

## 論文

# 1998年以降の日本企業の資金調達

湯 浅 由 一

### 1. 分析の目的

日本の上場企業の2016年3月期の連結経常利益は前期比3%の増加にとどまった。1ドル=80円台から125円台という大幅な円安を実現した、2013年からのアベノミクスの経済効果を背景にして続いていた企業業績改善に変化が見えてきたと言える。為替レートに強く影響される日本経済という図式が見える<sup>1)</sup>。

経常利益が7年ぶりに過去最高を更新した2015年から一転して、2016年3月期には4年ぶりに減益となってしまった。自動車や電機といった主要製造業20社の営業利益は過去3年間で3兆4,000億円という増益額であった。このうち、為替差益による押し上げ額は3兆1,000億円と推定され、円安差益効果が大部分を占めている。

民間非金融法人企業の資金余剰という現象を指摘することができる。日本銀行の発表する「資金循環勘定」統計によれば、本来は「赤字主体（資金不足）」であるべき法人企業部門が1998年以降、2016年8月の現在までの長期にわたって「黒字主体（資金余剰）」になっているという事実が観察される。これは望ましい状態とは言えない。元来、民間設備投資の主たる経済主体である法人企業は恒常的な資金需要を求め続けるはずであり、赤字主体すなわち資金不足部門になっていることが正常であると判断される。非金融法人企業は保有する資産の効率的な運用を常に追求し、設備投資の増加を伴う積極的な経営行動を目指すべきである。しかしながら、日本企業は設備投資に慎重である。2008年に発生したリーマン・ショック前より低い状況が続いている。確かに安易な設備投資は過剰設備となってしまうリスクを含んでいる。また、業績向上の裏付けのない賃金引上げは固定費用の増加となってしまう、基本給の引き上げは翌

事業年度以降の企業の資金繰りを圧迫させる要因となってしまう。賃金の引き下げは現実的には困難であるという下方硬直性の性質があるからである。日本企業の経営者は慎重な態度を取り続けている。20年余りの長期間にわたる日本企業の消極性は、バブル経済が崩壊した後のデフレ経済を脱却することが模索されている渦中において、問題視すべきポイントである。

法人部門が資金余剰の状態にあるという事実をいくつかの数値によって概観しておく。日本企業の保有する内部留保および手元資金の金額が高い水準で推移している。日本の企業は内部留保を増加させ続けている。換金が容易な有価証券を含めた手元現預金が有利子負債を上回る実質無借金の企業数の増加という現象が観察される。これは株主から調達した資金を効率的に運用していないという非効率経営を意味する。手元資金とは現預金およびすぐに売却できる有価証券などを合計したものである。企業が他企業の買収や投資に自由に使える資金の総額を表している。上場企業の資産全体に占める比率は12%に相当する規模にある。2016年3月末時点での上場企業の手元資金の金額は約109兆円に達している。過去最高である。また、配当金は約10兆円（2015年度の上場企業の総額）、自社株買いの規模は約5兆円（2015年度の上場企業の総額）となっている。

金融・保険を除く3月期決算の上場企業2,100社の有利子負債残高は2015年12月末時点で約204兆円である。公募増資および新株予約権付社債（CB）の発行などの、新株式の発行を伴うタイプのいわゆるエクイティ・ファイナンスは2015年4月から2016年3月末までで約2兆円でしかない。

日本企業の実現した利益の蓄積を意味するストック概念である「内部留保」の金額が過去最大の規模に膨らんでいる。内部留保の中身は企業の実現した利益から株主への配当を支払った残りであり留保利益という性格を有する。当期の留保利益は翌期の貸借対照表の、純資産の部の「利益剰余金（内部留保）」に計上される。すなわち、株主に帰属することになる。フローである留保利益のストック指標が利益剰余金という関係にある。

財務省の法人統計によれば、2014年度の金融・保険を除く日本企業の留保利益は約24兆円であり、利益剰余金は過去最高となる約354兆円である。このうち、現預金額の保有額は186兆円である。同統計によれば、金融機関からの借入金は331兆円、社債発行が56兆円、株式発行による資本金および資本剰余金

