

2014年6月23日  
No.2014-013

## 数字を追う ～「失われた20年」で変わった企業の投資行動と再変化の可能性

投資刺激の Plan-Do-Check-Act サイクルで欠かせない地道な実情評価(Check)

調査部 主席研究員 吉本澄司

### 《要 点》

- ◆ 企業の貯蓄投資差額は、バブル崩壊前には投資超過が「普通の姿」であったが、バブル崩壊後は、設備投資の増加局面でも貯蓄超過が続くようになった。この変化は、取るべきリスクを取らなくなった消極的な企業行動の結果とみられがちであるが、実際には、設備稼働後の需要動向の不確実性や、投資失敗時の経営へのダメージの重さ、金融・資本市場の状況など様々な要因によって左右されている。
- ◆ 企業行動を取り巻く環境にはまだ不確定要素も根強いが、「安全重視」の投資行動を取ることが適切な経営判断であった投資環境に、変化が見え始めている。外部資金調達に関しては、貸出市場、株式発行市場ともに改善しており、投資の活発度を抑える要因にはなりにくくなっている。万一の場合の撤退コストに関しても、地価は、全国平均では下げ止まっていないが、大都市では、商業地が強含みとなっているほか、工業地も、全国平均に比べると、下げ止まりの動きがみられ、用地の売却や流動化による一定の安全弁効果を見込みやすくなっている。
- ◆ 問題は、需要面での環境改善のハードルである。かつては、輸出が頼りになる存在の需要であったが、世界経済に波乱がたびたび起きるようになったことや、波が大きい新興国の比重が世界経済や世界貿易において高まったこと、わが国企業と海外企業との市場競争の激化などの影響から、輸出の動向は以前より不安定となった。
- ◆ そこで、規制見直しや税制改革など、事業環境を制度面から整備することによる投資刺激策が改めて重視されている。この面の検証を含め、成果目標のレビューによるPDCAサイクルの実施が盛り込まれていることは好ましい。他方、企業家精神の果たす役割が重要であることが強調されている点はその反面、目標からの乖離要因を単に企業の姿勢に帰結させ過ぎれば、施策の適切な修正をはかれなくなるおそれがある。本格的な回復に必要な不可欠な要素である企業家精神の発揮を鼓舞しつつも、地道な実情評価に基づいたPDCAサイクルの実施が重要である。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・吉本澄司宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-5327

Mail: yoshimoto.kiyoshi@jri.co.jp

## 1. デフレ脱却が進む中、焦点は持続的な経済成長の鍵を握る設備投資へ

デフレ脱却と持続的な経済成長の実現を目指す政策運営が進められる中で、経済・金融指標には、スピードや強弱の違いはあれ、目標に掲げられた方向や政策への反応・政策との整合性という点において、おおむね矛盾しない方向に動いたものが目立っている。当初は、期待の変化によって価格形成が左右されやすい資産価格（株価、円レートなど）が先行して大きく動き、景況感改善にも寄与した面があったため、逆に期待の移ろいやすさへの懸念が指摘されたが、その後、資産価格の動きが鈍る一方、資産価格以外の指標が、ほぼ政策に沿った方向に動いている様子が明らかになってきた。

このうちデフレ脱却に関しては、エネルギー価格の上昇などを受けて消費者物価が2013年6月以降前年比プラスを続けているほか（2014年4月は「生鮮食品を除く総合」で3.2%）、人件費面から財・サービス価格を抑えることを可能にしていた雇用・賃金情勢にも変化がみられる。統計数字上、デフレが過去のものになってきているだけでなく、心理面でも、先行きの物価動向に関する見方に変化が生じてきている。ただし、物価変動の背景や要因を併せて考えれば、デフレ脱却は、生産コスト（人件費、原燃料費）主因の物価上昇圧力を通じてではなく、持続的な経済成長下での財・サービス市場における価格形成の中で定着していくのが望ましい。その意味からも、今後は中長期的な経済成長の動向がより重要となる。

足元の経済成長の動向をみると、2013年度の実質経済成長率<sup>1</sup>は2.3%となり、2011年度（0.3%）、2012年度（0.7%）に比べて加速した。2013年度は、公共投資が実質で前年度比15.1%増となったほか、消費税率引き上げ前の駆け込み需要があった住宅投資（同9.5%）、個人消費（同2.6%）は、2000年代以降では最も高い伸び率となり、成長に寄与した。一方、設備投資も下期に増勢を強めたが、年度平均では2.6%であった。

中長期的な動向という点では、公共投資や駆け込み需要では、短期的な押し上げ効果は生じても、持続的な成長の実現にはつながらない。一過性の減税でも同様である。他方、企業が将来の業容拡大に資する可能性がある投資対象（成長分野）を見つけ出し、実際にその投資が実を結んで十分な収益や雇用を生むという連鎖が実現すれば、その積み重ねによって中長期的な成長力が底上げされていく。

ただし、投資にはリスクが付き物である。わが国では、バブル崩壊後、経済活動が以前のような力強さを欠く状況が長引いたことに対して、多様な問題提起が行われてきたが、その中の一つとして、企業が「守りの姿勢」を強めて投資に慎重になっているという見方が示されてきた。政策においても、例えば昨年（2013年）6月の『日本再興戦略』では、「失われた20年」の間に、企業経営者が将来への希望を持てなくなり、新たな成長分野でリスクを負うことができなくなった結果、内部留保が有効活用されないようになったという認識が示され、今年の改訂（案）においても基本的に踏襲されている。

