

太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

テーマ： 増加する企業貯蓄と現預金選好について

執筆者：クレディ・スイス証券副会長 白川 浩道氏

要 旨 （以下の要旨は3分50秒でお読みいただけます。）

菅政権の後を受け、今月（2021年10月）岸田新内閣が発足しました。総裁候補を争った自民党の高市早苗政務調査会長は、私案だとしながらも「230兆円もある企業の現預金に課税を検討したい」との意見を披露されました（10/13<水>BSフジ）。その是非はさておき、景気回復を受けて企業貯蓄が増加しているのは事実です。

今回は、企業収益回復過程に伴い増加する企業貯蓄、その中でも特に現預金を選考される背景とその合理性について、内閣府委員を務められるなど経済分析に大変精通されているクレディ・スイス証券副会長の白川浩道氏に解説して頂きます。

世界景気拡大基調の中で国内企業の利益は拡大を続けており、21年4-6月期の売上高経常利益率は7.7%と既往最高水準を示している。しかし、かかる状況下でも企業の投資意欲は弱く、人件費抑制の姿勢にも大きな変化はない。コロナショックからの経済の立て直しは企業部門に恩恵をもたらしているが、家計部門への所得再分配は進んでいない。日本企業は景気後退ショックの度に投資や雇用の意欲を減退させ利益を金融資産として保有する傾向を強めてきたが、日本企業は国内金融危機の1990年代終わり頃から20年超に亘り貯蓄意欲を維持し、最近は更にその傾向が強まっている。

その背景の考察には貯蓄・投資のストックベースである固定資産の動きが参考になる。土地・建物など狭義固定資産の総資産比は2000年代初めからピークアウトし、その反面で内部留保の総資産比が2000年代以降一貫して上昇している。このことから我が国企業は設備投資を消極化しているように見える。しかしながら、実際には固定資産を抑制しつつも収益力を高めることに成功してきたからの分析が可能である。つまり、資本ストックの収益性、生産性の改善が功を奏していたことから、同ストックを積み増すインセンティブが弱かったと言えるのである。

固定資産投資には、一旦資産を形成するとその売却が容易ではないとの不可逆性がある。これは、我が国では固定資産の売買市場が十分に存在しないからだ。このため、企業は7~10年ごとに発生する景気後退のリスクを勘案せざるを得ず、日本企業は貯蓄を欲してきたというよりは、資本ストックの生産性向上の“配当”を金融資産としてやや消極的に蓄積した可能性が高い。こうした生産性向上には生産設備の改良などアップグレードのほか、ソフトウェア投資が後押ししたとみられる。

このように日本企業は利益を金融資産の形態で保有してきたが、その中でも現預金等の流動資産への選好を強めている。これは、景気変動時の売上の変動性が近年高まっていることから、経済ショックへの備えとしてのものと考えられる。中小企業の場合、現預金比率は月商の3か月で安心とされるが、大企業を含めた数値で現状2.2か月である。

なお、コーポレートガバナンス（企業統治）の観点から、経営への株主の関与が弱いと非合理的なキャッシュ保有に走るとされるが、我が国ではかかる関係は存在しないとされる。日本企業の現預金選好には合理的な説明が可能であり、政策当局の現預金課税議論には慎重であるべきと考える。

