

アベノミクスと企業の内部留保

信金中金月報掲載論文編集委員

勝悦子

(明治大学 政治経済学部教授)

アベノミクスに逆風が吹いている。本年1月下旬に、日本銀行がマイナス金利導入を決定したことはマーケットにとって「サプライズ」となり、数日間は株高と円安が示現したが、すぐにその効果は剥落した。中国経済の減速や、FRBのドル金利引下げが遅れるとの見通しから、リスク回避通貨として円が買われ、銀行収益悪化予想も台頭し、円高、株安となったからである。デフレから完全に脱却するには、需要喚起や名目賃金の引き上げが重要となるが、日本企業が内部留保を溜め込み、設備投資増強や賃金引き上げを行っていない、といった批判が一部で高まったのは記憶に新しい。特に名目賃金が上がらないことがデフレ長期化の一因であるといった批判である。

内部留保の議論がしばしば混乱してなされるのは、現金保有と内部留保が混同されているからである。フローでみると内部留保とは、営業活動および金融活動から得られた当期純利益から、税および配当金等社外に流出したものを除いたものである。一方ストックでみた内部留保は、企業の貸借対照表の「純資産」の部にある「利益剰余金」に該当する。利益剰余金とは利益準備金、積立金、繰越利益剰余金の合計であるが、これは、企業を取り巻くリスクへの備えであり、資金調達の一手段でもある。財務省公表の法人企業統計によれば、2014年度の金融機関を除く全産業の利益剰余金（利益準備金+積立金+繰越利益剰余金）は354兆円で、2000年以降一貫して増大している。これは日本企業が債務調整を続け、財務体質が強化されたことを意味するものでもある。

内部留保の水準を規定する考え方として、トレードオフ理論やペッキングオーダー理論などがあるが、このうちペッキングオーダー理論では、株主と経営者の情報の非対称性とエージェンシー問題により、経営者は、内部留保、負債、株主資本（増資）の順序で資金調達を考えることになる。また、コーポレートガバナンスが弱ければ、経営者は株主の利益最大化よりも自身の利益を優先し、倒産コストに備え内部留保を積み増すことが指摘されている。

しかし、利益剰余金が一貫して増大しているからといって、これらがすべて現預金で保有されている訳ではない。総資産に占める現預金比率をみると確かに中小企業では高いが、大企業ではおしなべて低い。

それでも他国に比べると、日本企業の現預金保有比率は高い。その理由は、特に中小企業を中心に、企業の運転資金として保有していることがあげられる。また、国際情勢も含め、企業を取り巻く環境に不透明感が増すと、現預金を厚めに保有する傾向があることがあげられる。リーマンショック後、大企業で現預金保有比率が増大したのはこうした理由による。また、デフレが長らく続いたため、相対的に現金の価値が上がり、現預金保有へのインセンティブが働いたことも大きく影響したと言える。さらに、日本では借り入れの際、慣行として定期預金を担保にするなど、現預金を保有する必要があることも、企業の現預金保有比率が高い理由として指摘できる。

一方、大企業では利益剰余金が増大するなかで、資産サイドでは、長期保有株式の比率が増大している。経済産業省等の統計で検討すると、これはM&A等の増大を含む海外への設備投資の増大によるものとみられ、必ずしも日本企業が設備投資を行っていない、ということではない。財務省が公表する法人企業統計は、わが国における営利法人等の企業活動の実態を把握することが目的であり、連結ベースではない。したがって、当該統計による内部留保の額だけをもって企業のビヘイビアを議論するのは実態を映していない、とも言えるだろう。

それでは企業のビヘイビアはどうあるべきなのか。現在の日本経済の問題点のひとつに潜在成長率が低いこと、需給ギャップの増大がある。潜在成長力は労働人口、資本、そしてTFP（全要素生産性）で計測できるが、潜在成長率が0%台といわれる日本では、アベノミクスの金融政策、財政政策だけでは、需要喚起という点で限界がある。むしろ企業のコーポレートガバナンス強化を通じて企業価値を高め、TFPを高めていくことこそが、成長戦略の核となるべきであろう。

コーポレートガバナンスを強化し、企業価値向上に向けて、研究開発、人的投資、マーケティング投資、設備投資が増えれば収益が増大し、株価も上昇する。株価が上昇すれば通じて、家計部門等での所得効果も働くだろう。収益力が増し、企業価値が向上し、それにより分配原資が増加すれば、配当の増大、法人税収の増加、そして雇用者所得の増加も見込まれることになるだろう。これらは結果として潜在成長率を高めることにつながる。

すでに日本版スチュワードシップコードが2014年に導入され、去年はコーポレートガバナンスコードが導入された。日本版スチュワードシップコードでは、責任ある機関投資家として、投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すことが目論まれているが、すでに200を超える機関投資家が当該原則を採用している。長期的企業価値向上を志向する投資家との対話により企業価値が増大すれば、やがては潜在成長率も高まることになるだろう。内部留保が厚いことは、企業の安定性が高まったことを意味する。それ自体を批判するのではなく、求められるのは、企業価値向上のための経営者と、株主および債権者との適切な対話である。