---

<sup>1</sup> 2014年6月9日公表の2014年1-3月期・2次速報値による。

本稿では、経営環境の不確実性や不安定度、「守りの姿勢」の象徴として取り上げられる内部留保などの動向と絡めながら、企業の投資行動について概観する。

## 2. 投資と貯蓄を巡る企業行動の概念化

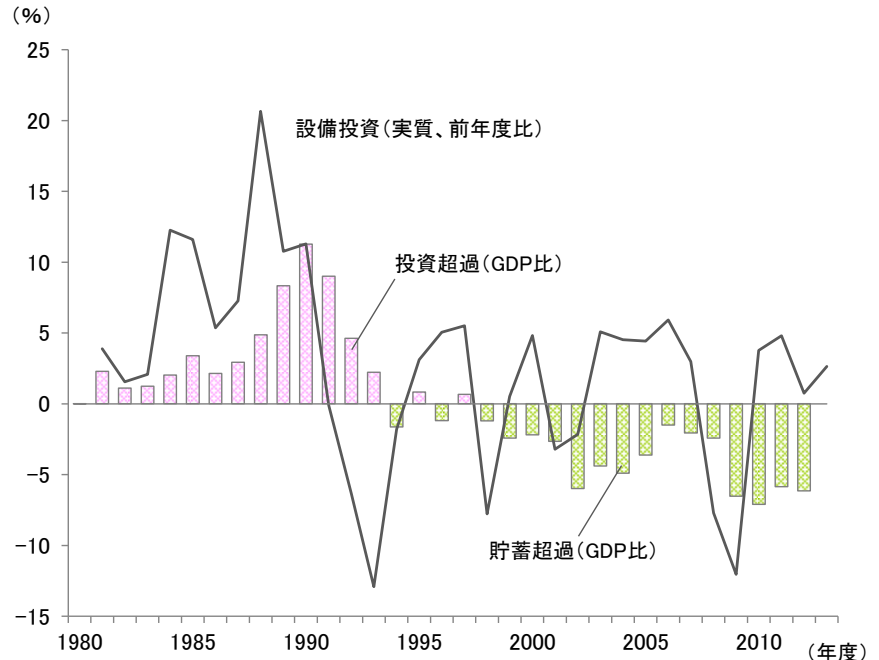
設備投資は、バブル期のような極端に高い増加率には達しなくなったとはいえ、景気変動的な観点で見れば、バブル崩壊後も増加局面が繰り返り起きている（図表1）。しかし、バブル崩壊後の特徴は、このような設備投資の増加局面でも、貯蓄投資差額（資金過不足）<sup>2</sup>が投資超過（資金不足）にならなくなったことである。

企業の貯蓄投資差額は、バブル崩壊前には投資超過が「普通の姿」であった。特にバブル期には、設備投資だけでなく土地購入も活発化したことにより投資超過が顕著になった。しかし、バブル崩壊後は、設備投資、土地購入ともに調整が進められて投資超過は急速に縮小し、さらに貯蓄超過へと転じた。「失われた20年」の中でも特に1990年代後半以降は、貯蓄超過の年が大半となっている。

設備投資の増加は、仮に他の項目が一定であれば貯蓄投資差額が投資超過の方向に動く要因となる。しかし、実際には、貯蓄投資差額に関係する項目の中で設備投資だけが動いて他の項目が一定ということはない。設備投資をはじめ貯蓄投資差額に関係する各項目は、より広範囲な経済・金融環境に左右されながら、各項目同士も影響し合いながら、動いている。

実体経済の不安定要素が比較的少なく、投資失敗に十分耐え得る経営体力が企業にある場合や、外部資金調達の機動性・安定性に対する不安が存在しないような経営環境の場合には、投資行動に対する内部資金の制約は強く働かず、期待成長率の変化などを要因とする設備投資の

（図表1）設備投資と貯蓄投資差額の動向



（資料）内閣府ホームページ（以下、HP）

（注1）設備投資は民間企業で、1993年度以前は2005年基準の簡易遡及による。

（注2）投資超過と貯蓄超過は民間企業のうち非金融法人で、1993年度以前は2000年基準、1994年度以降は2005年基準による。

（注3）設備投資、貯蓄超過、投資超過は、景気変動以外にも、経営支援等に伴い資産・負債継承が部門をまたいで行われるような措置や、公的部門の民営化などの影響を受けている。

<sup>2</sup> 貯蓄投資差額は実物取引におけるバランス項目を表す概念であるが、国民経済計算の作成では貯蓄と投資以外に資本移転を含むため、「純貸出/純借入」という用語が使われるようになっているほか、これに合わせて、金融取引のバランス項目である資金過不足についても「純貸出/純借入」が使われている。ただし、本稿においては、これらの用語変更を踏まえた上で、従前の表現を用いている。

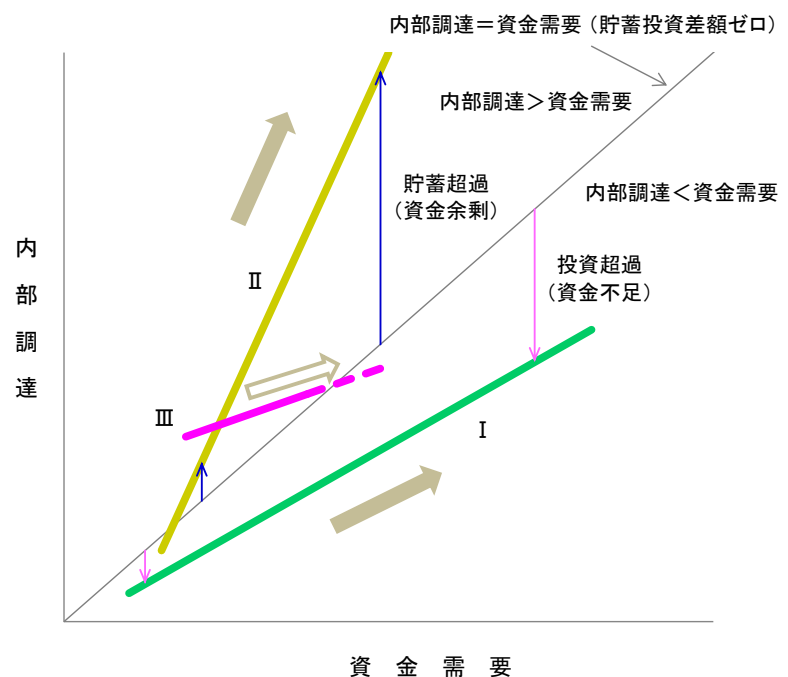
増減が貯蓄投資差額の変動となって表れやすい。バブル崩壊前に投資超過が「普通の姿」であった当時は、このような経営環境に近かったとみてよいだろう。

