

## 新たな局面に入った企業のカネ余り

～守りの債務圧縮から攻めの投資へ～

<要旨>

1990年代終わりから企業のカネ余り、資金余剰の状態が続いている。余剰資金は金融資産の拡大か金融負債の削減に使われるが、大きな流れとして、2000年代半ばまではバブル期に負った過剰借入の削減に使われ、それ以降は海外への投資に使われるようになっている。企業を債務負担の重さに応じて3つに分類し、資金調達や運用状況をみていくと、規模の大きい製造業が中心の軽債務企業は資金余剰が長年続いている。過剰債務がないため、余剰資金は海外投資に向かっている。規模の大きい非製造業が中心の中債務企業は、1990年代終わりから資金余剰になり、その資金は過剰借入の返済に充てられた。債務調整は最近になって概ね完了し、海外投資に資金が向かい始めている。小規模な非製造業が中心の重債務企業は、1990年代終わりから資金余剰になり過剰借入の返済を続けているが、依然として債務調整は終了していない。

企業のカネ余りが続く中、銀行は、軽債務企業には海外M & Aなど投資銀行業務を中心に組み組んでいく必要がある。中債務企業に対しては、こうした業務に加え、サービス需要の変化に応じて国内で投資を行うための資金需要にも応えていく必要がある。重債務企業には、過剰債務を削減し前向きな投資が行えるような財務体質の構築を促すコンサルティング業務の推進が重要である。強固な財務基盤をベースに、融資やその他の業務で積極的にリスクを取り、企業の成長を後押ししていく姿勢が銀行には求められる。

拡大する余剰資金が海外投資に向かい、それによって企業の利益が膨らんでも、その資金がまた海外投資に向かうのであれば国内経済の成長にはつながりにくい。企業が生み出す付加価値は、雇用者、政府、投資家などに分配されるが、国内で設備投資が伸びにくいのであれば、人材への投資という観点で人件費への分配を増やすなど、付加価値分配のやり方を見直すことも検討に値する。

同じカネ余りでも、金融負債の削減局面はバランスシートの縮小を意味するが、金融資産の拡大局面はバランスシートの拡大をもたらす、企業経営としては「攻め」の意味合いが強い。この点、国内外で事業拡大の余地が大きい中債務企業が金融資産の拡大局面に入ったことは特筆すべきだ。こうした企業で前向きな支出が増えてくれば、日本経済全体が縮み志向から脱する大きなきっかけになる。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 鶴田 零 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

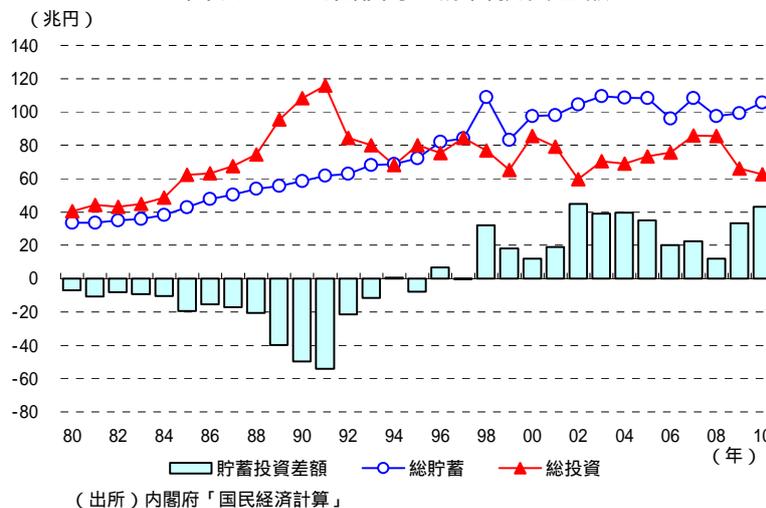
TEL : 03-6733-1070

## はじめに

企業のカネ余りを、事業で獲得したキャッシュフローと国内で行う設備など実物投資の差額、つまり貯蓄投資バランスがプラスになっている状態だとすると、日本の企業部門は1990年代終わりからカネ余りの状態にある。内閣府「国民経済計算」で企業部門の貯蓄投資バランスをみると、長期的に企業のキャッシュフローは増加基調にあるのに対し、設備投資はバブル期以降、景気循環に応じて変動はあるものの緩やかな減少基調にある。このため、貯蓄から投資を引いた差額、つまり資金余剰額はプラスが続き、その幅もやや拡大傾向にあることがわかる（図表1）。バブル期までの、貯蓄を上回る設備投資を行い不足する資金は銀行からの借り入れなどで賄っていた頃と比較すると、最近の状況は様変わりである。企業が設備投資などを通じて国内で資金を循環させなくなると、国内経済は活性化しにくく、結局は投資機会や雇用機会も拡大しない悪循環に陥ってしまいやすい。

企業のカネ余りはこれからも続くのだろうか。本稿では、企業がこれまで資金をどう調達し、どう運用してきたのかを詳しくみた上で、企業の資金は今後どこに向かっていくのかを考察し、日本経済全体が低迷から脱する鍵を探ってみたい。

図表1. 企業部門の貯蓄投資差額



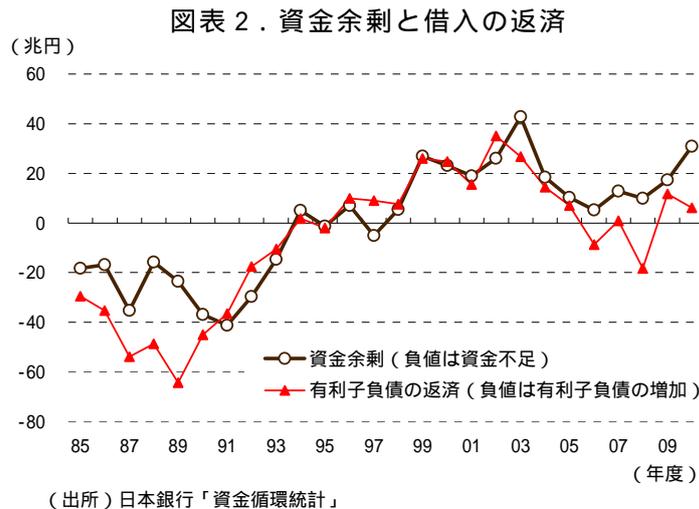
## 1. 資金の使い道はどう変化してきたのか

### (1) カネ余りは金融負債の削減から金融資産の拡大局面へ

企業は余剰資金をこれまで何に使ってきたのだろうか。日本銀行「資金循環統計」を利用して企業（民間非金融法人企業）の資金過不足の状況と資金の使い道について大まかに確認しておきたい。

まず、資金過不足と有利子負債の増減の動きを比較する（図表2）。企業は、バブル期ま

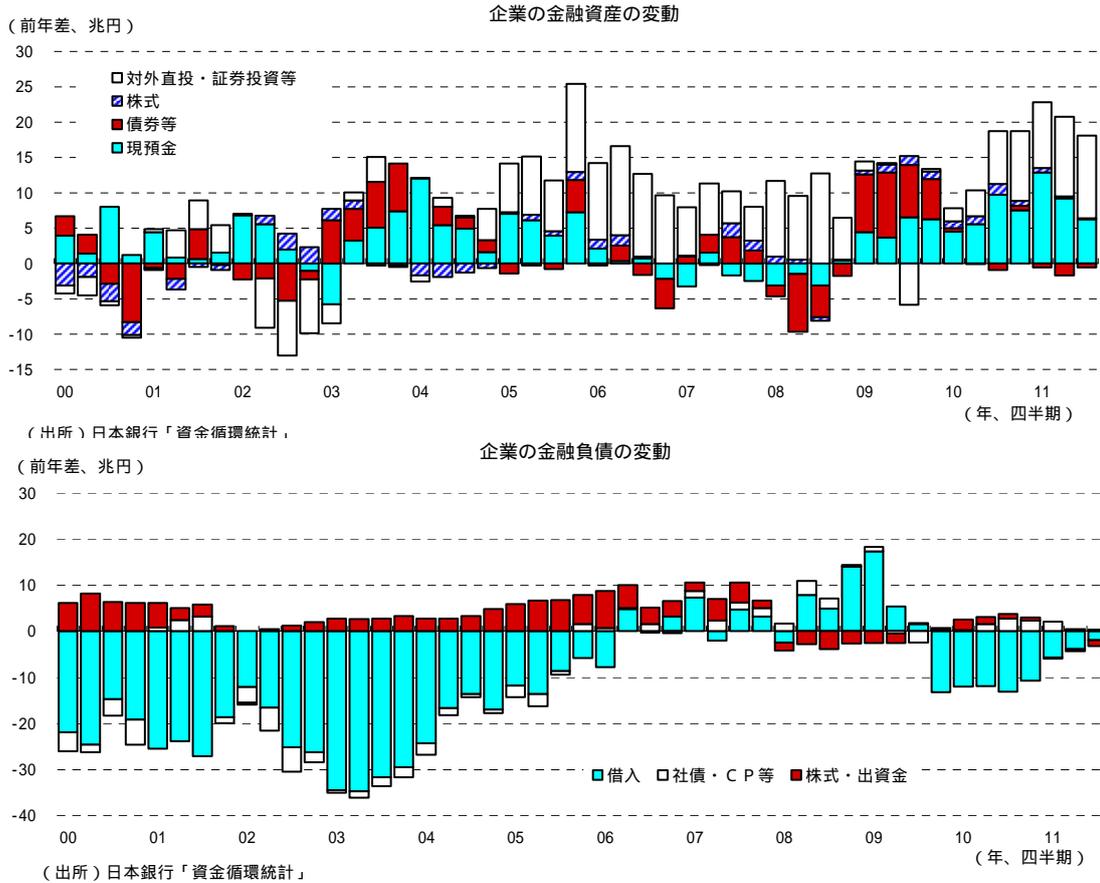
では資金不足主体であったが、不足した資金は主に有利子負債の拡大によって調達していた。その後しばらくは資金過不足も有利子負債の増減もほぼゼロとなっていたが、1990年代終わりからは資金余剰主体に転じ、余剰資金のほとんどが有利子負債の返済に充てられるようになった。バブル期に積みあがった過剰借入の圧縮が、この時期に集中的に行われたことを示している。そして、2000年代半ばからは借入圧縮の動きは弱まり、余剰資金は有利子負債の圧縮以外のことに使われるようになってきている。



