

財務総合政策研究所  
日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会

# 企業行動から見た資金循環の論点

2024年2月13日

帝京大学 田中賢治

# 本日の内容

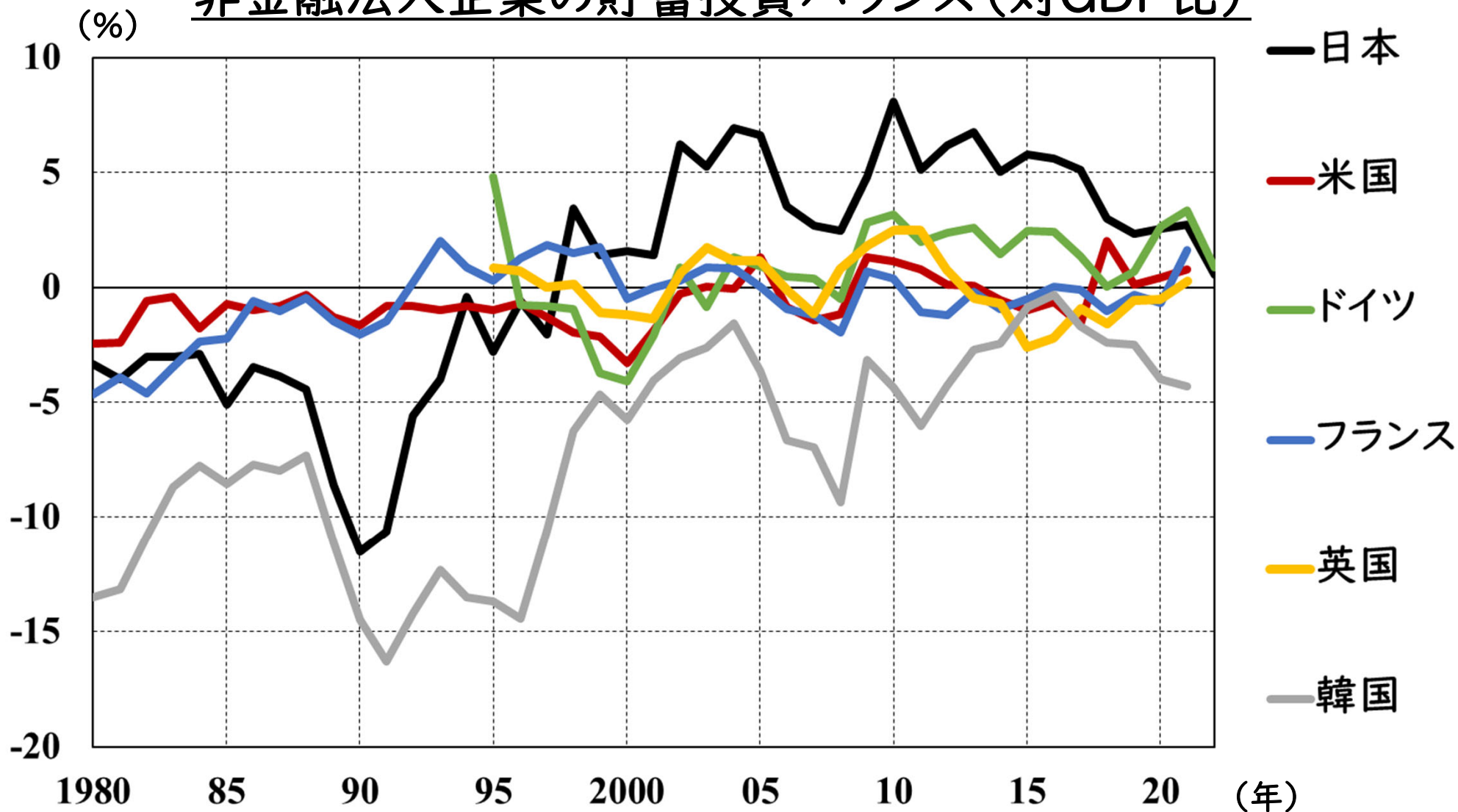
- 1 企業行動に関する基本データ
- 2 弱い国内設備投資
- 3 企業は資金をため込んでいるのか
- 4 課題を問い直す

# 1

## 企業行動に関する基本データ

# 四半世紀にわたる日本企業の貯蓄超過

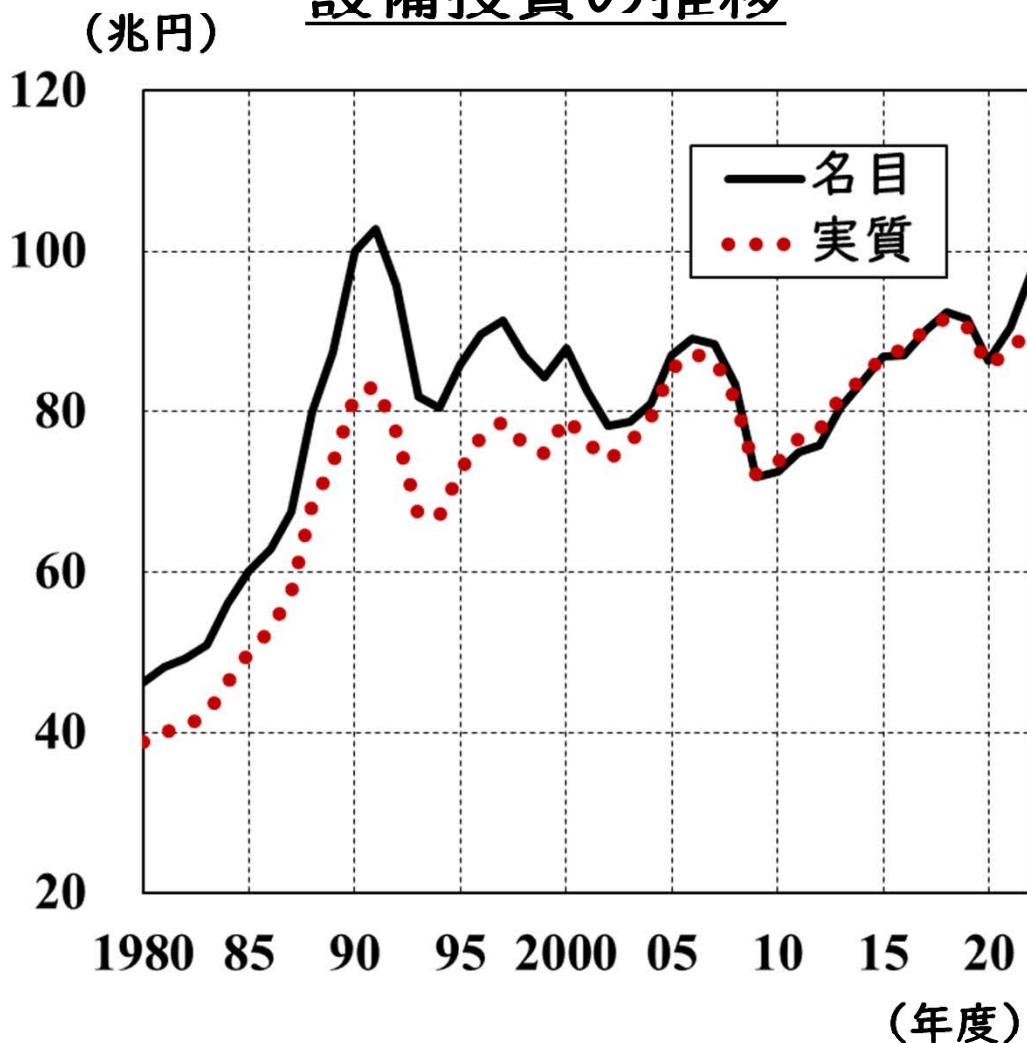
## 非金融法人企業の貯蓄投資バランス(対GDP比)



(備考) 日本は内閣府「国民経済計算」、それ以外はOECDデータ

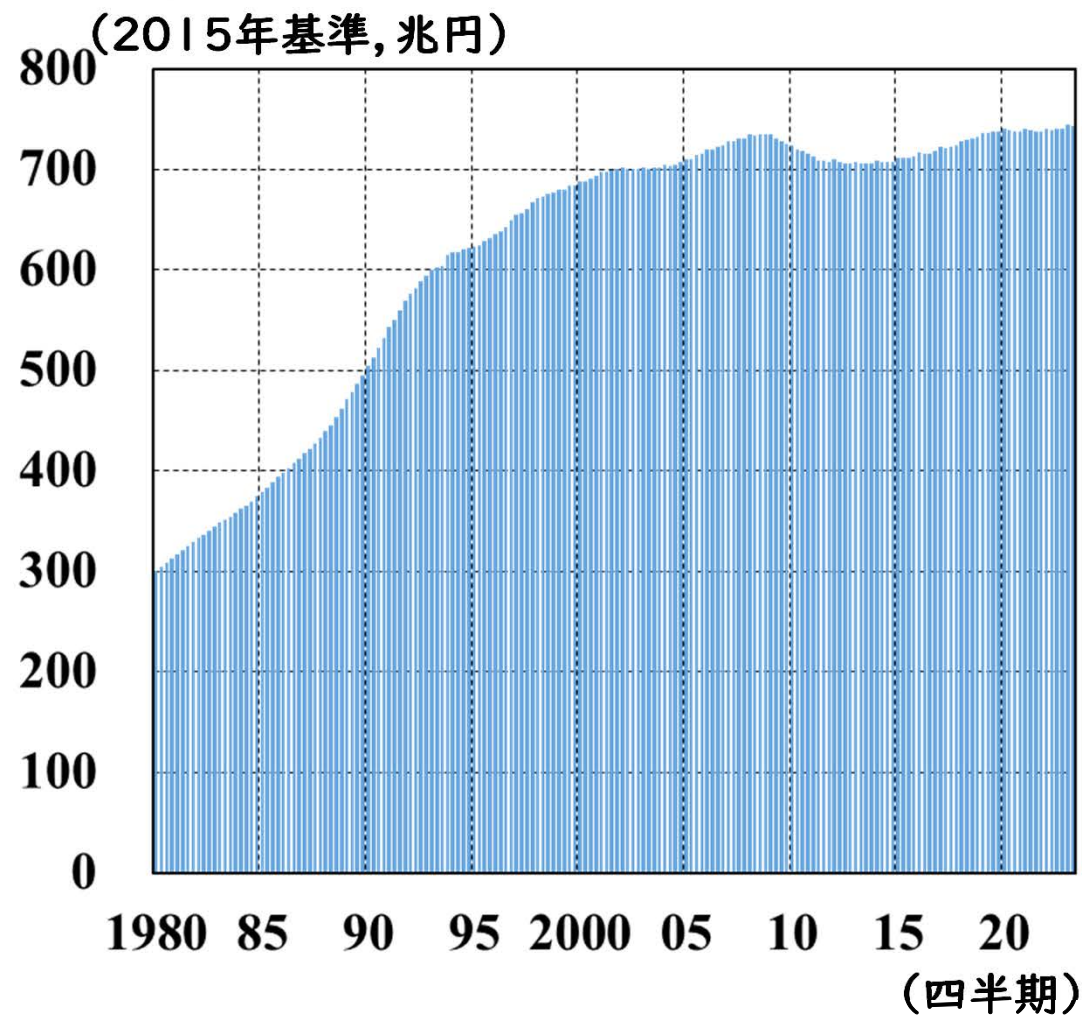
# 弱い設備投資

## 設備投資の推移



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」  
2. 設備投資にはR&Dなどの知的財産生産物を含む。

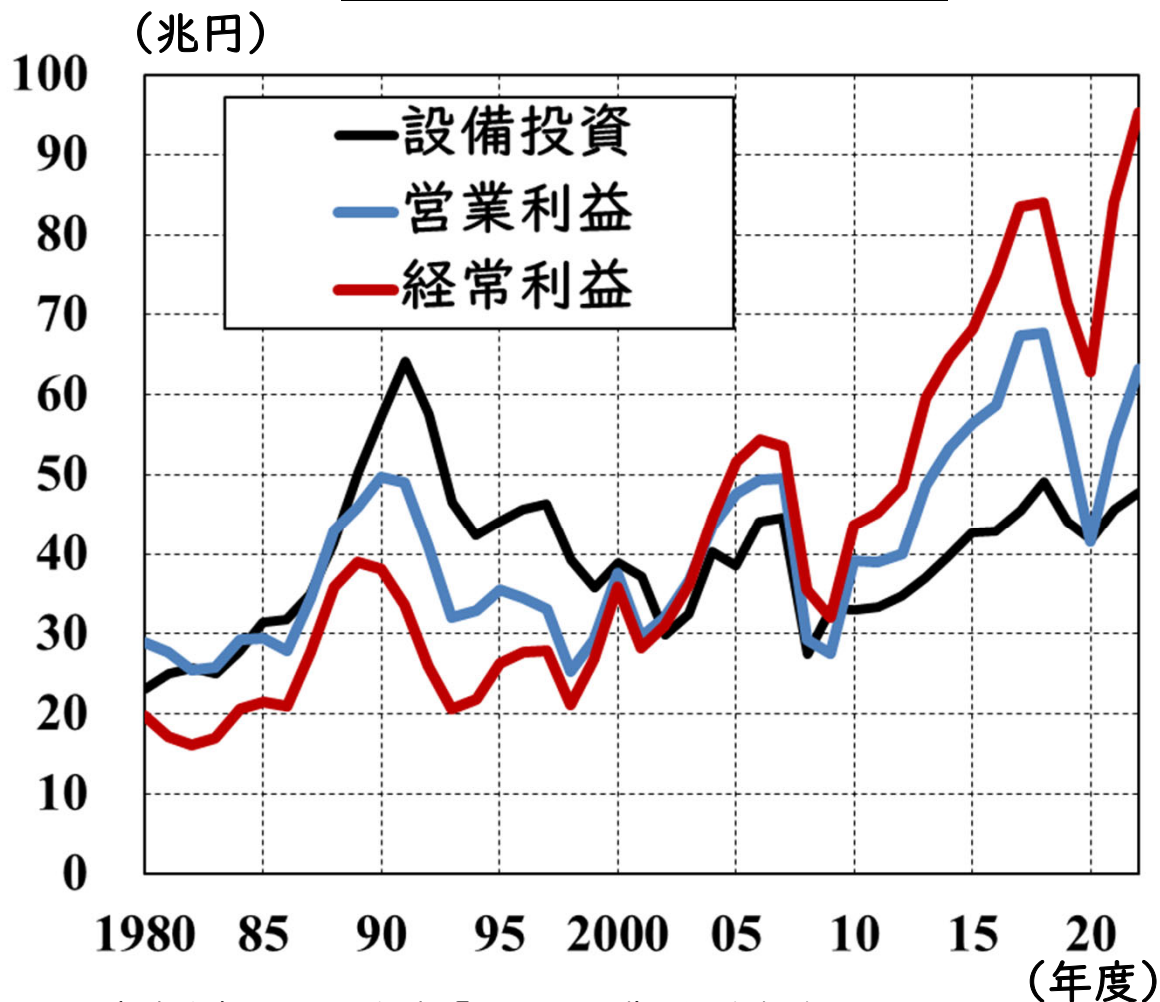
## 民間企業資本ストックの推移



(備考) 1. 内閣府「固定資本ストック速報」  
2. 実質値

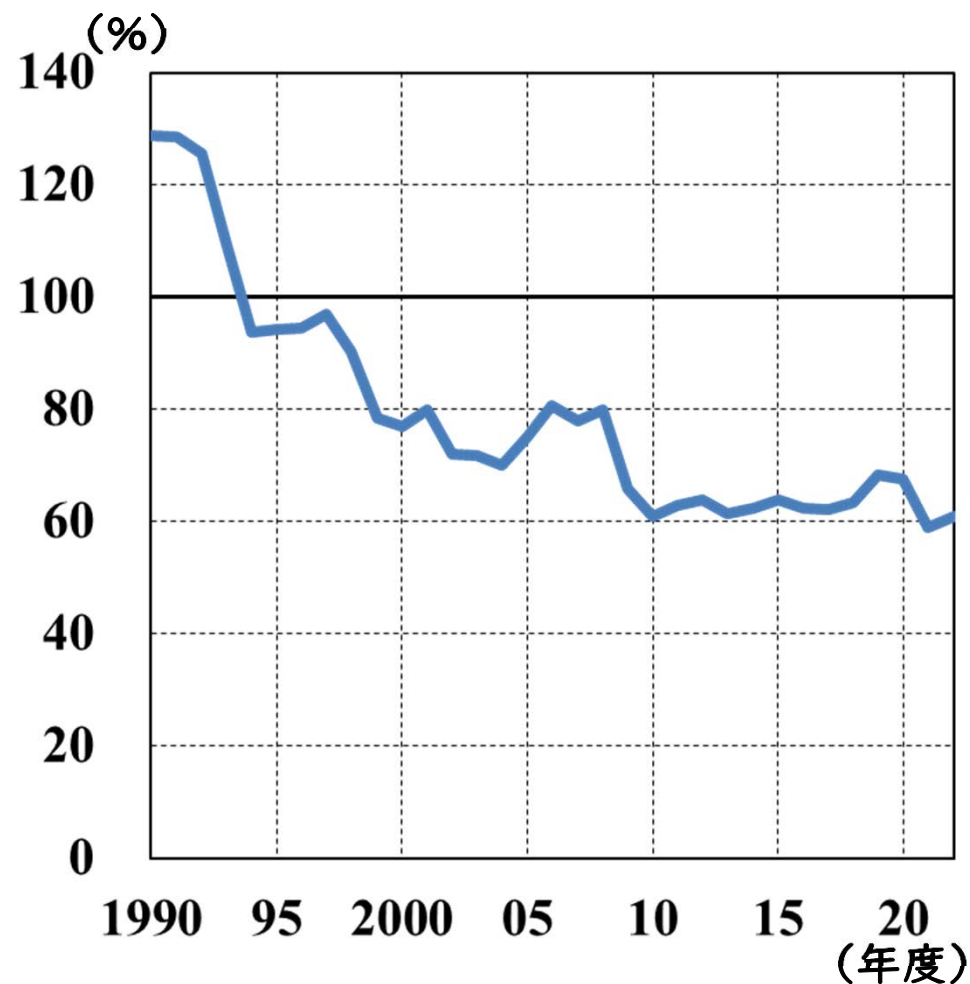
# 設備投資はキャッシュフローの範囲内

## 設備投資と企業利益



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」  
2. 全規模全産業(金融・保険業を除く)

