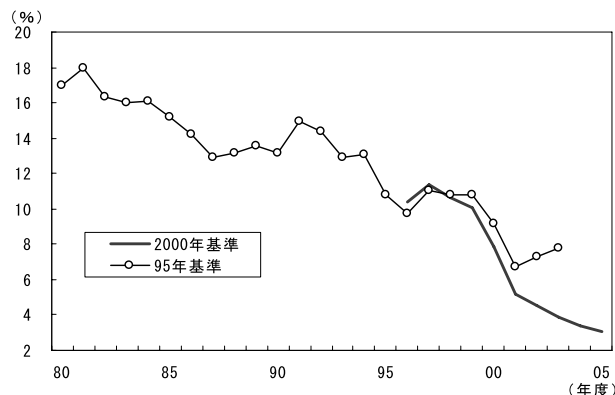
家計は資金余剰の経済主体であり、資金不足の企業部門に資金を間接的に供給する役割を長い間担ってきた。しかし、資金余剰の源泉である貯蓄が減少してきている。このまま低下が続けば、いずれはマイナス、すなわち貯蓄を取り崩して消費する状態になるとの懸念がある。

家計の貯蓄率が低下している原因の1つに高齢化の進展がある。世帯主の年齢が高いほど消費性向が上昇する傾向があるため、高齢者世帯が増えると全体の貯蓄率が低下するというものである。ただし、高齢化は突然進んだものではなく、何年も前から貯蓄率を押し下げてきたはずである。

そこで、貯蓄率が低下し始めた90年時点の勤労者世帯と無職高齢者世帯の年齢別貯蓄率がその後も変化しなかったと仮定し、年齢構成だけを変化させることによって、高齢化による貯蓄率の押し下げ効果を試算した。これによると、毎年の貯蓄率の押し下げ効果は0.2%ポイント程度と試算され、90年以降の急速な貯蓄率低下の原因は何か別の要因によるところが大きかったとわかる（図表42）。

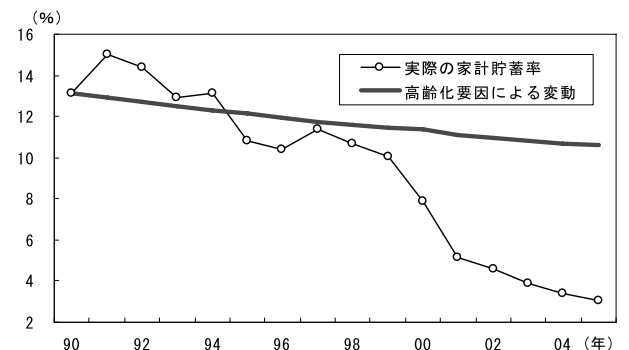
なお、最近では高齢者の貯蓄率がさらに低下している（図表43）。そこで、90年の貯蓄率を高齢者の貯蓄率が最も低い2006年時点の貯蓄率に置き換えて同様に試算すると、高齢化要因は大きくなるものの、毎年の押し下

図表41 家計の貯蓄額（対名目GDP比）



出所：内閣府「国民経済計算年報」

図表42 高齢化の貯蓄率押し下げ効果



注：「高齢化要因」は1990年を起点にして年齢構成だけが変化すると仮定して計算

出所：内閣府「国民経済計算年報」

図表43 年齢別の貯蓄率（勤労者世帯）

(単位:%)

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2006
平均	20.3	23.0	22.1	22.5	24.7	27.5	27.9	27.4
- 24歳	8.7	17.0	7.1	16.3	20.9	29.5	17.3	21.3
25 - 29歳	19.2	19.4	21.5	19.8	24.4	27.8	26.8	23.0
30 - 34歳	18.5	22.2	21.1	22.6	26.3	31.0	30.9	31.9
35 - 39歳	20.1	22.6	23.5	23.8	27.5	31.5	33.3	32.8
40 - 44歳	22.2	24.6	23.6	24.3	25.3	27.6	32.3	33.4
45 - 49歳	19.9	23.6	21.5	21.7	22.8	23.4	26.4	26.4
50 - 54歳	23.4	24.9	22.4	22.5	23.1	26.6	25.7	27.9
55 - 59歳	20.2	24.4	21.9	23.4	27.3	30.9	28.2	27.9
60 - 64歳	17.6	21.1	18.5	15.2	17.2	19.8	15.9	5.8
65歳 -	18.3	16.7	13.6	13.5	-12.6	-11.5	-16.2	-28.4