次に、2000年以降について余剰資金の使い道をもう少し詳しくみていきたい。キャッシュフローのうち設備などの実物投資に回らなかった部分である余剰資金は、最終的には金融資産の拡大か金融負債の削減に使われることになる。先にみたように1990年代終わりから2000年代半ばまでは金融負債（ほとんどが有利子負債）の削減に使われた。それが2005年頃からは金融負債の削減の動きが弱まっており、金融資産の拡大へと余剰資金の使い道がシフトしたことになる。2000年からの金融資産と金融負債の変動をみると、2005年頃までは金融資産の増加幅はあまり大きくなく、余剰資金の多くは借入の返済や社債の償還に向かっていたことが確認できる（図表3）。その後は、リーマンショック直後の金融市場の混乱時を除いて金融負債の動きは小さくなり、代わって対外投資などの金融資産の拡大傾向が鮮明になっている<sup>1</sup>。企業は1990年代終わりから一貫してカネ余り、資金余剰の状態にあるが、同じカネ余りでもその内容は2005年頃を境に大きく変化しているといえる。

<sup>1</sup> 近年は現預金の増加も目立っているが、リーマンショックや東日本大震災後の金融・経済の混乱への備えとして企業が手元流動性を厚くしたためだと考えられ、基本的には一時的な現象だと考えられる。ただし、よい資金用途が見つからないため、収益が預金として積み上がっているものの中にはあると思われる。

図表3. 企業の主な金融資産と金融負債の変動



## （2）債務負担の重さで企業を3分類

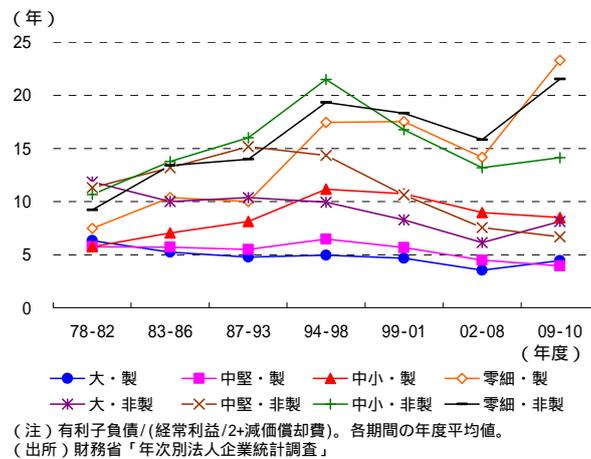
企業部門は1990年代終わりから資金余剰となり、余剰資金は当初は借入などの金融負債の削減に向かったが、2005年頃からは対外投資を中心とした金融資産の拡大へ向かっていることがわかった。ただし、これは企業全体でみた動きであり、実際は業種や規模によって資金過不足の状況や余剰資金の使い道は異なっている。

企業の業種や規模別の資金調達と運用の状況を、財務省「年次別法人企業統計」を使ってみていきたい。分析にあたり、企業を、業種では製造業と非製造業の2つに、規模では資本金が1千万円未満を零細企業、1千万円以上1億円未満を中小企業、1億円以上10億円未満を中堅企業、10億円以上を大企業の4つに分類した。その上で、債務負担の重さを表す債務償還年数（有利子負債残高／キャッシュフロー）の長さで以下の3つの企業グループに集約した。先にみたように、余剰資金は、債務負担の大きい企業の場合は借入返済に向かいやすく、債務負担の小さい企業の場合は金融資産の拡大に向かいやすい。債務償還年数を基準に企業を3つのグループに集約したのは、債務負担の重さと資金調達・運用方法の間には密接な関係があると考えられるからである。

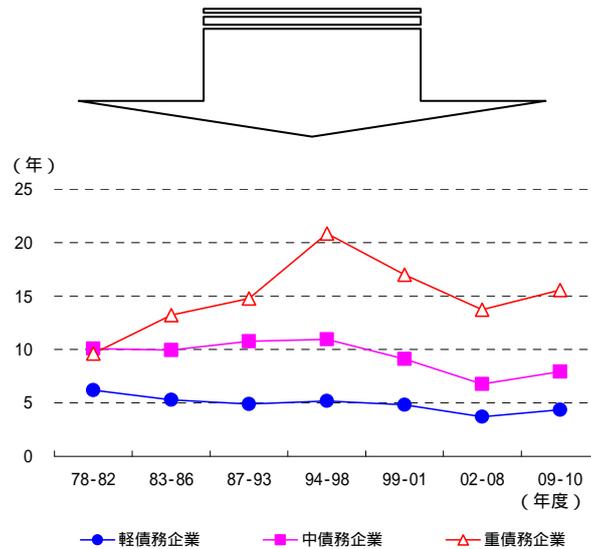
3つの企業グループとは、①債務償還年数が5年程度と低位安定しており、債務負担がバブル期を含めて軽い状態にある「軽債務企業」（大企業製造業、中堅企業製造業。規模の

大きい製造業が対象)、②1990年代終わりまでは債務償還年数が10年超と長期化していたが、その後は短期化して足元では債務調整が概ね完了したとみられる「中債務企業」(大企業非製造業、中堅企業非製造業、中小企業製造業。規模の大きい非製造業が主な対象)、③バブル期に負った過剰な借入の影響で1990年代終わりには債務償還年数が20年超にまで長期化し、その後は徐々に短縮しているものの依然として債務負担が重い「重債務企業」(中小企業非製造業、零細企業製造業、零細企業非製造業。規模の小さい非製造業が主な対象)である(図表4)<sup>2</sup>。

