

企業の投資資金はどこに向かったのか？

～縮小する国内投資、増加する海外投資～

経済調査部 鈴木 将之

(要旨)

- 貯蓄投資バランスをみると、本来、借り入れをして投資を行う主体として、資金不足であるはずの企業が1990年代末から資金余剰主体となっている。企業が想定する国内経済の成長率の低下や、投資収益性の悪化を背景に、積極的な国内投資から企業が遠ざかっている。また、バブル崩壊以後、企業はキャッシュフローを増やし、有利子負債を削減するなど財務体質を改善してきた。
- 円高や海外市場の株安を機に直接投資は増えている。また、日本より力強い海外経済の成長の恩恵などを受けて、海外現地法人の売上高経常利益率の方が高いことも海外投資を後押ししている。つまり、国内投資の増加が需給両面から日本経済の成長を押し上げるのではなく、海外投資の増加が所得収支を通じて国内の購買力を高めるという投資立国の状況に移行していることが、資金余剰主体としての企業にあらわれていると考えられる。
- 先行きについて、現在と同様に企業が資金余剰主体であり続けることが想定される。減価償却を下回るほど国内投資が伸び悩み、直接投資など海外への投資が貯蓄を増やす構図に変わりないと考えられるためだ。マクロ経済の視点からみると貿易赤字が定着する中で企業の資金余剰が貯蓄投資バランスと表裏一体の関係にある経常収支の黒字の下支えになる構図が続くと考えられる。
- 国内投資の減少は需給両面から経済成長の下押し圧力になるため、日本経済の視点から望ましいものではない。国内投資を増やすために必要な取り組みとして、国内投資の動機付けと投資環境の整備を両面から進めることがあげられる。例えば、前者では現在大きな問題となっている電力確保や省エネという点から、電力の固定買取制度や補助金などを通じた国内投資の後押し、後者では6重苦といわれるほど厳しい輸出環境の緩和などを進めていくことが必要だと考えられる。

1. 資金余剰主体となった企業

内閣府『国民経済計算』の貯蓄・投資バランスをみると、本来、資金不足であるはずの企業が1990年代後半から資金余剰主体となっている（資料1）。ここでの資金不足とは、企業が株式や社債の発行や銀行からの借り入れを原資に投資など事業展開を行い、収益を得る経済主体であることを意味する。一方、資金余剰ということは、投資などが十分ではない可能性がある。この状態は拡大する政府の財政赤字を補い、貯蓄投資バランスと表裏一体の関係になる経常収支の黒字の維持に貢献することは間違いないものの、設備投資と

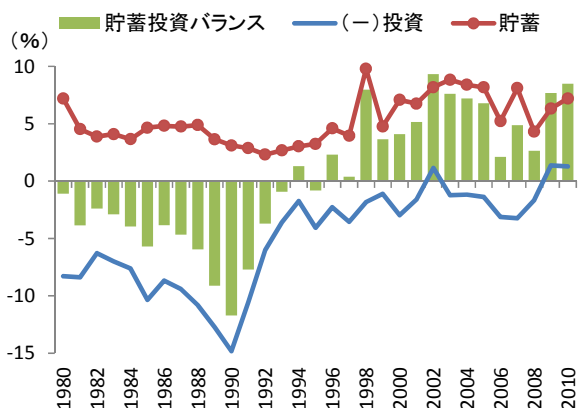
いう面からは問題がある。

なぜなら、企業の資金余剰の裏側では、投資額に比べて減価償却額が上回ることで、純投資がマイナスになっており、これは企業の国内投資の消極的な姿勢を表しているからだ。国内投資の減少は、需要面から短期的に経済成長率の押し下げ要因、供給面から長期的に投資の蓄積である資本ストックの減少を通じて潜在成長率の押し下げ要因にもなりかねないなど、悪循環が懸念される。