他方、①設備投資によって生産・販売を強化しようとする財・サービス市場の不確実性が高く、投資が失敗に終わった場合の閉鎖・撤退コストが重いと見込まれる、②外部資金調達の機動性・安定性に対する信頼性が低下しているなどの経営環境の下では、投資行動と内部資金の関係が強まり、設備投資の増減と貯蓄投資差額の変動が単純に結び付かない状況が想定される。バブル崩壊後の実体経済の長期停滞や、一時の金融不安は、そのような経営環境の背景になったとみられる。

経営環境の変化によって生じる可能性がある企業行動の変化を概念化すると、図表2のとおりとなる。

バブル崩壊前は、設備投資や在庫投資などの資金需要と、内部留保と減価償却によって賄われる内部（資金）調達、Iで表示したような動きであったと想定される。設備投資などが増加（右方向）するような経済局面では、企業業績も好調であるため、内部調達は増加（上方向）するが、設備投資などの動きの方が大きいため、投資超過（資金不足）は拡大する。逆に、設備投資が抑制（左方向）されるような局面では、企業収益も厳しい状況となり、内部調達も減少（下方向）するが、投資超過（資金不足）は縮小する。Iでは、設備投資の増加局面、減少局面のどちらにおいても、企業の貯蓄投資差額（資金過不足）は基本的に投資超過（資金不足）である。

(図表2) 企業行動の違いによる資金需要・内部調達の動向



しかし、「失われた20年」の間に、企業行動はIIで表示したような動きに変わったと考えられる。この間、中長期的には低成長に陥ったとはいえ、短期的な景気変動という点では上昇局面が何度も出現している。

そのような景気上昇局面では、低成長時代に適応したリストラ効果（損益分岐点水準の引き下げ）も加わって企業収益が拡大し、内部調達は増加（上方向）する。一方、設備投資も、新たな経営環境や中長期的な予想成長率の低下を織り込みつつ、景気上昇を受けて増額されて、資金需要が増加（右方向）するが、内部調達の動きの方が大きいため、貯蓄超過（資金余剰）が拡大する。一方、景気下降局面では、内部調達、資金需要が前述の方向とは反対に動いて、貯蓄超過（資金余剰）が縮小する。IIでは、どちらの局面においても、企業の貯蓄投資差額（資



金過不足)は基本的に貯蓄超過(資金余剰)であるが、企業収益の悪化が著しい場合には、投資超過(資金不足)になることも、まれに生じる。

なお、仮に、投資行動に関係の深い経営環境について、「失われた20年」で根付いた企業の認識が変わり、財・サービス市場の不確実性、投資失敗のリスクや事後処理のコスト、金融・資本市場の機能性などが、設備投資に踏み切りやすい方向にシフトしたと評価されるようになれば、企業行動は、Ⅲで表示したような動きに変わる可能性がある(ⅢをⅠより上に表示したのは、Ⅱの期間を経て、貯蓄投資差額の平常値が貯蓄超過の方向にシフトする可能性があるため)。

### 3. 1990年代後半を境に貯蓄投資差額変動の主因は資金需要から内部調達へ

概念図(前掲図表2)を踏まえ、法人企業統計(年次別調査<sup>3)</sup>)によって、設備投資や在庫投資などの資金需要と、内部留保と減価償却によって賄われる内部調達の動きを具体的にみてみよう。

#### (1) 製造業

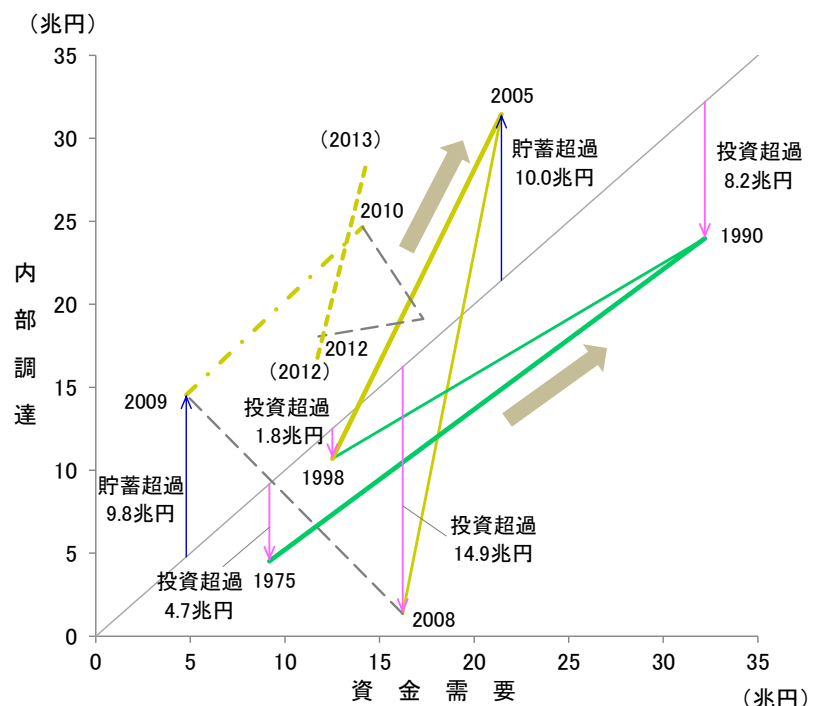
まず製造業については、図表3のとおりである。

#### ①1975~1998年度

1975年度から1990年度には、概念図におけるⅠのように、設備投資などの資金需要が内部調達以上に増加し、投資超過は4.7兆円から8.2兆円へ拡大した。なお、この間の各年はきれいに直線上に並んでいるのではなく、景気変動などの影響を受けて、直線のまわりを動きながら、1975年度のプロット(始点)から1990年度のプロット(終点)に達している。

続く1990年度から1998年度には、バブル崩壊と景気悪化により設備投資などの資金需要が減少するとともに投資超過が8.2兆円から1.8兆円へ縮小した。始点と終点だけを表示しているのは、1975年度から1990年度までと同様である(以下、