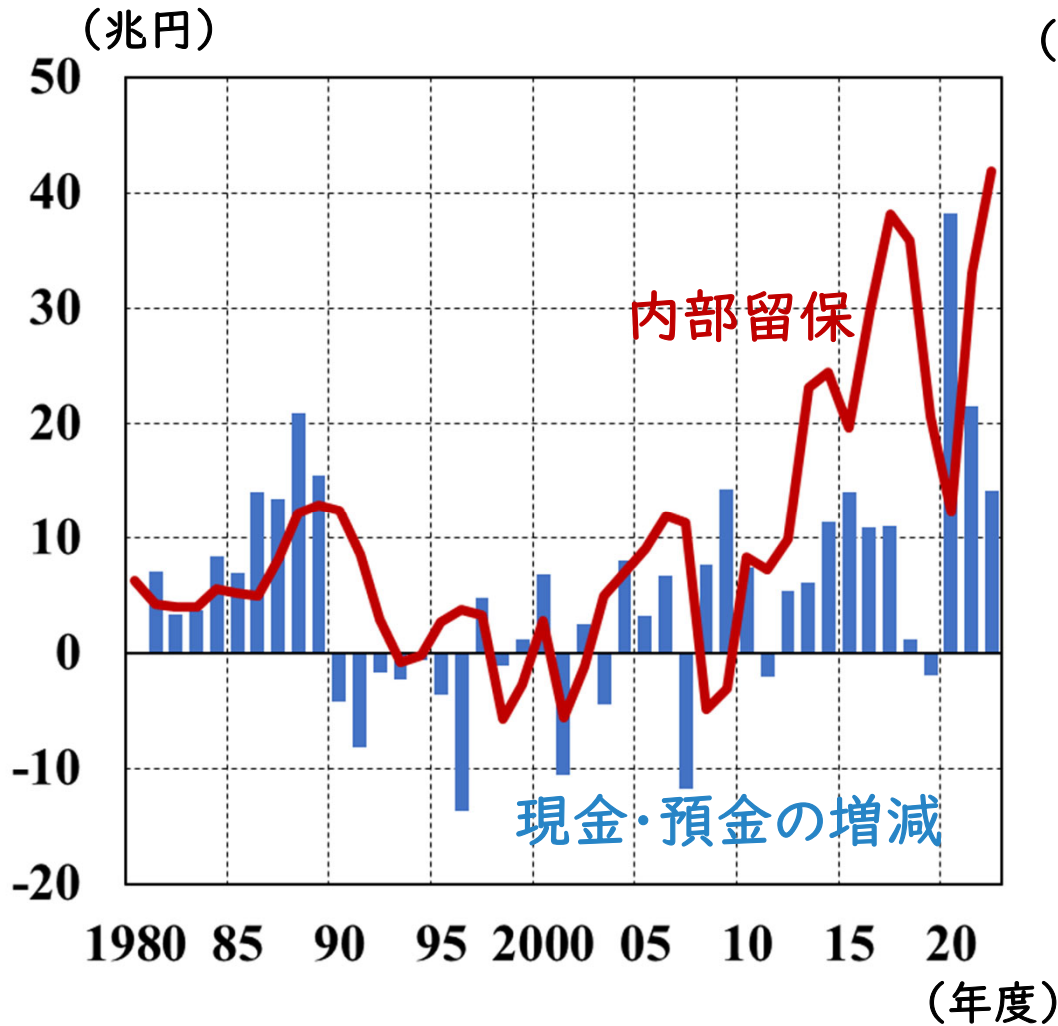
## 設備投資対キャッシュフロー比率



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」  
2. 全規模全産業(金融・保険業を除く)  
3.  $\text{キャッシュフロー} = \text{経常利益} \div 2 + \text{減価償却費}$

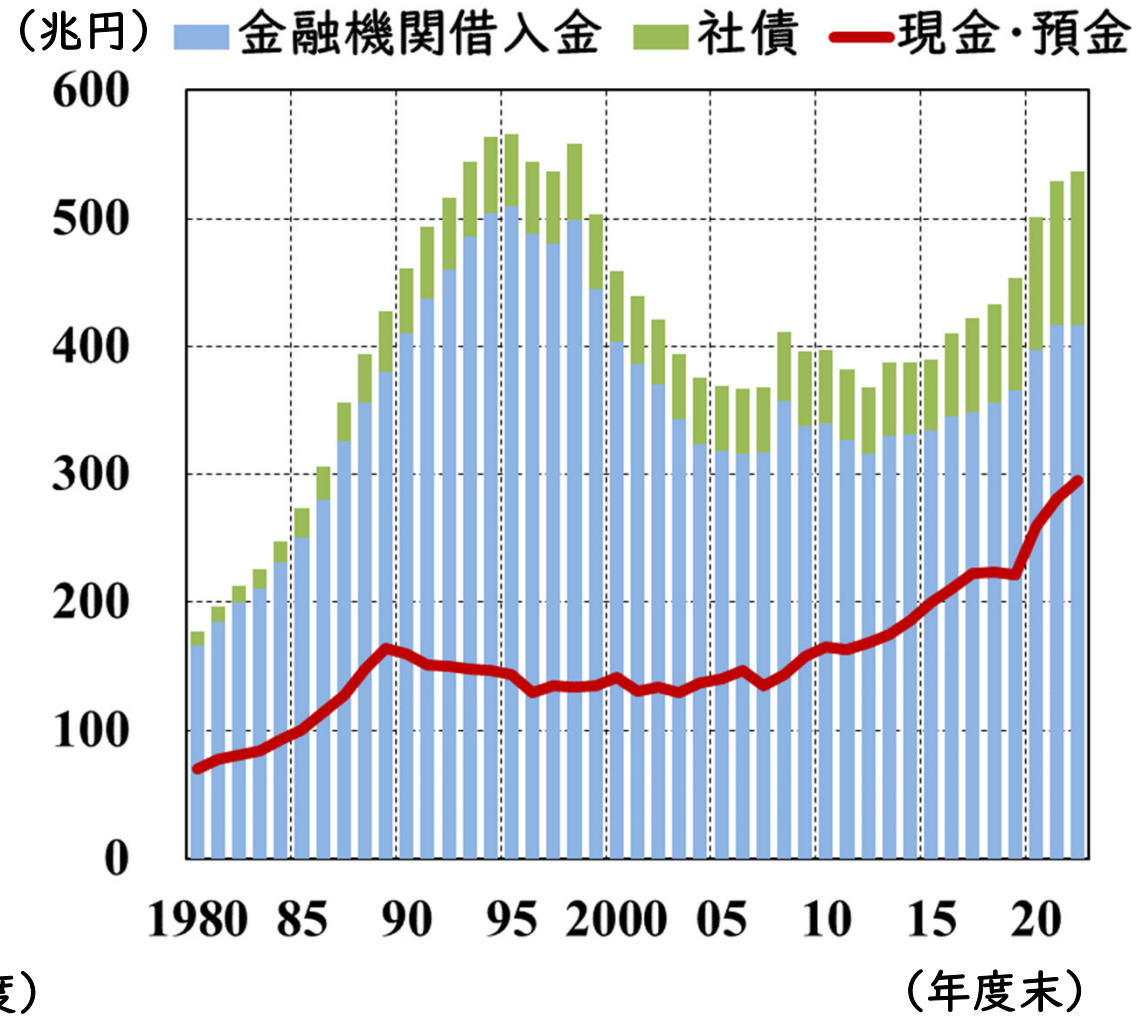
# 企業に積みあがる現預金

## 企業の内部留保と現金・預金の増減



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」  
2. 全規模全産業(金融・保険業を除く)

## 企業の現金・預金と有利子負債



(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」  
2. 全規模全産業(金融・保険業を除く)

# 以上のデータから読み取れる主な内容

---

1. 日本では企業の貯蓄超過（資金余剰）が四半世紀にわたって続いており、これは世界的にみて異例。
2. 企業の資金余剰は、国内設備投資の弱さを反映している。1990年代半ば以降、企業の設備投資はキャッシュフローの範囲内にとどまる。
3. 2010年代に入り、企業収益は堅調に増加したが、設備投資は緩やかな増加にとどまった。
4. 2000年代半ばごろから、内部留保の拡大とともに、企業の現預金保有も拡大傾向にある。
5. 企業の有利子負債は、1990年代後半から減少傾向にあったが、2010年代前半に増加へ転じた。有利子負債は2020年のコロナショックで大幅増となり、同時に現預金も拡大。





# 弱い国内設備投資

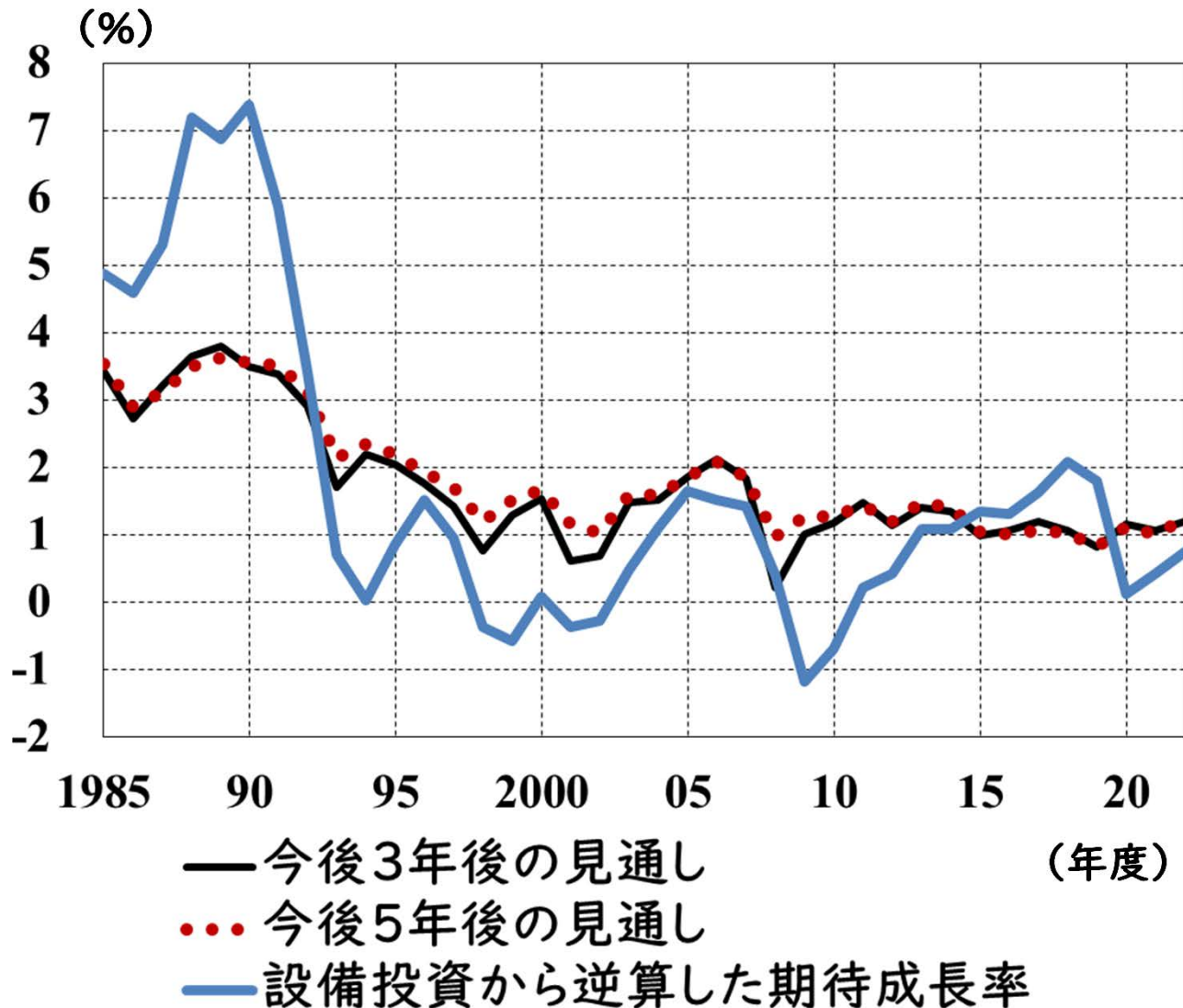
# なぜ、国内で設備投資が盛り上がらないのか？

- 設備投資は、「今」の便益を犠牲にして、「将来」にわたる便益（利潤）を得るための企業活動。
- 「今」を犠牲にするため、「今」何らかの制約があるなら、設備投資を躊躇する誘因になる。  
（例）バブル崩壊後の過剰債務と過剰設備  
リーマン・ショック後の流動性制約
- 2010年以降の企業収益は堅調（2020年を除く）。財務体質は改善。
- 「将来」にわたる便益（利潤）を生み出すには、「今」の設備投資が必要だが、設備投資は「将来」にわたるものなので、将来の利潤が期待できるかが重要。

設備投資は、企業の将来期待と密接な関係がある

# 盛り上がらない期待成長率

## 「企業の実質経済成長率見通し」と「設備投資から逆算した期待成長率」



(備考)

1. 企業アンケートの期待成長率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」(毎年1月)による
2. 設備投資から逆算した期待成長率は、内閣府「国民経済計算」「固定資本ストック速報」から試算。
3. 以下の関係式に基づき、設備投資の伸びから、それと整合的な期待成長率を逆算したもの。

$$I/K_{-1} = I/I_{-1} \times I_{-1}/K_{-1} = Y^* + \gamma + \delta$$

$Y^*$ : 期待成長率

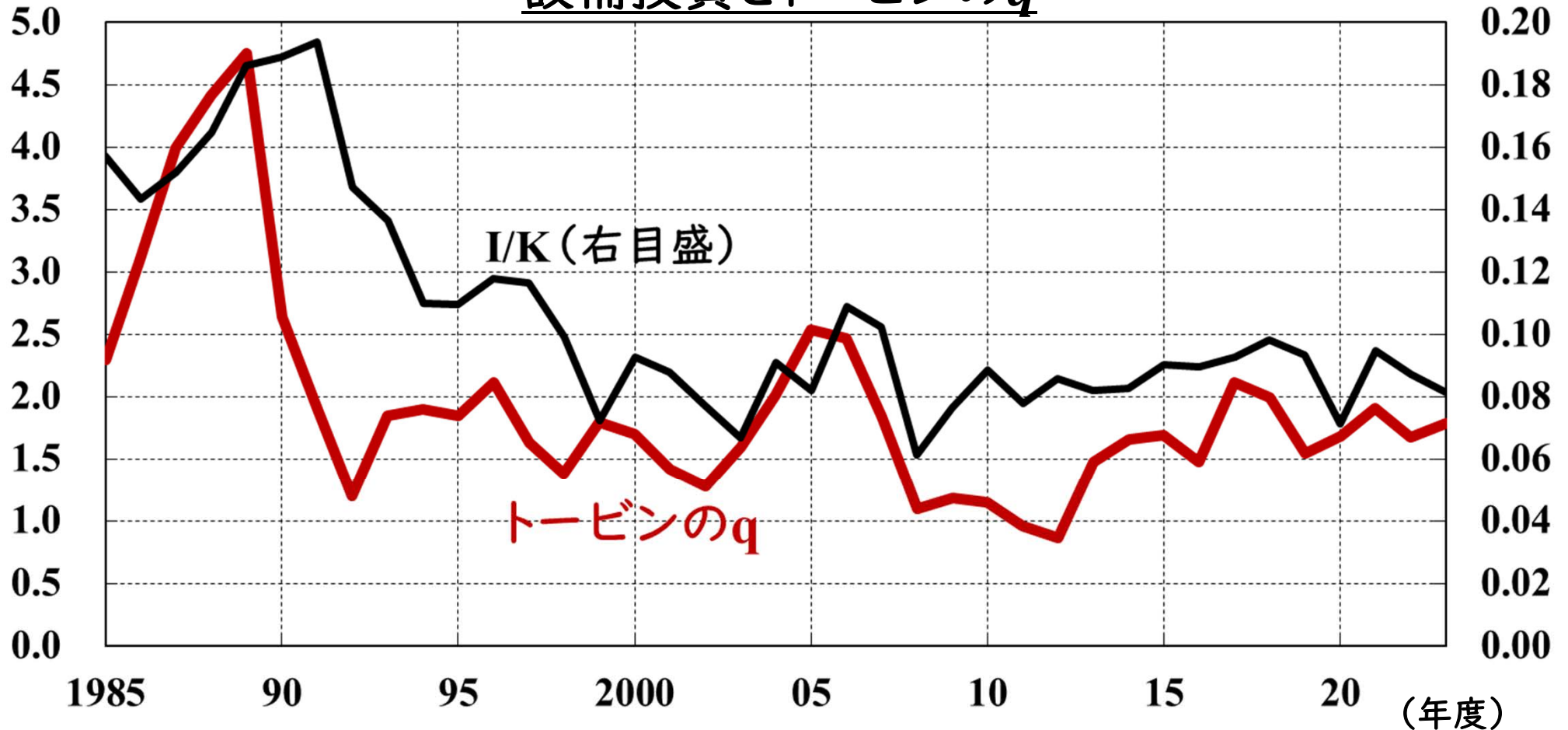
$\gamma$ : 資本係数の上昇トレンド

$\delta$ : 減耗率

# 将来期待を反映するトービンの $q$

➤ 設備投資は、トービンの $q$ と概ね歩調を合わせた動きをしている。

## 設備投資とトービンの $q$



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」を用いて筆者推計

2. 全規模全産業(金融・保険業を除く)

3. 2023年度は4~9月

# 【参考】トービンの $q$ の計算方法

$$q = \frac{LB^m + V^m - LAND^m - OTHER^m - A}{(1 - z)pK^r}$$

$q$ : トービンの $q$ ,  $LB^m$ : 純負債,  $V^m$ : 自己資本,  $LAND^m$ : 土地,  $OTHER^m$ : その他の資産  
 $A$ : 過去の投資1単位の将来の減価償却による法人税節約分の割引現在価値  
 $z$ : 当期の投資1単位の当期以降の減価償却による法人税節約分の割引現在価値  
 $p$ : 投資財の再調達価格,  $K^r$ : 実質資本ストック (添え字の $m$ は時価,  $r$ は実質)