2. 企業の設備投資はなぜ進まないのか？

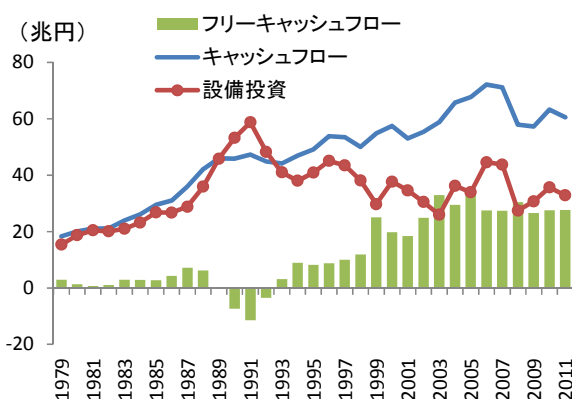
企業の設備投資はなぜ進まなくなったのだ

資料1 企業の貯蓄投資バランス（GDP比）



（出所）内閣府『国民経済計算』

資料2 キャッシュフローの推移



（出所）財務省『法人企業統計』

（注）キャッシュフローやフリーキャッシュフローの計算は、経済産業省（2006）の方法による。

キャッシュフロー＝経常収支×0.5＋減価償却費、

フリーキャッシュフロー＝キャッシュフロー－設備投資

ろうか。これまでの振りかえりと、バブル崩壊後、3つの過剰が問題となり、企業は設備投資を絞ってきた。戦後最長の景気拡張局面を迎えた2000年代には確かに投資は増えたものの、ピークだった2006年度の45兆円は、90年代のピークだった1991年度の59兆円より、15兆円も少なかった（資料2）。

企業に投資余力がないのかといえ、必ずしもそうとはいえない。1990年代から企業のキャッシュフローは増えており、2011年度をみても61兆円と、1990年よりも15兆円もキャッシュフローが多い状態が続いている。つまり、企業の投資余力自体は高まっている。これを踏まえると、企業が積極的に国内に投資しない理由は、資金制約ではないといえるだろう。

企業が投資を絞っている理由は、むしろ、国内の投資収益の低下にあるのだろう。それは、内閣府『企業行動に関するアンケート調査』からうかがえる。それによると、「日本の実質経済成長率の今後5年間の見通し」は、1990年度調査の3.6%から2011年度調査では1.5%まで低下した。また「業界需要の実質成長率」では、1990年度から2011年度で製造業が4.0%から1.5%、非製造業が4.5%から1.1%に低下した。

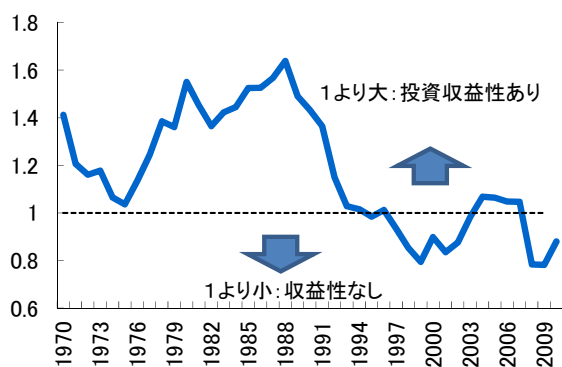
こうした企業の期待収益率低下には、様々

な要因が複雑に絡み合っていると考えられる。国内をみれば、1990年代以降経済成長が減速、デフレ状態に突入したことで、ほぼ横ばいとなった名目GDPに象徴されるように、国内市場の成長力が大きく低下した。また、経済の牽引役になった輸出でも、リーマンショック後には6重苦といわれるほど輸出環境が悪化、企業の海外進出が加速していることや、足もとでは欧州債務危機の悪影響などもあり、輸出産業の将来展望にも陰りがみえる。

このように成長力への期待がしばむなかで、国内の投資収益性が低下してきた。ここでは、投資の収益性を確認するために「限界のq」を推計した（資料3）。これは、投資によって得られる将来の収益を現在の価値に評価し直したものであり、この値が1を超えると投資収益性があると判断することができる（注1）。

この結果、1990年代以降、限界のqが1を下回る傾向が続いており、これは国内投資によって元をとりにくい状態を示唆している。2000年代の景気拡張局面には一時1を上回ったものの、90年代以前と比べれば、投資資金の回収は難しいものになっているといえる。これらより、国内経済の成長鈍化を背景にした投資収益性の低下が、投資抑制の主因になっていると考えられる。

資料3 限界のqの推移



(出所) 内閣府『国民経済計算』から推計

(注) 限界のqの推計方法は小川・得津(2002)の方法を用いている。詳細は注1を参照。

(注1) トービンのq(限界のq)の定式化については、小川・得津(2002)の方法を用いた。また、トービンのqについては内閣府(2002)でも分析されている。ここでは、①将来の利潤率を計算するために、内閣府『国民経済計算』の期末貸借対照表上の固定資産(実質化)と営業余剰から計算される利潤率の関数から推計したパラメータと、②将来の利潤率を現在価値に割り戻すために、先行研究にならって設定した主観的割引率と減価償却率、それらに加えて前述の利潤率と民間投資デフレータを、組み合わせることによって、限界のqを計算した。