図表4. 債務償還年数により企業を3分類



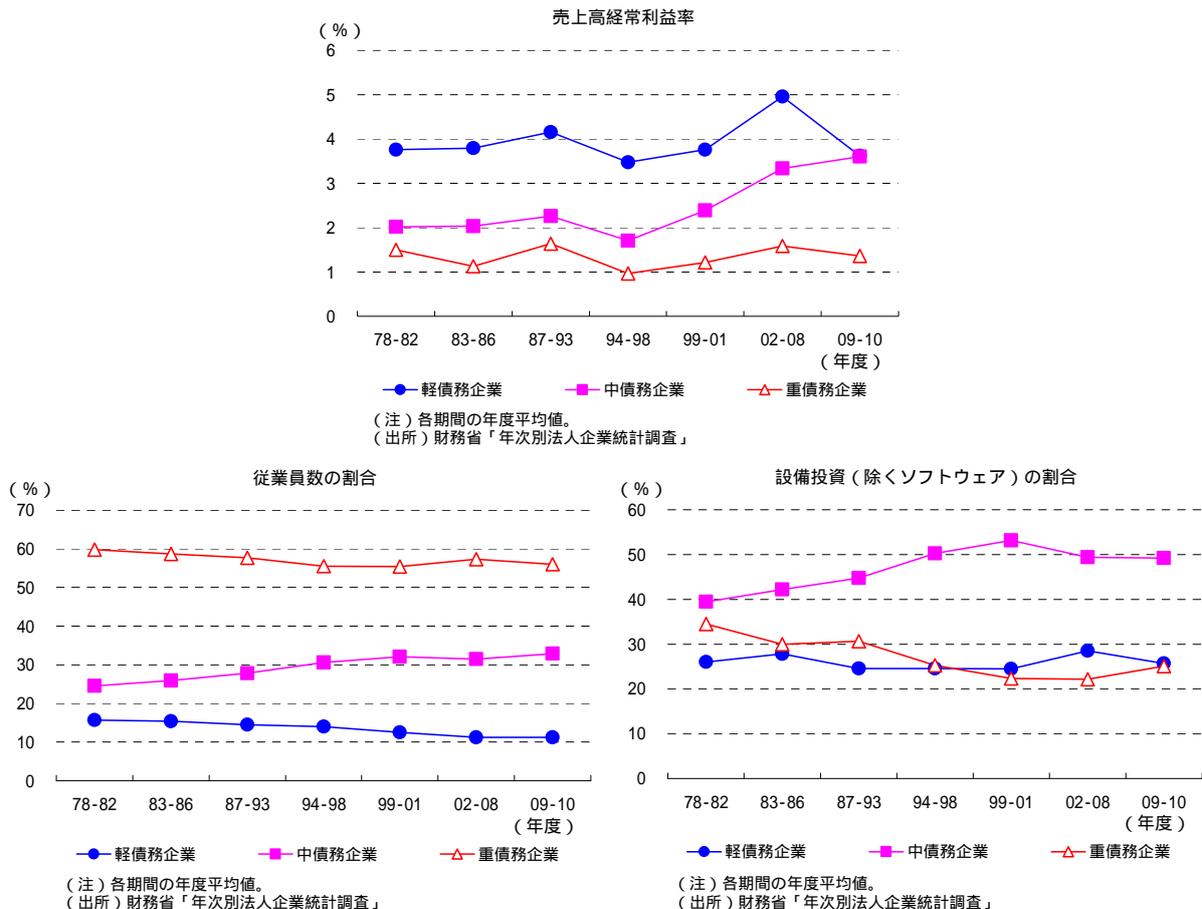
- ◆大企業・中堅企業製造業 軽債務企業グループ
- ◆大企業・中堅企業非製造業、中小企業製造業 中債務企業グループ
- ◆中小企業・零細企業非製造業、零細企業製造業 重債務企業グループ



<sup>2</sup> 景気変動の影響を取り除くため、時系列での比較にあたっては景気循環毎の年度平均値を利用し、長期的な傾向を捉えやすくした。

軽債務企業、中債務企業、重債務企業それぞれの財務面の特徴や全体に占めるウェイトは以下の通りである（図表 5）。まず、売上高経常利益率でみると、軽債務企業は概ね 4%程度と比較的高い水準にあり、過去と比較してもあまり大きな変化はない。中債務企業は、1990 年代終わりまでは 2%程度と低迷していたが、その後は、債務負担が軽減されていったことや、資源の権益を持つ商社などが資源価格上昇の恩恵を受けたことなどを背景に利益率も向上し、最近では軽債務企業と同程度になっている。一方、重債務企業の利益率は 1.5%程度と低迷が続いており、過去からほとんど改善がみられない。次に、従業員数の割合（企業全体の従業員のうちそれぞれの企業に属する従業員の比率）をみると、全体の 6割程度が重債務企業に属していることが大きな特徴となっている。また、中債務企業のウェイトが徐々に拡大する一方、軽債務企業のウェイトは低下傾向にあることもわかる。最後に、設備投資（ソフトウェアを除く）の割合をみると、設備投資の約半分が中債務企業によるもので、その比率は上昇傾向にある一方、重債務企業の比率は低下傾向にあること、軽債務企業の比率は 3割弱でありあまり変動がないことがわかる。

図表 5. 3つの企業グループの特徴



### (3) 3つの企業グループの資金調達と運用の状況

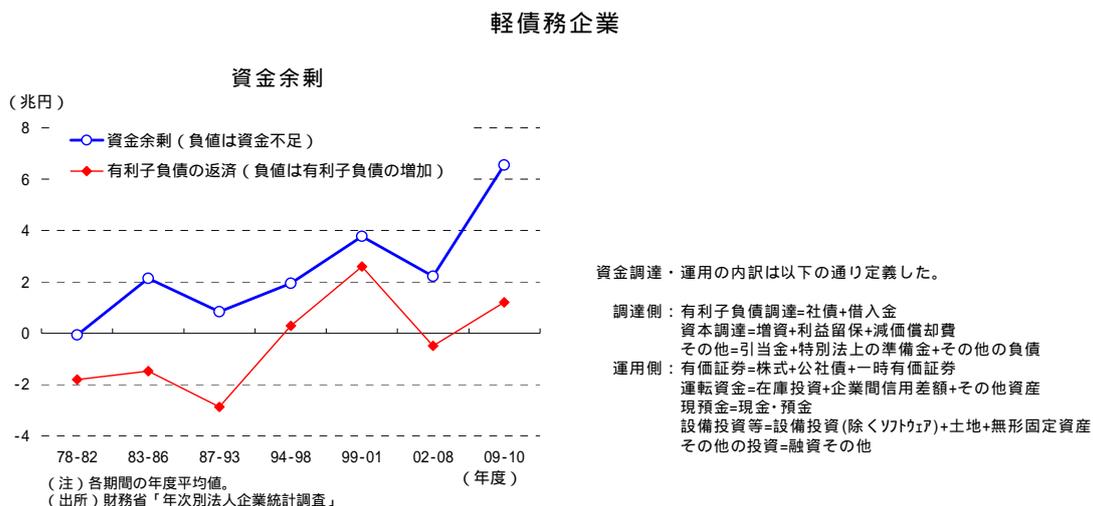
それでは3つの企業グループの資金調達と運用の状況を、先にみたそれぞれの企業グループの特徴を踏まえつつ詳しくみていきたい。

まず、軽債務企業については、資金余剰の状態が長年続いている（図表6）。必要な設備投資は基本的に自己資金でまかなってきたためバブル期を含めて過剰借入を負うことはなく、余剰資金は金融資産の拡大、多くが有価証券投資（資金循環統計を合わせてみると主に海外への投資だと考えられる）に向かっている。有価証券への投資と設備などへの投資を合わせた総投資額は概ね一定の水準を維持しており、徐々に国内での設備投資から海外への有価証券投資（海外現地法人への出資など）へと比重を変化させていると考えられる。

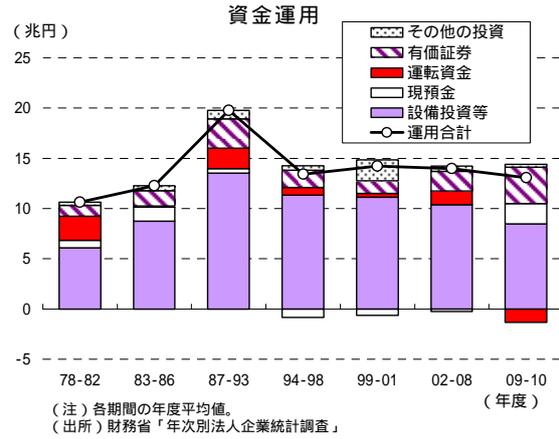
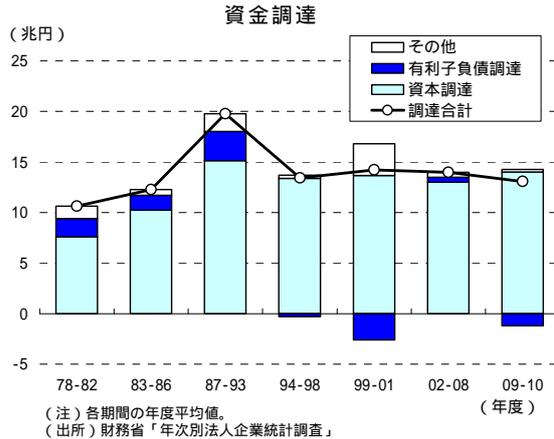
次に、中債務企業については、2000年代初めから資金余剰となり、バブル期に積み上がった過剰借入の返済に余剰資金を振り向けてきた。この動きは足元で概ね収束し、余剰資金は有価証券投資（こちらも海外への投資が主だと考えられる）へと向かい始めている。借入返済を続けていた期間中はやや弱含んだものの、設備投資は相応の水準を維持<sup>3</sup>しており、利益率の改善に寄与したと考えられる。

最後に、重債務企業は、1990年代終わりから資金余剰となり、その資金のほとんどを借入の返済に振り向けてきた。しかし、依然として債務償還年数は長く、過剰借入は解消していない。返済資金を確保するために設備投資の水準を切り下げており、設備の老朽化や陳腐化が進んでいると推察される。