- 実質資本ストックは、1970年をベンチマークとした恒久棚卸法。1970年時点の簿価の資本ストックを、1970年国富調査の経過年数を用いて時価換算（設備投資デフレーター使用）。
- 物理的償却率はHayashi&Inoue(1991)を使用。
- 地価は、Ogawa et al.(1994)の時価簿価比率で時価換算。上昇率は、(財)日本不動産研究所の六大都市市街地価格指数（全用途平均）を使用。
- 自己資本は、簿価表示の純資産にPBR（東証一部）をかけて市場価値換算。
- 純負債とその他の資産は、簿価をそのまま使用。

$$z_t = \frac{\tau_t(DEPR_t)(1+r_t)}{r_t+DEPR_t} \quad (\tau_t: \text{実効税率}, DEPR: \text{減価償却率})$$

$$\tau_t = \frac{(u_t+v_t)(1+r_t)}{1+r_t+v_{t-1}} \quad (u: \text{法人税率} + \text{法人住民税率}, v: \text{法人事業税率})$$

- $A_t = \tau_t B_t$ ,  $B_t = \sum_{s=t}^{\infty} \beta_s [\sum_{n=-\infty}^{t-1} D(n,s) p_n I_n]$ ,  $D(t,s) = (DEPR_t)(1 - DEPR_t)^{s-t}$  のとき、

$$B_{t+1} = (1 + r_t) \left[ B_t + \frac{z_t}{\tau_t} p_t I_t - DEP_t \right] \quad \text{となるため、} B_t \text{の初期値を与えるとその系列が求められる。}$$

$B_t$ の初期値は本間他(1984)による。

# 設備投資関数(パネル推定, 固定効果)

田中賢治(2019)「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」『経済分析』第200号

	1993-2015	1993-2000	2001-2008	2009-2015
トービンのq	0.0055 ( 7.80 )***	0.0092 ( 4.78 )***	0.0086 ( 9.16 )***	0.0060 ( 3.62 )***
不確実性	-0.0928 ( -7.10 )***	-0.1792 ( -5.43 )***	-0.1056 ( -6.06 )***	-0.0354 ( -1.66 )*
3大株主持株比率	-0.0095 ( -0.67 )	0.0368 ( 1.13 )	-0.0164 ( -0.79 )	-0.0344 ( -2.23 )**
海外持株比率	0.0343 ( 1.89 )*	0.1009 ( 2.29 )**	-0.0149 ( -0.44 )	0.0406 ( 1.03 )
負債/総資産比率	-0.0909 ( -8.01 )***	-0.1110 ( -3.42 )***	-0.0523 ( -3.25 )***	-0.0494 ( -1.85 )*
現預金/総資産比率	0.0824 ( 5.48 )***	0.1290 ( 11.45 )***	0.0513 ( 1.74 )*	0.1366 ( 2.46 )**
過去の設備投資の失敗経験	-0.0277 ( -2.54 )**		-0.0801 ( -7.26 )***	-0.1158 ( -6.30 )***
産業内I社集中度	0.0179 ( 0.77 )	0.1675 ( 3.12 )***	-0.0002 ( -0.01 )	0.0219 ( 1.45 )
産業別実質為替レート変化率	-0.0138 ( -1.03 )	-0.2905 ( -4.07 )***	-0.0063 ( -0.10 )	-0.0125 ( -0.40 )
企業規模(総資産の対数值)	0.0039 ( 0.81 )	-0.0343 ( -2.22 )**	-0.0182 ( -1.08 )	0.0094 ( 0.49 )
社齢(対数值)	-0.1536 ( -5.98 )***	-0.1364 ( -2.20 )**	-0.3235 ( -5.45 )***	-0.2083 ( -3.28 )***
Adj. R2	0.123	0.117	0.167	0.197
Number of observations	46,885	16,096	16,767	14,022

【対象】1977~2015年度に10年以上連続して存続した上場企業(2015年度:2,171社)

【被説明変数】設備投資/資本ストック

【主な説明変数】(同時性の可能性がある説明変数は1期ラグ)

不確実性(企業の直面する需要の不確実性):実質売上高増減率の過去3期の標準偏差

過去の設備投資の失敗経験:2000年度以降に大型投資を実施した企業のROAが,大型投資

開始直前よりも低下した場合,低下した年度以降を1とするダミー変数

(大型投資とは,各企業の資本ストックの20%超の設備投資)

# 推定結果

## ➤ トービンのq

⇒ 有意に正を示す。トービンのqの上昇が弱いと、設備投資が微増にとどまる  
トービンのqに対する設備投資の感応度が2009年以降かなり低下

## ➤ 不確実性

⇒ 将来の不確実性が設備投資に負の影響。トービンのqと不確実性の交差項を導入すると有意に負となり、トービンのqの係数低下に不確実性が影響した可能性

## ➤ 3大株主持株比率, 海外持株比率

⇒ 海外株主が設備投資を促す効果。時期によって結果は異なる

## ➤ 負債/総資産比率 ⇒ 有意に負だが, 2010年代は堅調な収益で財務改善

## ➤ 現預金/総資産比率 ⇒ 有意に正

## ➤ 過去の設備投資の失敗経験

⇒ 過去の設備投資が期待した収益を生まず, その後の設備投資に負の影響

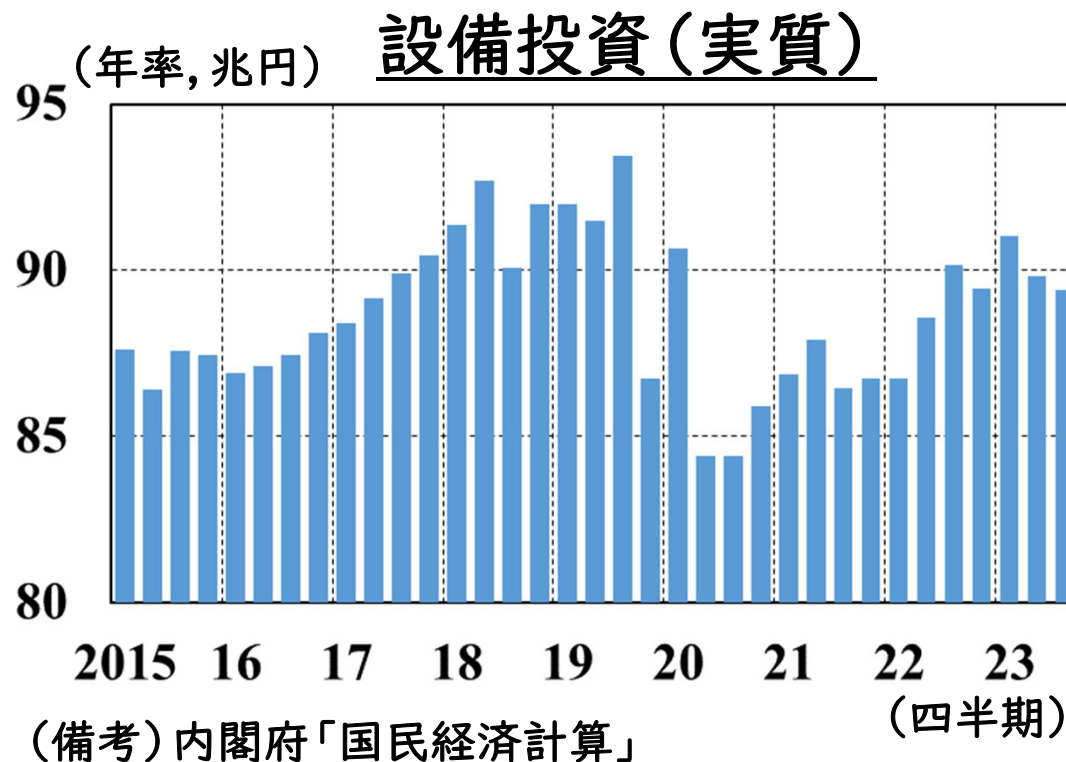
## ➤ 社齡 ⇒ 企業の新陳代謝の悪さが設備投資の抑制要因の一つ

# 設備投資の現状

➤ 設備投資は、まだコロナ・ショック前の水準に戻っていない。

➤ コロナ・ショック前に多額の投資をした企業（宿泊・旅行関連企業など）は資金繰り悪化に苦しんだ。

⇒ 設備投資を抑制し多額の現預金を保有する企業が助かる皮肉な結果になった



(1) 成長期待 ⇒ 今のところ成長期待の盛り上がりは確認できない

(2) 将来の不確実性 ⇒ ウクライナ問題, 中東問題, 米中摩擦など

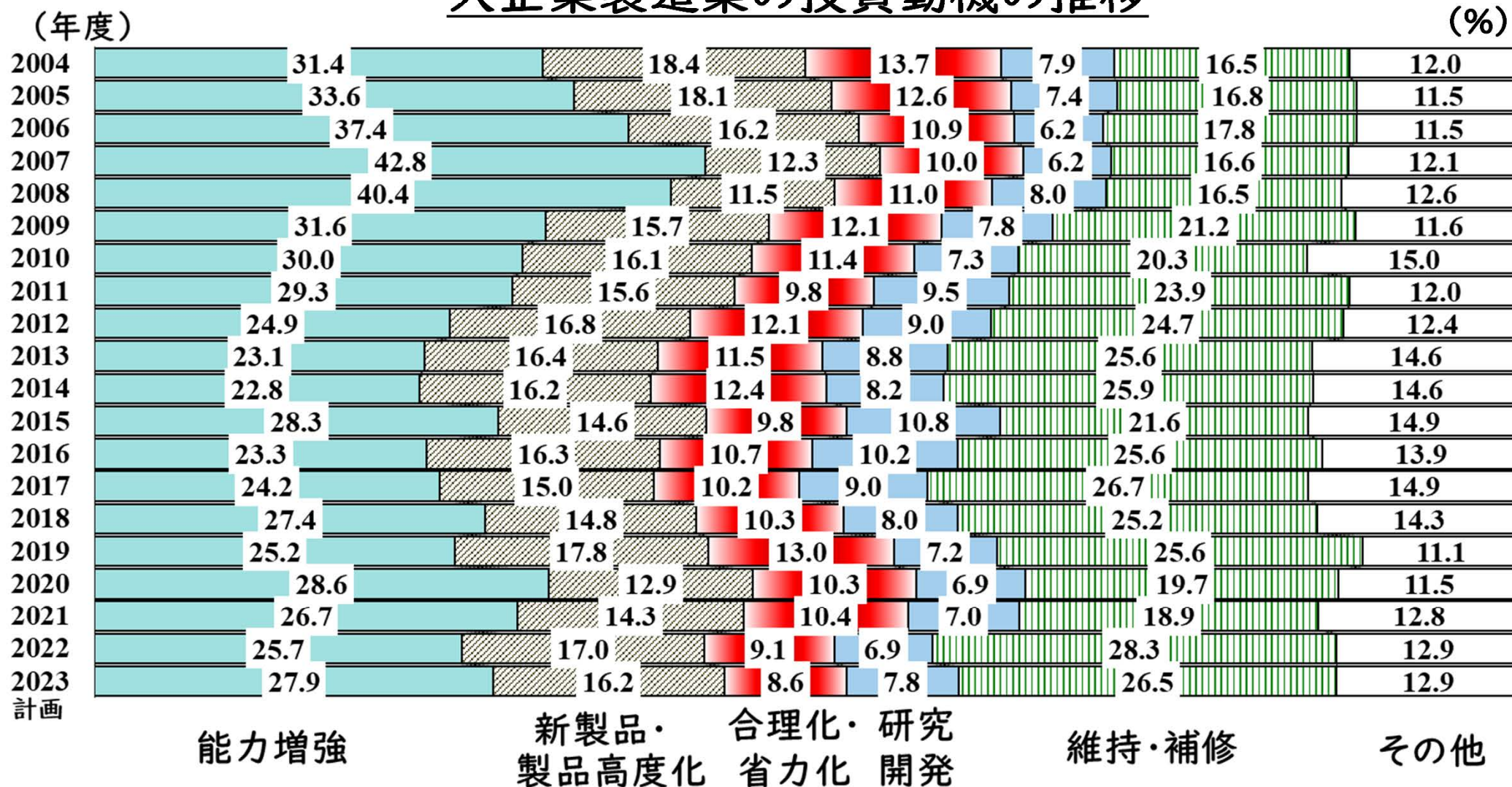
(3) 過去の設備投資の失敗経験

⇒ コロナ前に行った設備投資の失敗経験が悪影響を及ぼす可能性



# 人手不足でも、盛り上がりが弱い省力化投資

## 大企業製造業の投資動機の推移

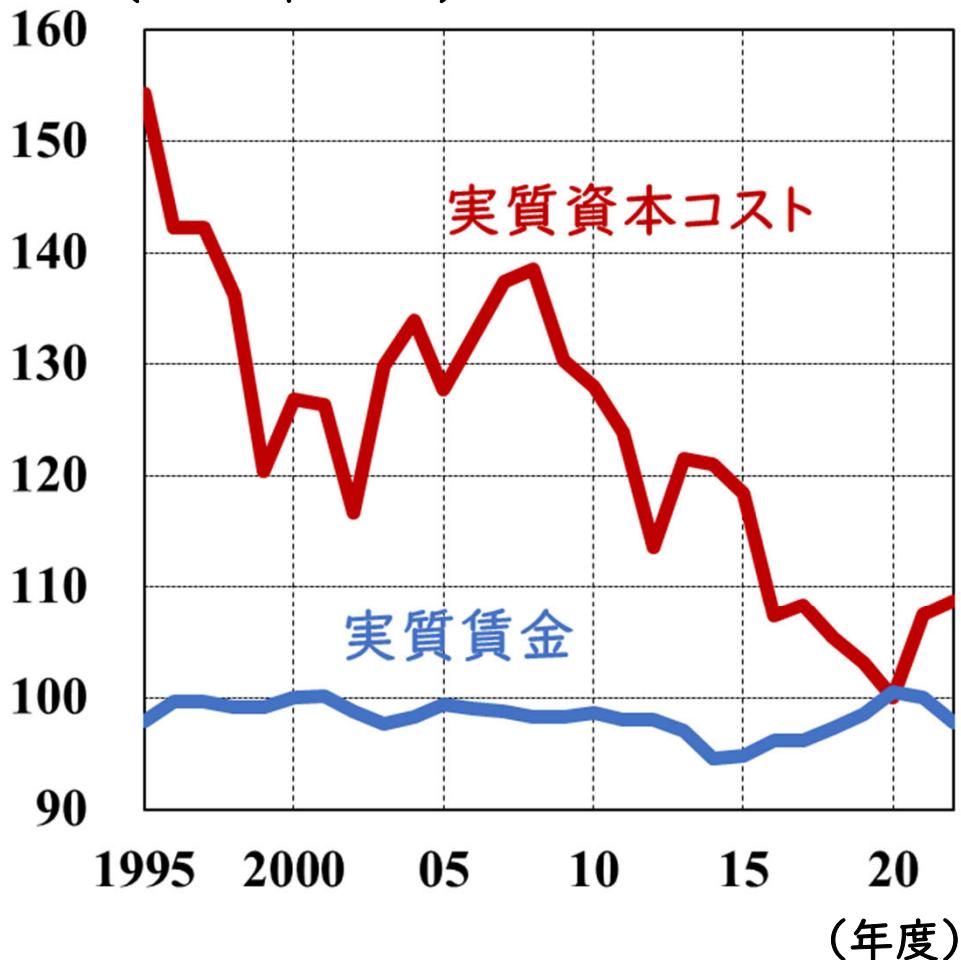


(備考) 1. 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」 2. 設備投資全体に占める各投資動機の金額の構成比

# 実質賃金伸び悩みで投資への誘因が小さい

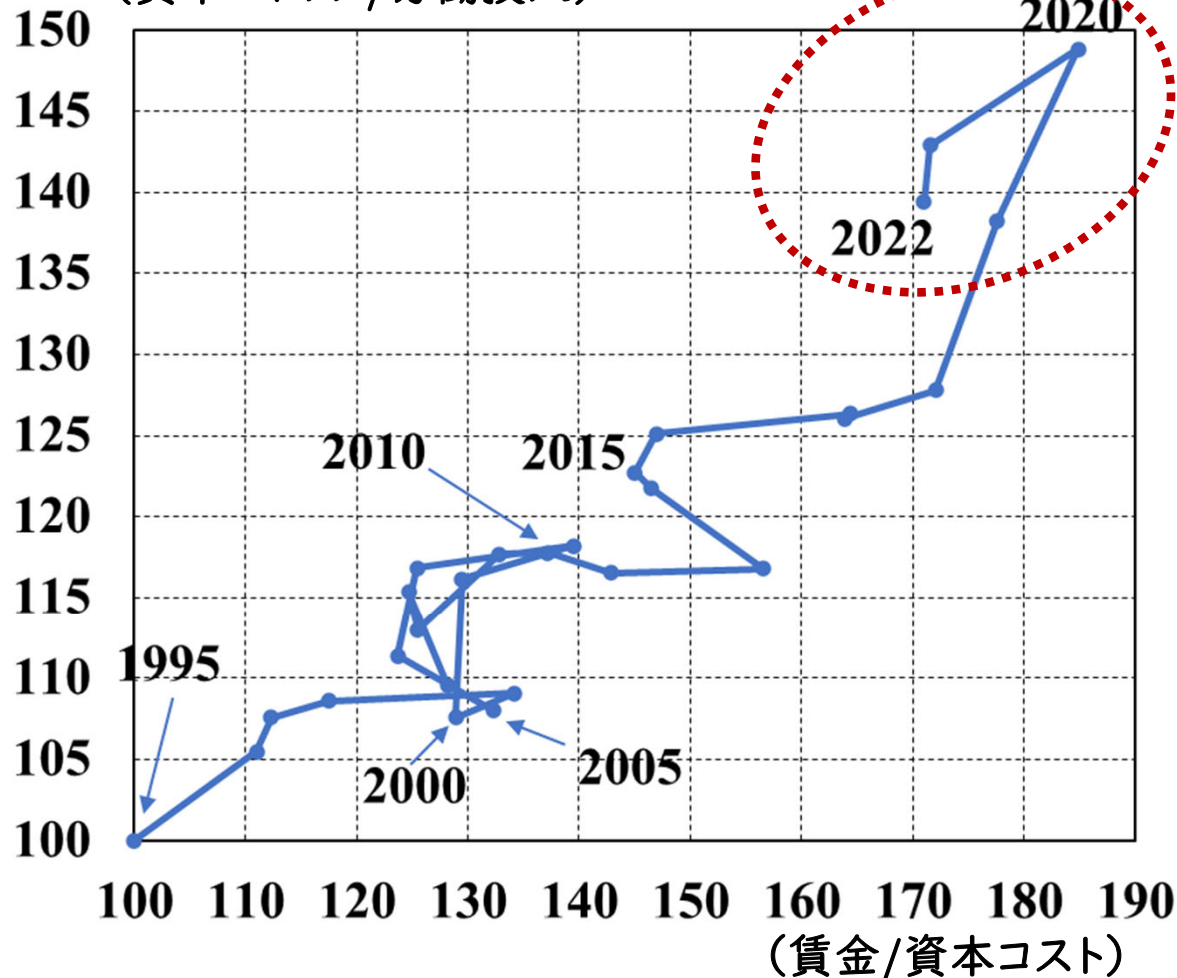
## 資本と労働の価格

(2020年=100)