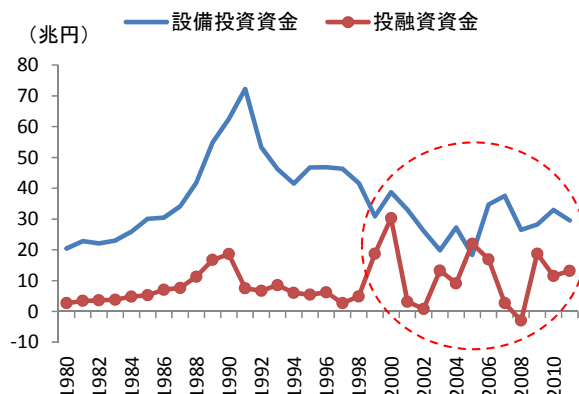
3. 海外に向かう企業の投資

それでは、企業は何に資金をまわしているのだろうか。その候補として、主に①配当金、②有利子負債の返済、③海外への投資やM&Aの3つがあげられる(注2)。

1990年代以降、企業は配当を増やしてきた。2000年度には5兆円だった配当金は、リーマンショック後の不況期には減ったものの、それでも足元で10兆円近い規模となっている。当期純利益に対する配当金の割合も高まっていることから、企業の利益が株主に還元されている様子がみられる。この背景には、株式の持合が解消に向かい、それに伴い海外投資家の割合が増えたことで、市場からの評価にさらされるようになったこと、また、間接金融から直接金融へ資金調達方法の転換が図られたことなどがあげられる。

また、企業はキャッシュフローの一部を、有利子負債の返済にあててきた。2011年度ま

資料4 企業の長期資金需要



(出所) 財務省『法人企業統計』

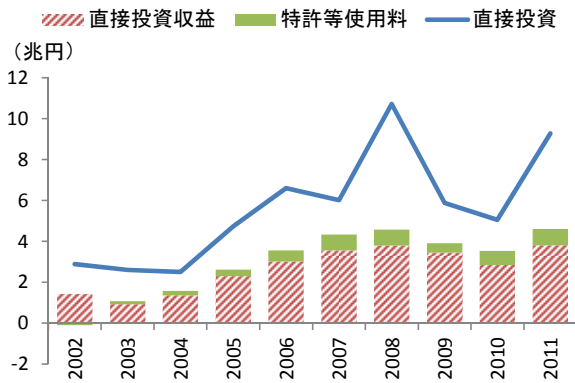
での不況期には有利子負債が増えたものの、それでも2000年度に比べて有利子負債は62兆円少ない状態である。これは、企業財務を強化することにつながったものの、収益の源泉を追い求める積極的な姿勢とは必ずしもいえない状態だろう。

しかし、3つ目の海外投資という視点を含めると、企業の姿勢は大きく異なってくる。それは、海外投資については積極性がみられるためだ。財務省『法人企業統計』の資金運用表のうち長期資金需要をみると、設備投資資金は1991年度に72兆円に達した。そのときの投融資資金は8兆円と9分の1程度であった(資料4)。つまり、設備投資が主であり、投融資資金はわずかであった。しかし、2000年代になると、年によっては設備投資資金に迫るほど投融資資金は増加し、2011年度でも設備投資資金30兆円に対して、投融資資金は13兆円となった。つまり、企業は従来よりも投融資を重視しているといえる。

その投融資先はどこかといえば、海外向けだ。財務省・日本銀行の『国際収支統計』によると、企業の直接投資は増加傾向にある。2011年の直接投資は9.3兆円と、2002年の3.2倍に増えた(資料5)。対外直接投資の資産残高も2000年末の32兆円から2011年末には75兆円へと2倍以上に増えた。

こうして増えた海外投資は収益の改善につながっている。『国際収支統計』によると、

資料5 直接投資収支と関連収益



(出所) 財務省・日本銀行『国際収支統計』

2011年の直接投資収益は3.8兆円と2002年の2.6倍に増えた。また、2002年までは赤字であった特許等使用料が2011年に7,902億円の黒字となるなど、海外投資による利益が国内に還流する動きが以前よりも強まっているといえる。直接投資収益は所得収支の黒字を増やし、特許等使用料はサービス収支の赤字縮小を通じて、日本の経常収支の黒字を下支えしている。

直接投資が増加した背景には、少なくとも2つの要因があるだろう。その1つは、円高の進行だ。2007年第2四半期に平均1ドル＝120円であった円ドルレートでは、4年後の2011年には80円を下回る水準にまで、円高が進んだ。リーマンショック以降、海外景気の停滞から外国株式にも下落する動きがみられることを背景に、日本企業は4年前よりかなり割安で対外直接投資を行えるようになってきている。