(図表3) 製造業の資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向



(資料) 財務省 HP

(注1) 法人企業統計による。括弧で年を示した動きは四半期別調査、他は年次別調査。

(注2) 資金需要=設備投資+在庫投資+土地+無形固定資産+企業間信用差額+その他の流動資産+繰延資産  
内部調達=内部留保+減価償却

<sup>3</sup> 後で述べるとおり、参考として最近の動向をみるために、四半期別調査も部分的に利用。

同じ)。

これら2本の直線(1975~1990年度、1990~1998年度)は、概念上は同一の線(図表2のI)である。

## ②1998~2008年度

1998年度から2005年度には、資金需要と内部調達は、図表2のIIに相当する動きに変化し、設備投資などの資金需要が増加したにもかかわらず、貯蓄投資差額は1.8兆円の投資超過から10.0兆円の貯蓄超過となった。言い方を変えれば、内部調達が増大したほどには、設備投資などの資金需要が増えなかったことになる。

続く2005年度から2008年度は、概念上の同じ直線(II)における逆向きの動きである。終点の2008年度は14.9兆円の投資超過となっているが、その主因は、設備投資の増勢が強かったからではなく、世界金融危機の影響で内部留保が急激に落ち込んだことによる。

## ③2008~2009年度

2008年度から2009年度にかけては、2008年度の内部留保の急激な落ち込みによって痛手を受けた企業体力を回復させる動きが表れている。「100年に一度の危機」と表現された世界的な大混乱の残影の中で企業は守りを固め、内部調達が増加する一方で、設備投資などの調整によって資金需要は減少した。この結果、貯蓄投資差額は9.8兆円の貯蓄超過となり、2008年度から一変した。

内部調達増加と資金需要減少という組み合わせは、一時的には生じ得るが、中長期的に持続することは想定しにくい動きである(そのため、概念図では捨象)。乖離や変動幅が小さい揺らぎはIやIIの中に吸収しているが、この2008年度から2009年度にかけては、IやIIに統合しづらいような大きな動きであるため、「点のシフト」として独立で表示した。

## ④2009年度以降

2009年度から2010年度には、前述③の動きによって左上にシフトした新しい始点(より大きい内部調達と、より小さい資金需要の組み合わせ)から、以前(1998~2005年度)とは別のIIらしき直線が表れかけたが、2011、2012年度は、東日本大震災などの影響とみられる動きによって、この線から外れたように見える。

しかし、2012年度から2013年度には、対象先が異なる四半期別調査の結果とはいえ、IIに類似する動きが浮かんでいる。仮に、年次別調査でも2013年度以後、その延長線近くで推移するようであれば、(2011、2012年度を一時的な乖離とみて)2009年度を始点、2013年度以後のいずれかの時期を終点とするIIとみなすことが可能になるだろう。これが当てはまるか否かは、観察の積み重ねを要する。

一方、概念図で例示したIIからIIIへの企業行動の移行については、図表3では明らかでない。最近の経済・金融動向には、デフレ脱却の動きなど、変化も表れているが、「失われた20年」、さらには世界金融危機を経て根付いた製造業の行動様式を変える段階まで達していない模様である。ただし、2009年度から2010年度にかけて表れかけた前述のIIらしき直線は、(IIとIIIを

分ける 45 度線より少し立っているが) 1998~2005 年度に比べて傾きが緩やかである。四半期別調査による手掛かりは前述のとおり (Ⅲではなく) Ⅱを示唆しているが、年次別調査による 2013 年度以後の結果次第では、傾きが緩やかなⅢに類似してくる可能性は残されている。

概念図の上では、ⅡとⅢの違いは、45 度線を基準とした傾きの大小であるが、その違いを生む背景となるのは、投資によって業績を伸ばそうとする財・サービス市場の不確実性、投資失敗のリスクや事後処理の(経営体力と比べた)重さ、金融・資本市場の状況などによって左右される、投資と貯蓄の選択に関する経営判断である。最終的には民間次第とはいえ、前述の様々な不確実性、リスク、不安などが小さくなるような経済・金融環境や制度を整理する点においては、政策の役割も大きい。

## (2) 非製造業

次に、非製造業(除く金融・保険)の資金需要、内部調達、貯蓄投資差額の動きは図表 4 のとおりである。

### ①1975~1998 年度

縦と横の数値軸の目盛が示しているように、資金需要、内部調達などの規模は、非製造業の方が製造業より大きい。特にバブル期には設備投資以外に土地の購入なども活発化したため、資金需要が増大し、1990 年度の投資超過は 37.4 兆円に達した(同年度の製造業は 8.2 兆円、前掲図表 3)。

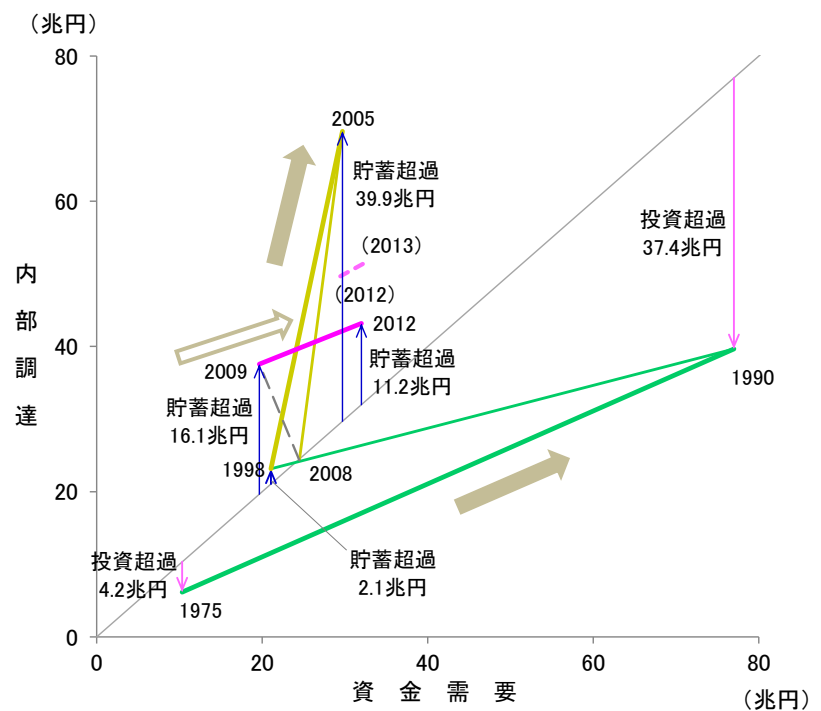
一方、バブル崩壊後は、設備投資や土地購入の抑制、運転資金の圧縮が進められたことなどによって、1998 年度には資金需要が 1990 年度の 4 分の 1 強となり、貯蓄投資差額は 2.1 兆円の貯蓄超過に転じた。