## K/Lとw/rの推移 (1995年=100)

(資本ストック/労働投入)



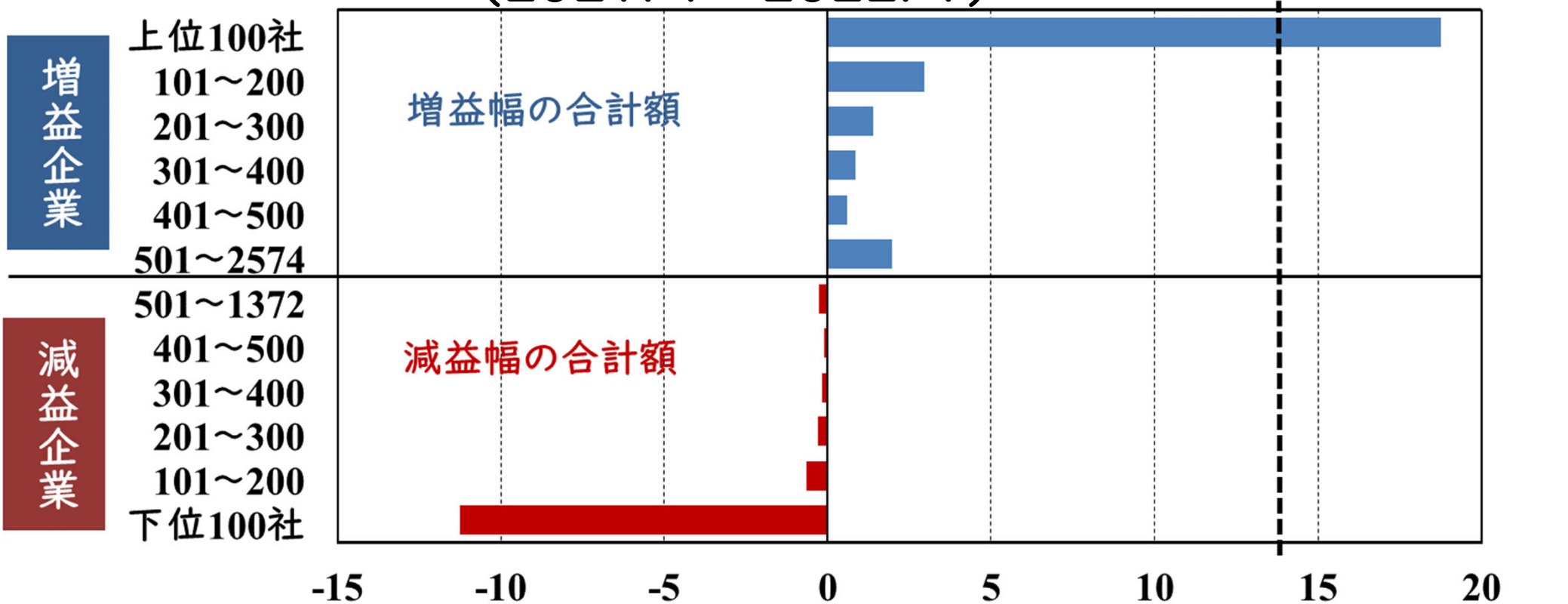
(備考) 資本データと従業員数は財務省「法人企業統計年報」全規模全産業(金融・保険業を除く), 賃金と労働時間は厚生労働省「毎月勤労統計調査」5人以上の賃金と労働時間を用いた。

# 企業利益は拡大しているが...

- 企業利益は拡大しているが、企業によってばらつきがあるため、すべての企業でインフレ率を上回る賃上げが行われるのは難しい。

上場企業の純利益の変化幅  
(2021FY→2022FY)

全社の増益幅の  
合計額13.8兆円



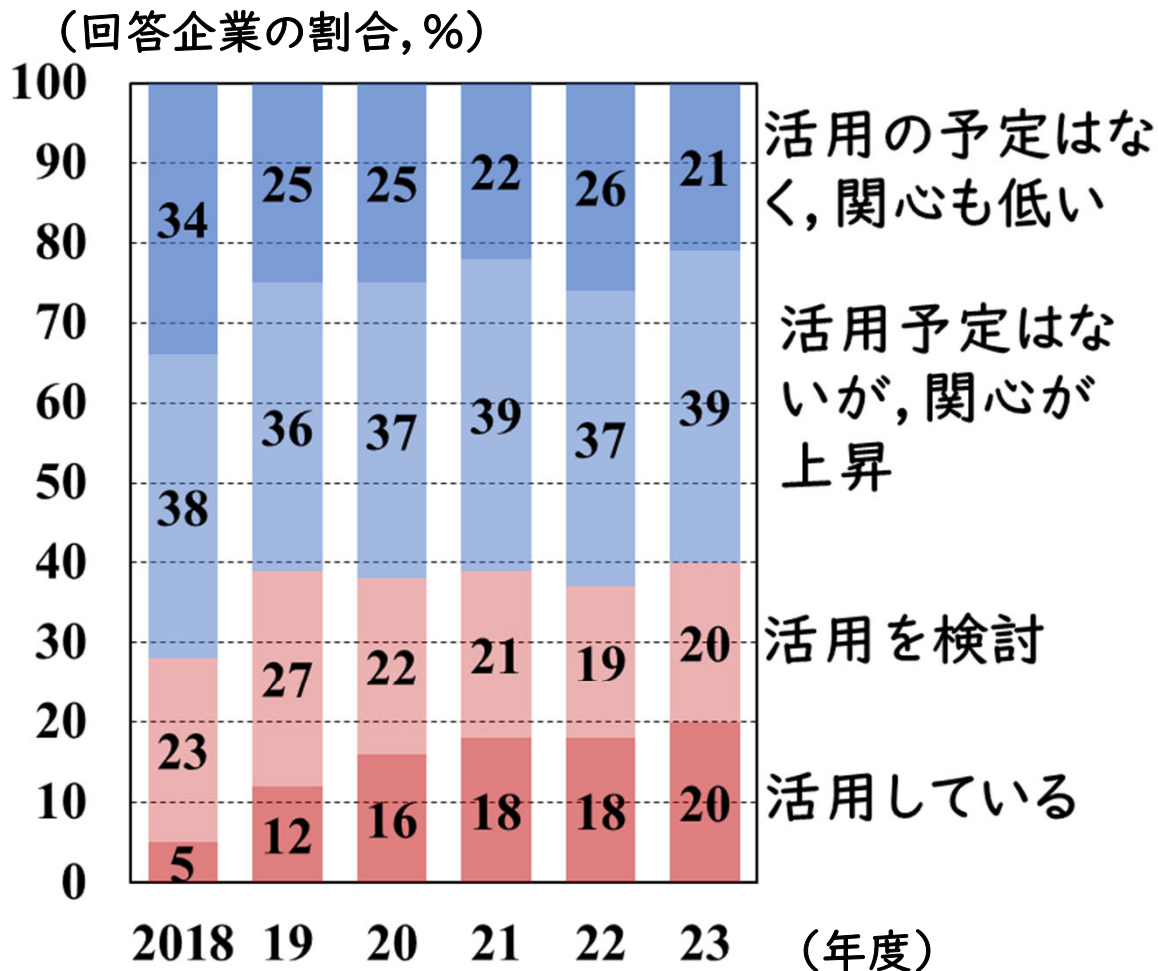
(備考) 1. Needs-FinancialQuest

2. 比較可能な3946社を対象

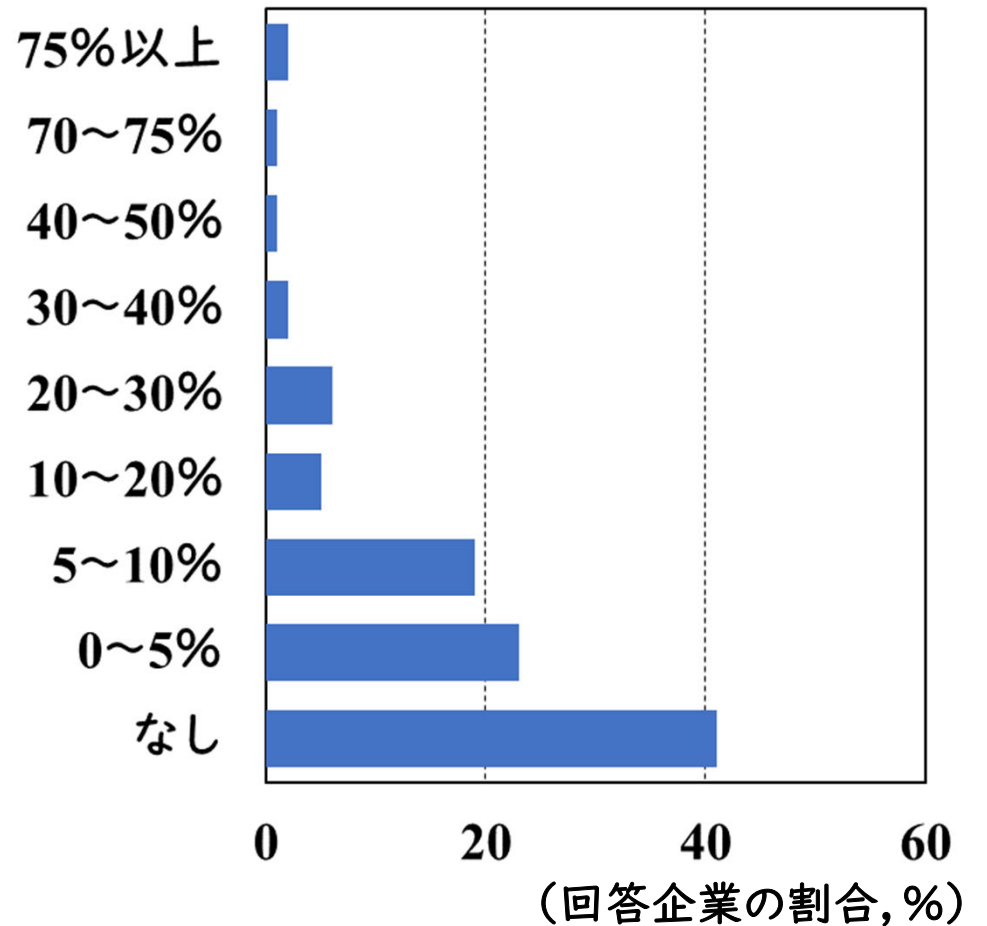
(兆円)

# 新技術や脱炭素化対応の投資はまだ少ない

## AI,IOTなどの活用状況



## 設備投資計画に占める脱炭素化関連の割合(2023年度計画)



(備考) 1.日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」, 2.調査時点:2023年6月23日  
3.調査対象:資本金10億円以上の民間法人企業(金融保険業を除く), 回答企業1075社



企業は資金をため込んでいるのか

# 設備投資が弱い中、内部留保の使い道は？

- 内部留保の増加は堅調な利益の結果であり、純資産が増加し、財務体質の改善につながった。
- 内部留保の増加は必ずしも「企業のため込み」を示すものではない。資金が効率的に活用されているかが問題。

	純資産	有形固定資産	無形固定資産	現預金	投資有価証券・その他投資
2010年度 ⇒2022年度	+342兆円	+52兆円	+14兆円	+130兆円	+267兆円

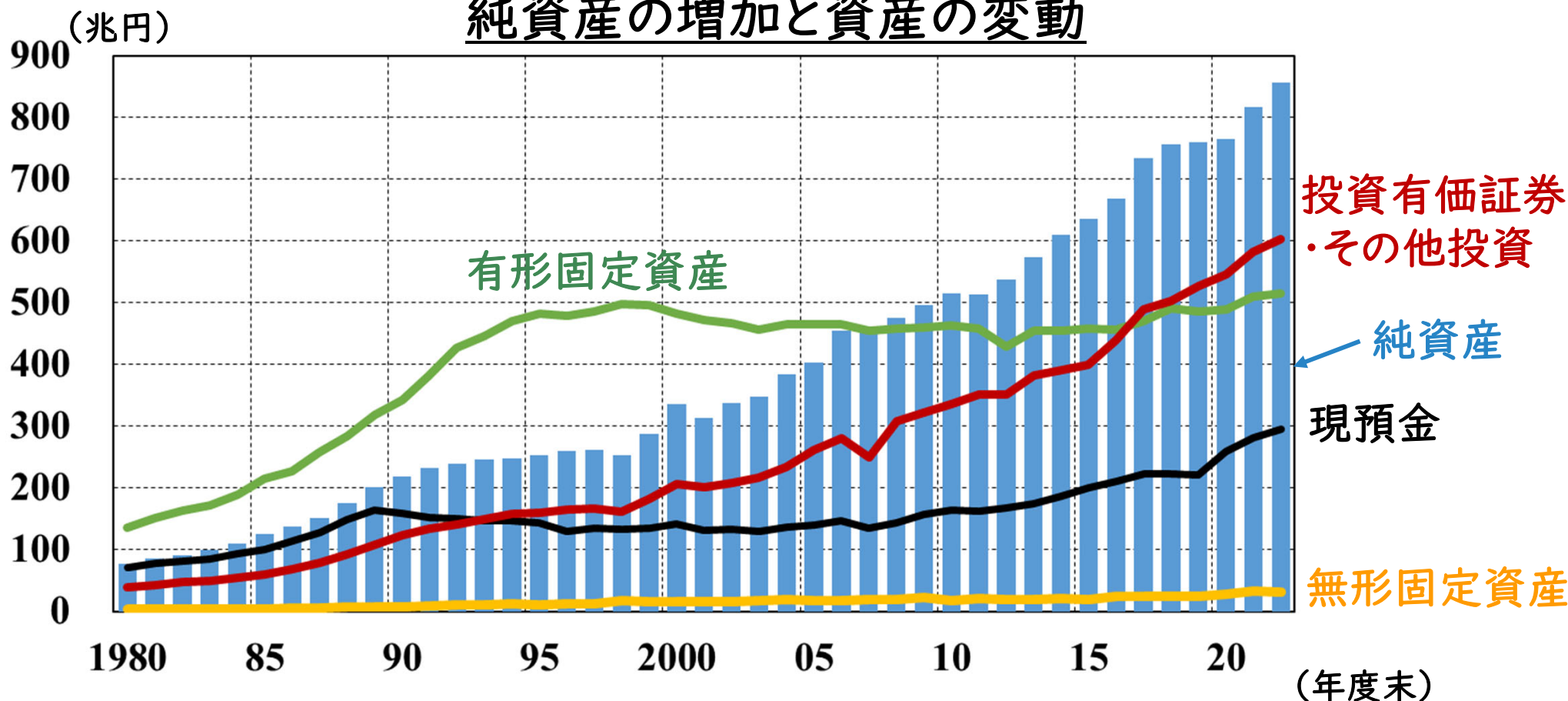
(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」 2. 金融・保険業を除く

- 有形固定資産はあまり増加していない。⇒ 設備投資は低調
- 無形固定資産も増加したが、増加幅は有形固定資産よりも小さい。
- 現預金はかなり増加した。
- 一番増えたのは、「投資有価証券・その他投資」。

# 内部留保の拡大に伴う資産側の変化

- 内部留保が積み上がり, 純資産が拡大. 資産側では, 現預金だけでなく, 投資有価証券・その他投資の増加が著しい.