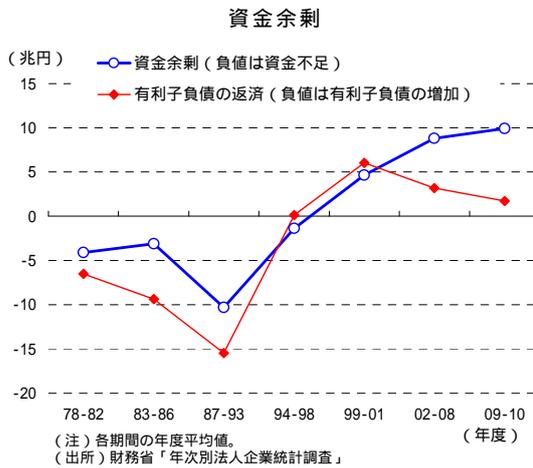
図表6. 3つの企業グループの資金余剰と資金調達・運用状況



<sup>3</sup> 「リース取引に関する会計基準」の適用により、リース物件については2008年度から貸し手側であるリース会社の固定資産から流動資産に振り替えられたため、統計上、この年にリース会社の設備投資額が大きく減少した。この影響を除くと、中債務企業の設備投資額はそれほど減少していないと考えられる。

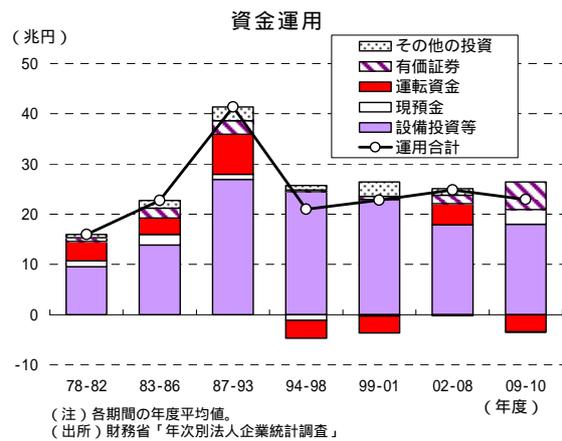
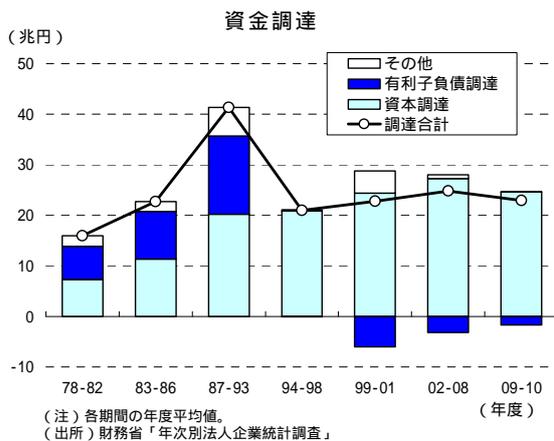


## 中債務企業

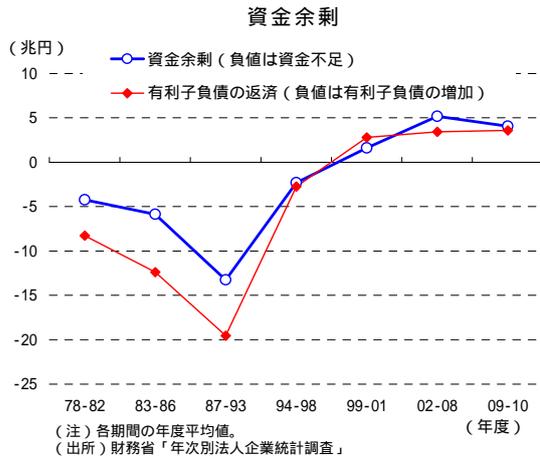


資金調達・運用の内訳は以下の通り定義した。

- 調達側：有利子負債調達=社債+借入金  
 資本調達=増資+利益留保+減価償却費  
 その他=引当金+特別法上の準備金+その他の負債  
 運用側：有価証券=株式+公社債+一時有価証券  
 運転資金=在庫投資+企業間信用差額+その他資産  
 現預金=現金・預金  
 設備投資等=設備投資(除くソフトウエア)+土地+無形固定資産  
 その他の投資=融資その他

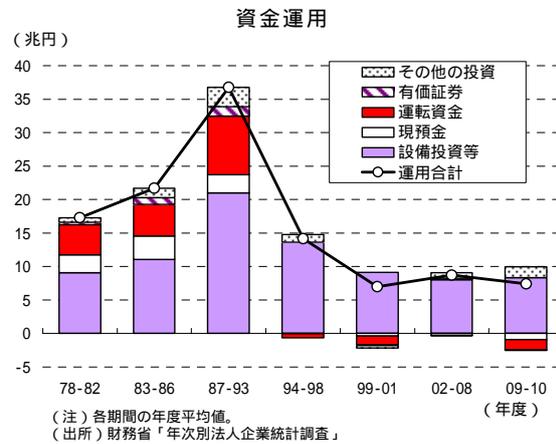
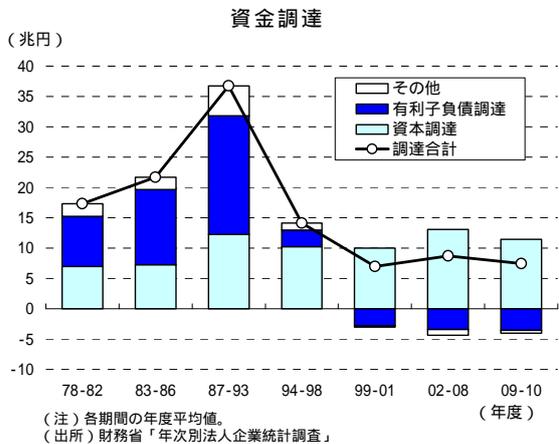


重債務企業



資金調達・運用の内訳は以下の通り定義した。

- 調達側：有利子負債調達=社債+借入金  
資本調達=増資+利益留保+減価償却費  
その他=引当金+特別法上の準備金+その他の負債
- 運用側：有価証券=株式+公社債+一時有価証券  
運転資金=在庫投資+企業間信用差額+その他資産  
現預金=現金・預金  
設備投資等=設備投資(除くソフトウェア)+土地+無形固定資産  
その他の投資=融資その他



(4) 3つの企業グループの設備投資

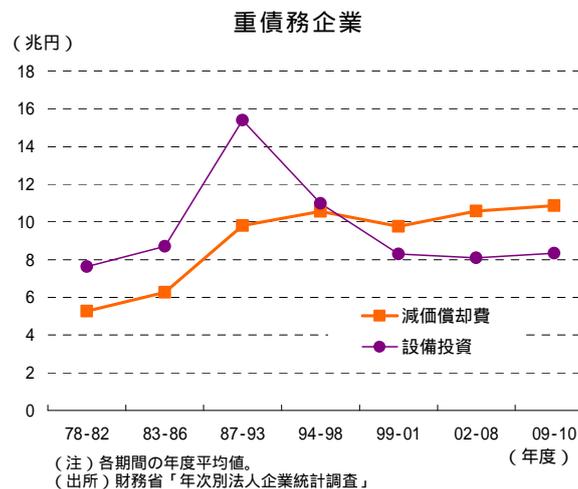
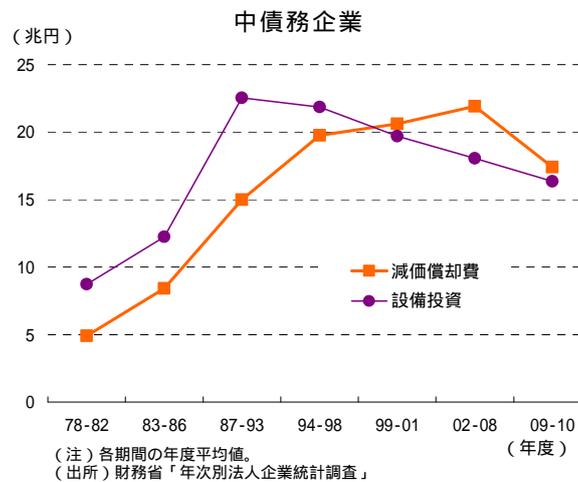
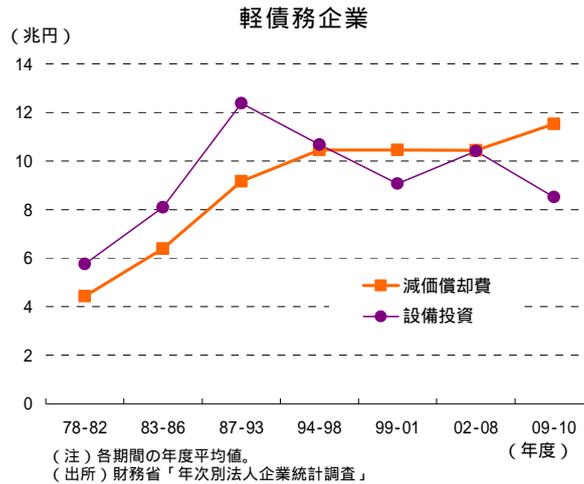
3つの企業グループの設備投資の動向について、ここでもう少し詳しくみておきたい。ポイントになるのが債務調整の動きと設備投資の関係である。借入の削減に資金を充てるために運用に回す資金が減少すると、設備投資を抑制せざるをえなくなり、設備投資の低迷は企業収益に悪影響を及ぼすと考えられる。減価償却費を、設備ストックが持つ経済的価値の、時間の経過による減少分だとすると、設備投資額と減価償却費を比べることで投資水準についての評価が可能になる。