注：65歳以上は、勤労者と無職高齢者世帯の平均とした  
出所：総務省「家計調査報告」

げ効果は0.3%ポイント程度と若干高まるに過ぎない。

(2) 家計の貯蓄動向

それでは、高齢化以外に家計の貯蓄率を低下させた要因は何であろうか。まずは、貯蓄に大きな影響を与える可処分所得から考えてみよう。

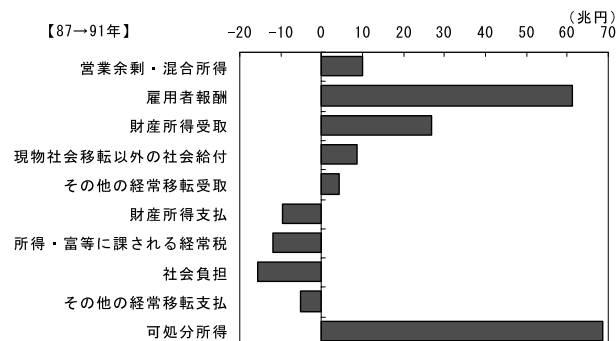
可処分所得が急増したバブル期の87年度から91年度の変化額の内訳をみると、良好な雇用環境を反映して雇用者報酬が急増すると同時に、高金利による利息の増加によって財産所得の受取が増加している。財産所得の支払（借入金の利息支払いなど）の増加や社会負担も増加しているが、その増加幅を大きく上回り、結果として可処分所得が急増していることがわかる（図表44）。家計が賃金上昇や高金利のメリットを享受できたことが、可処分所得を増加させたと考えられる。

一方、可処分所得が急減した97年度から2005年度の変化額をみると、現物社会移転以外の社会給付（失業保険や生活保護など）は増加しているが、雇用者報酬が減少したうえ、主に金利低下によって財産所得の受取が減少し、可処分所得を減少させている（図表45）。景気の低迷に伴う雇用環境の悪化や金利低下が、家計の可処分所得に大きな打撃を与えたと考えられる。

このように、家計の可処分所得の動きをみると、その増減要因として雇用者報酬と財産所得の動向が大きな影響を及ぼしてきたことがわかる。

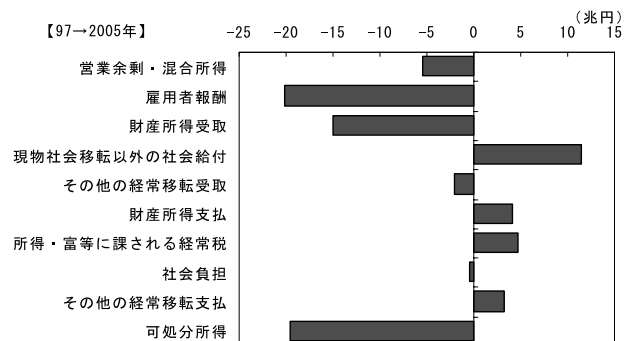
年度ごとの可処分所得の動きをみると、2004、2005年度と前年比増加に転じているが、その主因は減少が続いていた雇用者報酬と財産所得の受取が、下げ止まりから増加に転じてきたためである（図表46）。

