

グローバル流動性と企業部門の金融行動：企業貯蓄

朴 哲 洙

I. グローバル流動性と調整

流動性がグローバルな動きをしているといわれている。特に先進国から新興国、特にアジアへの資金移動が注目されており、企業、家計そして政府などそれぞれの部門・経済主体の経済環境や活動にも影響を与えている。これらの影響は経済主体の資金過不足として現れるので、本論文で取り上げる企業貯蓄や家計貯蓄などとも密接な関係を持つと同時に、グローバル化が進む国際金融の重要な特徴の一つであり、それがすべての企業が直面する新しい経済環境にもなる。企業グローバル流動性の正確な定義は存在せずに難しいが、CGFSの報告書¹⁾では「グローバルな資金調達容易さ(ease of financing)」と規定されている。グローバルな資金調達は、国境を越えた資金調達や、他国の通貨による資金調達を示している。こうした観点に基づいたCGFSの定義の下で資金調達が容易な場合と困難な場合を区別すると、前者は金融面の不均衡が蓄積する過程について、後者は実際に発生する国際的な流動性危機と深い関連があることが分かる。金融グローバル化が急

速に進む現実で各経済主体が直面する問題を国際的な資金循環の問題と関連付けることにより、世界規模の現象についての理解がより明確になると指摘している²⁾。

上記の報告書によると、グローバル流動性は主体の性格により2つの存在がある。1つは私的な主体が関与するグローバル流動性(例、民間金融機関の与信)と、もう一つは公的なグローバル流動性(例、中央銀行の資金供給、政府や中央銀行の外貨準備)がある。いわゆる民間部門と政府部門が持つ国内経済さらに国際金融市場における経済主体としての性格の違いや役割を強調する考え方である。

最近、グローバル化した資本移動の中、民間金融機関は国内の自国通貨建てで与信だけではなく、外貨建てで与信やクロスボーダーの与信(非居住者への与信)も積極的に行っている³⁾。

公的主体の流動性と関わる行動にもその特徴がみられる。例えば、各国の中央銀行は、平時には自国通貨建てで資金供給を行っているが、危機発生時には、中央銀行間のスワップ取極をもとに、外貨建てで流動性供給を行うことがある⁴⁾。

- 1) BISグローバル金融システム委員会(Committee on the Global Financial System, 以下CGFS)による報告書を要約した日銀の資料を参考にまとめる。CGFSはグローバル流動性の問題の検討に着手し、その最初の成果を2011年11月に「グローバル流動性 — 概念、計測、政策的含意」と題するとして公表した。BIS, “Global liquidity—concept, measurement and policy implications”, CGFS Papers No.45, 2011. (<http://www.bis.org/publ/cgfs45.htm>)
- 2) 日銀レビュー(2012) BOJ Review 2012-J-4
- 3) このためには外貨資金循環表の構築が必要である。
- 4) 日銀レビュー(2012, 2)

1. グローバル流動性の経済的な意義

資本移動の自由化が進み、金融市場がグローバル化した現在、資金は容易に国境を越えて動く現象が目立つ。これらの現象は、グローバルにみた資金調達の実便性を高めている一方、国際資金フローの変動を増幅し、世界的な規模で金融危機を引き起こす1つの遠因になっていることに大きな経済的な意義がある。最近の国際的な金融危機を契機に、グローバルな資金調達の容易さやグローバル流動性に関する理解を深めることの重要性が改めて認識され、G20をはじめとする国際的なフォーラムで検討作業が進められている。

グローバル流動性の全体的な水準は各経済主体の経済活動やそのために行った意思決定の結果である。その各経済主体の経済活動や取引を考える前に、まずはどのような要因がグローバル流動性の水準と変化に影響を及ぼすのかについて最近の考え方をまとめる。その要因に関連して様々な考え方があるが⁵⁾、一般的にマクロ経済的要因や公的当局の政策要因など、複数の要因の相互作用によって決定されると考える。

国際流動性を資金の流出と流入から把握すると、資本の流出入へ影響として外部要因は、当該国よりも世界経済の要因からなる国際金利、グローバルGDP成長率、相好貿易、伝染効果などがある。一方、当該国の特定の要因に注目して国内利子率、信用各付け、金融の健全性、インフレーション、為替レートの変動性、国内GDP成長率、経常収支、資本自由化など金融政策など多様な要因・変数が上げられている。一般的に資本収支などが時間とともに一定のパターンを持つのも多くて、これらの多様な要因、ここでは、グローバル共通の外部要因と当該国の内部要因の両面から、それらの相対的な大きさや内容によって影響をうける。こ

こで代表的なマクロ経済要因として「利子率」があげられるが、公的当局の政策要因として様々な金融規制も民間金融機関の在り方や能力に影響を与える。さらに資本市場や決済システムを含めた市場インフラの在り方(市場の質)も民間金融部門の流動性の利用可能性の確保(availability)とその配分にも影響を与えるので、それぞれの要因が影響を与える経路およびメカニズムも、流動性の動きの理解に重要である。