## 純資産の増加と資産の変動



- (備考) 1.財務省「法人企業統計年報」 2.全規模全産業(金融・保険業を除く)  
3.有形固定資産=土地+建設仮勘定+その他の有形固定資産

# 期間別，産業別，企業規模別に分解

(単位:兆円)

## 【全規模全産業】

	現金・預金	投資有価証券・その他投資	金融機関借入金・社債	純資産
2010～2022	130	267	76	342
2010～2019	56	191	25	245
2019～2022	74	76	51	97

## 【産業別・企業規模別(2010～2022)】

		現金・預金	投資有価証券・その他投資	金融機関借入金・社債	純資産
全規模	全産業	130	267	76	342
	製造業	21	60	6	89
	非製造業	109	207	70	253
大企業	全産業	36	213	50	169
	製造業	13	53	5	64
	非製造業	23	159	45	105
中堅企業	全産業	21	23	10	63
	製造業	4	4	1	15
	非製造業	17	18	9	48
中小企業	全産業	73	32	16	110
	製造業	5	2	-0	9
	非製造業	69	29	16	101

## 【全規模全産業(除く純粹持株会社)】

	現金・預金	投資有価証券・その他投資	金融機関借入金・社債	純資産
2010～2022	120	145	54	279
2010～2019	49	97	7	191
2019～2022	71	48	47	88

(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」 2. 金融・保険業を除く



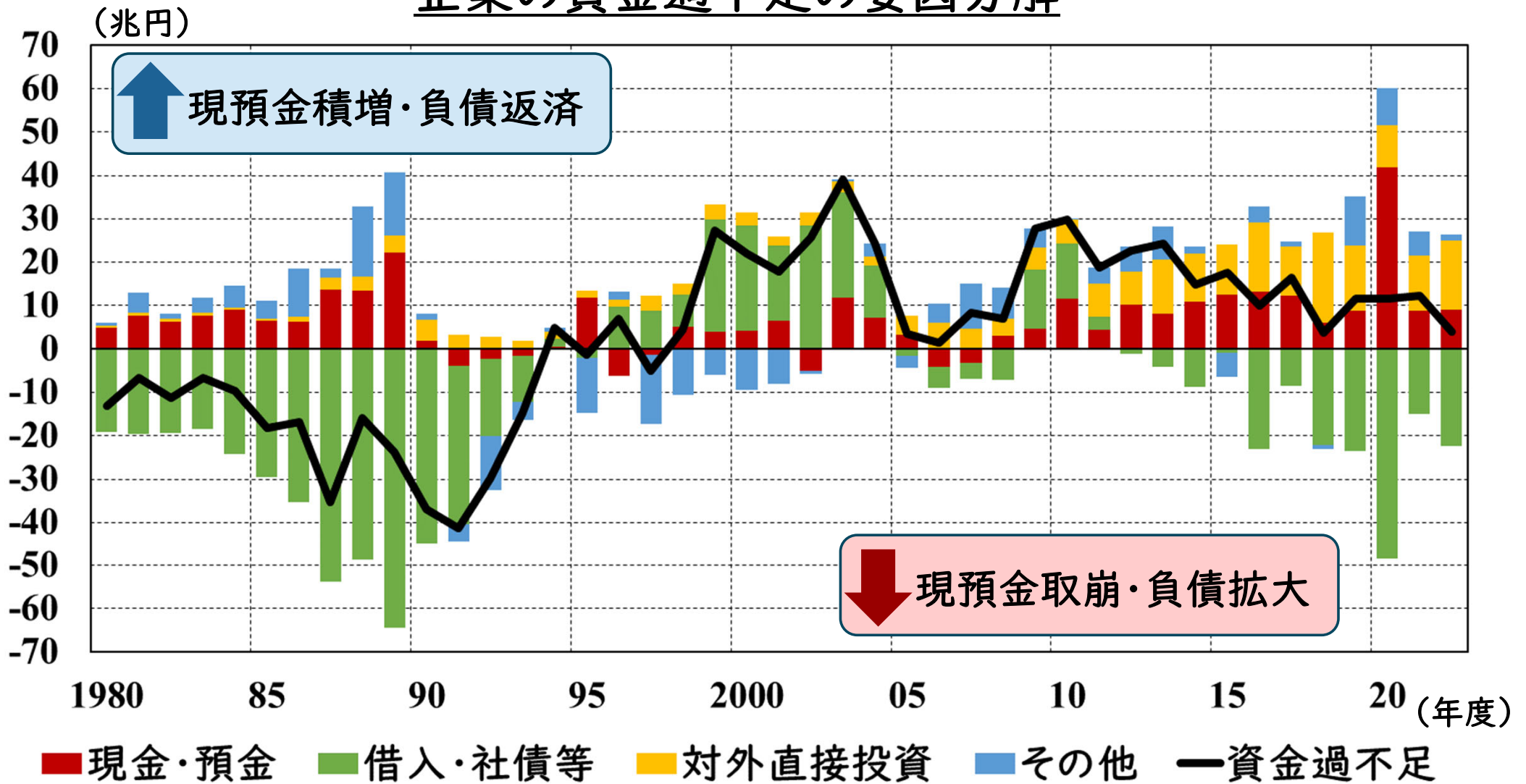
# 企業のB/Sの変化から読み取れる主な内容

---

1. 純資産は, 製造業・非製造業, 企業規模を問わず増加.
2. 企業の現預金保有は, 非製造業での増加幅が大きく, 中小企業の非製造業の増加が目立つ.
3. 企業の現預金保有は増加傾向にあるが, 特に, コロナショック後の増加幅が大きい.
4. 金融機関借入金・社債は, コロナショック後に急拡大しており, 特に非製造業での増加が目立つ.
5. 投資有価証券・その他投資の中には, 純粹持株会社による株式保有が含まれるが, それを除いても大幅増となっている.
6. 投資有価証券・その他投資は, 大企業での増加が目立つ.

# 資金余剰は現預金と対外直投へ

## 企業の資金過不足の要因分解



(備考) 1. 日本銀行「資金循環勘定」

2. 民間非金融法人企業

# 現預金保有の動機

## (1) 取引的動機

- 売上と支払いのミスマッチに伴い必要とする流動性 (Opler et al.(1999))

## (2) 予備的動機

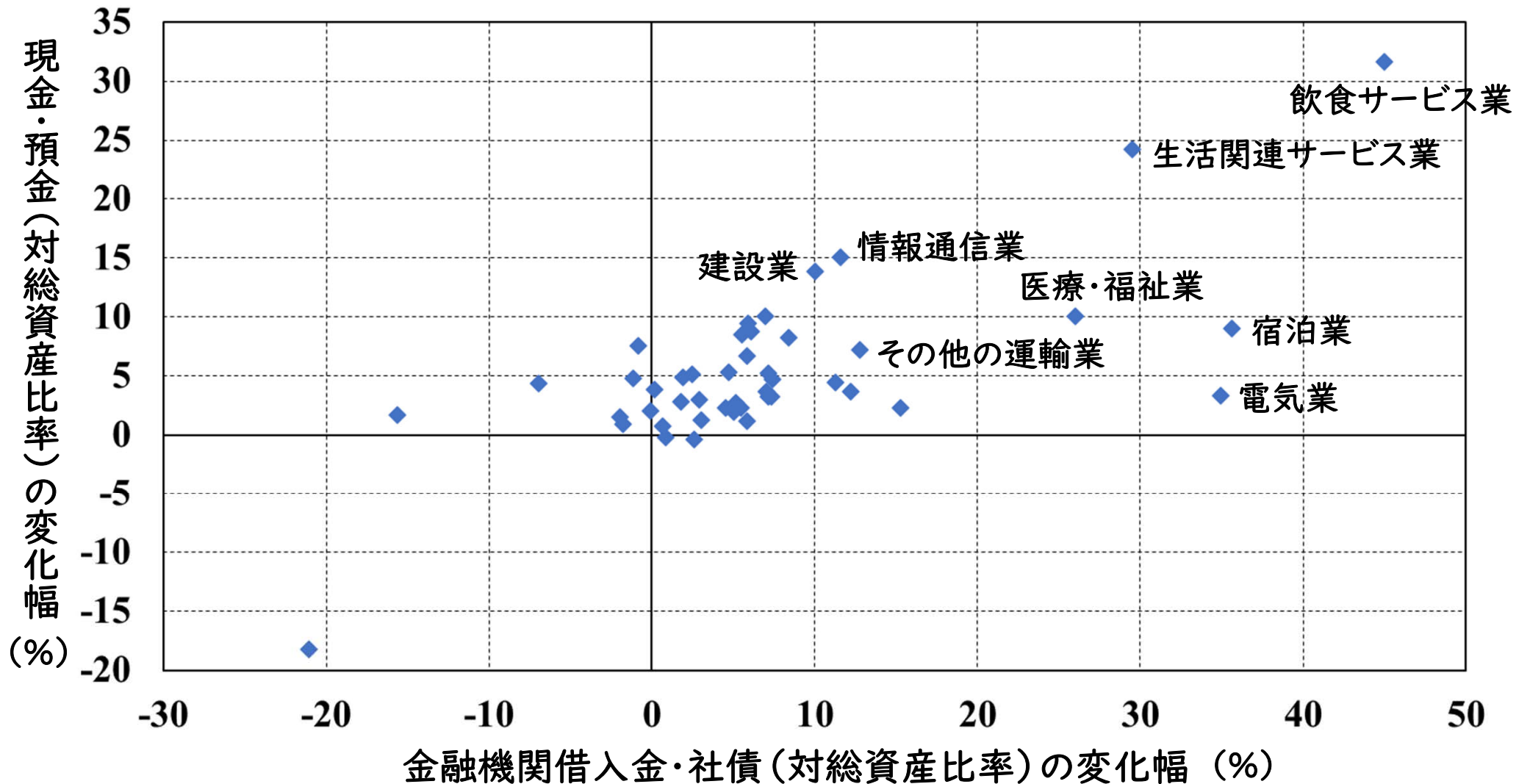
- 将来の予期せぬ流動性ショックへの備え
  - ・資金調達に制約がある企業は現金保有が多い (Acharya et al.(2007))
  - ・バブル崩壊後とリーマン・ショック時の銀行借入困難時に現預金拡大 (品田・安藤(2013))
  - ・売上の変動が大きい企業はコロナ禍に現金保有を拡大 (Honda & Uesugi(2022))
- 将来の予期せぬ投資機会への備え (DeAngelo et al.(2011))
  - ・大企業では新たな投資機会に向けた成長資金として側面もある (福田(2017))
- 研究開発に多額の手元流動性が必要 (He & Wintoki(2016))

## (3) エージェンシー理論に基づく動機

- ⇒ 経営者と所有者の間の情報の非対称性が現預金保有の誘因
- フリーキャッシュフロー仮設: 現預金は経営者の浪費につながる (Jensen(1986))
- ペッキングオーダー仮設 (Myers(1984))

# 借金と現預金がともに増加

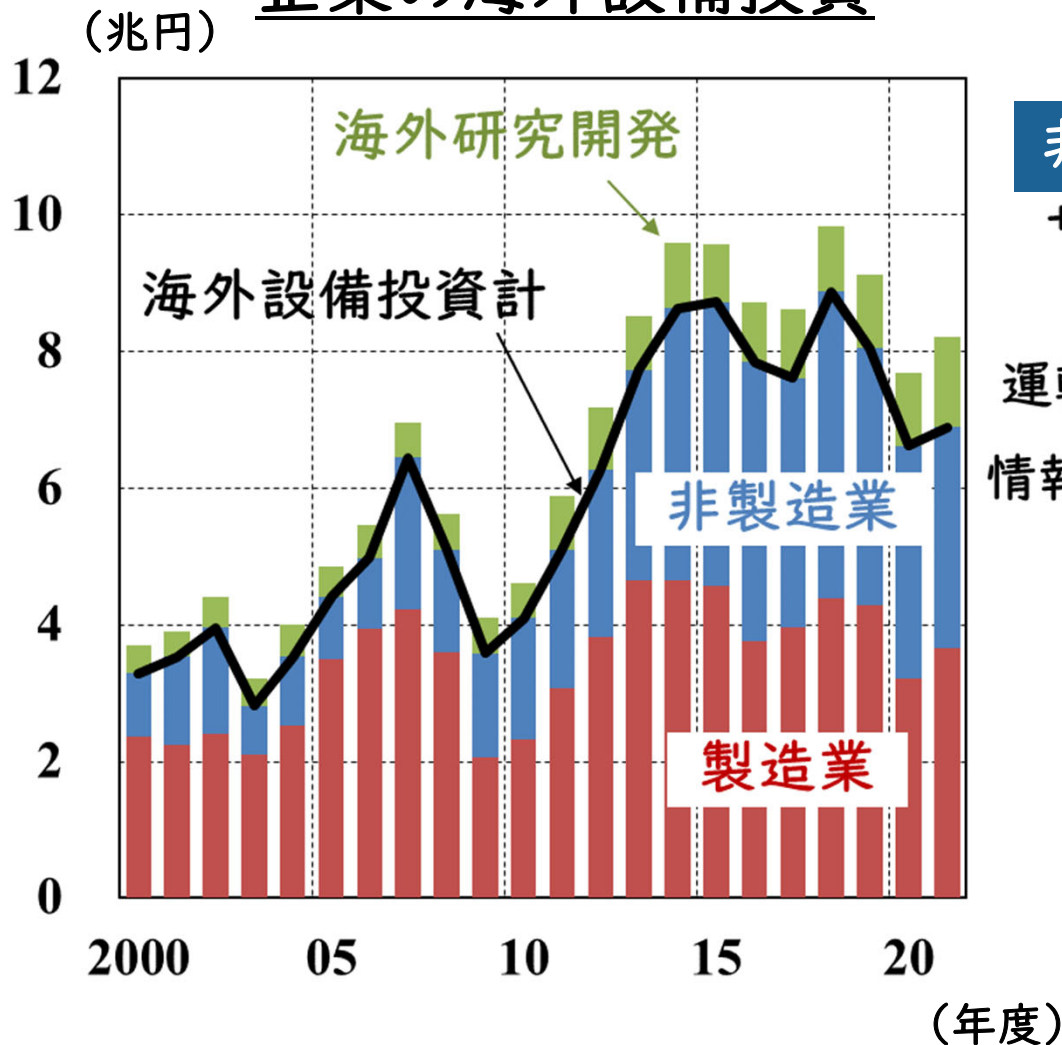
## 45業種の現金・預金と借金の変化幅（2019年度→2022年度）



（備考）1. 財務省「法人企業統計年報」2. 全規模全産業（金融・保険業を除く）

# 国内需要が弱い中、海外に活路を見出す

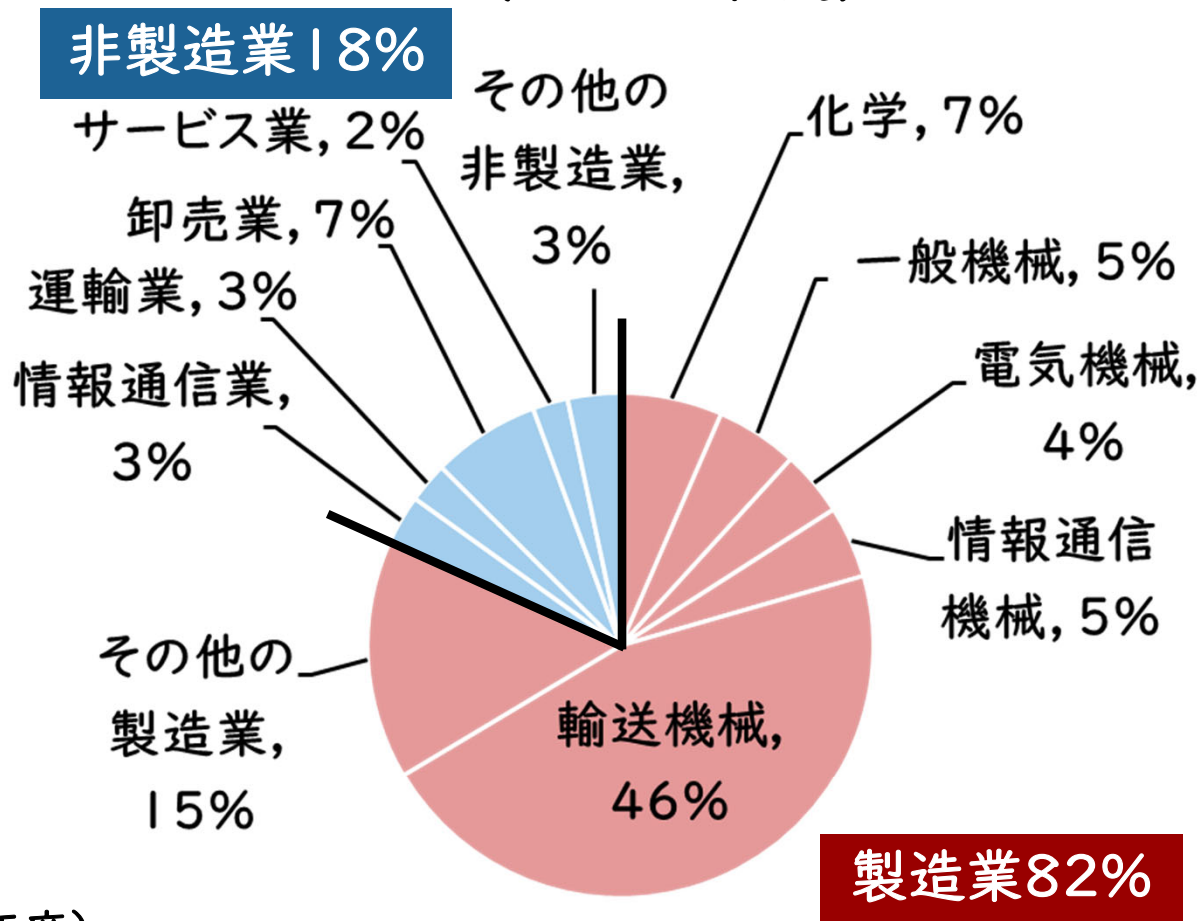
## 企業の海外設備投資



(備考) 1. 経済産業省「海外事業活動基本調査」  
2. 製造業・非製造業の分類は現地法人の業種

## 海外設備投資の業種別構成比

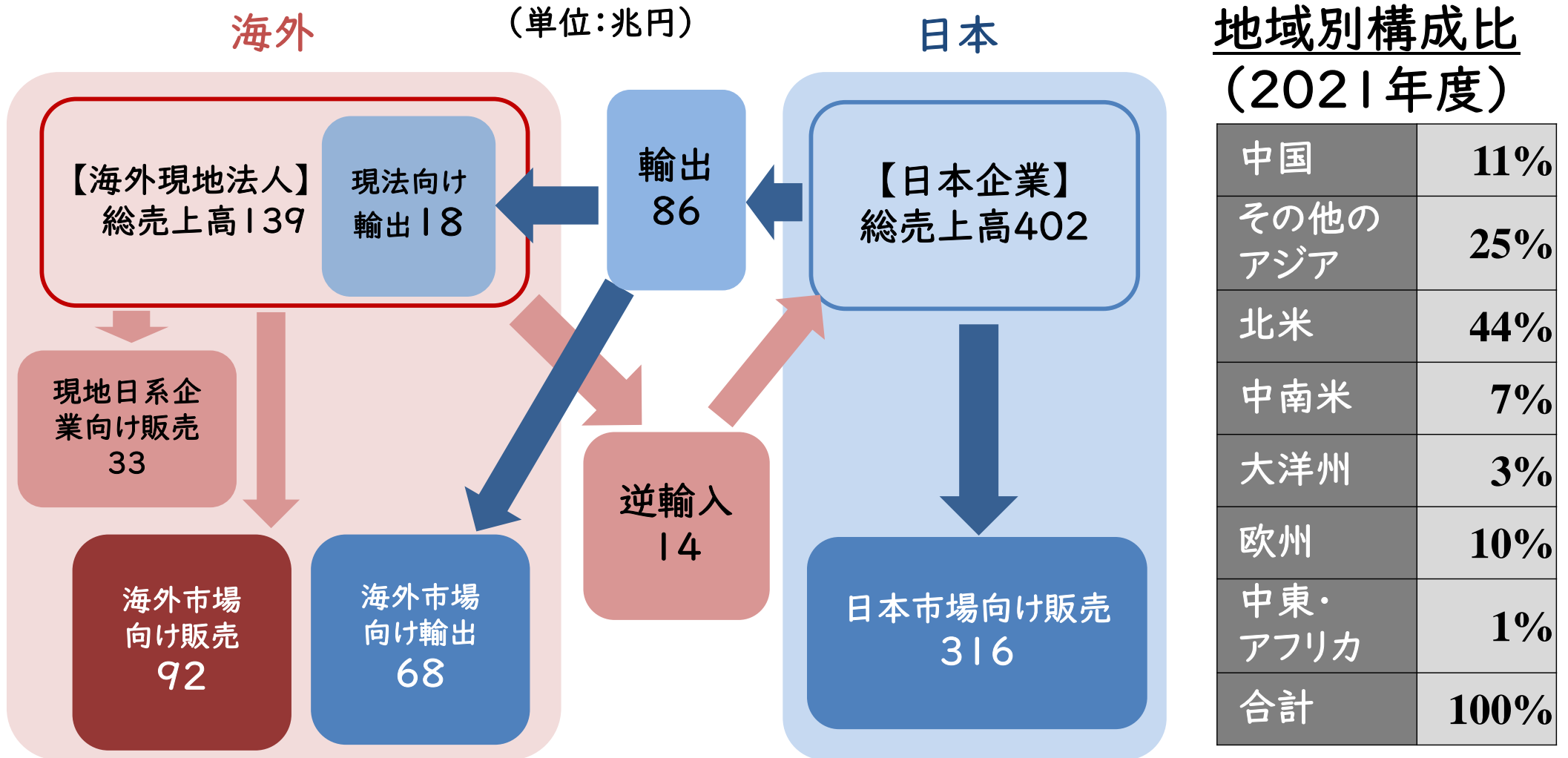
(2021年度)