2つ目の追い風は、海外事業での売上高・経常利益率の高さだ。経済産業省の『海外事業活動基本調査』によると、日本国内の経常利益率は2008年度に2.4%まで低下した後、2010年度に3.2%までしか回復しなかった。一方、現地法人の経常利益率は2008年度に低下したものの3.5%と日本国内より高く、さらにそこから2010年度の6.1%へとV字回復した。新興国の経済成長の恩恵と、対外事業が軌道にのってきたこともあり、現地法人の収益性は国内よりも高まり、収益をもとめる企

業にとって海外進出は有力な選択肢の1つになっている。

(注2) 経済産業省(2006)では、キャッシュフローの用途として、設備投資(設備の稼働率)、借入金返済(有利子負債圧縮)、その他の資産増・負債減(自己資本比率、配当金、M&A)という視点から整理している。

4. 今後も企業の資金余剰が続く

こうした企業の海外進出姿勢が、実は企業を資金余剰主体にしている。国内投資と海外への投資は、同じ「投資」という言葉であらわされるものの、貯蓄投資バランス上異なった分類となる。国内投資は、機械や工場など「設備投資」に相当する一方、海外への投資はM&Aや株式をはじめとした「直接投資」などに相当し、これらは有価証券として貯蓄に含まれるものが多い。企業が貯蓄投資バランス上で資金余剰となっている背景には、国内投資自体の減少と固定資本減耗の増加によって純投資(＝国内投資－固定資本減耗)が減少する一方で、海外投資などが増えたことで、貯蓄投資バランスの定義上、貯蓄が増えたことがある。

では、今後も企業の資金余剰の状態が続くのだろうか。まず、足もとの投資動向について、日本の景気は3月ごろをピークに後退局面に突入した可能性が高く、民間企業設備にも当然ながら減速する動きがみられる一方、直接投資は依然として続く円高などを背景に減少する気配は今のところ見えていない。アジアの賃金上昇や、日中間の問題など様々なリスクがあるものの、企業の海外を目指す姿勢には大きな変化は当面ないと思われ、短期的にみた場合、企業の資金余剰の状態が続くと想定される。

中長期的にみた場合でも、同様に企業の資金余剰が続くと想定される。デフレ脱却は急務であるものの、欧州債務危機や中国の景気減速などによって、デフレ脱却は年初の想定よりも遠のいた。団塊の世代など高齢者世代の潜在需要には期待が集まるものの、現役世代の所得が伸び悩んでいることから、国内市場の拡大は想定しにくい。このため、日本よ

りも高い成長力をもつ海外に、企業は活路を見出さざるを得なくなるだろう。

これらを踏まえると、今後の国内投資が堅調に伸びる姿は想定しにくいのが現状だろう。これは、マクロ経済の視点からみれば、貿易赤字が定着する中で、企業の資金余剰が、貯蓄投資バランスと表裏一体の関係にある経常収支の黒字を維持する下支えになるという構図も続くということだ。

5. 企業投資を妨げない環境整備を

もちろん、上記の見通しは、日本の経済成長にとって必ずしも望ましいものではない。なぜなら、はじめに述べたように国内投資の減少は需給両面から日本経済の下押し圧力になるためだ。

しかし、そうだからといって、国内投資を強いることはできないし、それが日本の成長につながるものでもない。事業の収益と費用を踏まえて、企業は海外への投資を増やしているためだ。それでは、国内投資を増やすためには何ができるのだろうか。それは、国内投資の動機付けと投資環境の整備を両面から地道に進めることだろう。

まず、企業が国内に投資する動機付けをすることである。たとえば、電力確保と省エネという点からの電力の固定買取制度や補助金などは、自然エネルギー投資を促すことになる。エネルギー関係のインフラは全ての産業の生産活動に関連することから、潜在的な需要規模が大きいことは間違いない

もう1つの政策としては、企業が国内投資を躊躇するような要因をできるだけ減らし、生産拠点などを国内に踏みとどまらせる意思決定をできるような環境を整えておくことが重要だ。やはり輸出産業では6重苦といわれるほどの厳しい輸出環境を緩和することや、貿易の国際標準を整備するために経済連携協定などの取り組みを進めていくことが必要だと考えられる。それに加えて、複合的な要因からなる潜在成長率の押し上げ、デフレからの脱却、人口減少の緩和などにも継続的に取

り組むことは重要である。これらは失われた20年ともいわれるほどの経済停滞感をもたらす要因の一部であり、その解決は容易ではないが、今後も継続的に取り組んでいかなければならない課題だと考えられる。

<参考文献>

小川一夫・得津一郎(2002)『日本経済：実証分析のすすめ』有斐閣。

内閣府(2002)『経済財政白書』(平成14年度)

経済産業省(2006)『産業活動分析』(平成18年1-3月期)

すずき まさゆき (副主任エコノミスト)