本論文で強調するのは、全体経済部門別の資金過不足であり、特に企業貯蓄の動きを資金循環または企業金融の観点である。それに、グローバル化した金融を視野にいと、企業部門の資金余剰を現す企業貯蓄もグローバル流動性の重要な一部を構成している。国内民間部門における企業貯蓄は、国際金融の文脈ではグローバル企業貯蓄ほかならない。ここでグローバル流動性を考えるときの有意点をいくつか挙げる。第一に、グローバル流動性の様々な決定要因は、お互いに影響を及ぼす一方、影響を受けながら相好作用しているという双方向性を持っている。これらの相対的な有意性の因果関係はGranger-causalityの概念に基づいた測定とも深い関係があると思われる。第二に、「グローバルな資金調達の容易さ」としての意味合いを持つグローバル流動性は多義的な概念であり、それらを測定する有一の指標は存在しないので、その時々直面する当面の政策課題など懸案に応じて、様々な指標を使い分ける必要がある⁶⁾。使い分けにおける基準として①政策対応の性格による可能な政策の選択(例えば、政策対応が金融政策・国際総需要分析かプルーデンス政策・金融不均衡分析なのか)、②価格指標か数量指標なのかがある。例えば、グローバル流動性の価格指標・金利として各国の政策金

5) 日銀レビュー (2012) CGFS報告書、カン サムモ (2012)「グローバル金融危機以降国際資金の流れの特徴と展望」東国大学

6) 日銀レビュー (2012, 2)

利、インターバンク市場金利、グローバル流動性の数量指標としてバランスシートの中、短期資産⁷⁾の量、資産と負債のミスマッチ、借入主体別の与信の変化率がある。第三に、グローバル流動性を評価するときに、以上述べた価格指標と数量指標を必要に応じて適切に組み合わせることが重要である。

以下では、流動性の数量指標を資金循環統計を用いて簡略にまとめる。資金循環表は一つの国で生じる金融取引や、その結果として、保有された金融資産・負債を、企業、家計、政府といった各経済主体ごとに、かつ金融商品毎に包括的に記録した統計である⁸⁾。

流動性の数量指標 1：前節で説明したグローバル流動性の数量指標としてバランスシートの中、各経済主体、家計、民間企業の主要部門のマクロ・バランスシートをみることにより金融資産や負債残高を含めたストック面での変化を把握する。資金循環表統計からみた最近の日本経済の流動性をみる。日銀では、1990年度末、2000年度末、2011年9月末の3時点における資産・負債残高と主な内訳項目に着目して分析した⁹⁾。これによると以下の特徴が分かる。第一に、家計部門では、現金・預金の増加を背景に金融資産の総額は伸び続けている傾向だが、その伸びは近年鈍化している。第二に、民間企業部門では、借入や証券を通じた資金調達が増減を続けている。第三に、一般政府では、国債（証券発行）を通じた資金調達が顕著に増加し、2011年9月末では総額1,093兆円と、1990年度末と比べて3.7倍の規模が大幅に増加して累積政府債務が極めて重要な問題であることが分かる。第四に、これらの経済主体の資金運用・調達部門の動きを反映する金融企業部門である

預金取扱機関の集計バランスシートをみると、資産側では国債等の保有を、負債側では預金の受け入れを行い、総額1,544兆円(2011年9月末)のバランスシートとなっている¹⁰⁾。

流動性の数量指標 2：これはフロー面での変化を資金運用と調達の差額を通じて資金過不足を把握する。1980年代、90年代、2000年代の各10年間の部門別収支をまとめた。これによると、2000年代に入った後、①家計の資金余剰幅が縮小していること、②民間企業が資金不足主体から資金余剰主体に転じ、家計を上回る余剰幅を計上していること、③一般政府や海外の資金不足幅が拡大していることがわかる。家計の資金余剰幅の縮小については、人口高齢化に伴う貯蓄率の趨勢的な低下を反映した動きである。企業については、国内投資の趨勢的な減少を、一般政府については、財政赤字の拡大を示している。これら部門の資金過不足の結果が、海外部門としての資金不足(対外投資の超過＝経常黒字)を表している。

本稿の構成は、まずグローバル流動性の動きと経済的な意義を述べた後、第2章では、資金循環の構成と企業貯蓄に関する基本概念を経済主体の資金過不足、企業貯蓄、企業の金融行動と関連して説明する。さらに第3章では企業貯蓄の構造と決定要因に関する仕組みと企業利潤と企業貯蓄の関係を、第4章では企業貯蓄と企業行動の理論的に説明した後、グローバル企業貯蓄の動きと日本の企業貯蓄と金融行動の動きを国民所得計算と企業法人統計など主要データを用いてまとめる。第5章の終わりには国民貯蓄と企業投資の関係を述べる。本稿の狙いとして、国際金融における流動性とグローバル化における企業部門の貯蓄行動や金融行動に関わる

