

門間 一夫の 経済深読み



内部留保の蓄積は正解だったのか

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫

2020年8月24日

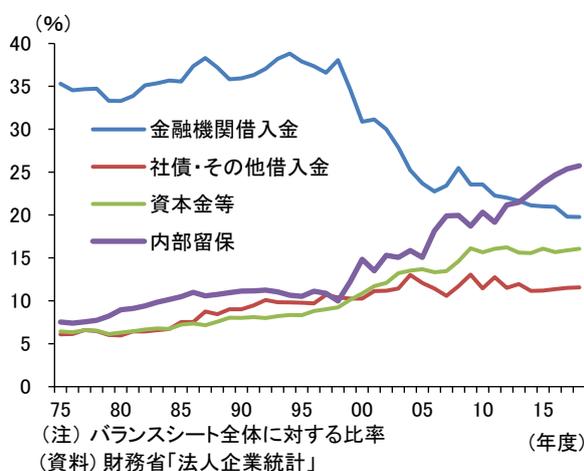
日本企業のバランスシートを巡る誤解

人は成果が挙げられないと、スケープゴートを探す。コロナ前のアベノミクスでは、企業の内部留保が標的になった。戦後最長並みの景気拡大で企業収益が伸びる中、「内部留保をもっと投資や賃金に回せ」「現預金ばかり積み上げるな」という批判が、とくに大企業に対して強まったのである。

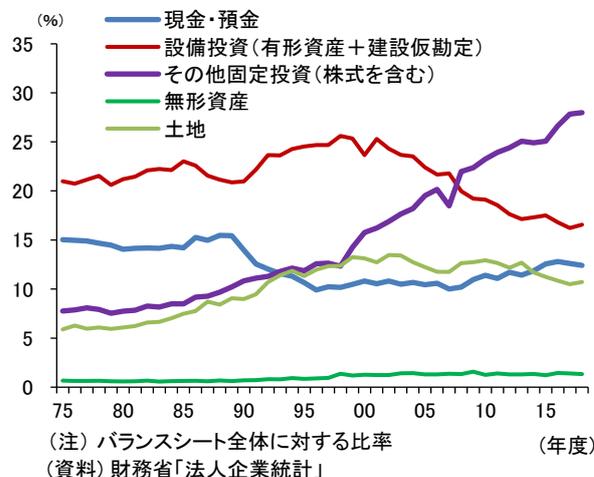
しかし、企業が「お金を使っていなかった」というのは、そもそも事実と反する。加えて、企業の財務行動が日本経済の低成長の原因なのかどうかは、簡単に結論づけられる話ではない。日本経済の低成長が企業行動に影響を与えてきた、という逆方向の力学も十分考えられるのである。以下では、企業のバランスシートに関するファクトを確認したうえで、この問題を考えてみたい。

まず、内部留保が過去20年ほどにわたり、顕著な増加トレンドをたどってきたことは、紛れもない事実である（図表1）。ポイントは、それと同時並行で何が起こっていたのかである。最も目立つのは、金融機関借入金の圧縮である。内部留保というのは、正確には利益準備金、積立金、繰越利益剰余金の合計であり、資本金とともに「自己資本」を形成する。つまり、日本企業は過去20年間、借入金を自己資本で置き換えて、自己資本比率の引き上げ、つまり財務体質の強化を進めてきたのである。

図表1 企業の資本・負債内訳



図表2 企業の資産内訳



次に資産サイドの変化を見よう（図表2）。こちらで目を引くのは「その他固定投資」の大幅な増加である。ここには海外直接投資やM&Aが含まれており、それらが急速な増加を続けてきた。この間、国内の設備投資は相対的に抑えられてきた¹。そのことが「内部留保を投資に回していない」という一般的な印象につながっていたのかもしれない。しかし実際のところ、企業はグローバル化など経営環境の変化に対応して、国内の設備投資とは別の「固定投資」に膨大な資金をつぎ込み、積極的にリスクをとってきたのである。

では、よく問題にされる「現預金」はどうだったのであろうか。確かに現預金は、バランスシートに対する比率で見ても、近年やや上昇している（前掲図表2）。ただ、この程度の現預金の増加をもって「無駄なキャッシュの積み上げ」と言うのも決めつけ過ぎである。異次元緩和の超低金利により、現金保有の機会費用が著しく低下していたことを考えれば、その割には現預金の積み方は控えめだった、という評価すら可能であるように思われる。