テーマ： 増加する企業貯蓄と現預金選好について

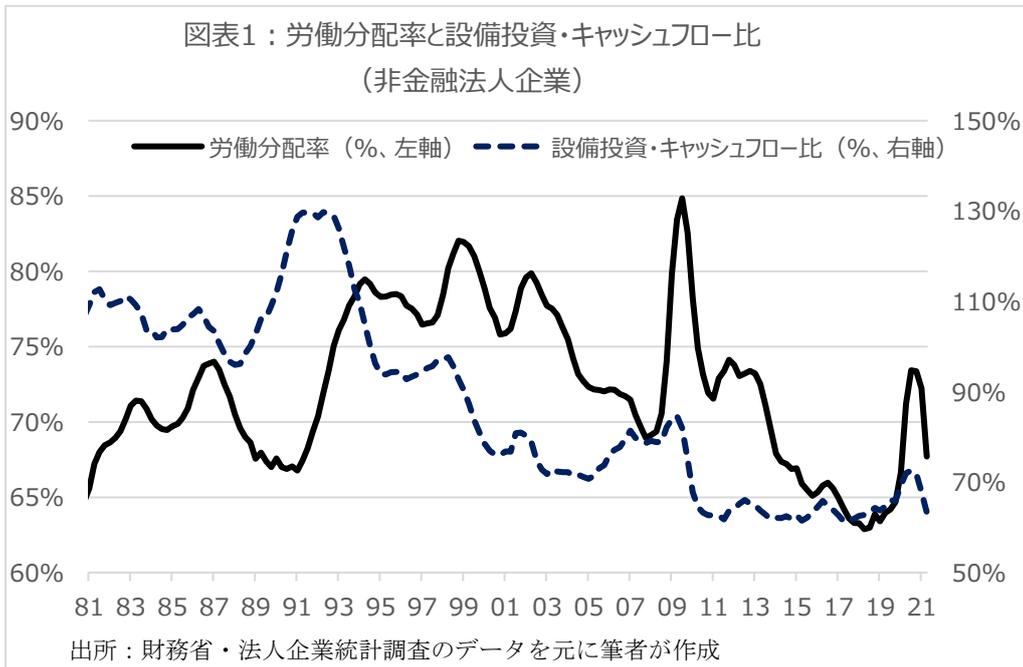
クレディ・スイス証券副会長 白川 浩道

1. 急回復する企業利益と分配の動向

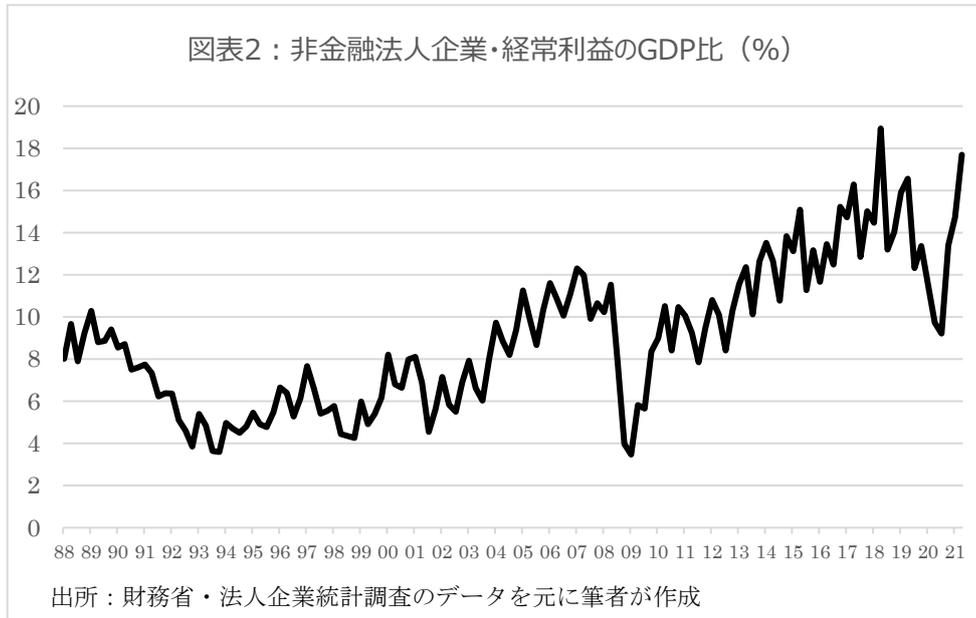
世界景気の回復基調が続く中、国内企業の利益拡大傾向が鮮明になっている。21年4-6月期の法人企業統計調査によれば、全産業（除く保険・金融）ベースの経常利益は、前年比+94%とほぼ倍増となった。売上高経常利益率は7.7%で、2018年4-6月期と並ぶ既往最高水準である。このように、国内法人企業の収益環境は著しい好転を示している。コロナ禍が継続する下で国民の閉塞感は根強いが、利益率を見る限り、業種による多少のばらつきに目をつぶれば、企業部門は絶好調の状態にあると判断される。