図表44 可処分所得の変化幅（87→91年度）



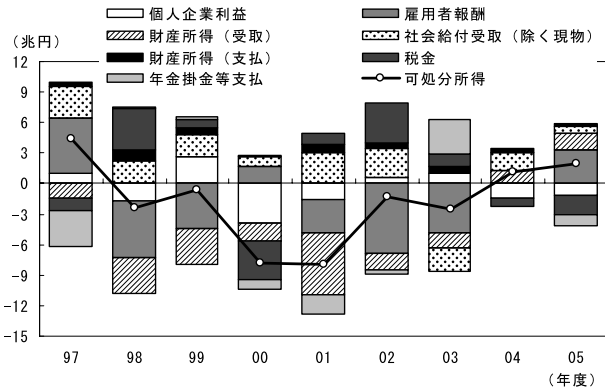
出所：内閣府「国民経済計算年報」

図表45 可処分所得の変化幅（97→2005年度）



出所：内閣府「国民経済計算年報」

図表46 可処分所得の増減要因



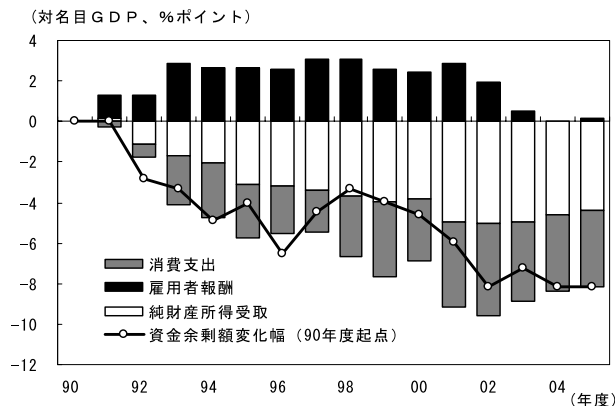
出所：内閣府「国民経済計算年報」

家計の貯蓄は、可処分所得からさらに消費を引いて求められる（実際には年金基金の動向も加味されるが影響は小さい）。2004、2005年度は、消費が増加したため貯蓄額は減少が続いているが（図表47）、貯蓄を押し上げる要因となる可処分所得はすでに増加に転じている。

## 9 | 企業と家計の関係

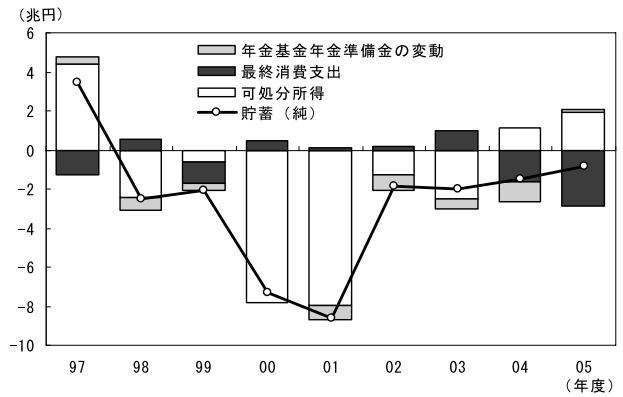
図表48は、家計の貯蓄額の対名目GDP比率が、90年度を起点としてどの程度低下したのか、その内訳をみたものである。これによると、90年代の貯蓄率の低下は純財産所得受取（財産所得受取－財産所得支払）の減少によるところが大きく、その押し下げ効果は年々大きくなっていったが、2002年度以降は押し下げ効果が縮小している。雇用者報酬は、90年代初めは増加が続き、その後