いずれにせよ、先ほどの図表を改めて左右見比べれば明らかなように、日本企業が「内部留保の増加分を現預金でため込んできた」という事実はない。日本企業は過去20年ほどにわたり、①財務基盤を強化し、②海外直接投資やM&Aなどリスクの高い投資を進めてきた、というのが最も素直なデータの読み方である。

低金利でレバレッジを下げたのはなぜ？

さて、以上で確認できたファクトをどう理解すべきであろうか。直ちに生じる大きな疑問がある。超低金利の下で、なぜ日本企業は自己資本比率を引き上げ続けたのか、言い換えればレバレッジを引き下げ続けたのか、である。

コロナ前、米国では全く逆のことが起きていた。企業は低金利を活用して債務を積み上げる一方、自社株買いを積極的に実施し、レバレッジを引き上げていたのである。もちろん、債務を提供する投資家側のリスクは大きくなる。それでもカネ余りを背景にレバレッジドローン市場等への資金流入が続き、比較的风险が高い企業も低い債務コストを享受することができた²。

それが金融システムの脆弱性を高めるリスクは、金融当局にとっては重要な関心事であった。しかし、個々の企業の視点に立つ限り、債務コストが安い局面でレバレッジを引き上げる財務戦略は、自己資本利益率（ROE）を高める点で理に適っている。低金利下でレバレッジを下げ続けた日本企業の方が、ファイナンス理論からみればよほど不思議な行動を採っていたのである。そうした一見不可解な財務行動の背景について、考えられる仮説を四つ挙げる。

第一に、株主リターンの最大化が徹底していない可能性である。日本企業を巡る株主のガバナンスは、アベノミクス下での種々の改革もあり、方向としては強化されてきた。配当支払額は2012年度の14兆円から2018年度の26兆円へとほぼ倍増しており、企業が株主還元を意識してきたことは確か

¹ 図表は見やすさを考え、バランスシート全体に対する比率で示しているのので、設備投資の「絶対額」はもう少し強い。例えば、アベノミクス景気の6年間（2012～2018年度）における設備投資は、図表では緩やかな低下傾向に見えるが、絶対額では18%増加している。年平均で約3%増であるから、それなりに底堅かったと評価できる。ちなみに「その他固定投資」の絶対額は、2012～2018年度の間、44%も増加している。

² 芳川直之「米国レバレッジドローン市場」 みずほインサイト、2019年9月26日。

だと言える。しかし、景気拡大による企業収益の急増に比べて、株主重視への変化が緩慢であったために、結果的に内部留保が大きく増えたという可能性は十分ありそうだ。

第二に、危機の経験が、企業に財務体質の強化を動機づけてきた可能性である。過去20年と言えば、①90年代末の日本の金融危機、②2008年のリーマンショック、という二つの危機を日本企業が経験した期間でもある。ストレステスト的な観点からみれば、過去に実際に起きたのと同程度か、それをやや上回るような危機が再来しても、それに対応できる財務基盤を備えておきたい、というのは一応無理のない考え方である。

第三に、グローバル化に伴うビジネスリスクの高まりが影響している可能性である。日本企業にとってこの20年間は、少子高齢化が進む国内で優良な投資機会を見出すのが徐々に難しくなり、グローバル展開に成長の軸足をシフトし続けてきた期間でもあった。しかし、海外投資はリスクも大きく、実際に失敗例も枚挙に暇がない。日本企業が財務基盤を強化してきた背景には、金融危機への備えだけでなく、資産サイドのリスク増大という要素も考えられる。

第四に、日本では米国ほど債務のコストが下がっていない可能性である。米国の金利水準は、リーマンショックを境に大幅に低下したが、日本は90年代に既に低金利となっており、それ以降は追加的な金利低下の余地が限られていた。加えて米国の場合、銀行規制が強化されても、ノンバンク経由でレバレッジドローン等の債務市場に資金が流入し、リスクプレミアムの圧縮を通じて企業の債務コストを押し下げた。一方、日本の金融システムはあくまで銀行中心であり、銀行借入れ以外の債務市場の発展は限定的であった。

コロナで評価は一変したが・・・

このように日米企業が対照的な財務行動を続けてきた果てに、図らずも起こったのがコロナ危機である。米国では、クレジット市場の脆弱性に関する懸念が、直ちに現実のものとなった。实体经济と金融システムの負の相乗作用が強まる最悪の事態は、Fedの異例な対応によってひとまず回避された。Fedは一部のジャンク債をも含む社債の買取りなど、様々な緊急ファシリティを迅速に立ち上げ、「最後のマーケットメーカー」としての存在感を示したのである。