(1) 低迷する企業の投資意欲

しかし、かかる状況下でも企業の投資意欲は依然として弱く、人件費を抑制する姿勢には大きな変化がない。キャッシュフロー（経常利益÷2+減価償却費として簡易的に計算）に対する設備投資の比率をみると、足元で46%程度にまで落ち込み、既往最低水準を更新した。また、労働分配率（従業員給与÷<営業利益+従業員給与>）に目を向けると、既往最低水準である60%こそ上回っているものの、64%程度で低迷したままであり、反転・上昇する兆しはない。21年4-6月期について四半期移動平均ベースの値を計算すると、設備投資・キャッシュフロー比率は63%、労働分配率は68%であった（図表1）。



そして、投資と人件費の抑制傾向の下で、非金融（一般）法人企業・経常利益のGDP比（季節調整値）、いわゆるマクロ的にみた“利益シェア”、は18%弱にまで上昇し、コロナ・ショック発生前の景気拡大局面のピーク（19%弱）まであと一歩と迫っている（図表2）。コロナ・ショックからの経済の立ち直りは主として企業部門に恩恵をもたらしているが、家計部門への所得再配分は進んでいない。

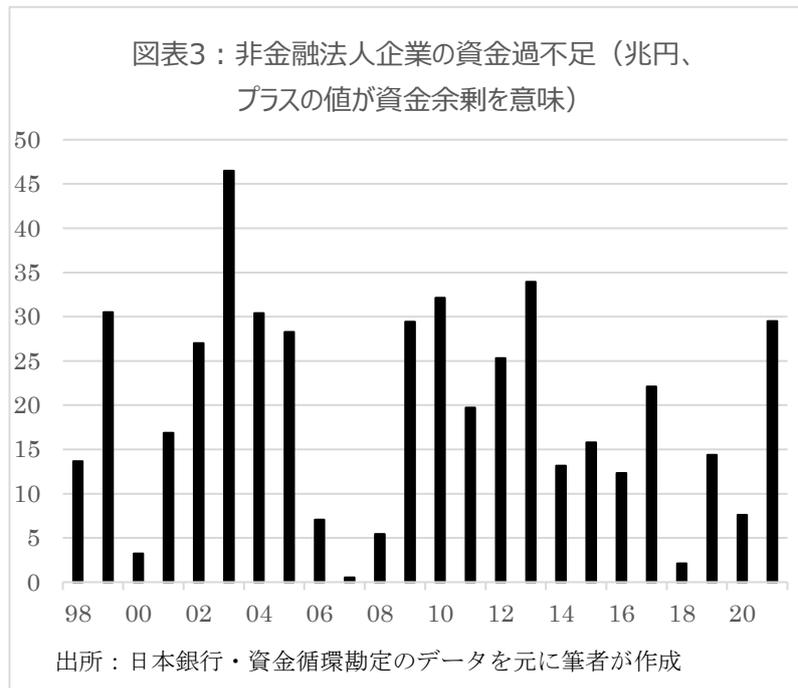


（2）バブル崩壊後の設備投資動向

景気回復の初期的な段階では、企業利益の回復に比べて設備投資や人件費支払いが遅行する傾向にあり、景気回復が継続すれば、いずれ時間の経過とともに、設備投資・キャッシュフロー比率や労働分配率が上昇し始める、との見方もあるが、そうした展望は説得力に乏しい。国内資産バブル崩壊（1990年台前半）後の日本経済の動きを改めて振り返ると、7~10年程度のサイクルで発生する景気後退ショックと、それによる売上高や利益の急激な落ち込みは、設備投資・キャッシュフロー比率や労働分配率の下方屈折をもたらし、景気回復局面が続いても、それらの水準がショック発生以前に回復することはなかったことが確認されるからである（前掲図表1を参照）