軽債務企業は、リーマンショック以降は低迷が目立つものの、減価償却費と同程度の設備投資水準を維持しており、利益率の安定をもたらしてきたと考えられる(図表7)。債務調整の必要がなく、前向きな投資に資金を投じる余力が維持されていたことが背景にある。中債務企業は、1990年代終わりから借入削減を本格化させた影響で設備投資はやや減少したものの、減価償却費と同程度かやや下回る水準は維持している<sup>4</sup>。一方、重債務企業の設備投資は、バブル期に急拡大したが、その後は過剰借入の削減を続ける必要から減価償却

<sup>4</sup> 前述したリース会計導入の影響を除いて考えている。

費をかなり下回る水準に停滞しており、設備ストックは実質的に目減りが続いていると考えられる。過剰債務の裏側にある過剰ストックの調整が行われてきた面もあるが、必要な更新投資や新規投資の不足が設備の陳腐化や老朽化をもたらし、利益率低迷の大きな要因となっている可能性が高い。

図表 7. 3つの企業グループの減価償却費と設備投資



## 2. 資金の行方と銀行に求められること

前章では債務負担の大きさを分類した3つの企業グループのこれまでの資金過不足の状況や資金の使い道についてみてきた。それでは、企業はこれから資金をどのように使うと考えられるだろうか。また、企業のカネ余りが続く中で、資金を提供する側である銀行は企業とどう関わっていけばよいのか。本章で考えてみたい。

### (1) 企業はこれから資金をどう使うのか

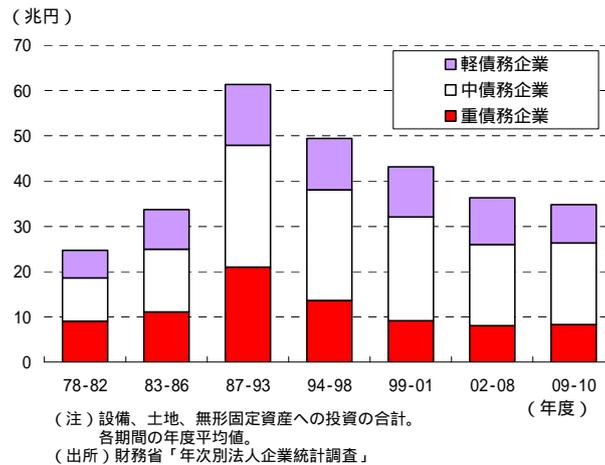
企業の資金の使い道としては、①設備投資を中心とした国内での実物投資、②海外直接投資など金融資産の拡大、③借入など金融負債の削減、が挙げられる。以下ではそれぞれの見通しについて検討していく。

#### 国内設備投資は減少基調が見込まれるが中債務企業では拡大の可能性も

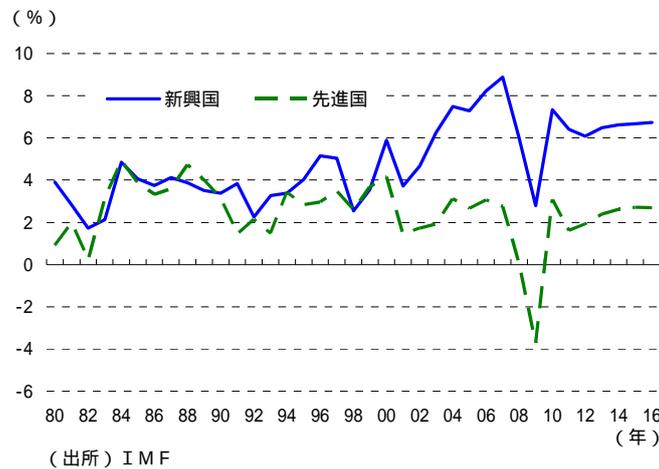
まず、国内での設備投資については、企業全体としてはかつてのような高い伸びを示すことはなく基本的には緩やかな減少トレンドが続く可能性が高い(図表8)。日本を始め多くの先進国では少子高齢化や人口の減少などを背景に経済成長率は停滞傾向にあるのに対し、アジアなど新興国は高い成長率を維持することが大きな要因だ(図表9)。グローバル化した企業は、需要の高い伸びが続くことに加え、生産コストも低いため高い収益率が期待できる新興国での投資を重視する傾向を強め、国内の設備投資は抑制を続けることになると見込まれる。製造業が中心の軽債務企業はこれまでも海外進出を積極的に行ってきたが、今後もこうした動きが続くと考えられる。国内での投資は増産よりも、維持・更新を目的としたものや高度な技術を要する一部の新鋭工場や研究開発拠点への投資が中心となるだろう。また、重債務企業は債務調整が完了するまでは設備投資の抑制を続けざるを得ないだろう。

中債務企業も後で述べるように海外を重視する傾向が強まると考えられるが、過剰債務の調整を終えたことで前向きな投資に資金を振り向ける余力が出てきており、国内での設備投資も拡大させる可能性がある。少子高齢化の進展は、国内需要の伸びを全体としては抑制する要因となるが、一方でサービス分野を中心に新たな需要を生み出す側面もある。医療や介護、外食を含めた小売、観光、教育などの分野がその例として挙げられる。こうした分野では、政府が企業のビジネスチャンスを拡大させるような規制緩和を進めていくことで、投資を呼び込むことが十分に可能だと考えられる。また、情報通信分野についても高速化や大容量化がさらに進んでいくため、インフラ強化のための設備投資の拡大が見込まれる。

図表 8. 3つの企業グループの設備投資等



図表 9. 新興国と先進国の実質 GDP 成長率



### 軽・中債務企業で拡大が見込まれる対外直接投資

前項で触れたように、海外の生産・販売拠点を重視する傾向は全般的に強まっており、対外直接投資は今後も拡大が続くと見込まれる（図表 10）。

対外直接投資の過去の推移を確認しておく。業種別では、製造業向けは 2000 年代半ばから急速に増加したが、業績悪化を背景にリーマンショック以降は一旦大きく減少した（図表 11）。非製造業向けは、まずバブル期に不動産や狭義のサービス業を中心に大きく増加したものの、その後は下火になった。2000 年代半ばになると、卸売・小売業や鉱業、運輸・通信業を中心に再び緩やかな増勢に転じ、リーマンショック後の落ち込みも製造業に比べると軽微だった。地域別にみると、バブル期には北米向けが大きく増加したが、2000 年代半ばからは、北米や欧州に加えアジア向けが大きく増加しており、最大の投資先になっている（図表 12）。対外直接投資の収益率をみると、アジアや中南米などの新興国向けが欧米向けよりも高めに推移している。

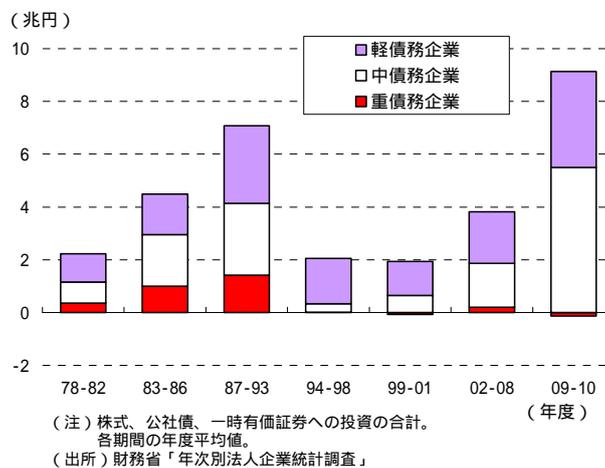
これまでの推移を踏まえつつ今後の対外直接投資について考えたい。まず、軽債務企業

は、リーマンショックで大きく落ち込んだものの今後は再び対外投資を積極化すると考えられる。地域別では、生産技術が向上し需要の拡大も見込めるアジアを中心とした新興国がやはり中心となるだろう。