1998年以降の日本企業の資金調達

が244兆円、利益剰余金（内部留保）が354兆円である。

日本企業は外部からの借入額を減少させ、留保利益額を増加させているという解釈が成り立つ。日本企業全体の自己資本比率（＝自己資本額÷総資本額）は2005年度に30%を超えたが、2014年度では39%に上昇している。

上場企業の手元資金の残高は約105兆円であり、3年連続で増加している。手元資金が借金よりも多い実質無借金会社の比率は55%となっている。手元資金は貸借対照表（バランス・シート）において、現預金と換金容易な短期有価証券の合計額で算出される。この手元資金が多額であるということは「企業経営の非効率」を意味することになる。常に極大利潤を追求する存在である企業は、増収増益を出資者である株主から要求されている。

潤沢な内部留保と手元資金を保有している日本企業の存在を前提とした場合、日本銀行が2016年2月にマイナス金利政策を伴う量的緩和政策を積極的に採用しても、これに応じた民間企業の設備投資が必ずしも増加していないことを説明できる。また設備投資主体である民間企業が消極的な態度を維持しているという点も無視できない要因である。日本企業の経営者の判断が問われる。これが重要なポイントである。

翁百合（2014）は日本における少子高齢化の影響は家計貯蓄の取り崩しという変化をもたらすと予想する。高齢期には貯蓄の取り崩しが始まるからである。経済の低成長期に移行して、企業の資金不足が解消し、むしろ資金は余剰とな

表1 主な企業の手元資金額（2015年7月）

順位	社名	手元資金
1	トヨタ自動車	5兆2,159億円
2	ソフトバンク	3兆2,586億円
3	イオン	2兆3,530億円
4	三菱商事	1兆9,131億円
5	ソニー	1兆8,861億円
6	ホンダ	1兆4,717億円
7	三井物産	1兆4,007億円
8	東京電力	1兆3,942億円
9	パナソニック	1兆2,988億円
10	スズキ	1兆1,431億円
11	セブン&アイ	1兆1,051億円
12	国際石開帝石	1兆0,849億円

り、借り入れのニーズはそれほど大きくないと指摘する。

これに対して、福田慎一（2015）は1980年代に積極的な投資を実施した経営者が一線を退き、事業の拡大に慎重な経営者が重宝される傾向が広がっていると指摘する。企業家精神（Entrepreneurship）の衰退によって、多くの企業が内部留保という形で手持ち資金を蓄積させている一方で、設備投資の低迷が続いているという見方である。

日本企業の資金不足は1990年代半ばから縮小していき、2000年代以降、慢性的な資金余剰が続いている。平均すると年額20兆円近い資金余剰が発生していると述べている。しかも余剰資金の多くは収益率がゼロに近い現預金で保有されている。これは日本企業の自己資本利益率（ROE, Return On Equity, 企業の自己資本に対する当期純利益の割合）の低迷の原因ともなっていると述べている。

東証1部上場企業で2015年度において、このROEが8%を超えている企業の比率は48%であり、1988年のバブル経済期の49%に次ぐ高い水準にある。

## 2. 株式持ち合いの解消

### (1) 外国人投資家の増加

日本企業の多くは手元資金を積み上げて債務を返済する「守りの財務姿勢」を採用していると解釈できる。潤沢な資金を運用しない状態で保有し続けることは、投資家が要求する自己資本利益率（ROE）の向上にはつながらないという問題点が指摘されることになる。

近年、いわゆる外国人投資家による日本株の保有比率が高まっている。これは「物言う投資家」の比率が上昇していることを意味する。さらなる効率的な経営運営が要求されてくる。2014年度の株式分布状況調査によれば、外国人株主の日本株保有比率が過去最高の31.7%に達している。3年連続で増加することになる。豊富なキャッシュを活用しきれていない企業に経営効率の向上を求めて、自社株買いで自己資本額を圧縮すべきであるとの要求が出てくる。要求されるポイントの一つは経営効率の向上であり、具体的には「ROE数値の改善」ということになる。

## (2) 日本企業の資本効率

日本企業は欧米企業に比べて資本効率が低いとされる。代表的な指標であるROE（Return On Equity, 株主資本利益率, 自己資本利益率）は2008年度に平均0.6%にまで低下している。2014年度では8%にまで回復したが、社数ベースでは6%台が最多であった。このROEが10%を超えれば優良企業と評価されるが、日本企業の平均値は5%程度とされる。