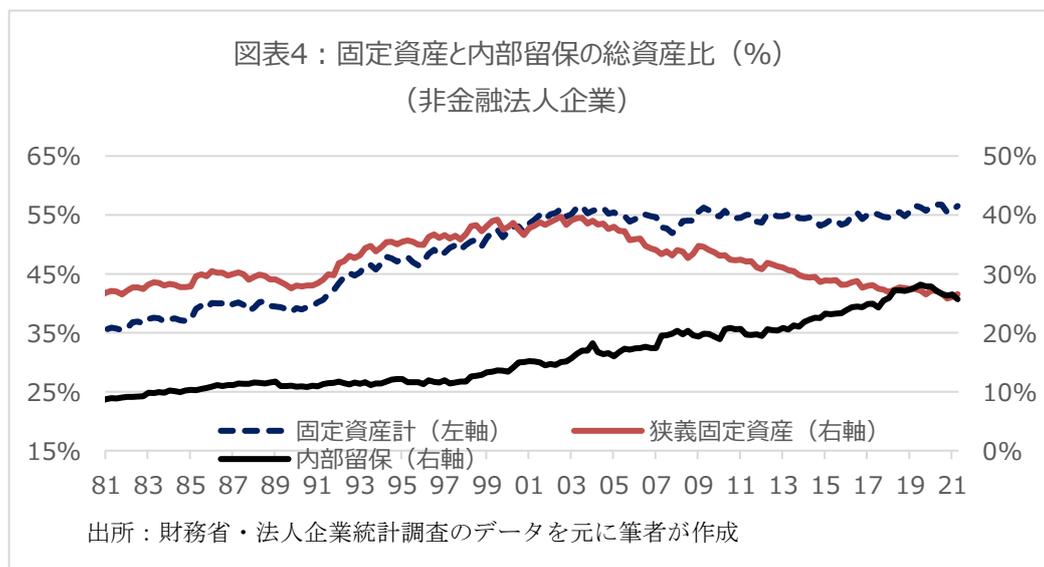
2. 企業貯蓄意欲の考察

日本企業は、景気後退ショック、つまり、負の需要ショックが起こるたびに、投資や雇用の意欲を趨勢的に減退させ、利益を貯めこもう（金融資産として保有しよう）とする傾向を強めてきたと考えることもできそうだ。実際、企業部門は、国内金融危機が深刻化した1998年以降、好況時も含めて資金余剰主体（貯蓄超過主体）であり続けている。日銀作成の資金循環勘定をみると、非金融法人企業の資金余剰額は、19年が14兆円強、昨年は8兆円弱であったが、今年前半は年率30兆円程度のペースとなっている（図表3）。足元の法人企業データと合わせて見れば、コロナ禍の下で企業部門の貯蓄意欲がさらに強まり、貯蓄超過幅が拡大しているとみられる。やや大雑把な言い方をすれば、国内金融危機が深刻化した1990年代の終わり頃から、20年超に亘って、日本企業は貯蓄意欲を維持しているが、足元では、その傾向がさらに強まっている可能性が示唆される。