このような 1975 年度から 1998 年度までの動きが、図表 2 のⅠに相当する(図表 4 では 2 本の直線であるが、概念上は同じ直線)。

### ②1998~2008 年度

1998 年度から 2005 年度には、資金需要と内部調達は、概念図のⅡの動きに変化した。企業業績の回復によって内部留保を中心に内部調達が大幅に増大した反面、資金需要の増加は相対的に小幅で、2005 年度には貯蓄超過が 39.9 兆円に拡大した。

(図表 4) 非製造業の資金需要・内部調達・貯蓄投資差額の動向



(注) 図表 3 の資料表記と注を参照。



続く 2005 年度から 2008 年度は、概念上の同じ直線（Ⅱ）における逆向きの動きである。非製造業は、貿易依存度の違いによって、製造業に比すれば世界金融危機の影響を受けなかったが、企業業績の悪化は避けられず、内部留保の急激な落ち込みを主因に、内部調達も 3 分の 1 近くまで減少した。これにより、2008 年度は、小幅であるが投資超過（0.2 兆円）となった。

### ③2008～2009 年度

2008 年度から 2009 年度にかけては、企業業績の底打ちによって内部調達が増加する一方で、設備投資などの調整によって資金需要の減少が続いた結果、2009 年度は 16.1 兆円の貯蓄超過に戻った。製造業ほど 2008 年度の内部調達の落ち込みが激しくなかった分、2009 年度に向かう動きは「小回り」で「点のシフト」は相対的に小幅であるが、同じ時期の製造業と同様（前掲図表 3）、稀にしか起きないような経済・金融情勢の混乱を経て、企業が財務体質の回復を進めた様子が表れている。

### ④2009 年度以降

③までは、変動の大きさや、直線の傾きなどの差を別にすれば、製造業も非製造業も、資金需要、内部調達、貯蓄投資差額の動きは同様であった。しかし、非製造業に関しては、2009 年度から 2012 年度に、概念図のⅢに相当する可能性がある動きが表れている。続く 2012 年度から 2013 年度にも、対象先が異なる四半期別調査の結果とはいえ、類似の動きがみられる。

期間が短いため、より確度を上げるためには、さらに観察を積み重ねる必要があるが、仮にⅡからⅢへ企業行動が変わってきているのであれば、設備投資の拡大などによって資金需要が増加するにつれて貯蓄超過は縮小し、さらに資金需要が膨らめば投資超過へ変わっていくことになる。

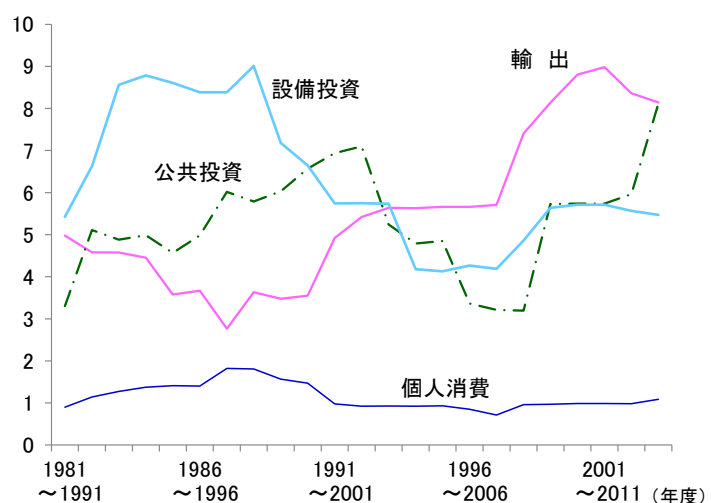
## 4. 投資環境の動向

次に、以上のような投資行動の変化の背景と今後の手掛かりを探るために、関連する経済・金融環境の動きをみる。

### (1) 需要の不確実性

投資環境のうち、設備完成後の収益性を左右する需要動向に関して、個別の財・サービス需要の源となるマクロの最終需要（実質）の動きをみると、特に輸出で、対前年度比率（当年度÷前年度×100）の変動係数の上昇が目立つ（図表 5）。変動係数の上昇は、需要の平均的な増勢の強さを考慮したとしても振れが大き過ぎる状況や、需要動向の振れに見合わない

(図表 5) 主要な最終需要別にみた需要変動の不安定度



(資料) 内閣府 HP

(注) t 年度から t+10 年度の前年度比率の標準偏差を平均で割った変動係数。

ほど増勢（平均）が弱い状況が色濃くなっていることを示す。

輸出の変動係数は1980年代から1990年代半ば頃までは低く、需要の増加率の高さの割に振れが小さいという状況であったことから、輸出向け商品の投資環境は比較的順風であった。しかし、1990年代後半以降、アジア通貨危機、ITバブル崩壊、世界金融危機などが起き、その前後で輸出の増減が激しくなった（変動係数の分子の上昇要因）。平均的な増勢の強さも、以前ほどではなくなっている兆候がある（変動係数の分母の低下要因）。

公共投資の変動係数は、典型的には、1990年代のように、裁量的な拡大策が断続して実施され、需要の増減が大きくなる時期に上昇する。一方、2000年代には大規模な公共投資を伴う経済対策が抑制された期間があったため、当該期間を主に含む時期には変動係数が低下しているが、近年は世界金融危機や東日本大震災に際して公共投資拡大を含む経済対策が実施されるようになったため、再び上昇している。