ROEは経費や税金を支払った最終的に残った純利益を自己資本で割って求められる。企業が株主の持ち分である資本を使ってどれだけ効率良く利益を生み出しているのかを示す指標である。したがって、株主の視点からは企業の収益力と経営の効率性を測る指標となる。このROEは以下で示すように、3つの要素に分解して理解することができる。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{税引き後利益}}{\text{株主資本}} \\ &= \frac{\text{当期利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}} \\ &= \text{売上当期利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ} \\ &= \text{総資産利益率 (ROA)} \times \text{財務レバレッジ} \end{aligned}$$

ここで、株主資本は株主が出資した資本金・資本準備金・過去の利益の蓄積である利益剰余金の合計、すなわち株主の持ち分を意味している。また、総資産利益率（ROA, Return On Asset）は総資産に対してどれくらいの収益をあげたかを表す指標である。そして、財務レバレッジ（ファイナンシャル・レバレッジ）は自己資本に対する企業外部から調達した負債の割合を表している。ROEの水準を高める方法としては、このROAの比率を高めれば良いことになる。しかしながら、この場合、ROEが高まっても、負債比率が高くなってしまい財務状況の安定性を低下させてしまうことを意味する。

ROEの水準は株主にとっては重要な指標ではあるが、ROEのみではなくてその含意を深長に考慮しなければならないのである。

$$\text{ROE} \times \text{PER (株価収益率)} = \text{PBR (株価純資産倍率)}$$

という関係にもある。PER =  $\frac{\text{時価総額}}{\text{純利益}}$ , PBR =  $\frac{\text{時価総額}}{\text{株主資本}}$ である。この関係を前提にすれば、ROEとPRBは正の相関関係にあることになる。すなわち、高いROEと高いPBRが対応するのである。

日本企業は欧米企業に比べてROEの水準が低いということが指摘される。東京証券取引所1部上場企業の2013年度の平均ROEは8.6%である。また、みずほ証券によれば2015年度の東証1部上場企業のROEは平均で7.3%であり、前年度の7.4%から下がっているということである。一方、米国のS & P 500種株価指数に採用されている企業のROEは2013年で平均14%台である。過去30年間において、日本企業のROEは10%を超えたことはないとされる。最も高かったのは1984年度の9.8%とされる。これは日本企業が財務の安定性を重視する傾向があることが説明要因として挙げられる。日本企業は借入金の増加を選好しないという事情である。したがって、ROEの水準は低くても財務の安定性に留意していると考えられるのである。

表2の調査結果に従えば、日本企業は米国企業に比べて、売上高純利益率の水準が低いことがROEの低さの主要な説明要因になっていることが推察される。すなわち、日本企業の利益率が低いことが指摘できる。その説明要因としては「ブランド力」に改善の余地があるとの指摘がある<sup>2)</sup>。

### (3) 株式持ち合いの解消

日本企業の経営の非効率を象徴する「株式持ち合い」の解消が求められている。長期保有を前提とした株主の存在は、企業経営の資本効率の向上という視点からはマイナスの要因である。この株式持ち合いは1990年代後半からその解消が進んでいる。

表2 ROEの日米比較  
(SMBC日興証券, 金融を除く時価総額上位1,000社, 2015年度)

	日本	米国
ROE (%)	7.7	12.0
売上高純利益率 (%)	3.7	6.0
財務レバレッジ (倍)	2.54	2.98
総資産回転率 (回)	0.81	0.67

「政策保有株あるいは持ち合い株」と呼ばれるものは、企業が取引先の企業や銀行との間で相互に長期に保有し合っている株式のことである。第二次世界大戦後の旧財閥系の企業集団がグループの結束を高めること、取引関係の強化を目的に始まったとされる。グループの中核企業である銀行を中心に持ち合いが進み、1980年代後半には、持ち合い株の比率が50%を超えていたとされる。企業同士の取引関係の強化と安定株主作りが実行されたのである。問題点の一つとして、安定株主は株主総会では議案には決して反対しないという「物言わぬ株主」の存在になってしまう点である。

