

## 序文

東京大学大学院経済学研究科教授 福田 慎一

近年、日本企業で資金余剰が膨らみ、本来は設備投資など成長資金に使われるべきお金が、収益性の低い安全資産で退蔵され、成長率を低めているのではないかという懸念が高まっている。このため、企業がなぜ巨額な資金余剰を抱えているのかを解明することは、わが国の成長戦略を考える上で大きな課題である。そうしたなかで、企業統治（コーポレートガバナンス）の強化は、余剰資金を成長資金へと振り向け、積極的な設備投資を生み出す1つの有効な手段として注目を集めている。日本政府の「日本再興戦略・改訂2014」においても、「持続的な企業価値の向上のための自律的な対応を促す」ためのアクションプランとして、「コーポレートガバナンス・コード」の策定が盛り込まれ、成長戦略の大きな柱の1つになった。これからの日本企業では、様々なステークホルダーに目配りしつつ、経営者を規律付けることで企業価値を高める思い切った取り組みが求められているといえる。

シュンペーターが指摘したように、企業家精神（Entrepreneurship）の発揮は経済成長を推進する重要な力である。新しい「技術」だけでなく、「方法」や「マーケット」、 「組織」などをダイナミックに変化させて「イノベーション」を遂行する「能力」を持つ“企業家精神”の存在が、持続的な経済成長には有効である。ただ、コーポレートガバナンスの強化によって、日本企業における企業家精神を本当に高めることができるかどうかは必ずしも明らかではない。そこで本特集号では、産業レベル・企業レベルのデータを用いて、日本企業の資金余剰とコーポレートガバナンスのあり方を本格的に検証することを通じて、資金余剰の原因、設備投資の低迷と資金余剰の関係、資金余剰の潜在成長率への影

響など、関連した重要な政策テーマを考察する。本特集号は、合計6本の論文で構成される。

福田論文「企業の資金余剰と現預金の保有行動」は、企業の保有する現預金がいかなる要因によって増加しているかを考察し、近年の日本企業にとって望まれるコーポレートガバナンスのあり方を検討した。分析ではまず関連の先行研究を概観したのち、3期間モデルを用いて企業が流動性の高い資産を保有するメカニズムを理論的に整理した。そのうえで、近年の日本における企業の現預金の保有動機を産業別データだけでなく、個別企業のケーススタディーを通じて考察した。分析の結果、保有する現預金残高が大きく増大している背景には、借入れ制約に直面する中堅中小企業では予備的動機の存在が少なくない一方で、大企業では、国内市場でさまざまな投資機会に潜在的には直面する反面、それを結果的には実現できなかったことがあることを指摘した。ただし、大企業が現預金を保有する動機はさまざまに、優良企業のなかには、新たな投資機会に向けた資金として現預金の残高を増加させた企業もあることが明らかにされた。

中村論文「日本企業の資金余剰とキャッシュフロー用途—法人企業統計調査票データに基づく規模別分析—」は、財務省法人企業統計年報の調査票データを利用し、企業部門の貯蓄超過が続いた1996年から2015年まで20年間を対象に、様々な規模の企業の資金余剰（貯蓄超過）、現金保有、投資行動の実態とその決定要因を分析した。貯蓄超過・現金保有の背景として、中小・零細企業を中心とする資金制約の影響や、lumpy investmentの待機状態が確認されたことに加えて、企業統治の問題による現預金の過剰蓄積の可能

性が示唆された。他方、多角化や役員数の多さは、全般に現預金の流出を抑制する傾向につながっており、特に大企業に顕著な現象であった。また大企業では、現預金の蓄積が将来の投資機会に備えた待機資金であるとしても、M&Aや海外直接投資が念頭にあり、国内の設備投資には回っていないことも明らかにされた。

花崎・羽田論文「企業の投資行動の決定要因分析—投資の多様化の進展と内部資金の役割—」は、日本の製造業の企業データを用いて、設備投資関数および広義の投資関数を、2002年度から2007年度、2008年度と2009年度、2010年度から2014年度までの3期間に分けて推計した。実証分析から、広義の投資関数の説明力が総じて高く、企業は広義の投資をより重要な要素として意思決定を行っていること、リーマン・ショック時には投資行動に異質性がみられること、資金余剰企業は資金不足企業と同様に内部資金水準を投資水準決定の重要な切り所としていることが明らかとなった。また、投資に積極的な資金不足企業は、実物要因に加え資金要因を投資判断において重視していることが示された。以上から、日本企業の過度な安全性志向により投資が抑制されている一方で、M&AおよびR&Dを合算した広義の投資は必ずしも抑制されていないという仮説がある程度妥当することが示唆された。

鯉淵・後藤論文「日本の主要輸出業種の生産販売構造の地理的分布と設備投資行動」は、有価証券報告書から入手可能な企業の生産販売資産構造と設備投資の地理的分布に関する情報を利用し、日本の主要輸出業種である、自動車、電気機器（大手電機、電子部品）、機械（建設機械、工作機械、産業用ロボット）の3業種について、対象企業間の連結関係および直接の取引関係を考慮した集計された生産販売構造の指標構築を行った。そのうえで、これら指標が、現実の生産販売構造を的確に示しているかを、自動車産業の主要企業グループについて集計された指標の検証を通じて確認した。また、日本の主要輸出企業の生産販売構造から生じている

キャッシュフローの地理的分布と、これらの産業で行われている設備投資の動向に地理的なギャップがあることを指摘した。

福田・粕谷・慶田論文「企業家精神と設備投資—デフレ下の設備投資低迷のもう一つの説明—」は、デフレ下の日本経済において上場企業の設備投資が低迷した要因を、企業の財務データに加えて経営者の属性情報を使って投資関数を推計することによって考察した。各上場企業の投資関数を推計した場合、標準的な財務変数に加えて、社長のキャリアや年齢、オーナー社長であるかどうかなど経営者の属性や利益処分における役員賞与の比率が、上場企業の設備投資に対して有意な影響を及ぼすことが明らかになった。この結果は、バブル崩壊後の経営者の設備投資に対するスタンスの変化が、企業の直面するファンダメンタルズの悪化に加えて、デフレ下の上場企業の設備投資を減少させた可能性を示唆するものであった。

田中論文「企業の流動性資産と労働債権」は、コーポレートファイナンスの分野で明示的に分析されることが少なかった労働債権に着目し、その存在が企業の資金調達、とりわけ流動性資産の蓄積に大きな影響を与える可能性があることを明らかにした。一般に、企業が流動性不足に陥った場合でも、労働債権は他の債権より優先的に支払われる傾向がある。労働債権が優先的に支払われるとき、負の流動性ショックが発生し、追加的な資金が予期せぬ形で必要となる場合、労働債権の支払い負担が過大となって、企業は必要な資金を十分に調達できなくなる可能性が高まる。一方、流動性資産は、収益性は非常に低いが、予期せぬ資金不足を補うことができる。このため、一定の条件の下で、労働債権が増加すると、企業が流動性資産をより多く蓄積する傾向があることを示すことができる。この結果は、労働債権の存在が流動性資産を増加させる一つの重要な要因であり、労働集約的な企業ほど流動性資産が多く蓄積される傾向にあることを示唆している。