個人消費も一時的な減税、エコポイントなど景気対策の対象になることがあるほか、消費税の導入や同・税率の引き上げ、バブル期の資産価格高騰（キャピタルゲイン、資産効果）などの影響を受けるが、基礎的消費（必需的消費）がアンカー（錨）となって揺れを抑制するため、変動係数は、他の主要な最終需要と比べると低位で推移している。

設備投資は、実施企業以外からみれば、資本財や投資財、非住宅建築などの財・サービスの需要を誘発する最終需要であるが、その変動係数は、既述した投資行動の変化を反映して低下している。

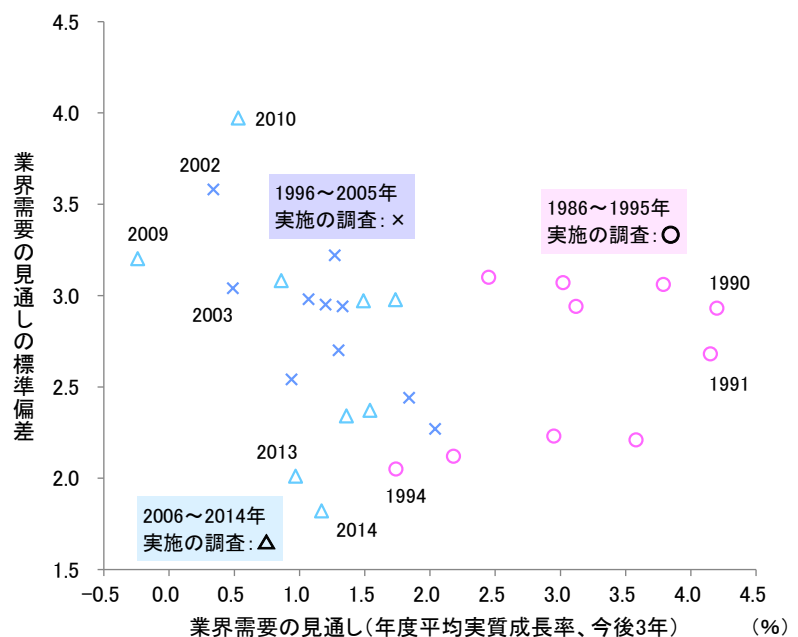
需要動向については、マクロ的な最終需要という客観的な指標とは別に、企業が業界の需要動向をどう見込んでいるかという主観的な指標から投資環境をみることもできる（図表6）。

図表6は横軸に企業が見込む業界需要の見通し、縦軸にその標準偏差を取っているので、分布が右方向に偏るほど前掲図表5の変動係数が低い状況、上方向に偏るほど変動係数が高い状況に類似する。

1986～1995年当時は、業界需要の見通しの明るさ（成長率の高さ）と不確実性（標準偏差の大きさ）の両方に目を向けた場合、見通しの明るさが目立っていた（右方向に分布）。投資環境としては好ましい状況であったと言える。

しかし、1996～2005年、2006年～2014年になると、需要見通しの低さの割には不確実性の高さが目立つようになった（上方向に分布）。このような経営環境の下では、企業の投資行動が変わったとしても不思議ではない。反面、ごく最近の2013、2014年については、業界需要の見

（図表6）企業が見込む業界需要の変化



（資料）内閣府 HP

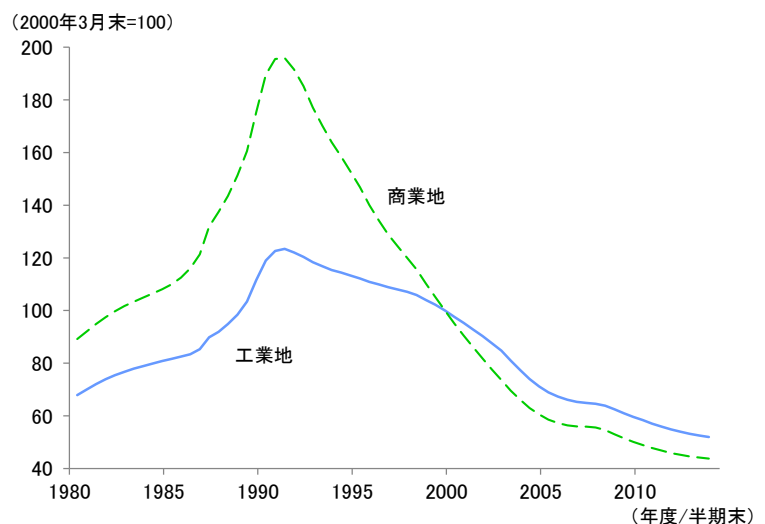
通しはまだ慎重な数字であるが、ばらつきは小さくなっているようにも見える。仮に、今後、より明るい見通しが広まるようになれば（新たな分布が右方向へ展開）、投資行動の変化につながる環境変化となる可能性がある。ただし、その当否は、日本経済だけでなく、海外経済の動向にも依存する。アベノミクスの中長期的な成否、米国の量的緩和縮小とその世界的な余波の大きさ、中国経済の波乱の有無など、不確定要素はまだ多い。

## (2) 投資失敗の重み・撤退コスト

設備完成後の収益性を左右する需要動向が読みにくくなると、事前の計画に比べて大幅な採算割れとなって、投資が失敗に終わることも起きやすくなる。環境の改善やリストラなどによって採算の回復を見込めるのであれば、当面の収益計画を下方修正し、事態改善までの期間を乗り切る経営努力を行うことになるが、改善の見込みが立たないような状況であれば、事業からの撤退を決断しなければならないことも起こり得る。その場合に問題となるのは、事後処理のコストである。

かつて地価が右肩上がりだった時代には、万一の場合には用地処分に頼ることも期待できた。しかし、一転して地価の下落が続くようになり（図表 7）<sup>4</sup>、用地処分に多くを期待することができなくなってくると、撤退コストの問題は、従前以上に企業経営の重荷となる。これを意識して、企業が投資に対して「安全重視」を強めれば、需要見通し（例えば図表 6 の横軸）が好転しても、投資計画が以前ほど積極化しないことが想定される<sup>5</sup>。