解消が始まったのは1990年代以降のバブル経済の崩壊を契機にして、下落した株式の保有によって損失が膨らみ、金融機関が保有株式を手放す動きが始まったからである。さらに2000年代になり、外資系ファンドによる敵対的買収に対する警戒感から、買収防衛のために相互に安定株主になることを目的に再び株式の持ち合いが復活したとされる。このように投資目的ではなくて、経営戦略上の理由から保有するので「政策保有株」とも呼ばれるのである。

東京証券取引所が2015年6月に「企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）」を公表し、持ち合いの解消を要求する事態となっている。持ち合い株の目的や合理性を具体的に説明することが求められている状況にある。株主や社外取締役といった企業外部の視点からの経営の透明性や合理性を高めることを求めている。

野村證券によると、2015年度末で上場企業の時価総額に占める持ち合い株の比率は15.8%という推計値である。三菱UJFフィナンシャル・グループなどの3メガバンクは2015年11月、金融庁の意向を受けて今後5年程度で持ち合い株式の30%を削減する計画を立てた。これまでの取引関係が深い旧財閥企業やインフラ企業を中心にして、24の会社について時価ベースで約2兆6,000億円を保有している。持ち合い株全体の約20%に相当する金額である。3メガバンクは外国人の持ち株比率が高く、銀行と企業が株式を持ち合う企業統治の実態を疑問視している<sup>3)</sup>。持ち合い株の売却を自社株買いで対応するという動きがある。銀行の持ち合い株を自社株買いで吸収する事例は以下の通りである。

表3 自社株買いの実例

社名	株主	自社株取得額	
クレディセゾン	みずほ銀行	487億円	2015年12月
コナミ	三井住友銀行	66億円	2015年12月
東武ストア	みずほ銀行・埼玉りそな銀行	14億円	2015年5月

2015年12月8日、クレジットカード大手のクレディセゾンは発行済み株式総数の11.41%に相当する2100万株を上限にして自社株買いを実施すると発表した。筆頭株主のみずほ銀行が保有株の大半を売却する。この売却によって、みずほ銀行の出資比率は13.4%から3%弱に低下し筆頭株主から外れることになる。みずほフィナンシャルグループは、この売却行為は「企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）」を踏まえた政策保有株式見直しの一環であると説明している。

2015年、パナソニックは東京証券取引所に提出する企業統治に関する報告書の中で、保有の合理性が認められない株式銘柄は売却する方針を明記している。コマツは意義のない株式の売却を完了しているとされる。大林組は顧客企業との関係を維持するために保有する約300銘柄の持ち合い株について、今後6年程で3分の1に相当する1000億円分を売却する方針である。

### 3. マイナス金利政策の採用

市中銀行が日本銀行に預ける当座預金の一部にマイナス0.1%の金利を付けるという金融政策の決定が2016年1月29日に行われた。2016年2月16日から金融機関が日本銀行に預ける当座預金の残高の一部にかける金利をマイナス0.1%に引き下げた。具体的には日本銀行当座預金を3段階の階層構造に分割して、各階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用するという方式である。このマイナス金利の適用によって資金を預ける金融機関側が日本銀行に手数料を支払うことになったのである。適用される資金の残高は23兆840億円と発表された。したがって金融機関が支払う1ヶ月間の手数料は約20億円であった。この金利を負担した金融機関は信託銀行とゆうちょ銀行に集中したということである。

2016年8月時点で、このマイナス金利政策に関してプラスと評価される経済



効果は顕在化してはいない。日本銀行によれば、2016年6月末時点での国内の銀行貸出残高は前年同期比2.4%増加の460兆7,995億円である。これは物価上昇率がデフレすなわちゼロよりも低いために、実質の金利水準は1.5%程度の相対的に高い水準に留まっている可能性があるからである。むしろ民間金融機関の経営を圧迫させているという側面がある。住宅ローンの借り換えという恩恵を受ける人は限定的であり、銀行および保険会社の収益低下を意味する政策である。