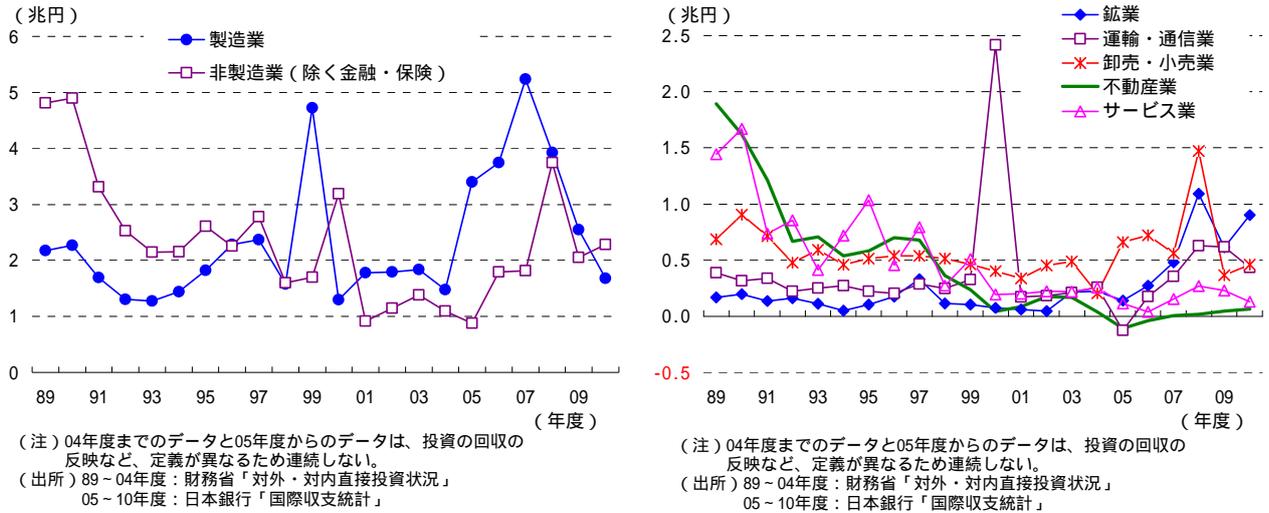
債務調整が完了した中債務企業では、新興国など海外でもサービス分野には開拓の余地が大きいと見られ、対外投資はこれまで以上に活発になるだろう。例えば、大手コンビニエンスストア各社は、国内では若者から高齢者や主婦層にまで顧客層を拡大させつつ店舗網を拡充させている一方、アジアを中心とした海外にも積極的に進出し、すでに海外店舗数が国内を上回る企業もある。また、介護事業者の中には、国内で拠点の整備を進めると同時に、将来の急速な少子高齢化の進展を見越して、中国市場の開拓を始めている企業がある。このように、国内市場と海外市場の両方に事業拡大の可能性が広がっている点に非製造業の強みがあるといえる。商品市況の上昇に伴う収益機会の獲得や国内で必要となる資源権益の確保を目的に、商社などを中心に資源国への投資も増えるだろう。

なお、海外への投資が余剰資金の使い道の中心となるが、企業の集約化や規模拡大などを目的に国内企業のM&Aに資金が向かうことも多くなるだろう。企業の選択と集中を促し、また規模拡大による投資効率の改善を通じて、企業の収益力強化につながるものと考えられる。

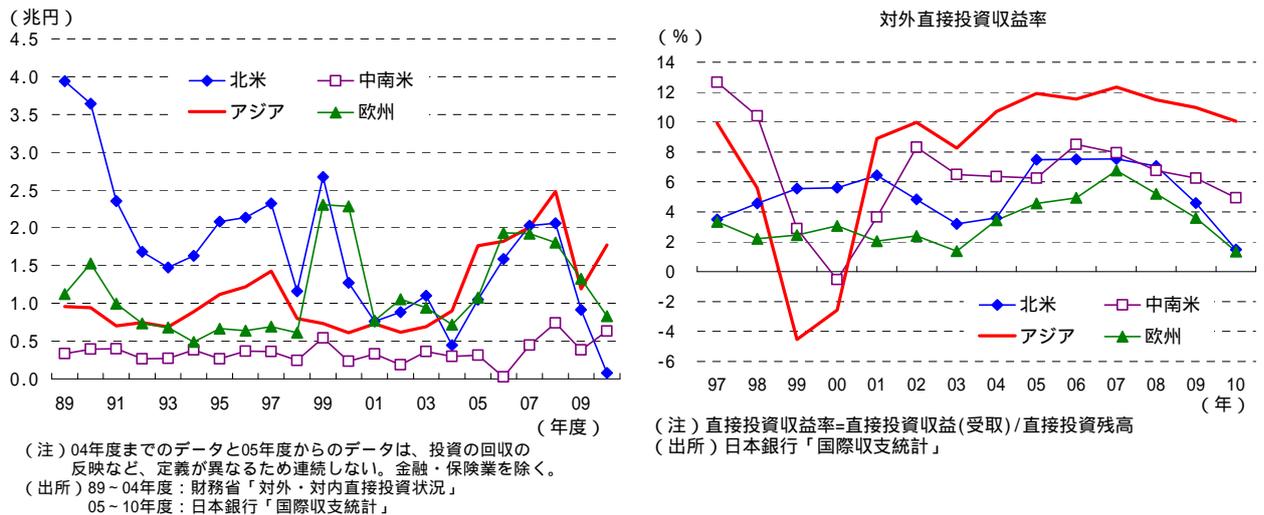
図表 10.3 3つの企業グループの有価証券投資



図表 11. 業種別の対外直接投資額



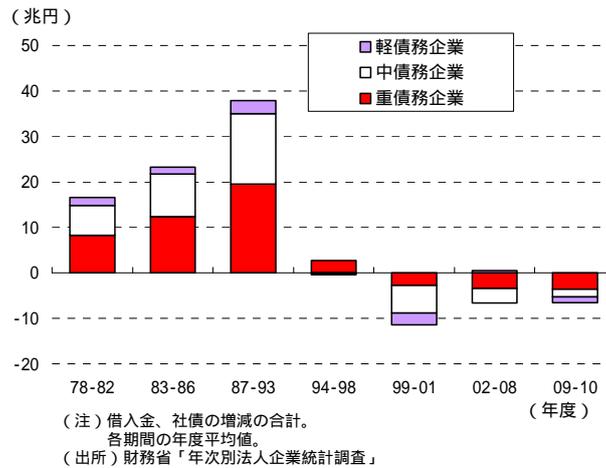
図表 12. 地域別の対外直接投資額と直接投資収益率



重債務企業では必要な過剰借入の削減

バブル期を含め過剰債務を負ってこなかった軽債務企業は元より、債務調整が最近になって完了した中債務企業でも、借入など有利子負債の削減はあまり目立たなくなるだろう(図表 13)。一方、バブル期に負った過剰債務の調整が未だに終了していない重債務企業は、今後も借入の削減を継続する必要がある。過剰債務を負ったままでは、返済負担の重さから前向きな投資に資金を振り向けにくいため、事業環境の変化に応じて収益力を維持し向上させるのが難しいためである。重債務企業の有利子負債残高は、リーマンショック後に実施された各種の資金繰り支援策の効果もあってこのところやや増加していたが、今後は再び減少基調に転じると見込まれる。

図表 13 . 3つの企業グループの有利子負債調達・返済



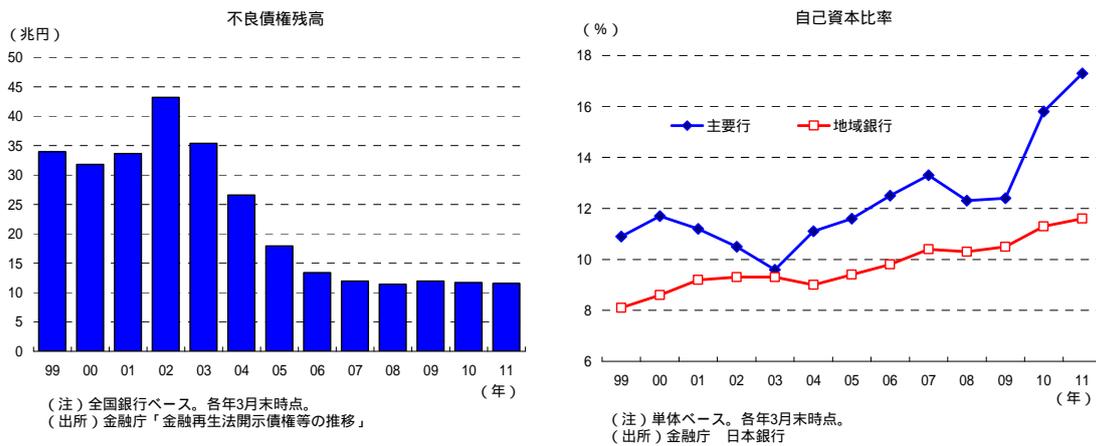
## (2) 銀行の貸出余力は十分

ここからは、企業に資金を提供する側である銀行が、カネ余りが続く中で取引先企業とどう関わっていけばよいのか、考えたい。

まず、これまでの銀行の歩みを簡単に振り返っておく。1990年代終わりから2000年代初めにかけて、バブル期の過剰融資が不良債権として積み上がり、貸し倒れの発生や引当金の積み増しで銀行は資本不足に陥った。銀行の資本不足は貸し渋り・貸しはがしといわれるような事態を招き、企業活動を抑制する要因になったといえる。その後は、金融再生プログラムの実行など政府による強力な後押しを背景とした不良債権処理の加速、財務体質の改善を目指した融資先企業による主体的な借入圧縮の強化などに景気の回復が加わって、不良債権は急速に減少し銀行の収益力も回復していった。今では銀行の自己資本比率は大幅に上昇し、財務内容は健全性を十分に取り戻している(図表14)。