(備考) 1. 経済産業省「海外事業活動基本調査」  
2. 国内親会社の業種分類

# 製造業の海外展開のイメージ

## 製造業の海外売上高と輸出（イメージ図, 2021年度） 海外設備投資の地域別構成比（2021年度）

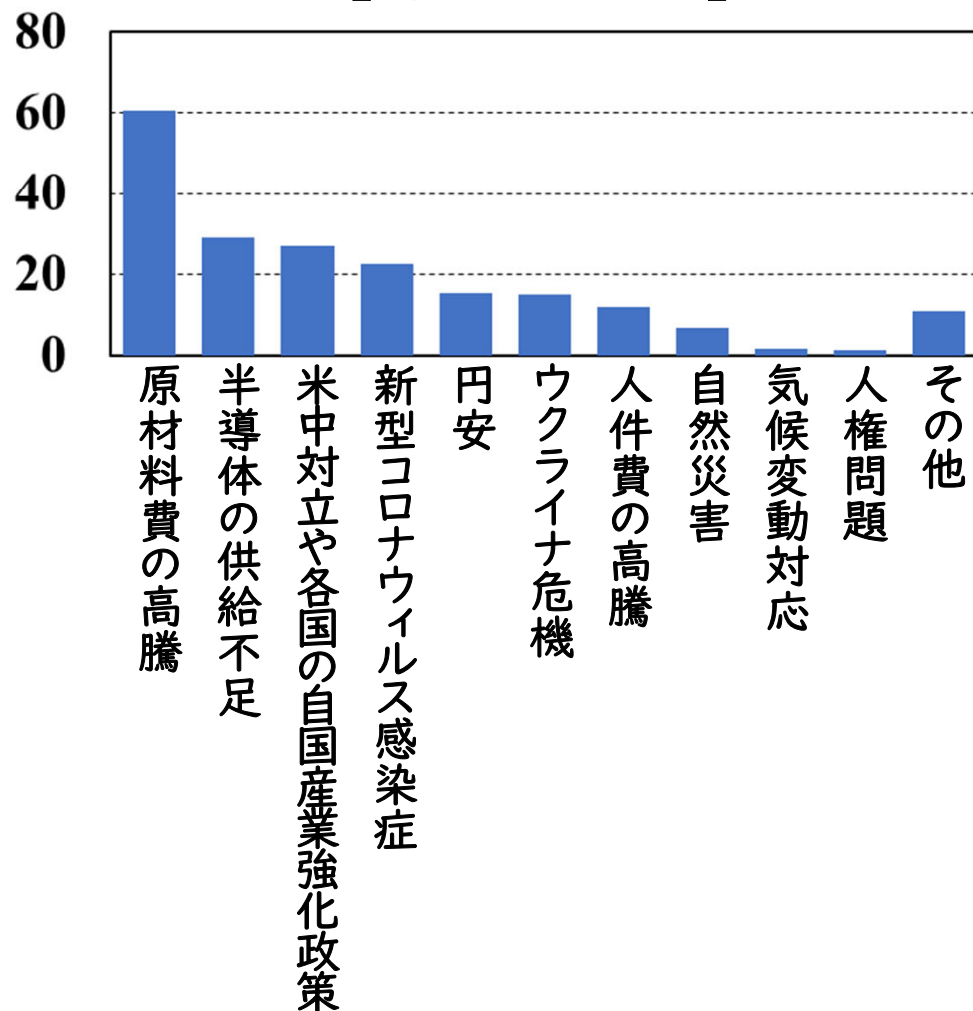


（備考）財務省「法人企業統計」「貿易統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」のデータを用いて作成。異なる統計の組み合わせで作成しているため、厳密には整合性を欠く面がある。

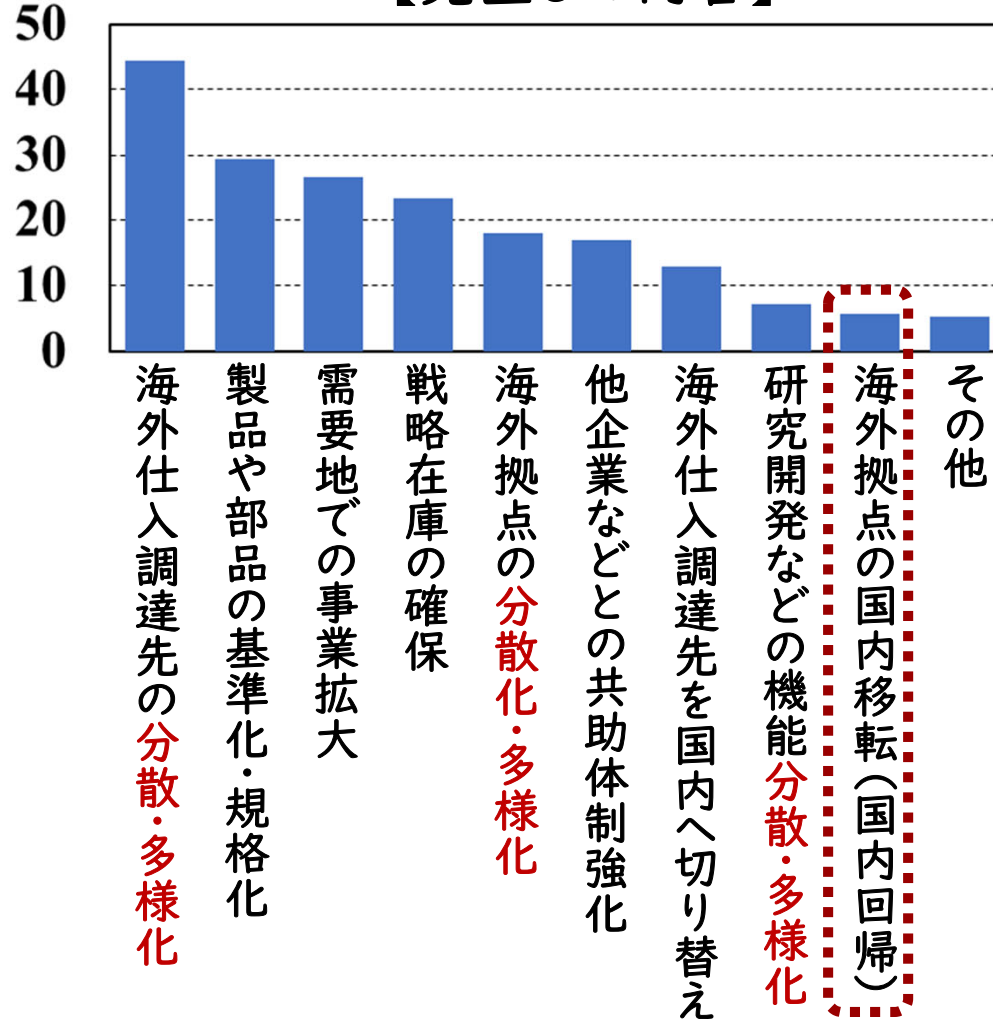
# GVC見直しは国内回帰にはあまりつながらず

## グローバル・サプライチェーンについての企業アンケート

(回答企業の割合, %) 【見直しの理由】



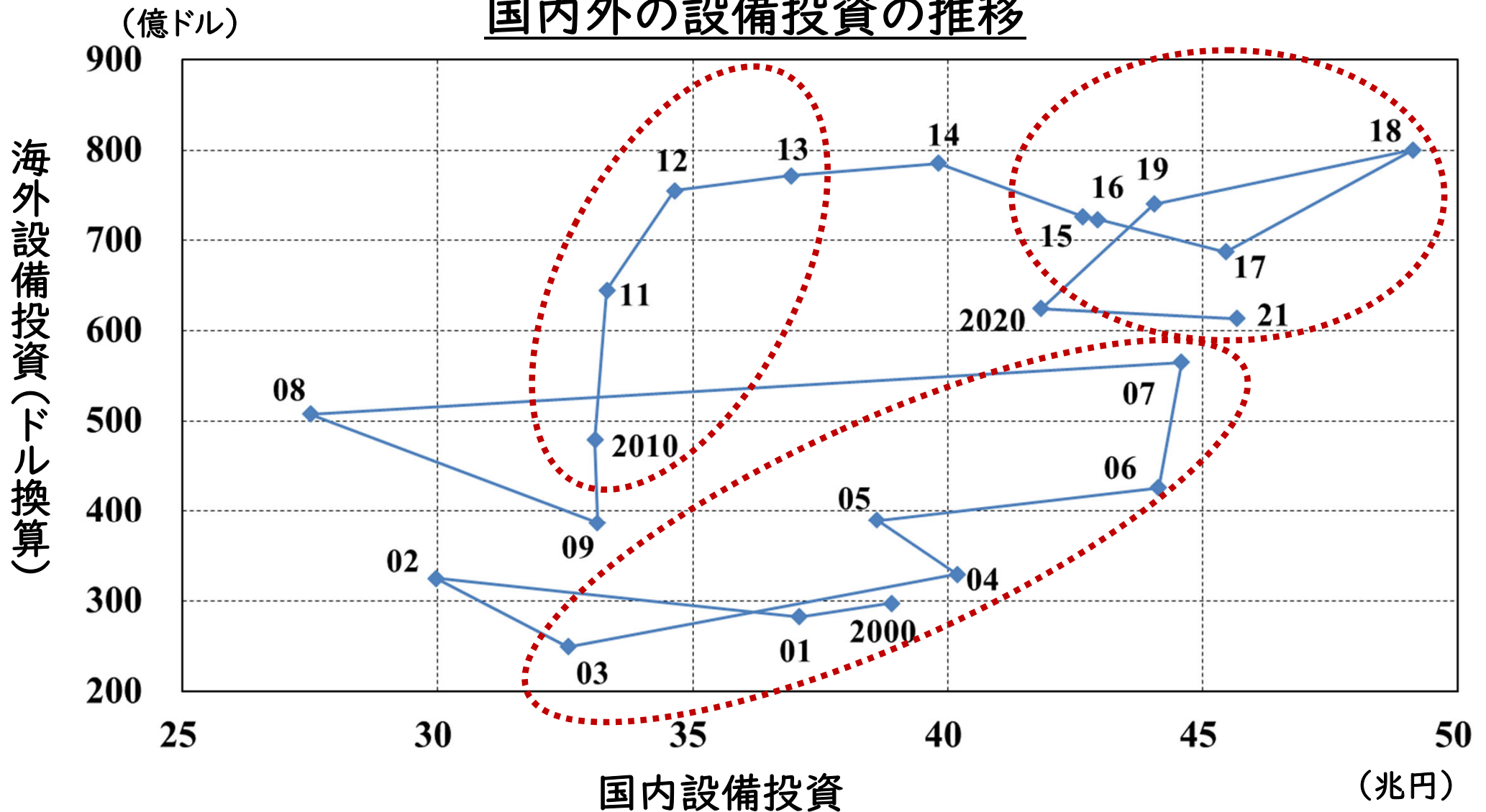
(回答企業の割合, %) 【見直しの内容】



(備考) 1. 日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」(2023年6月23日), 2. 最大3つの複数回答

# 海外設備投資一辺倒から変化の動き

## 国内外の設備投資の推移



(備考) 1. 財務省「法人企業統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」

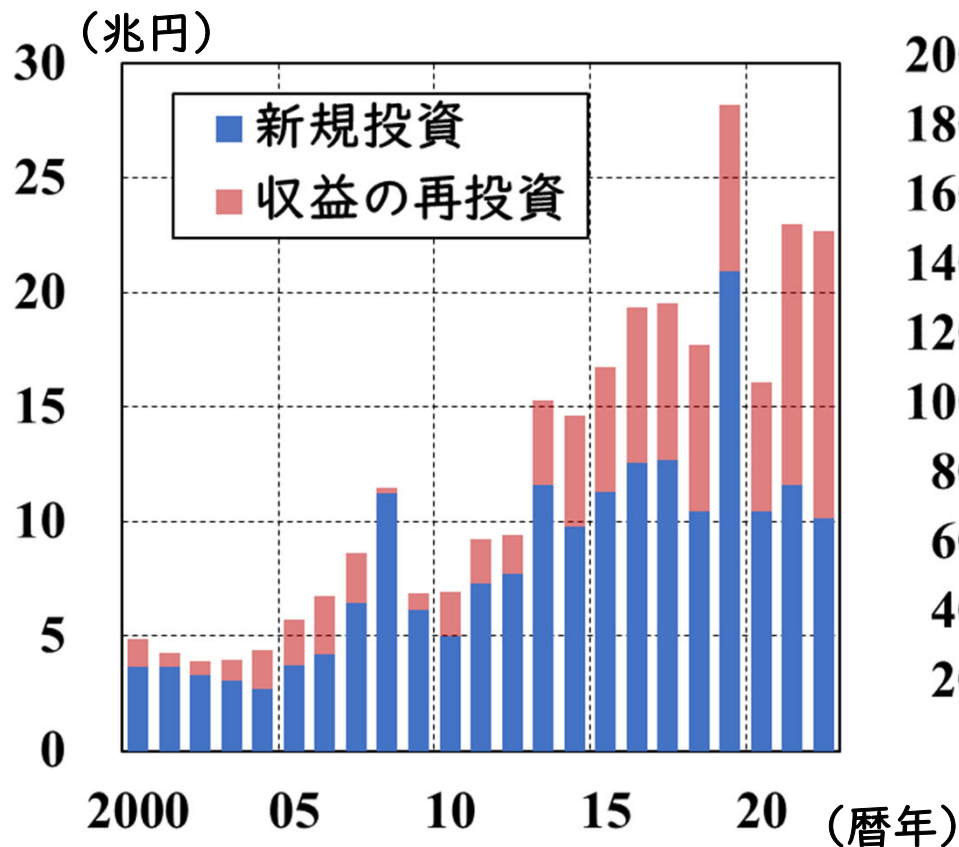
2. 図内の数字は年度



# 対外直投の収益が対外直投の原資に

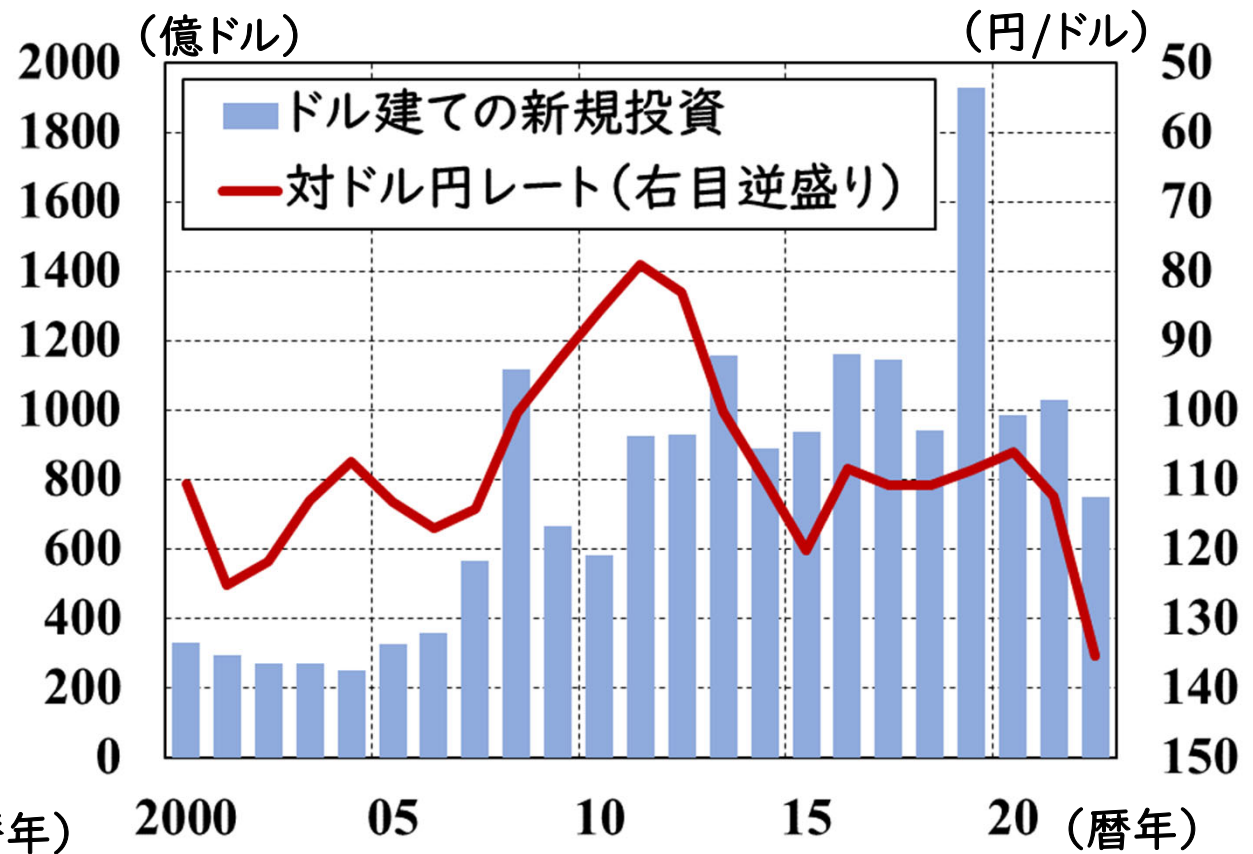
- 円安は新規の対外直接投資の下押し圧力になるが、大規模な直接投資収益が再投資となって全体を支える。