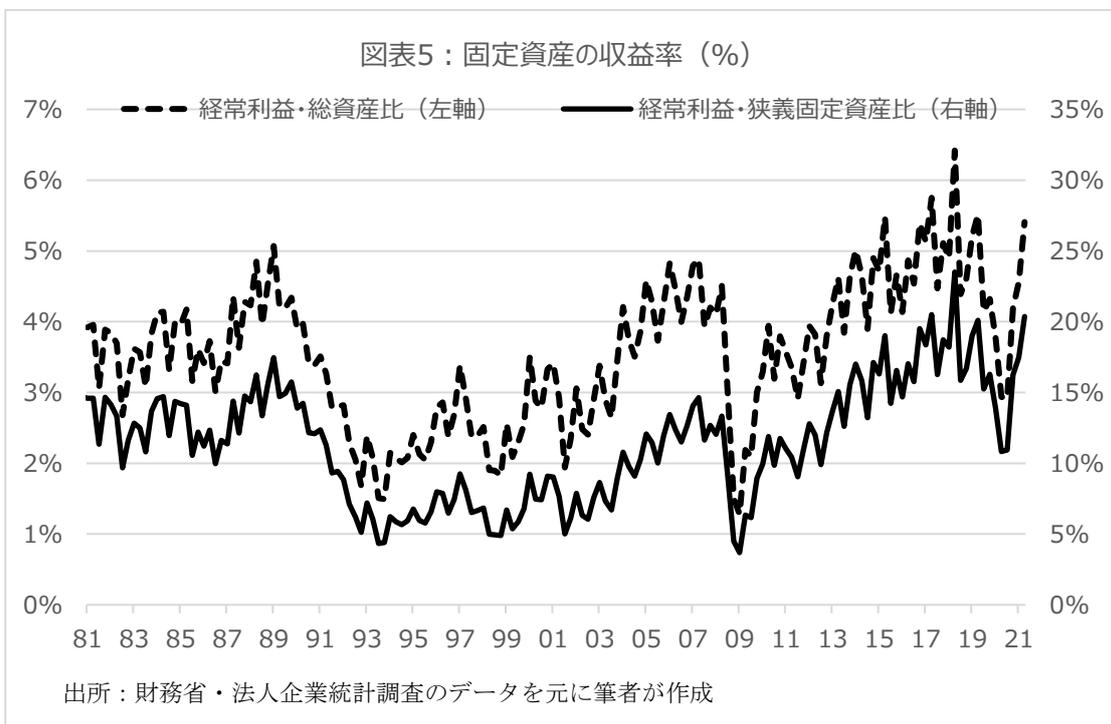
（1）貯蓄意欲増加の背景—好調な企業利益と流動資産の保有

企業の貯蓄意欲の背景は何であろうか。この間に答えるためには、より長期的な視野に立つことが重要であり、長期間にわたる日本企業の貯蓄・投資行動の累積的な結果であるストックベースのデータに注目することが有用である。そこで手始めに、固定資産総額の総資産比、内部留保（利益剰余金）の総資産比、の動きを確認すると、前者は、1980年代、1990年代と一貫して上昇していたが、2000年代初めには上昇が止まり、その後は、横這いで推移するようになった。さらに、法人企業統計上、いわゆる狭義固定資産（土地、建物、機械設備、建設仮勘定、ソフトウェアなどの無形固定資産）を抽出し、その総資産比を計算すると、2000年代初めに明確にピークを打ち、以来、明確な低下傾向にあることが示される。他方、内部留保の総資産比は、2000年代以降も一貫して上昇している（図表4）。つまり、日本企業は、2000年代以降、増加する利益を金融資産を中心とした流動資産の形態で保有する傾向を強めていることがわかる。



(2) 既存資本ストックの収益性、生産性向上と貯蓄の蓄積

このように、日本企業は、固定資産投資に消極化したようにも見えるが、実際には、固定資本ストックを積み増すほどの固定資産投資が不要であったに過ぎない可能性がある。それは、「固定資産投資をさほど拡大させなくても、収益力を高めることに成功してきた」とみられるからだ。すなわち、経常利益を総資産で除した総資産収益率をみると、1990年代は平均で2.5%と、1980年代平均の3.9%から明確に低下したが、2000年代の平均は3.4%に回復、さらに、2010年代の平均は4.4%にまで上昇した。また、必ずしも適切な計算方法ではないかもしれないが、分母に狭義固定資産を用いて、狭義固定資産比でみた収益率を計算すると、1980年代平均が13.5%、90年代平均が7.5%、2000年代平均が9.7%、2010年代平均は15.1%、であった。ちなみに、2021年4-6月期は、経常利益・総資産比が5.4%、経常利益・狭義固定資産比が20.4%である（図表5）。