マイナス金利の影響として、国債を発行する国が利益を得るという奇妙な現象が発生している。これは未曾有の異常な事態である。国債を購入する金融機関が額面価格である100円および受け取り利息の合計よりも高い値段で国債を購入しているからである。その理由はこの購入価格よりも高い値段で日本銀行に転売可能であるからである。入札で買った国債を日本銀行に転売して利益を得るという構造ができていたのである。2016年7月5日の国債入札では落札利回りが過去最低の年利マイナス0.243%となり、国は約2兆4,000億円の借り入れて約600億円の利益を得たという計算になった。この利益額の大きさはマイナス金利の程度が大きくなるほど増加する。

企業の貸借対照表をみると最も増えているのは、「投資有価証券」の株式である。ここ10年で約122兆円増加している。一部の日本企業は近年、対外M&Aを積極化させている模様である。海外子会社の設立や現地企業との提携を実施している。対外直接投資の残高は2015年9月末時点で約149兆円である。対外投資は安価な労働力の確保、製造拠点の海外移転とともに隣国の需要を取り込むことが最大の目的となっている。

日本企業が海外市場で外貨建て債券の発行を増加させている。2014年一年間の発行総額は前年比23%増の4兆6,662億円であった。1991年ぶりの高い水準に相当する。外貨建て債券を発行して資金を調達した場合、海外での融資やM&Aのための資金として為替レートの変動リスクを回避できることになる。外債発行の中心はメガバンクであった。

表4 外貨建て債券の発行規模

三菱東京UFJ銀行	2014年3月	40億ドル
	2014年9月	45億ドル
三井住友銀行	2014年1月	30億ドル
	2014年3月	17.5億ドル
みずほ銀行	2014年7月	30億ドル
	2014年4月	30億ドル
日本生命保険	2014年9月	25億ドル
	2014年10月	22.5億ドル
トヨタモータークレジット	2014年5月	20億ドル
アメリカンホンダファイナンス	2014年12月	15億ドル

#### 4. 新しい手法の資金調達

日本の企業は株主還元を実施している。2015年6月から企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）の適用が開始された。株主や社外取締役などの外部の視点から、企業経営の透明性や合理性を高めてもらうという意図である。上場企業は株主の資金をいかに効率的に活用して利益を上げるかの目標を提示し、その実現のための具体策を説明することが求められる。東京証券取引所によれば東証上場企業の2014年度の配当性向（＝配当金÷税引き後利益）は30%である。

近年、日本の上場企業が「リキャップCB」<sup>4)</sup>と呼ばれる転換社債発行と自社株買いを同時に行う資金調達方法を実施している。CB発行による負債性資金の調達と、自己株式の取得による株主資本からの控除を同時に行う点が特徴である。発行されるCBはゼロ・クーポンであることが多い。

2008年2月から2015年7月までに36の会社が発行し、約1.5兆円の資金を調達している。このリキャップCBのメリットは以下の点である。銀行借入と異なり、企業の利払いの必要が無いこと。また、株式への転換が行われて株式の希薄化が生じるが、これを抑制するための工夫として、「発行決議日の株価＋25%といった高めのアップ率の設定」、「CB購入後、一定期間の権利行使を禁止するロックアップ条項の設定」などの抑制措置が採用されている。

志馬祥紀（2015）によれば、調達された資金のうち、約50%以上は自社株買いの資金に充てられているが、その他は設備投資に向けられているという。し

たがって、企業は純額ベースで考えれば、単純にCB発行による資金調達を行っていることになる。志馬祥紀（2015）は株式市場への反応に注目して、企業の成長機会の存在を示すシグナルになっていると考える。

負債比率を引き上げ、最適な資本構成を実現する努力が行われている。その努力の1つ。転換社債（CB）を発行しその資金で自社株買いを実施する「リキャップCB」。2008年にヤマダ電機が1,500億円を発行したのが日本初である。資本を減らすことになる自社株買いに、CBで調達した資金を充当する。発行する社債の資金用途を明記するCB。将来株式に変わる可能性のあるCBで資金を調達し、それを元手に市場で自社の株式を購入する。自社株買いの実施である。ROEを高める効果が期待できる。

ROEは計算式の分母に当たる自己資本を減らすことによっても高められる。ハイブリッド債は債券であるが貸借対照表上は負債である。しかしながら償還期限が60年と長く、劣後性がある。格付け機関は50%までを資本とみなす。