## 対外直接投資の推移



(備考) 財務省・日本銀行「国際収支統計」

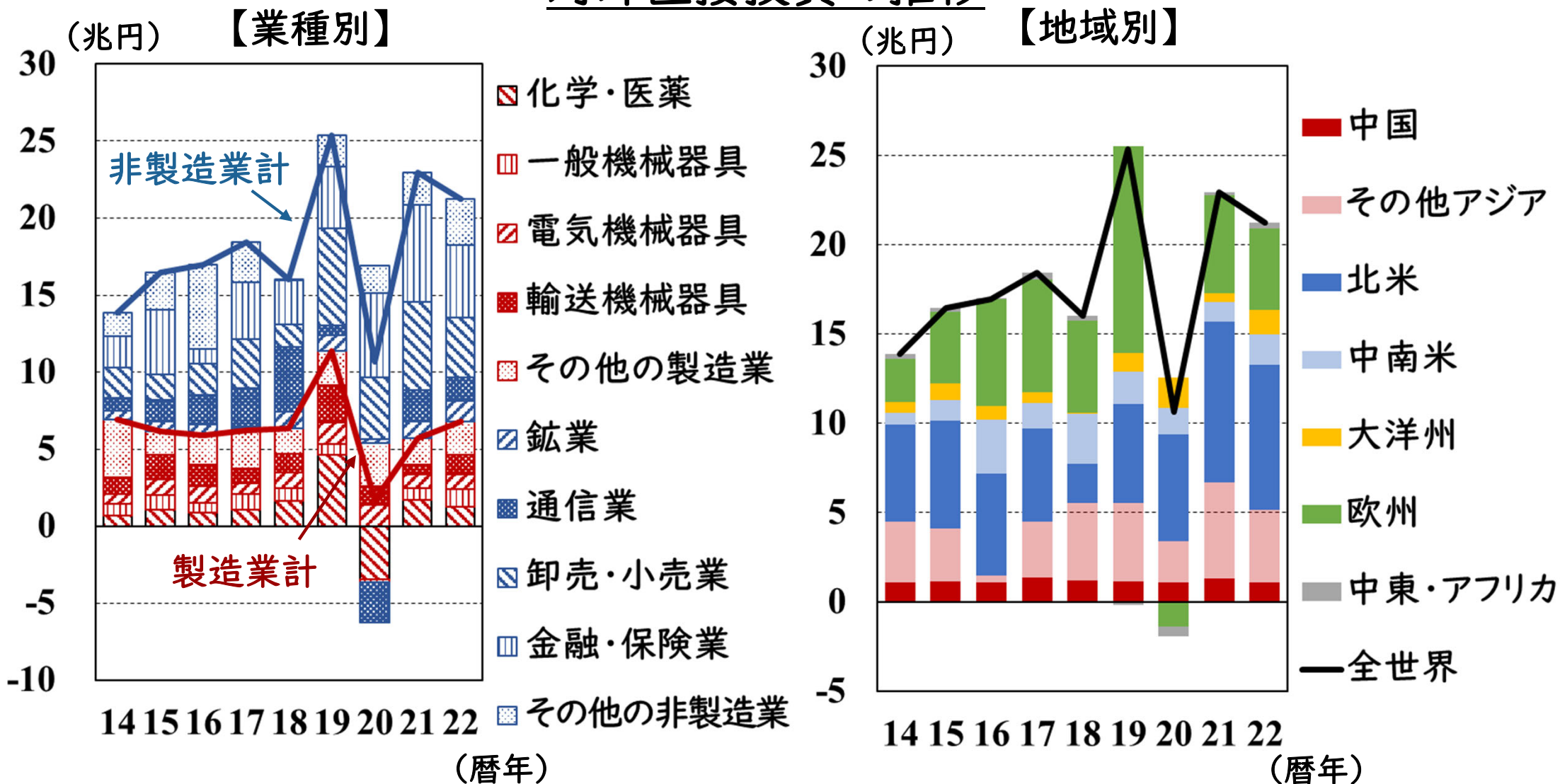
## 新規の対外直接投資(ドル換算)と為替レート



(備考) 財務省・日本銀行「国際収支統計」

# 対外直接投資は業種・地域とも多岐にわたる

## 対外直接投資の推移



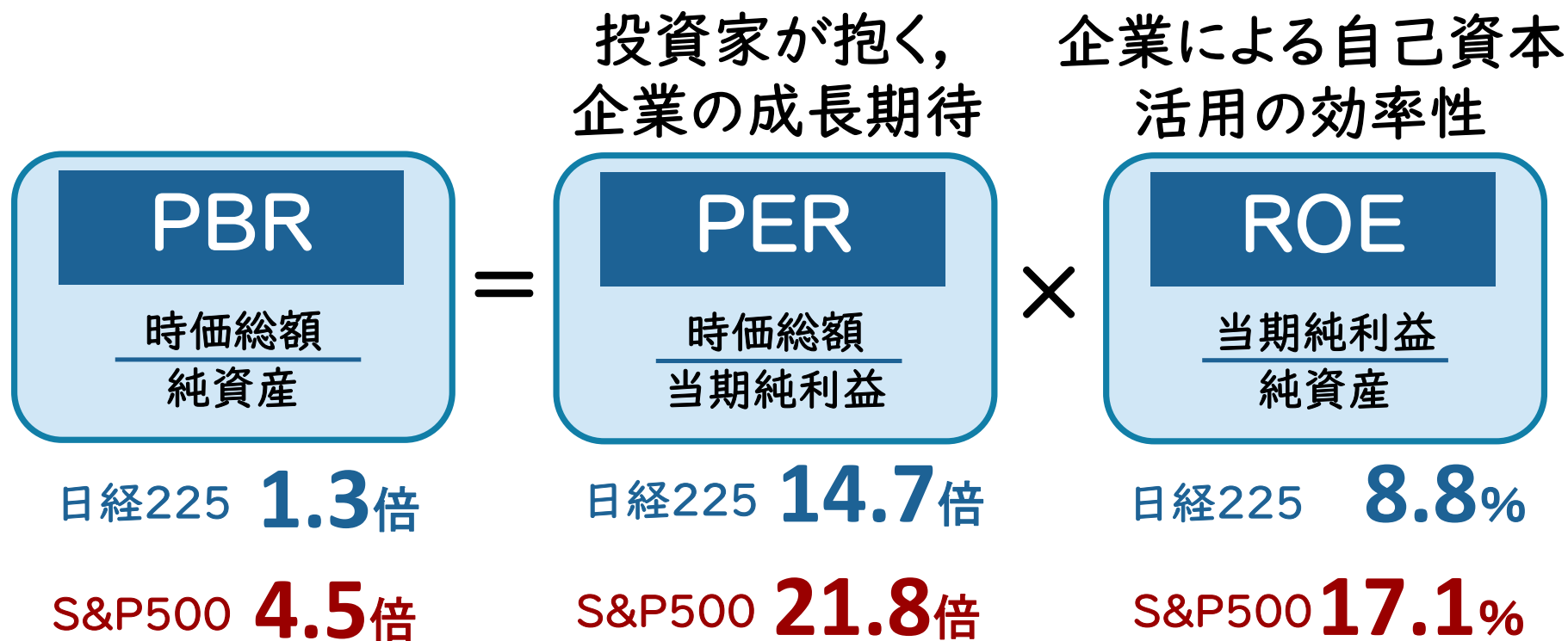
# 海外投資のデータから読み取れる主な内容

1. 国内では、企業への現預金の積み上がりと弱い設備投資という現象が見られるが、海外では、利益を求めリスクに向き合う日本企業の姿も見られる。
2. 近年の円安傾向によって、製造業の国内外投資のバランスが変化している。一方、グローバル・サプライチェーン見直しの主な中身は調達や拠点の分散化であり、国内回帰の大きな流れにはなっていない。
3. 非製造業の海外投資は、鉱物資源の確保・通信・金融など多岐にわたる。グローバル・サプライチェーン見直しの動きは、資源を目的とした海外投資を促す可能性がある。
4. 全体として、海外で稼ぎ、その資金は海外投資へ向かうという流れが定着している。したがって、日本で儲からないと、国内投資は限定的になる可能性が指摘できる。



課題を問い直す

# 日本企業のPBR(株価純資産倍率)はなぜ低いのか？



(備考) 1. 日本経済新聞社, S&P 2. 日米とも2023年末時点  
3. S&P500では, 単純計算では等号は成立しない。

日本企業の利益は増加し, 自己資本が拡充したが,  
企業が自己資本を効率的に活用していないため,  
投資家が抱く「企業の成長期待」は低くとどまる。

# すべてが「コーポレートガバナンス」のせいか？

## コーポレートガバナンスに白羽の矢

- 東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請。
- 消費者の潜在ニーズを掘り起こすようなビジネス展開が不十分。
- 企業価値向上のための、経営資源の適切な配分がなされていない。
- 低生産部門から撤退し、新しい領域の開拓が十分でない。

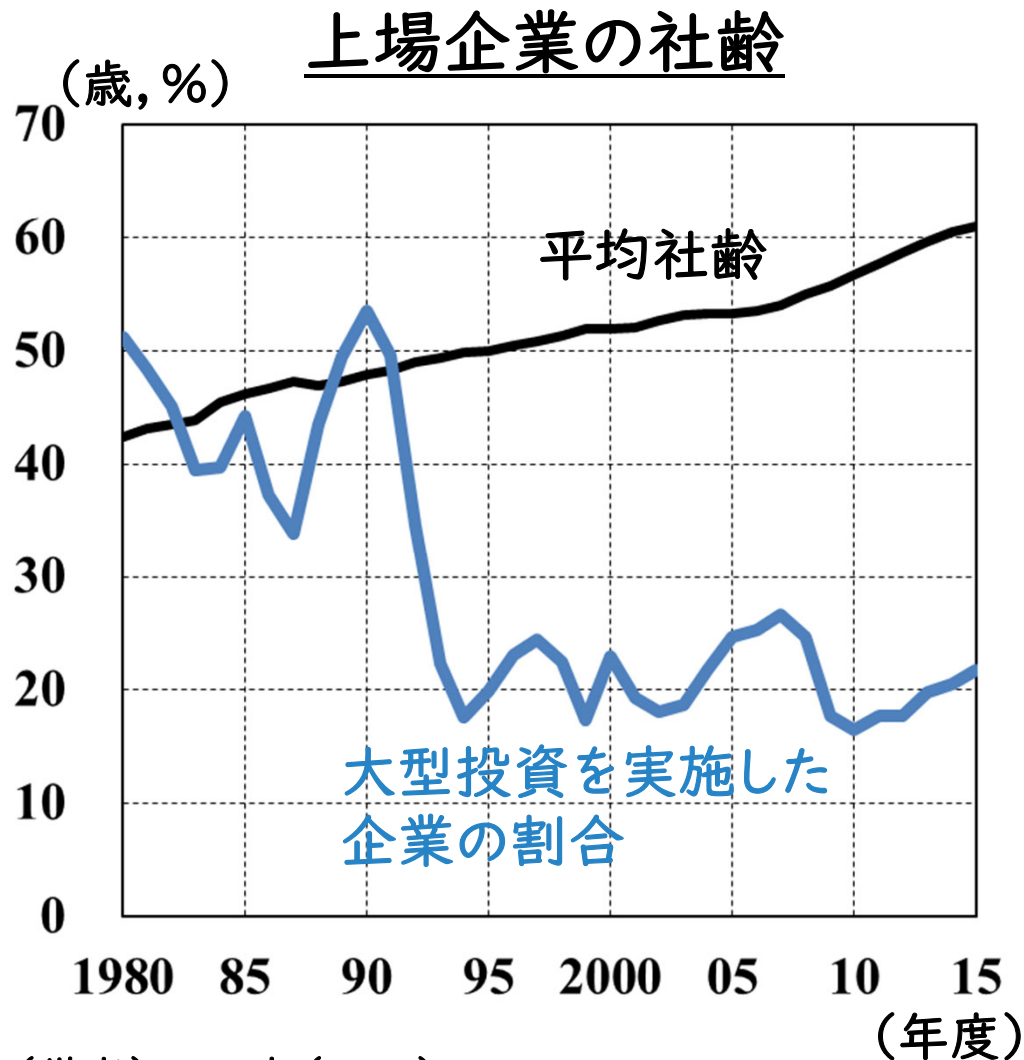
⇒ 企業が自己変革できないのはガバナンスの問題

## 企業側からは違った見方も

- 「良いもの」よりも「安いもの」を求める消費者ニーズに応えてきた。
- 成長期待が低い日本市場よりも、成長期待のある海外で現行ビジネスを横展開する方が合理的。
- 労働市場の流動性が低いため、従業員は雇用維持を求める傾向。
- 雇用維持を優先すると、新領域への展開は内部人材のスキルの範囲内に限られる。

⇒ 企業の自己変革を妨げる経済社会環境があった

# 老いていく日本企業



(備考) 1. 田中 (2019)

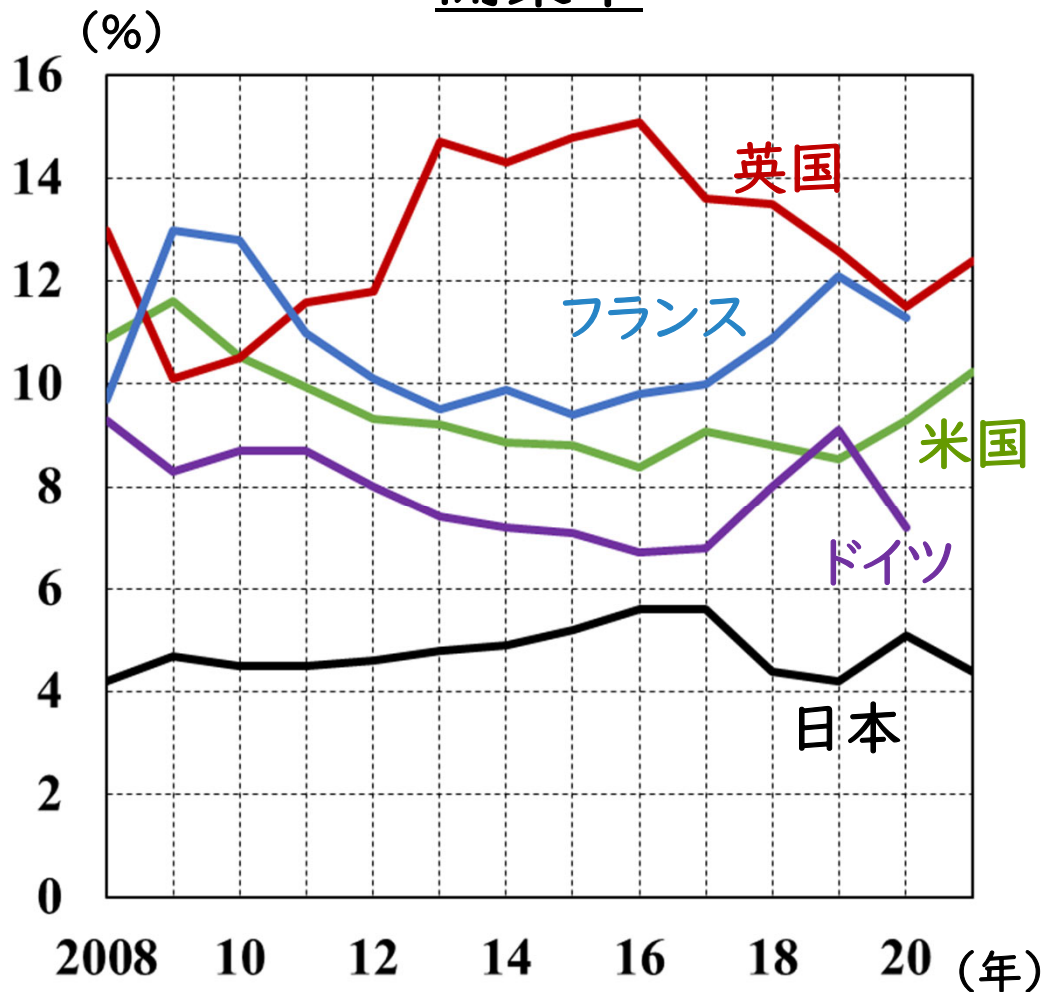
2. 対象は東証・大証・名証の1部2部上場企業

3. 大型投資とは、各企業の資本ストックの20%超の設備投資

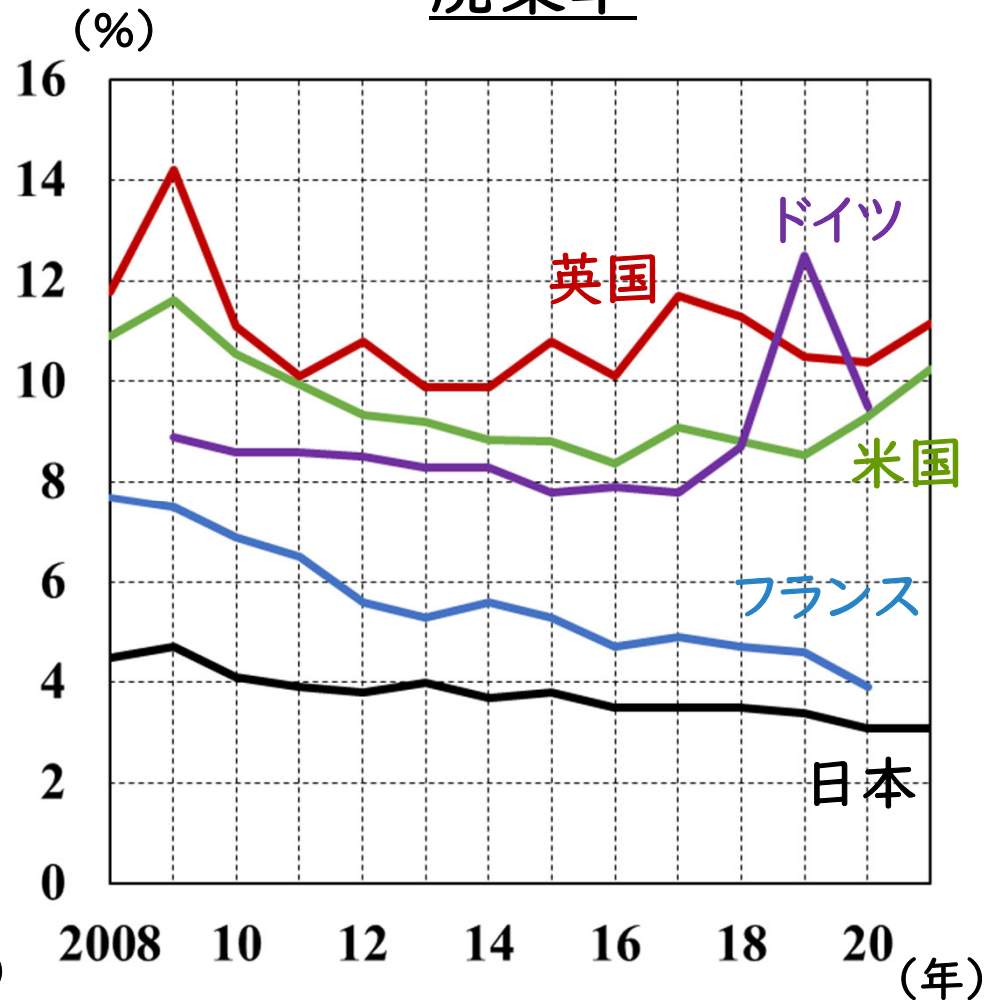
- 社齢が高まると企業の成長が低下 (Evans(1987)).
- 経営者や従業員の高齢化が設備投資を抑制 (梅田他 (2017)).
- 古い企業は仕事がルーティン化し、組織の硬直化によって組織自体が不活性化、外部環境の変化に対応できなくなる (Barron et al.(1994)).
- 勤続年数の長い従業員は適応力が低くなり、生産性上昇の機会を認識できなくなる (Le Mens et al.(2014)).
- 社齢が上がると研究開発が近い領域でしか行われなくなる (Yamaguchi et al.(2022)).