(3) 固定資産投資の不可逆性

ここで、固定資産投資には不可逆性というコストが存在することを忘れてはならない。いったん機械を購入したり、工場を建設したり、店舗を購入してしまうと、それらの資産を売却することは容易ではない。高い流動性が確保されている固定資産の売買市場が十分に存在しないためである。こうした不可逆性に加えて、企業は、7~10年程度ごとに発生する、負の需要ショックをもたらすリスク（新規の固定資産投資のコスト回収が困難化するリスク）も勘案せざるを得ないだろう。既存資本ストックの収益性を維持できている中、不可逆性に起因するリスクの存在を考えれば、固定資産投資を抑制することは、むしろ、合理的な企業行動とさえ言える可能性が高い。つまり、日本企業は貯蓄することを欲してきたというより、資本ストックの生産性向上の“配当”を金融資産としてやや消去的に蓄積してしまった可能性が高い。

(4) 資本ストックの収益性、生産性向上の背景—ソフトウェア投資の拡大

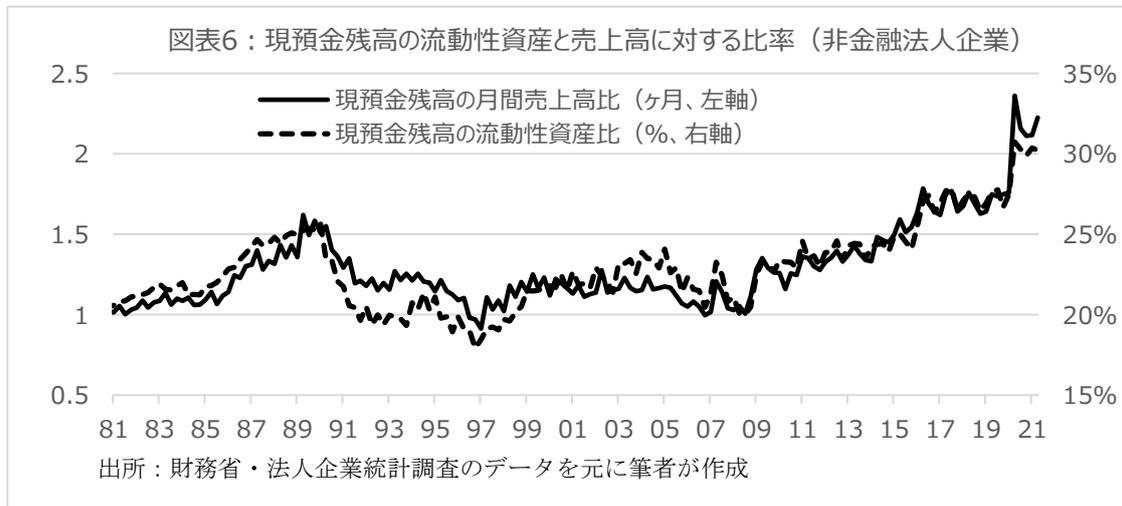
固定資産（既存資本ストック）の収益性の向上には、生産・営業設備や機械等の不断のアップグレード（改修、改良、機能転換）に加え、ソフトウェア投資の拡大が一役買ってきたとみられる。ソフトウェア投資の狭義固定資産投資に占める比率は、2000年頃までは2%程度であったが、リーマン・ショック発生前には4%程度、直近では7%程度にまで上昇している。このように、積極的なソフトウェア投資などによって既存の資本ストックの収益力や生産性が向上する一方で、不可逆性や投資の不確実性が高まっており、日本企業にとって、固定資産投資のいわゆる“限界効用”（限界的の追加投資から得られる企業の満足度）は低下傾向を続けてきたものと判断される。そして、重要なことは、企業が思い切った新規投資を不要であると考えたことの二次的な効果として、企業の人材投資も抑制されてきた可能性がある、という点だ。既存資本ストックの改修、改良や新規ソフトウェアの導入で収益力向上を達成できるのであれば、リスクを取った人材育成を行うインセンティブも高まらないだろう。その結果として、労働分配率の低位安定がもたらされたと考えるべきである。