トヨタ自動車は2015年7月に5,000億円の新型種類株を発行した。このAA型種類株は株主総会での議決権があり配当もあるが、5年間は売却不可である。さらに5年後にはトヨタ自動車が発行価格で買い取るという株式である。事実上、元本が保証されているのである。リスクを伴う普通株式とはかなり異なる。

自社株買いも株主還元策の1つであり、配当実施よりも実施時期や金額を柔軟に設定できるという利点がある。自社株買いによって株式の発行数を減少させるという効果があり、1株当たり利益（EPS）を向上させることになる。

三菱UFJフィナンシャル・グループは2015年10月、1,500億円の「永久劣後債」を公募発行した。これは「パーゼルⅢ」で自己資本に算入できる新型債券である。償還期限がなく、発行企業が倒産した際に元利金の支払い順位が普通社債よりも劣る債券である。普通株で算出される自己資本比率が5.125%を下回ると元本が削減されることになる。自己資本比率が回復すると元本は回復する仕組みである。「パーゼルⅢ」は金融機関に高い自己資本比率を求めているが、この新型債券を普通株式と同じ中核的自己資本（Tier1）に算入することを認めている。ROEを低下させずに質の高い資本を増加させることが可能である。野村ホールディングスは2015年3月、償還期限のない「永久劣後債」を発行。約1500億円を調達する。パーゼルⅢで中核的自己資本（Tier1）として

算入することが認められている。

日本銀行によるいわゆる「マイナス金利政策」の採用が為された。これを受けて、日本の資金調達市場の市場金利が低下していることが確認できる。また、社債の発行期間も急速に長期化している。2015年度に発行された社債の償還までの平均期間は11年8ヶ月と過去最長になっている。2014年度は平均7年4ヶ月であった。具体的には、西日本旅客鉄道が2016年2月に40年債を発行している。日産自動車は2016年4月に普通社債を発行して900億円を調達した。満期は5年、7年、10年の3種類であった。

負債と資本の中間的な性格を有する資金調達となる、いわゆる「ハイブリッドファイナンス」の採用が実施されている。具体的には、劣後債・劣後ローン・優先株の発行という形態になる。JFEホールディングスは2016年6月、60年の劣後ローンで約2,000億円を調達している。劣後ローンは一定の割合が自己資本と見なされ、財務体質の強化となる効果が期待できる。また三井物産は

表5 起債の実例

2016年2月	西日本旅客鉄道	200億円
2月	味の素	700
3月	あおぞら銀行	150
3月	ドンキホーテ・ホールディングス	200
3月	ヤマト・ホールディングス	200
3月	三井不動産	100

表6 20年債を発行する企業 (2016年2月以降)

2月26日	JR西日本	100億円	0.816%
3月2日	味の素	250	0.939
4月8日	JR東海	100	0.421
4月19日	九州電力	200	0.907
4月22日	東京急行電鉄	100	0.662
5月27日	トヨタ自動車	200	0.343
6月1日	大和ハウス	100	0.603
6月3日	三菱ケミカルHD	200	0.850
7月5日	森ビル	100	0.830
7月7日	JR東日本	100	0.210
7月8日	日通	200	0.700
7月13日	豊田通商	200	0.700
7月15日	第一三共	750	0.810

## 1998年以降の日本企業の資金調達

表7 ハイブリッド型の資金調達

2015年6月	三菱商事	3,000億円の社債とローン
2015年10月	第一生命	2,830億円の永久劣後債
2016年1月	日本生命	15億ドルの劣後債
2016年2月	三菱地所	3,500億円のローン
2016年4月	日本生命	1,000億円の劣後債
2016年5月	オリックス	940億円のローン
2016年6月	JFE	2,000億円のローン
2016年6月	住友生命	1,000億円の劣後債、償還期間は60年
2016年6月	三井物産	3,500億円のローン
2016年8月	損保ジャパン	1,000億円の劣後債、個人向け社債
2016年8月	丸紅	2,500億円の永久劣後ローン
2017年3月	三井物産	1,500億円のローン

三井住友銀行から60年の劣後ローンという形態で5,000億円を調達した。マイナス金利という環境の中で、大手の生命保険各社が財務基盤の強化を図っていることも観察される。