図表48 家計の資金余剰縮小の内訳（対名目GDP比）



出所：内閣府「国民経済計算年報」

図表47 貯蓄の増減要因

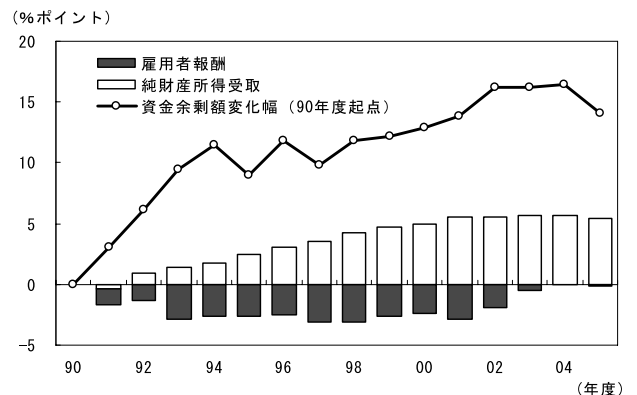


出所：内閣府「国民経済計算年報」

も90年代を通じてほぼ横ばいで推移したため、資金余剰額の縮小要因にはなっていない。図表46にあるように、90年代後半以降は前年差では減少要因となっていたが、最近ではようやく前年と比べて増加に転じ、余剰額の縮小を緩和させている。一方、消費支出は緩やかな増加が続いたため、全期間を通じて余剰額の縮小要因となっている。

図表48と同様に、企業において90年度を起点として資金過不足額の対名目GDP比率が変化した要因をみると（図表49）<sup>17</sup>、家計とは逆に純財産所得受取が増加に寄与しているが（実際には純財産所得受取のマイナス幅が縮小している状態である）、この背景には金利の低下があった。また、雇用者報酬については、受け取る側の家計とはまったく正反対の動きとなる。すなわち、企業のリス

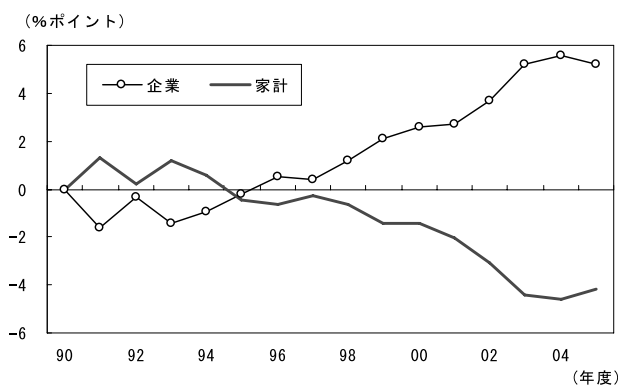
図表49 企業の資金余剰額の増加要因（対名目GDP比）



注：JR、道路関係四公団の民営化の影響は調整済

出所：内閣府「国民経済計算年報」、内閣府「家計調査報告」

図表50 家計と企業の資金余剰額の推移 (対名目GDP比)



注：90年度を起点とした雇用者報酬・純受取利息配当金の対名目GDP比  
出所：内閣府「国民経済計算年報」

トラが本格化した90年代後半以降、支払額が減少して企業の資金余剰の要因となったが、最近では雇用者報酬が下げ止まりから増加に転じているため、資金余剰額を押し下げる要因になってきている。

図表50は、図表48と図表49の家計と企業の資金過不足額のうち、純財産所得受取と雇用者報酬の要因によるものだけを抽出して比較したものである。これをみると、両者の動きがゼロをはさんで、ほぼ線対称になっていることがわかる。これは、雇用者報酬が企業にとっては同額のコストになることに加えて、金利低下が企業の支払利息の減少、家計の受取利息の減少という全く逆の効果をもたらせたためである。

## 10 | おわりに

以上述べてきたように、たとえ企業の資金余剰額が縮

小し、やがてマイナスに陥ったとしても、それが金利の上昇、配当金支払額の増加、雇用者報酬の増加といった家計にとって貯蓄を拡大させる要因によるものであれば、企業が資金調達難に陥るリスクは小さそうである。家計の貯蓄の増加分は、金融を通じて企業部門にファイナンスされることが期待され、企業の資金需要の増加ペースが急速に高まったり、家計の消費額が急増しない限りは、企業が不足資金を調達することができず、経済成長の阻害要因になるといった懸念は小さいと考えられる。

もっとも、これは企業と家計の関係における短期的な展望に過ぎない。高齢化が家計の貯蓄率に及ぼす影響は、緩やかであるとしても着実な低下要因である。少子高齢化の進展という構造問題が簡単には解決されないことを考えると、いずれは家計の貯蓄率がマイナスとなり、家計が資金不足の状態に陥る可能性は否定できない。