3. 企業の現預金選好について

このように、日本企業は、2000年代以降、新規投資に積極化することなく、むしろ、既存固定資産の収益性、生産性を高めつつ、利益率の向上に成功したわけである。そして、固定資産収益率向上の“配当”である利益を金融資産を中心とした流動資産（現預金のほか、有価証券等）の形態で保有してきたわけであるが、リーマン・ショック発生以降、日本企業は、現預金への選好を強めている。

(1) 流動資産の増加と現預金選好

すなわち、現預金の流動性資産に占める比率は、2008年は、20%程度であったが、2019年には27%程度、そして、2020年以降、つまり、コロナ・ショック発生後は、30%程度にまで上昇した（図表6）。ちなみに、コロナ・ショック発生後の20年4-6月期から21年4-6月期までの5四半期で非金融企業部門（法人企業統計調査のベースの現預金保有残高は31兆円も増加した。この間、現預金残高の内部留保比は43%から50%に上昇したが、こうした現預金保有増に貢献したのは借入金や社債発行といった金融負債の急拡大であった。すなわち、金融負債は、同期間に、70兆円以上も増加している。コロナ・ショック発生後、マクロ的にみれば、企業部門は必要な運転資金以上の資金を積極的に借り入れ、借入れた資金の一定部分を流動性の高い現預金保有したことになる。



(2) 現預金選好の理由

リーマン・ショックの発生を起点にした、企業の現預金保有動機の強まりをもたらしているのは何であろうか。重要な点は、足元の数四半期を除けば、企業部門は借入など負債の増加を抑制する中で、現預金への需要を強めているということ、である。現預金残高の借入比率については30%程度が維持されていれば十分である、とされるが、非金融法人企業全体でみた場合、現預金残高の有利子負債（借入、社債）比は足元で40%程度あり、負債対比では十分過ぎるほど現預金を保有していると言えそうである。また、金融負債の流動性リスクが高まっているわけでもない。流動性負債の総負債比や、短期借入金の有利子負債比はいずれも低下傾向にある。固定金融負債の比率はむしろ上昇傾向にあるわけで、いわゆるALM（資産・負債のリスク管理）上、現預金が選好されているとは考えにくい。政策当局も、負の需要ショックが発生し景気が落ち込むたびに、信用保証の拡大、準公的金融の拡大、日銀による企業金融支援策拡充等を行い、信用市場に挺入れしてきた。企業の借入資金のアベイラビリティ（稼働率）に対する懸念が強まってきたとも考えにくい。

つまり、日本企業の現預金に対する予備的な貯蓄動機は、ALM上の必要性や、借入のアベイラビリティの低下に対する懸念、から強まってきたとは言えそうにない。その意味では、企業はより本源的な経済リスクへの備えとして、現預金を選好しているとみられる。やはり、注目すべきは、企業の売上高が趨勢的に減少する中でその変動性（ボラティリティ）が高まっていることであろう。実際、非金融法人企業の売上高前年比の動きをみると、近年になるにつれてスイングが大きくなっている（図表7）。経済ショックが繰り返し発生する中で、企業の売上高減少に対するリスク認識が強まり、バッファーとしての現預金への需要が強まっている面が大きいと言えよう。なお、中小企業の場合、現預金保有高は月商の3か月に達していれば、安心とされる。現状、大企業も含めたマクロでみると、その値は足元で約2.2か月である（前掲図表6）。