## 5. 結 語

日本の法人部門、すなわち日本企業は1998年以降、一貫して「黒字主体（資金余剰）」となっているという事実を指摘することができる。これは正常とは言えない状況が続いていることを意味するものである。企業が内部留保および手元資金を潤沢に保有し続けていることは「資本効率の悪化」を意味することにもなる。これに対して、株主からROEの向上が要求されている。その対応として、株式の持ち合いの解消およびこれまでに無かった新たな資金調達の方法が採用されている。

また、潤沢な資金を保有する企業の存在を前提とした場合、日本銀行による量的金融緩和およびマイナス金利の金融政策効果が期待し難い状況にある。一部の企業は海外M&Aを積極的に行っているが、日本企業の経営者のより積極的な姿勢が求められるということを指摘したい。

## 注

### 1) 1997年以降の日本経済における出来事

- 1997年 4月 消費税率を3%から5%に2ポイント引き上げ。  
 11月 北海道拓殖銀行が経営破綻、山一証券が自主廃業を決定。  
 1998年 3月 大手民間銀行21行に約1兆8,000億円の公的資金を注入。  
 10月 日本長期信用銀行が経営破綻、戦後初の民間銀行の国有化。  
 12月 日本債券信用銀行を一時国有化。  
 1999年 2月 日本銀行がゼロ金利政策を導入。  
 3月 大手民間銀行に約7兆5,000億円の公的資金を注入。  
 2012年12月 安倍政権の発足。  
 2013年 4月 日本銀行が異次元の金融緩和。  
 2014年 4月 消費税率を8%に引き上げ。  
 11月 消費税率を10%への引き上げを2015年10月から、2017年4月に1年半延期。  
 2016年 1月 日本銀行がマイナス金利の導入を決定。  
 6月 消費税率を10%への引き上げを2019年10月に2年半延期へ。2016年度の消費税込額は約17.2兆円の見通しであり、一般会計税収に占める割合は約30%に相当する。所得税収は約18兆円という規模である。

### ① アベノミクスの経済効果 (各年度末の数値)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
日経平均株価	12,397円	14,827円	19,206円	16,758円
円相場	94.03円	102.97円	120.20円	112.42円
長期金利	0.56%	0.64%	0.40%	-0.05%

### ② 日本の国内総生産 (GDP) を以下のように定義した場合、すなわち、

$$GDP = C + I + G + X - M$$

C: 消費支出, I: 民間設備投資, G: 政府支出, X: 輸出, M: 輸入

と定式化した時、1990年代後半以降、名目国民総生産の金額が530兆円前後の横這いの状態で推移しており、ほぼゼロ成長を続けている。GDPが増加するためには、消費支出 (C) と民間設備投資 (I) が増加することが求められる。その背景として、日本の潜在経済成長力が向上していない、あるいは低下してしまっている可能性がある。

③日本の潜在経済成長率

ハロッド (Roy Fobes Harrod 1900~1978) が提唱した潜在経済成長力 (potential growth ability) は以下の式によって定義される。

自然成長率 (natural rate of growth) は可能な経済成長率を意味する。

自然成長率 = 労働人口の増加率 + 技術進歩率 (労働生産性の増加率)

労働人口の増加率 (rate of population growth)

労働生産性 (labor productivity)

日本では少子高齢化が進行しており、特に労働力人口が減少傾向にある。日本では人口の減少、取り分け、生産力労働の人口の減少が確認できるのである。15歳から64歳の生産年齢人口は日本の総人口より約10年早い1990年代半ばから減少が始まっている。総務省・内閣府・日本銀行によれば、24年前では約8,600万人であったが、2016年4月では約7,600万人となり、約1,000万人も減少している。直近、15年間で約170万人減少している。例えば、2010年の6,370万人と、2015年の6,075万人を比較すれば、約295万人の減少である。これは、消費の主体である家計部門の所得の減少を意味し、したがって、消費支出の成長が期待し難い状況にあることになる。

また、日本の長時間労働の慣行によって、労働生産性が鈍化している。人口の減少は消費需要の減少も意味する。人口減少は経済成長率を0.5%程度押し下げるとの国立社会保障・人口問題研究所による試算がある。