(図表 7) 地価の動向



(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」

なお、撤退という事態にまで至らなくても、事業用の固定資産の収益性が予想を下回った場合には、2005 年度から、「固定資産の減損に係る会計基準」が適用されるようになっている（2003 年度、2004 年度から早期適用することも可能であった）。これによって、固定資産の収益性が著しく低下しているにもかかわらず、将来に損失を繰り延べることはできなくなった。法人企業統計（附帯調査）によれば、減損会計導入当時、2003 年度 6,960 億円、2004 年度で 2 兆 1,604 億円、2005 年度で 4 兆 407 億円の減損処理が行われ、その大半が特別損失に計上された。

<sup>4</sup> 投資失敗時の撤退コストに関しては、実際には、用地処分でどの程度賄えるかという論点だけで終わるような問題ではないが、ここでは簡明な例として利用している。

<sup>5</sup> 撤退コストの大きさは、国内投資同様、対外投資においても問題となるため、例えば中国事業からの撤退コストが様々な面で重いという見方が広まれば、投資先の選択において中国の比重を下げ、中国以外（他の海外地域、国内）の比重を上げる要因となる（ちなみに 2013 暦年の中国向け直接投資は前年比 17.6% 減）。ただし、国内か中国以外の海外地域へのシフトかは、両者の採算見通しとリスク評価次第であるため、単純に国内回帰に結び付くとは言えない。

減損会計基準の適用は、財務諸表の信頼向上、投資家への的確な情報提供をはかるものであり、減損会計が未導入であっても、企業経営において不採算事業への対応が求められていたことには変わりはない。そもそも、設備投資は、最初から失敗に終わることを見込むのではなく、リスクシナリオを検討した上で、収益機会を求めて実施するものである。とはいえ、減損会計基準の導入によって、万一の場合の企業業績に対する影響の尺度が得られ、投資失敗の重みの目安を付けやすくなったという面はある。重みの程度によっては、投資に対して「安全重視」で臨まざるを得ない場合が生じるとみられる。

### (3) 金融環境

金融・資本市場の機動性・安定性は、投資水準や外部資金への依存度（貯蓄投資差額）に影響を及ぼす。

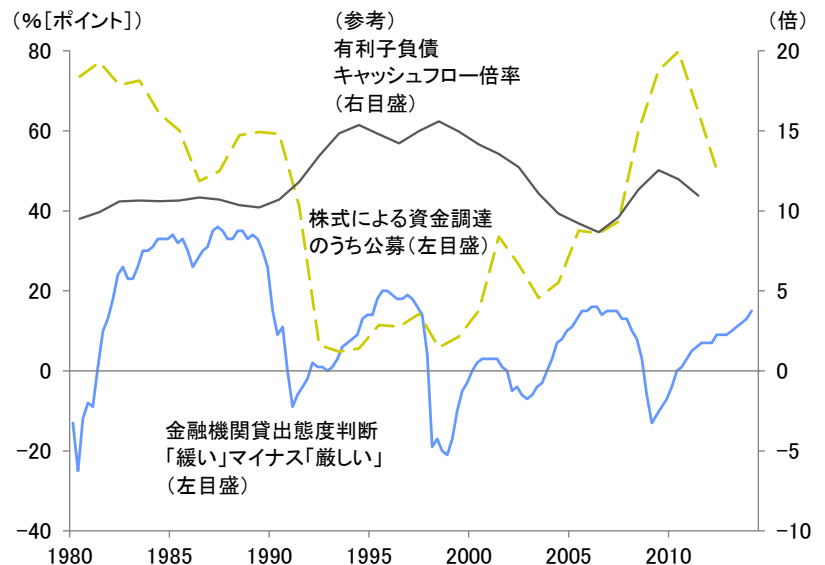
借入企業側の見方に基づく貸出市場の動向（金融機関貸出態度判断）をみると、3～5年程度で一巡する循環的な変動が基本であり、より長期の変動は目立たない（図表8）。ただし、1999年から2003年頃、企業の目には、金融機関の貸出態度の緩み方が鈍いと映っていた様子が見受けられる。

借入に関連する要因では、金融機関の貸出態度より長い周期の動きとして、1990年代から2000年代前半にかけて、借入を含む有利子負債がキャッシュフロー対比で高止まりしていたことが特徴的である。いわゆる「三つの余剰」の中の「負債の余剰」であり、企業が有利子負債を増やすよりも減らすことに力を入れる背景となった。

次に、株式による資金調達には、かつて中心であった株主割当のほか、第三者割当、さらには1990年代以降に増大した優先株式の発行などもあるが、市場環境が良好で、かつ企業の経営内容や事業計画が広く投資家に受け入れられるようなものであれば、最有力の選択肢は公募増資である。様々な事情で公募によることができない場合に、第三者割当など他の方法で資金調達が行われる例が多い。

株式による資金調達環境の良好度を、全体に占める公募の割合でみると、1990年代から2000年代半ば過ぎまで、主に公募以外の方法が取られていた様子が浮かび上がる。これは、日本経済への悲観的な見方が広がったことや、株価動向が力強さを欠いたことなどを背景に、機動的に公募増資を実施することが難しかったことによるが、最近では改善している。

(図表8) 外部資金調達環境



(資料) 財務省 HP、日本銀行 HP、東京証券取引所 HP  
 (注1) 金融機関貸出態度判断は、資本金2千万円以上の民間企業（金融機関を除く）から抽出された短観の対象企業。  
 (注2) 株式による資金調達のうち公募は、東京証券取引所上場会社で、数値は3年移動平均。  
 (注3) 有利子負債キャッシュフロー倍率は、営利法人から抽出された法人企業統計（年次別調査）の対象企業（金融業、保険業を除く）で、数値は3年移動平均。



## 5. おわりにかえて

企業の貯蓄投資差額は、バブル崩壊前には投資超過が「普通の姿」であった。しかし、バブル崩壊後、特に1990年代後半以降は、設備投資などの資金需要と、内部調達（内部留保、減価償却）の動きが変わり、設備投資の増加局面でも貯蓄超過が続く状況となった。