4. 企業の現預金選好とコーポレート・ガバナンス

最後に、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の問題に触れておきたい。日本企業の現預金保有の多さー資金循環勘定のベースでみた場合、非金融法人企業の金融資産に占める現預金保有の比率は、直近値で米国が10%弱であるのに対し、日本は26%程度一に関しては、その是正が望まれるとの指摘がなされるのが一般的である。現預金保有の多さは、日本企業がROA（総資産利益率＜当期純利益÷総資産＞）やROE（株主資本利益率＜当期純利益÷自己資本＞）の低さに甘んじていることの現れであり、ガバナンスの弱さを物語っているとされる。

（1）弱いコーポレート・ガバナンスと現金保有行動

こうした弱いコーポレート・ガバナンスについての典型的な議論は、株主・経営陣の間のエージェンシー・コンフリクト（利害対立）に関するものである。企業経営に対する株主の監視が弱く、企業経営のディシプリン（内部規律）が効いていない場合、企業経営陣が株主の利益に反する非効率、非合理的な投資・支出行動に出ることが多い、とされる。実際、米国の実証研究では、ガバナンスが弱い（強い）企業ほど過度にキャッシュを保有する（しない）傾向があることが確認されている。ガバナンスが弱い企業では、経営陣が株主の意向に添わない（企業価値を高めない）投資プロジェクト、買収行動、役員給与支払いを志向する傾向があり、そのファイナンスにキャッシュが利用されることが多い、と論じられている。しかし、日本企業についての、コーポレート・ガバナンスと現預金保有の関係に関する実証分析からは、エージェンシー・コンフリクトの存在を確認できていない。経営者持株比率と現金保有行動の間には有意な関係は存在しないとされる。

もともと、金融機関持株比率や事業会社持株比率が高いほど企業の現金保有水準は低い傾向にある、との分析も散見される。このことは、メインバンク制の変容や株式持ち合いの解消傾向が、企業金融面における保険機能の低下をもたらし、これが現預金保有需要を高めてきたという仮説を示唆する。

ただ、仮にそうであるにせよ、「日本企業の現預金保有の多さは、ガバナンスの弱さというよりも、売上減ショックへの懸念の強まりが根幹にある」との見方を変える必要はなかろう。企業と銀行、企業同士の関係がよりビジネスライクなものに変貌してきたという環境変化が予備的な現預金需要を後押ししたに過ぎないとみられるからだ。

（2）結び

いずれにせよ、本稿でみてきたように、日本企業が固定資産投資に必ずしも積極的ではないことや、流動資産の中では現預金を選好すること、については、上記のように企業・銀行間の関係がビジネスライクに変貌して来たことや売上減ショックへの懸念などの観点から、それなりに合理的な説明をすることができそうである。多くの分析者が指摘するように、企業の貯蓄需要や現預金選好が日本企業の収益率や株式市場における評価を下げている可能性は否定できないものの、そうした企業行動が非合理的であると見なすことは困難である。また、やや異なった視点ではあるが、昨今勢いを増している所得再分配論（財政機能をも活用した企業から従業員への所得の再分配を促進すべきとの議論）の下で、企業部門の利益蓄積が経済成長を阻害しているとの指摘がなされることが多い。そこでは、企業の現預金保有に課税すべきではないか、

との政策提言も散見されるほどである。しかし、企業の現預金保有に非合理性を見いだせない以上、政策当局は現預金課税論には慎重であるべきと考える。

以 上

執筆者紹介

白川 浩道(しらかわ ひろみち) 1961年 東京都生まれ
クレディ・スイス証券副会長

<学歴・職歴>

1983年 慶應義塾大学経済学部卒業
1983年 日本銀行入行
1991年 OECD（経済協力開発機構）経済総局（94年まで）
1999年 日本銀行退職、UBS証券チーフ・エコノミスト
2006年 クレディ・スイス証券株式会社 チーフ・エコノミスト
2017年 副会長