ただし、そうした強力なFedの措置が、4,540億ドルもの財政資金によって支えられていることには注意したい。市場が落ち着きを取り戻したことにより、今のところこれらの財政資金が実際に使われるには至っていない。しかし、コロナ禍が長引いた場合、最終的には財政資金で社債投資家を救うという結果にもなりかねない。ここには明らかに、モラルハザードの問題がある。もともと緩過ぎる可能性が懸念されてきた米国のノンバンク規制は、コロナ禍をきっかけに改めて政策課題になるだろう。

最近の理論研究では、ノンバンク市場の規制が緩過ぎると、金融緩和の实体经济への効果がかえって阻害される、という分析も出てきている³。ノンバンクを通じて企業が容易にレバレッジを高められるという条件の下で、金融緩和により金利が下がると、株主にとっては、企業に負債増加と投資抑制を促して株主還元を拡大させることが、最適解になるというのである。つまり、株主が金融緩和のメ

³ Acharya, V and G Plantin (2020), “Monetary Easing, Leveraged Payouts and Lack of Investment” Working Paper, NYU Stern School of Business.

リットを最大限に享受しようとする、設備投資がむしろ抑制されて、中長期的な経済成長率に負の影響を与えてしまうのである。株主の最適行動が経済成長を低下させるのだから、これは「市場の失敗」である。そして、その是正策はやはりノンバンク規制ということになる。

正反対に日本では、自己資本を厚くし現預金も相応に確保していた企業行動が、結果的には正しかったと高く評価されている。内部留保を蓄え過ぎだという批判から、危機に強い財務体質への称賛へと、人々の認識は手のひらを返したように一変したのである。日銀の展望レポート7月号でも、企業が財務の健全化を進めてきたことや、手元流動性を潤沢に確保していたことが、コロナ禍にあっても設備投資計画が比較的底堅い一因であるとして、コロナ前の財務行動をポジティブに捉えている。

しかし今度は逆に、「危機時における打たれ強さ」という一点だけで物事を見過ぎないようにすることも重要である。仮に、日本企業の保守的な財務戦略に、日本経済の構造的な問題が反映されている可能性があるなら、それはコロナ収束後の日本経済を考えるうえで注意すべき論点である。そのような可能性を二つ挙げておきたい。

第一に、企業の組織維持バイアスである。一般に企業は、不況時でも大規模なリストラを回避したいと考える度合いが強いほど、あらかじめ借入を抑制し自己資本や流動性を厚めに持とうとする。それが一概に悪いとは言えないが、不採算事業の整理が進みにくい、新陳代謝が起きにくい、という傾向を強める方向には作用するだろう。そのことは、経済全体でみた資源配分の効率化を遅らせ、成長力を抑制する可能性につながる。米国企業がリーマンショック後にレバレッジを高め続けてきた事実から見ても、実は、危機を経験したというだけでは自己資本比率を引き上げる十分正当な理由にはならない。しかし、企業の組織維持バイアスが強い場合は、危機の経験は財務の守りを固める十分な理由になる。硬直的な労働市場やセーフティネットの脆弱性などが、日本企業の組織維持バイアスを強める一因になっているのだとすれば、そうした側面に構造改革の課題がある。

第二に、国内市場の成長期待が低いことである。一般に、国内投資よりも海外投資の方がリスクは高い。それでも過去20年程度、日本企業が海外投資に積極的に取り組んできたのは、国内市場に伸びしろが見出せず、成長ポテンシャルの高い海外市場に活路を求めざるをえなかったからである。しかも、ガバナンス改革で株主への説明責任が問われるようになればなるほど、少子高齢化が進む国内での投資はハードルが上がる。「企業が設備投資をしないから日本経済は成長しない」という批判は、因果関係の認識がむしろ逆なのではないか。過去20年にわたり日本企業のバランスシートを変貌させてきたメインストーリーは、「国内市場の成長鈍化」→「海外投資への傾斜」→「リスクへの対応から内部留保を厚くする」というものであった可能性の方が高いだろう。

以上の議論には仮説の部分も多い。しかし、日本企業の財務行動を「コロナで結果オーライ」で済ませてよいようにも思えない。これは、日本経済の構造的な側面と関連付けながら、分析を深めていくべきテーマである。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。