その場合、企業の資金需要に対して、どのような形で資金が供給されることになるのだろうか。政府部門の資金不足が解消されれば、その分企業に回る資金が増えるであろうし、それでも不足する場合には、海外から資金を調達することになる（資本収支が黒字となる）といった可能性も考えられる。

いずれにしろ資金調達が制約されることによって企業の資金需要が抑制されたり、金利が上昇、高止まりするような事態は避ける必要がある。短期的に企業活動への制約リスクはなさそうであるが、中長期的にはどう対応すべきか検討しておく必要がある。

### 【注】

<sup>1</sup> 3つの数字は統計の性格上一致しない。一般的に利用されるのはSNA統計であるが、資金循環統計には速報性があり、法人企業統計には企業の損益やバランスシートの変動と関連付けて分析できるという利点がある。

<sup>2</sup> 国際収支統計上、経常収支+資本収支=0でバランスするため、資本収支が黒字になることは、経常収支が赤字に転じることを意味する。

<sup>3</sup> 企業の資金需給における設備投資とは、その他有形固定資産の前期末に対する増加額+減価償却費で計算される。このため、設備投資には新設投資額に中古設備の売買額が加わっている。

<sup>4</sup> 長期と短期に区分するのではなく、資金需要（設備投資、在庫投資、企業間信用など）と資金運用（投融资、手元流動性など）に区分する考え方もある。この場合、一時保有の有価証券と長期保有の有価証券ともに資金運用とみなすことになるため、本項では図表4の区分に基づいて分析することとした。

<sup>5</sup> 本稿ではデータの制約上、変動費を売上高-経常利益-固定費（=人件費+減価償却費+支払利息）+その他営業外損益（支払利息を除く）として定義した。

<sup>6</sup>  $1 - \text{売上高変動費比率} = \text{限界利益率}$ と定義され、売上高変動費比率の低下は限界利益率の上昇を意味している。

<sup>7</sup> 資本金1千万円未満の企業を含まない法人統計季報では4年連続で過去最高益を更新中である。

- <sup>8</sup> さらに平成16年度税制改正により欠損金の繰越期間が5年から7年に延長されている。
- <sup>9</sup> 増資とは資本金の増減と資本準備金の増減の合計。
- <sup>10</sup> 株主から直接に提出された資本で提出資本という。
- <sup>11</sup> 支払利息が発生する負債のことで、借入金、社債、受取手形割引残高の合計。
- <sup>12</sup> 2000年度に有価証券投資が急増しているのは、IT関連業種などで海外への直接投資（資本参加）が急増したためである。
- <sup>13</sup> 在庫などは在庫投資、企業間信用与信の超過額、その他の流動資産の合計（＝短期資金需要から手元流動性を除いたもの）。投資などは設備投資と投融資の合計（＝長期資金需要）。金融機関などは、借入金、社債、増資の合計（＝外部資金調達）。運用などは手元流動性で現預金、一時保有の有価証券の合計（＝手元流動性）。
- <sup>14</sup> 役員賞与は配当金と同様、利益処分案により株主総会の同意を得て支払われることとされていたが、会社法の改正によって2006年5月に決算期を迎える会社から役員賞与は役員報酬と同様に会計上、費用計上が認められることになった。このため、図表33の2006年度の役員賞与額はほぼゼロである。
- <sup>15</sup> PBRは株価を一株当たりの純資産で割って求められる。純資産とは全債務を返済した後に残る資産のことで、会社が解散した場合は持ち株数に応じて純資産が株主に配分される。つまり、PBRが一倍を下回れば、資産価値よりも安く市場を通じて会社を買えることを意味している。敵対的な買収を仕掛けられる企業では、PBRが一を割っていることが多い。
- <sup>16</sup> 2001年10月の商法改正により消却目的のための自己株式の取得が可能となった
- <sup>17</sup> 図表31の年度ごとの資金過不足の要因との関係では、雇用人報酬、純財産所得受取ともに内部資金調達額に含まれる企業利益の構成項目である。また、図表31からもわかるように、図表49における資金余剰額の増加の主因は投資の減少によるものである。