資金需要が内部調達を下回るようになったことは、（取るべき）リスクを取らなくなった消極的な企業行動の結果とみられがちである。しかし、実際には、投資規模や資金調達の選択などの企業行動は、（設備稼働後の）需要動向の不確実性や、投資失敗時の経営へのダメージの重さ、金融・資本市場の状況など様々な要因によって左右される。仮に、投資環境が不変という条件下で、合理的な説明が付かない企業心理によって投資が下方シフトしたのであれば、リスクを取らなくなったという説明が簡便だろうが、環境に適応して変化したのであれば別の見方が必要である。投資が内部調達よりダイナミックに動いていた姿（前掲図表2のⅠやⅢ）に戻るかは、単に企業心理の問題ではなく、投資環境の動向が鍵を握る。

企業の投資行動を取り巻く環境には、まだ不確定要素も根強く残っているが、「安全重視」の投資行動を取ることが適切な経営判断であったような不安定な投資環境に、ようやく変化の動きが見え始めている。

外部資金調達の環境に関しては、貸出市場、株式発行市場ともに、1990年代後半や2004年代前半に比べて改善しており、予期できぬような突発的な混乱が生じない限り、投資の活発度を抑える要因にはなりにくくなっている。

万一の場合の撤退コストに関して用地の売却や流動化の環境をみると、地価は、全国平均では工業地、商業地とも下げ止まっていないが、大都市では、商業地が2013年以降、強含みとなっているほか、工業地も、全国平均に比べると、下げ止まりの動きがみられ、一定の安全弁効果を見込みやすくなっている。

地価上昇に関しては、①得られる見込みの賃貸料と将来の売却収入の割引現在価値が上昇していることの反映とみれば予想採算の改善という環境変化、②生産・販売設備を建設するための敷地取得費増大という面が大きければ予想採算の悪化という環境変化、③万一の投資失敗時の撤退コストとの関係では、用地売却や証券化などによる処分の容易性と回収額の増加という安全弁としての環境変化など、実際の影響は複雑である。本稿では、投資に対する「安全重視」の背景として③の説明を行ったが、例えば東京都心部などの最近の地価上昇と再開発投資の動きにおいては①が主役であろう。

しかし、一般に①や②に比べて③は脇役とはいえ、万一の投資失敗時の安全弁として、用地の処分が検討されることも事実であり、その観点からは、大都市では環境が改善している。

これらに加えて、低い需要見通しが上方修正されるようになり、かつ、それが一時的ではなく定着すること、需要見通しとの対比で不確実性が大き過ぎる状況に陥らないこと等の条件を整えば、前掲の概念図（図表2）で投資行動をⅡからⅢに変える一押しになるだろう。

残るハードルは、需要面での環境改善である。主な最終需要別にみると、人口減少はすぐには止まらないため、個人消費に期待するとすれば1人あたりの支出増加であるが、それに欠か



せない所得増加には、(リストラ依存ではない) 企業収益の着実な拡大が前提となる。結局、どの需要によって企業業績が着実に向上していくのか、という点が問題となる。

1980年代以前には、輸出が、増加率の高さの割に振れが小さいという頼りになる存在の需要であったが、世界経済に波乱がたびたび起きるようになった1990年代後半以降、輸出の動向は以前より不安定となった。先進国に比べて波が大きい新興国の比重が世界経済や世界貿易において高まったことも、輸出の振れを大きくしている。円レートの変動や、わが国企業と海外企業との市場競争の激化などの影響もあるだろう。今後についても、米国の量的緩和縮小とその世界的な余波の大きさ、中国経済の波乱の有無など、(どう帰結するか流動的であるにしても) 不確定要素は多い。

個人消費や輸出以外の有力な最終需要は設備投資であるが、前述のとおり、投資行動が変化するためには需要面での投資環境好転が鍵を握っているため、その環境好転が設備投資次第ということでは循環論法(トートロジー)に陥る。

そこで、成長戦略などで改めて強調されているのが、規制見直しや税制改革など、事業環境を制度面から整備することによる投資刺激である。これ自体は、新たな発想ではなく、わが国では、バブル崩壊以降、伝統的な公共投資拡大・個人減税と政策金利引き下げから始まり、法人税減税や投資減税、住宅投資促進策、流通・労働など様々な分野での規制緩和、企業再編制度の柔軟化、会計制度の改革、産業・企業再生策など、その時々で、経済成長を抑制していると目された要因を取り除き、経済活性化につながると主張される環境を整備するために、多くの対策が行われてきた。

今後、進められる施策は、それでも不十分であったとみなされる分野への対応をさらに強化する狙いとみられるが、①どの程度の潜在的効果を持つかは、個々の内容次第であること、②効果の顕在化には、企業行動に依存する部分が大であること、③効果が表れるにせよ、一定の年数(タイムラグ)がかかることから、日本経済が本格的な成長軌道に乗るまで、息の長い対応が必要とされる。

その点に関して、成果目標のレビューによるPDCAサイクルの実施が再興戦略に盛り込まれていることは好ましい。他方、政策によって事業環境を整えても、企業が「守りの姿勢」を変えてチャレンジ精神を発揮しなければ、日本経済を本格的な成長軌道に乗せることはおぼつかない旨が強調されていることは、バブル崩壊後に幅広い対策が積み重ねられてきた経緯を思い起こせば、共感できる部分がある<sup>6</sup>反面、例えば、本稿で概観したような企業行動の変化を、単に「リスクを取らなくなった」で片付けてしまうような評価(PDCAサイクルの中のCheck)を安易に行わないようにする必要がある。目標と実績のずれの原因を的確に評価しなければ、施策の適切な修正をはかれず、PDCAサイクルが有効に機能しない。

本格的な回復に必要な不可欠な要素である企業家精神の発揮を鼓舞しつつも、地道な実情評価に基づいたPDCAサイクルの実施が重要である。

以上

<sup>6</sup> Research Focus No.2013-008「数字を追う～パラダイム変更後の政策下の金融・経済動向」(2013年6月21日) pp12、同 No.2013-033「数字を追う～物価動向を入口として探る日本経済の課題」(2013年11月27日) pp14など (<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=23330>)。