# 設備投資の弱さは既存企業だけの問題か？

## 開業率



## 廃業率

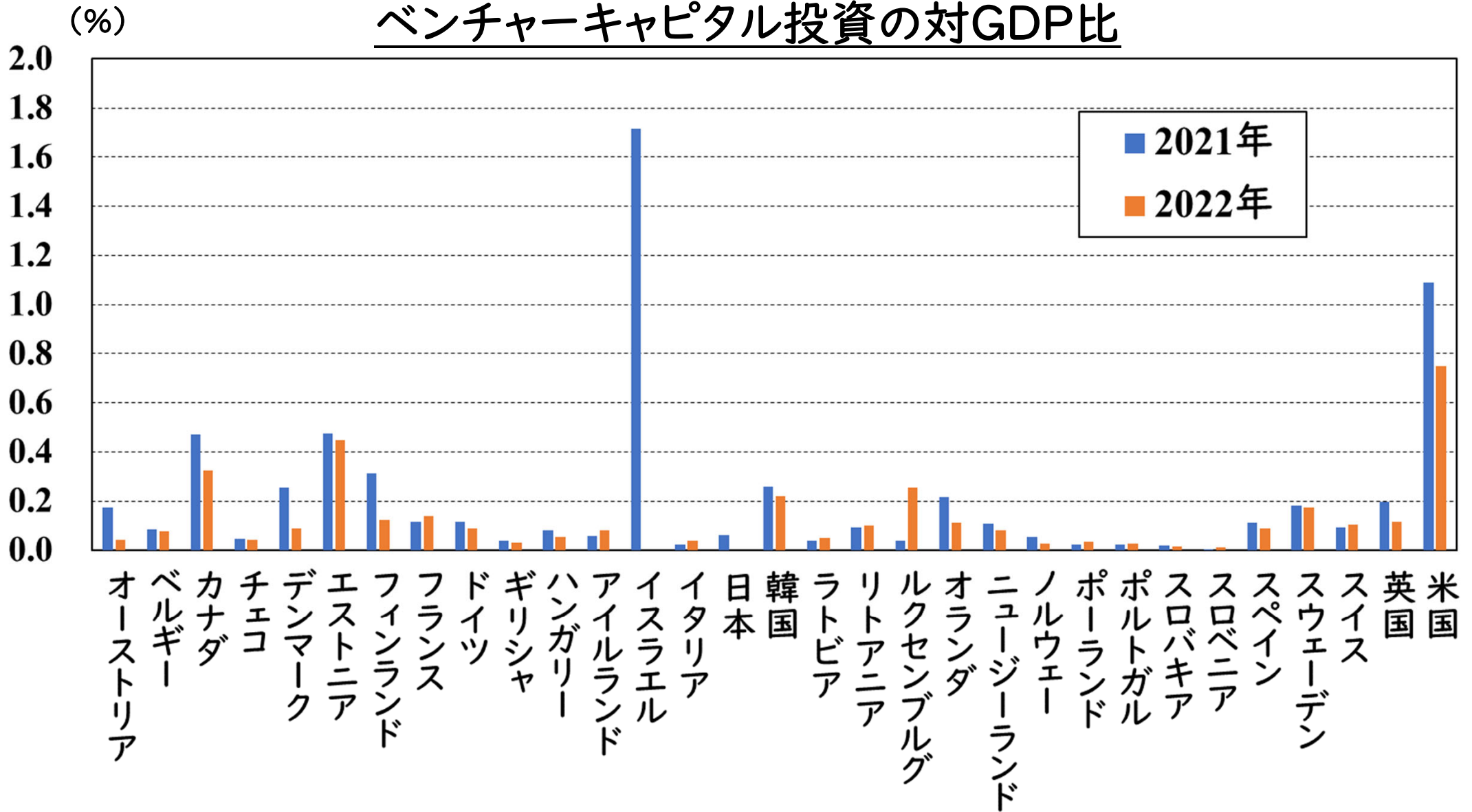


(備考) 日本:中小企業庁, 米国:センサス局 “The Business Dynamics Statistics”,  
英国:統計局 “Business Demography” ドイツ・フランス:eurostat



# ベンチャー投資も弱い

## ベンチャーキャピタル投資の対GDP比



(備考) OECD

# 新陳代謝の悪い日本経済

日本企業の特徴  
新陳代謝が悪い

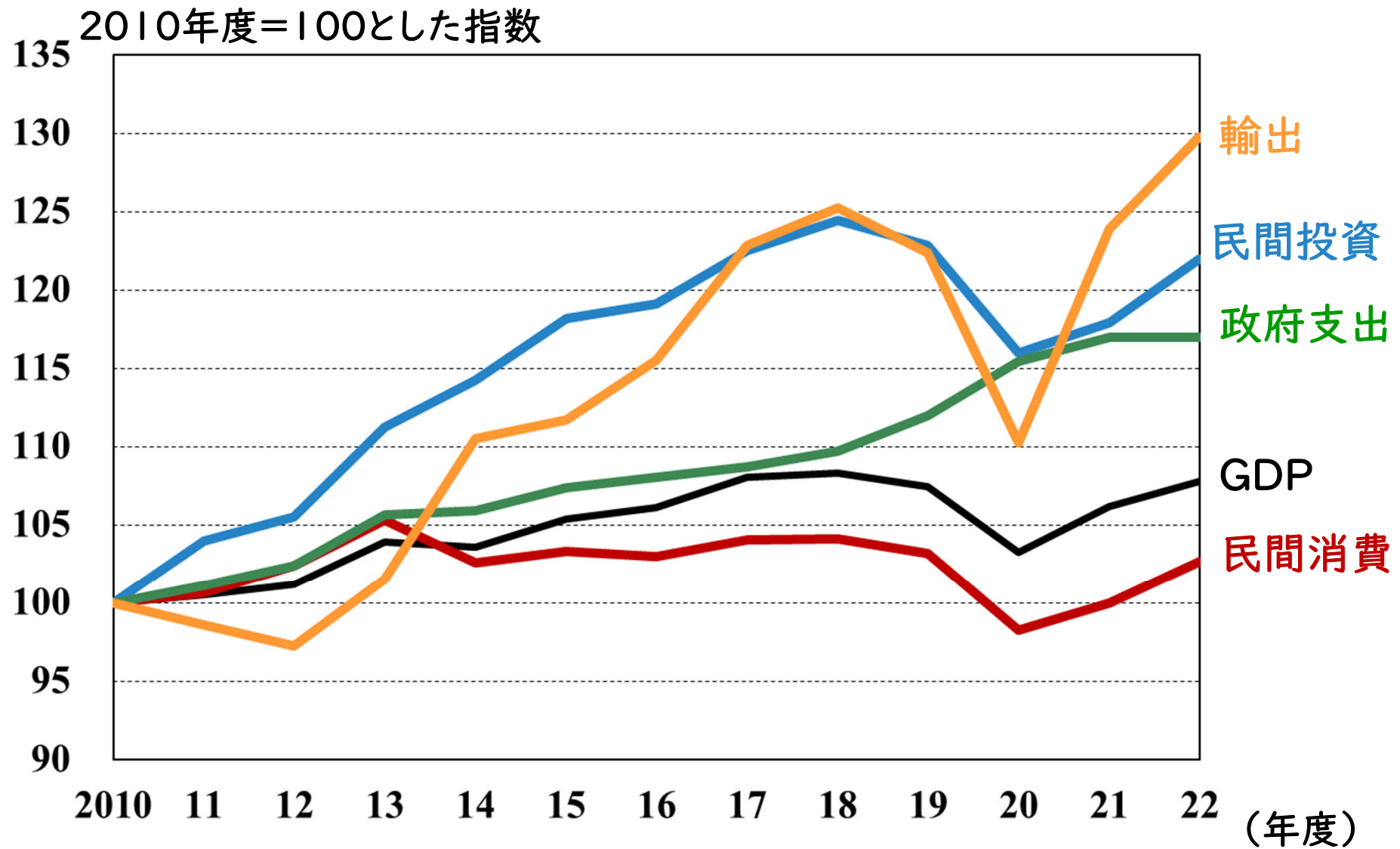
企業の顔ぶれが変わらない  
開業率・廃業率が低い  
自己資本が有効活用されていない

旧態依然とした企業・産業に労働・資本が張り付いて、  
新しい将来性のある産業が生まれていない

低生産部門に張り付いた労働と資本が、  
生産性の高い分野へ移動できていない

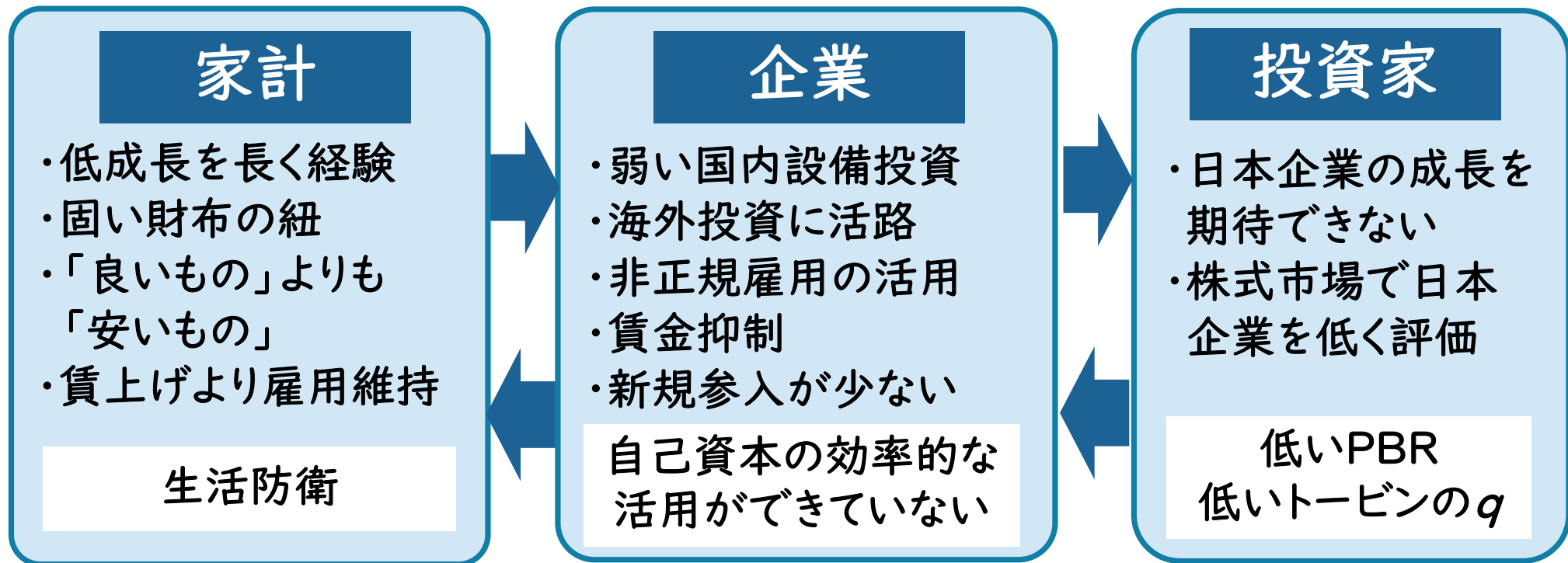
- 労働や資本が成長分野へ円滑に動けば、成長分野を広げることが可能。
- しかし、これまで日本では、企業は雇用維持という社会的要請に応え、政策面でも「雇用を守る」ことに軸足が置かれてきた。  
(参考) スウェーデンの積極的労働政策

# 2010年代以降の消費の弱さ



(備考) 内閣府「国民経済計算」

# 日本企業が陥った悪循環(仮説)



- 弱い家計消費に対応し、企業は国内投資を抑制。自己資本の活用が非効率に。
- 投資家は、企業の成長を期待できず、株式市場で低く評価。
- 企業は、株式市場での評価(トービンの $q$ )を受け止め、国内投資に消極的に。

「成長期待の低下」に伴い自己実現的に  
「低成長」に陥る悪循環に陥ってしまったのでは

# 日本企業の問題点

旧態依然とした企業・産業に経営資源が張り付く  
新陳代謝が悪く、テクノロジーの変化や需要シフトに対応できない



近年、企業を取り巻く環境は大きく変化しようとしている

テクノロジーの変化（デジタル化, AIの進化など）、  
脱炭素化, 経済安全保障（サプライチェーン強靱化） など

⇒ これらの環境変化が、企業行動へ変化を促してはいるが、  
変化のスピードは欧米諸国に比べ遅い

- 低生産部門に張り付いた経営資源が、新しい成長分野を求めて、企業内で新領域へ、あるいは企業外へ動き出すことが重要。

# 好循環のために今できることは、例えば・・・

企業はこれまで制約条件の下で、利潤最大化行動をとってきたように見える。その制約条件を緩和することが求められる

## (1) 変化に対応できる柔軟な労働市場

- テクノロジーや環境変化に対応したスキル習得の後押し
- 多様な働き方が可能な制度改革（年収の壁, 3号被保険者制度）
- 労働移動の制約となっている制度の見直し  
（退職金税制, 厚生年金基金のポータビリティなど）

## (2) テクノロジーの変化に対応した社会構造改革

- 行政DX（デジタル・トランスフォーメーション）の推進
- 次世代へ向けた研究開発支援, 中小企業へのDX支援 など

## (3) 将来課題解決のための道筋の提示

- GX（グリーン・トランスフォーメーション）で海外に遅れ。明確な道筋が見えれば、新たなビジネスチャンスになる

# 参考文献

- 梅田政徳・川本琢磨・酒巻哲朗・堀雅博(2017)「企業内部の高齢化が設備投資に与える影響」『経済分析』196号
- 品田直樹・安藤浩一(2013)「日本企業の現預金保有の推移とその要因」『証券アナリスト ジャーナル』6
- 田中賢治(2019)「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」『経済分析』200号
- 福田慎一(2017)「企業の資金余剰と現預金の保有行動」『フィナンシャル・レビュー』132号
- 本間正明・跡田直澄・林文夫・秦邦昭(1984)「設備投資と企業税制」, 経済企画庁経済研究所『研究シリーズ』第41号
- Acharya, V.V., Almeida, H., and Campello, M. (2007), “Is cash negative debt?: A hedging perspective on corporate financial policies,” *Journal of Financial Intermediation* 16.
- Barron, D. N., E. West and M. T. Hannan (1994), “A Time to Grow and a Time to Die: Growth and Mortality of Credit Unions in New York City, 1914-1990,” *American Journal of Sociology*, 100 (2).
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Whited, T. M. (2011), “Capital structure dynamics and transitory debt,” *Journal of Financial Economics* 99(2).
- Evans D.S. (1987), “Tests of Alternative Theories of Firm Growth,” *Journal of Political Economy* 95 (4).
- Hayashi, F., and Inoue, T. (1991), “The Relation Between Firm Growth and Q with Multiple Capital Goods: Theory and Evidence from Panel Data on Japanese Firms,” *Econometrica*, Vol.59(3).
- He, Z., and Wintoki, M. B.(2016), “The cost of innovation: R&D and high cash holdings in US firms,” *Journal of Corporate Finance* 41.
- Honda, T., and Uesugi, I. (2022), “COVID-19 and Precautionary Corporate Cash Holdings: Evidence from Japan,” *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics* 10.
- Le Mens, G., Hannan, M. T., and Pólos, L. (2014), “Organizational obsolescence, drifting tastes, and age dependence in organizational life chances,” *Organization Science*, 26(2).
- Ogawa, K., Kitasaka, S., Watanabe, T., Maruyama, T., Yamaoka H., and Y. Iwata (2000), “Asset Markets and Business Fluctuations in Japan,” *The Economic Analysis* (‘KeizaiBunseki’), No.36.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. (1999), “The determinants and implications of corporate cash holdings,” *Journal of Financial Economics* 52(1).
- Jensen, M. C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,” *American Economic Review* 76(2).
- Myers, S. C. (1984), “The capital structure puzzle,” *Journal of Finance* 39(3).
- Yamaguchi, S., Nitta, R., Hara, Y. and Shimizu H. (2022), “Firm Age, Proximity to the Past R&D, and Innovation.”