財務の健全性を確保して安定的に与信活動を行える体制を整えることが銀行の責務であり、取引先企業の持続的な成長を実現するための必要条件であると考えられる。現在の銀行はその条件を満たしているといえるが、企業への貸出はなかなか増加してこない。カネ余りの状況が続くなかでは仕方がない面があるものの、企業への資金提供方法には工夫の余地があるのではないか。また、資金供給以外にも、企業の成長を促すべく銀行としてできることがあるだろう。取引先企業のニーズに応じていくことが、銀行としての収益力、ひいては日本経済の成長力の強化につながっていくはずである。

図表 14. 銀行の不良債権残高と自己資本比率



### (3) 銀行に求められること

カネ余りが続く中、取引先企業の成長を後押しするために銀行は何ができるのだろうか。先に述べた3つの企業グループごとにこれからの資金の使い道をイメージすると、取引先企業に対して銀行がなすべきことがみえてくる。

軽債務企業に対してはこれまでと同様、海外への進出支援やM&Aに関する情報提供といった海外を中心とした投資銀行業務が中心になるだろう。国内で行う投資はあまり大規模なものではなく、多くが自己資金でまかなえる程度のものになりやすい。借入など外部資金を調達するニーズがあるのは軽債務企業の現地法人であり、大手行を中心に銀行自身が海外展開することでそうした資金ニーズに応えることもできるだろう。

中債務企業も今後、海外進出や海外M&Aへのニーズが拡大すると見込まれるため、大手行はこれまで軽債務企業を中心に行ってきた業務の対象を中債務企業にも広げていく必要がある。また、先に述べたように中債務企業は国内での投資拡大も見込まれるため、国内での資金需要にも積極的に応じていくことが求められる。

一方、重債務企業に対しては、依然として残る過剰債務の削減を進め、前向きな投資に資金を振り向けられるような財務体質にしていくことを、銀行は後押しする必要がある。特に、こうした企業との取引ウエイトが比較的高い地域銀行にとってはより重要な課題である。全雇用者の約6割が従事している重債務企業で債務調整が続く間は、国内経済への下押し圧力が強く残ってしまう。リーマンショック後に実施された中小企業金融円滑化法など政府による一連の資金繰り支援策は、経済危機下であっても重債務企業の事業継続を容易にしたが、一方で過剰債務削減の動きも一服させることになった。もともとこうした政府の施策は、再建計画の策定を支援したりその着実な実行をフォローしたりという、銀行によるコンサルティング機能の発揮とワンセットだったことを思い起こす必要がある。

バブル期までのように企業の資金需要が旺盛だった頃は、融資の可否を判断する審査能

力が銀行としての付加価値の源泉になっていた。これからは審査能力だけでなく、海外を含めた情報収集能力と集めた情報をマッチングさせるノウハウ、取引先企業の経営改善を支援するコンサルティング機能が、銀行により多くの付加価値をもたらしていくことになるだろう。また、銀行の融資先としては非製造業の存在感が高まっていく。新しいサービス業には、銀行が融資をする際に担保として通常利用する不動産を持たない業種も多く、不動産を担保とした融資に依存しては企業の資金需要に十分に応えていくことができなくなる。売掛金や商品、原材料在庫など不動産以外の資産を担保とした融資にも積極的に取り組む必要があるだろう<sup>5</sup>。先に触れたように、銀行は多くの不良債権を処理しつつ自己資本を蓄積し、財務体力を向上させるのに成功した。これからは、強固な財務基盤をベースに、融資やその他の業務で積極的にリスクを取り、企業の成長を後押ししていくことが求められる。

### 3．国内で資金を環流させるには

拡大する余剰資金が海外投資に向かい、それによって企業の利益が膨らんでも、その資金がまた海外投資に向かうのであれば国内経済の成長にはつながりにくい。より高い投資収益が見込まれる海外に資金が向かうのは自然な流れであるが、それでは国内での投資機会や雇用機会は拡大しないことになる。設備投資が伸びにくいのであれば、国内で資金を環流させて経済全体の成長率を高めるべく、企業が創出した付加価値の分配方法を見直すことも検討に値する。

#### (1) 3つの企業グループの付加価値分配の状況

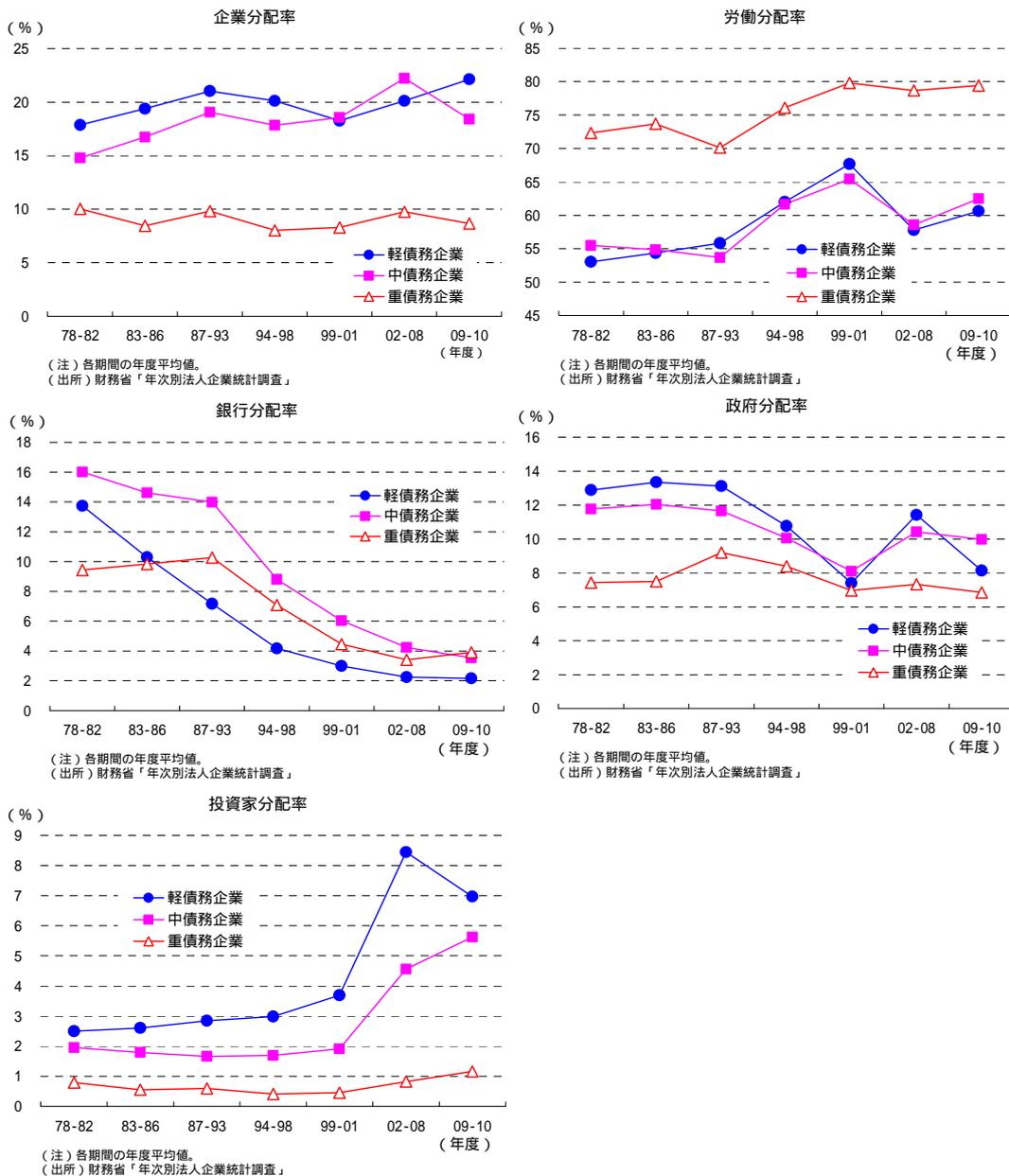
まず3つの企業グループの付加価値分配の特徴を押さえておく。企業が生み出した付加価値を、①減価償却費及び内部留保、②人件費、③支払利息等、④租税公課、法人税、住民税及び事業税、⑤配当金、の合計額とし、①を企業への分配、②を労働への分配、③を銀行への分配、④を政府への分配、⑤を投資家への分配と考え、付加価値総額に占めるそれぞれの割合を分配率とした。

企業分配率は、軽・中債務企業では20%前後と高く、上昇傾向にある(図表15)。一方、重債務企業では10%程度とかなり低く、水準も過去からあまり変化していない。逆に労働分配率は、重債務企業では80%程度と高い一方、軽・中債務企業では60%程度となっている。また、リストラの動きを反映し、軽・中債務企業では2000年頃をピークに低下傾向にある一方、重債務企業ではあまり変化していない。重債務企業の労働分配率が高止まりし