労働生産性を高める方策としては、人件費の増加を意味する正規社員の雇用の抑制が採用されている。また優しい日本の経営者は雇用者の確保を優先して、そのため、賃金の引き上げには慎重となる。これは雇用者所得の増加とは繋がらず、消費支出を抑制させてしまうと考えられる。

日本銀行による金融緩和が実現した円安の効果は、企業の海外子会社の円建て利益額を押し上げたと判断される。その結果、日本株の株価を上昇させた。しかしながら、その資産効果は株高の利益を得た経済主体に限定された模様である。日本全体の消費支出を増加させるには不十分であったのである。

上場企業約3,600社の2015年度における株主還元の金額は、16兆円を超える過去最高の水準にある。その内訳は、配当額が10兆9,000億円、自社株買いの実施額が5兆3,231億円であり、ともに過去最高値を記録している。配当と自社株買いの合計額は16兆2,000億円となり、これは企業の純利益額である30兆6,000億円の53%に相当する株主還元の規模であることを意味する。

④為替レートと日本企業の経常利益の関係

2016年6月1日の財務省発表では、2016年1~3月の法人企業統計によると、

金融機関を除く、資本金1,000万円以上の産業の経常利益が前年同期比9.3%減少となったということである。売上額も3.3%減少であり、減収減益は2期連続となる。1～3月期の為替レートは1ドル=115.32円と前年同期から約4円の円高となっており、企業の利益を圧迫させたと考えられる。また、上場企業の2016年の3月期決算の営業利益は約30兆円（前年度比4～8%増益、4期連続）である。外国為替レートの影響が大きいことが分かる。大和証券の試算では、1ドル=115円では4%の増益、110円で1%の増益に、そして105円となると-2%レベルの減益となるとのことである。

⑤「資本構成のトレードオフ理論」

負債比率が上昇すると負債に伴う節税効果というプラス要因よりも破綻懸念コストというマイナス要因が大きくなってしまい、企業価値が減少してしまい株価は低下してしまうことが考えられる。負債に伴うメリットとデメリットとのトレードオフ（相反）によって最適な資本構成が決定できるという理論である。企業価値が減少し始める直前の資本構成（負債比率）が最適であるという判断である。この考え方を前提にすれば、無借金経営や最適な負債比率の水準未達の企業は資本効率が最大化されていないことを意味する。ある水準まで負債を高めることが企業価値を向上させることになる。

⑥日本経済新聞社の設備投資動向調査（2016年4月30日時点）によれば、2016年度の設備投資は約25兆円程度となり、全産業で2015年度実績比8.3%増になるとのことである。7年連続の増加となるが、その増加率は10.5%だった2015年度当初計画より鈍化する見通しである。

- 2) 日本企業のROEの低さの説明要因として、「ブランド力」を指摘したのは、月例研究会における小澤伸光氏である。
- 3) 外国人投資家とは、海外を拠点に活動している投資家のことである。具体的には、短期売買を行うヘッジファンドや欧米の年金基金・投資信託、政府系ファンドなどの巨額の資金を動かしている経済主体である。日本の株式市場における売買シェアは60%以上であり、日本の株価形成において大きな影響力を有している投資家である。海外機関投資家の多くは信託銀行に株式を預けており、名義上の株主は信託銀行になっている。日本企業の多くは定款で株主総会の出席資格を名義上の株主に限っている。実質株主である機関投資家は株主総会には出席不可という現状にある。
- 4) アメリカでは2000年代より、“Leveraged Dividends Recapitaization”と呼ばれる「配当リキャップ」が採用されている。これは未公開株を対象とする株主利益還元策である。負債資金を調達する一方で配当増を行うのである。



## 参考文献

- (1) 翁百合『世界のなかの日本経済：不確実性を超えて9 不安定化する国際金融システム』NTT出版 2014年2月
- (2) 志馬祥紀「リキャップCBと市場の評価」『証券経済研究』第92号 p 75～p 91  
日本証券経済研究所 2015年12月
- (3) 福田慎一『世界のなかの日本経済：不確実性を超えて1 「失われた20年」を超えて』NTT出版 2015年7月