<sup>5</sup>日本銀行は、銀行が動産・債権担保融資など金融面の手法を拡充することを目的に、昨年6月に成長基盤強化支援資金供給における新たな貸付枠を5,000億円設定している。

ているのは、労働集約的な事業が多いことや、付加価値創出力が低迷する中で人件費の削減余地が小さくなっていることなどが影響していると考えられる。銀行分配率は、金利の低下を背景にどの企業も下落傾向にあり、直近時点では3%前後と企業間の差はあまりない。政府分配率は、横ばいからやや低下傾向にあり、水準としては重債務企業でやや高く7%程度、軽・中債務企業では10%程度となっている。最後に投資家分配率は、2000年代に入って軽・中債務企業で顕著に上昇しているが、水準としては軽債務企業の方がやや高く7%程度となっている。一方、重債務企業は1%程度と低水準で推移している。軽・中債務企業で高いのは、上場企業を中心に株主への還元が強く意識されるようになったことが背景にあるだろう。

図表 15. 付加価値分配率



## (2) 企業以外への分配を増やす余地はあるか

現状の付加価値分配の特徴を踏まえ、企業への分配を抑制し他への分配を増やすことで資金を国内で環流させ、経済成長へつなげていくことが可能かどうか検討してみたい<sup>6</sup>。

見直しの余地が大きそうなのは労働への分配である。労働分配率の低い軽・中債務企業、中でも中債務企業には賃金の引き上げ余地があると考えられる<sup>7</sup>。中債務企業は内需型の非製造業が多いため、製造業が主の軽債務企業のように、財の輸入を通じて低賃金労働者を雇用する新興国企業と競合することが少ないといえる。また、過剰債務の調整が概ね完了し、前向きな用途に機動的に資金が使えるようになっていることも賃金見直しの余地を大きくしている。労働への報酬を増やすことは社員のモチベーションを高め、企業の競争力を強化することにもつながり、さらには家計の所得の増加を通じて売上の拡大として再び企業に戻ってくる面もある。バブル崩壊の後遺症からなかなか抜け出せない中で、人件費はコストであり抑制すべきもの、という発想が多く企業で定着した感があるが、そろそろこの発想は変えるべき時期にきているのではないか。人件費は人材への投資とも考えられ、人材こそが既存の事業を時代のニーズに合ったものに変え、新しい事業を始める原動力となるはずである。一律に賃金を引き上げるのは難しいため報酬の引き上げ方法については工夫が必要であり、また従業員の側も能力向上のために自己研鑽に努めることも合わせて必要であるが、事業への貢献度が高い社員に対してはより高い賃金で報いることなどは十分検討に値すると思われる。

軽・中債務企業が株主への配当をさらに増やすことも考えられる。株主重視の流れは基本的には今後も変わることはなく、成熟段階に入った企業は内部留保よりも投資家への還元を優先する場合もある。高齢化の進展による無職世帯の増加は、低金利とあいまって配当の増額を企業に求める圧力を強める面もあるだろう。ただ、配当の増加は社外への資金流出に他ならない。投資に対する正当なリターンを超えた配当の増額は企業の長期的な収益力の向上を阻害し、経営者による短期的な株価対策に終わってしまう可能性がある。投資家への還元を意識しすぎるあまり企業の活力が失われてしまつては本末転倒である。

法人税率を引き上げて政府への分配を増やすのはどうか。国全体の貯蓄投資バランスを部門別にみると、政府部門は財政赤字で資金不足が深刻になっている一方、企業部門と家計部門では資金余剰が続いている。家計の収入のうちの一部は消費税の引き上げによって政府へ分配される方針がすでに固まっている。それならば、企業の収益についても一部を削って資金が不足している政府への分配を増やすことは発想としてはありえる。ただ、企業は獲得したキャッシュフローを国内の設備投資にあまり使っていないだけである。その代わりに、余剰資金は事業の拡大に必要な海外への投資や、過剰な債務の削減などに使われ

<sup>6</sup> ここでは企業による分配方法にのみ焦点を当てているが、実際は企業の付加価値創出力自体を強化し、付加価値総額を増やすことが重要であるのは言うまでもない。

<sup>7</sup> なお、労働分配率がすでに高水準となっている重債務企業には賃金を引き上げる余地はほとんどなく、まずは企業への分配を維持して債務調整をなるべく早く進める必要がある。

ており、文字通り資金が余っているわけではない。国内の設備投資に使わないのなら政府への分配を増やす、では企業の収益力を削ぐ可能性が高く、日本経済の活性化や持続的な成長にも寄与しないだろう。

なお、法人税の引き上げ以外の方法で企業から政府へと資金を分配させる動きがこのところ多く出てきている点には注意が必要である。具体的には、定年後の再雇用義務付けや定年の引き上げ、パート労働者への厚生年金・健康保険の適用、企業が運営する健康保険組合から国の高齢者医療制度への拠出金の拡大などが、検討または実施されている。少子高齢化の進展で政府の社会保障制度は現状のままでは維持が難しくなっていることが背景にあり、社会保障機能の一部を実質的に企業が負担する動きは今後も様々な形で現れてくるだろう。政府が過度な負担を企業に求めたり、現状の制度を維持するために場当たり的な対応を続けたりすると、企業の事業拡大や収益力向上のための前向きな支出が抑制され、国内での資金還流を阻害する可能性がある。

## おわりに

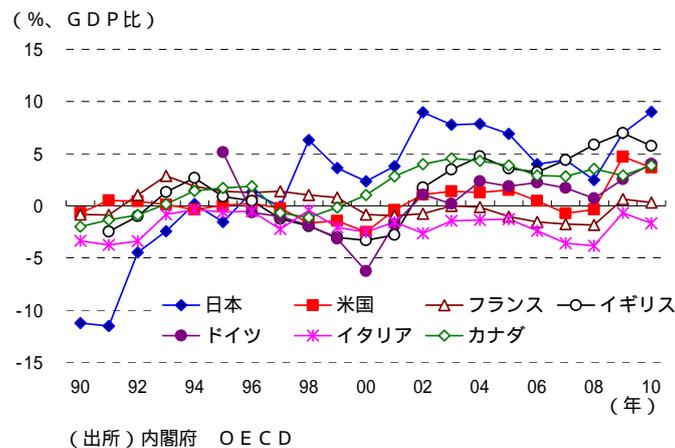
企業のカネ余りは、金融負債の削減局面から金融資産の拡大局面へと大きく変化している。借入など金融負債の削減は過剰債務を抱える企業には必要なことであるが、バランスシートの縮小を意味しており、前向きな使途に資金を投じる余力が小さくなることで事業が縮小均衡に陥りやすい。一方、海外投資など金融資産の拡大局面は、資金の使い道を決めるに際して企業としての力量が問われる難しい作業であるが、前向きな支出がバランスシートの拡大をもたらし、経営としては「攻め」の要素が強いといえる。金融資産の拡大というと企業が株式投資などのマネーゲームに走っているというイメージもあるが、バブル期とは異なり、最近では海外を中心に本業との関わりが深い分野での事業拡大や収益率向上のために堅実に使われる場合のほうが多くなっているといえる。

中債務企業で最近になってようやく債務調整が完了したことは特筆すべきだろう。中債務企業は従業員規模も投資規模も比較的大きく、多くが内需型ゆえに国内経済に対する影響力も強い。こうした企業で、少子高齢化などを背景とした需要の変化に応じた前向きな支出が増えてくれば、日本経済全体が縮み志向から脱する大きなきっかけになる。さらに、中債務企業の業績拡大の恩恵や銀行からの働きかけを受けながら、内需型で多くの雇用者が従事する重債務企業の債務調整が進展すれば、日本経済全体も新たな成長に向けた基盤がしっかりしてくるだろう。リーマンショックと東日本大震災でみえにくくなっているが、企業の前向きな動きは足元で着実に広がっている。

企業の資金余剰が拡大する一方、国内経済の成長力が鈍化し雇用が低迷するという現象

は、程度の差こそあれ、グローバル化した世界経済における先進国に共通した課題だといえる(図表 16)。G7 諸国では、日本を始めイギリスやドイツ、米国も企業部門のカネ余りが鮮明となっている。さらには、財政赤字の深刻化も多くの先進国で共通している。企業の活力を自国の経済の成長にどうつなげていくのか。企業の活力を削ぐことなく国内で資金をどううまく分配していくのか。各国は規制や税制、社会保障制度のあり方を見直し、国際的な経済連携協定の締結を進めるなど、自国経済の持続的な成長を目指して政策面で様々な工夫を凝らしている。日本でも、こうした視点を踏まえた大局的でバランスの取れた政策を立案し、着実に実行することが求められる。

図表 16 . 企業部門の貯蓄投資バランス ( G 7 諸国 )



- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。