7) 目安の基準として流動性が高く安全性も優れた資産が一般的にあげられる。

8) Tobin Qより資本市場全体を反映しており、マクロ経済の動きや経済主体・制度部門の行動を把握するために重要な役割が考えられる。

9) 金融市場局(2012,2)日銀レビュー 2012-J-5。

10) 金融市場局(2012,2)日銀レビュー。

新しい概念とそれに対応する実証的な動きの予備的な架け橋を作り、今後の明示的なモデル構築とそれに基づく新しい政策的な示唆を得る試みがある。

Ⅱ. 資金循環の構造と企業貯蓄：基本概念

グローバル化した国際経済における経済活動やグローバルマクロの動きを理解するためには、海外部門を含むすべての経済主体を全体として考える必要がある。この状況下で誰かが資金を調達すれば、他の誰かが資金を供給しているので、ある経済主体の資金剰余には、ある経済主体の資金不足が対応している。このように海外部門を含めた資金循環の観点を見ると、国内経済と同様、海外部門、すなわちある国以外の外国全体の資金過不足が、一国のあるマクロ経済の家計部門、企業部門、政府部門など全ての経済が保有する金融資産の増加額と負債や株式の発行による資金調達額、これらの差額が資金過不足によってグローバル流動性の形で埋められる。さらに実証面からみると経済主体全体の資金過不足が国際収支項目の「貿易サービス収支」(経常収支)に対応する¹¹⁾。従って、マクロ資金需給、総貯蓄、特に企業部門の総貯蓄とグローバル流動性の規模や動きを決める要因を分析する際、経済主体である各部門における資金過不足の構造や主な決定変数を理解することが必要となる。

2.1. 国民所得、資金過不足、貯蓄の相応関係

ある経済主体において資金過不足は相対的な概念であり、そのポジションは、その経済主体が得る「所得」が財とサービスに「支出」を上回るか下回るかのような相対的な大きさに決められる。

個々の経済主体が財やサービスの購入など経済活動を行えば、その裏には、金融取引(現金、預金など、さまざまな形の資金の動き)が伴うからであり、もし実物の取引が存在しない場合でも、預金を取り崩して株式や債券を買う場合のように、経済主体が保有する金融資産・負債の内容が変化することもあるので、各経済主体の「所得と支出の差」が「資金の剰余と不足」に対応する。例えば、ある経済主体の資金過剰とは、所得以下しか財・サービスを支出していないことを反映することと等しい。所得以下の支出を行う場合、資金が余ってくるので、その差の使い道として現金や預金などの金融所得を増やしたり(金融商品の購入)、借金を返済することもできる。一方、経済主体の資金不足は、所得以上に財・サービスに支出する状態に対応する。この場合、その差をまかなうために、保有する金融資産が減少するか、または借金が増加する。以上の背景から以下の「国民所得、資金の過不足、貯蓄」の間の相応関係が成り立つ。(図表 2.1)

所得と支出の差が負債・株式発行と金融資産の増減に対応するので、経済主体である各部門

図表 2.1 経済主体の資金過不足の仕組み

経済主体における資金剰余	経済主体における資金不足
所得 > 支出	所得 < 支出
⇔負債や株式発行の増加 < 金融資産の増加	⇔負債や株式発行の増加 > 金融資産の増加
⇔資金剰余：正の貯蓄	⇔資金不足：負の貯蓄

11) 国際収支統計の新旧発表形式については上川他(2012, 付表1, p61)からの国際収支表を参照。

の資金過不足を各部門の貯蓄として考えることができる。従って各部門の貯蓄は「各部門の所得（雇用人報酬、営業余利・混合所得等）の受取や各種の経常移転の受取からなる経常的収入から、消費支出や各種の経常移転支払からなる経常的支出を差し引いた残差」として定義され、固定資本減耗を含む「総」ベース、これを含まない「純」ベースの両方で表わされる。貯蓄は所得支出勘定（所得の使用勘定）のバランス項目であり、資本蓄積のための原資として資本調達勘定に受け継がれる¹²⁾。このような関係は、一般的に最適化を求める経済主体の制約条件、具体的には「予算制約条件」と呼ぶ。ファイナンス面での制約条件や不完全性を考慮する視点から非常に重要な経済学的な意義があり、われわれの経済主体の資金過不足の状況や要因また部門間の資金循環における役割や行動を理解する基本概念でもある。

これまで多くの教科書や社会で「所得」という用語が明確に定義されずに、意味や定義が使われる場合により異なることが少なくないのが現状である。本稿では、論点をより明示的に理解するとともに今後の一連の研究における一貫性を維持するために、まず、次のように定義しておくことにする。

「所得」の定義：所得は各経済主体が獲得した一定期間の経常収入と経常移転として定義される。経済主体の区分または性格により、以下の2つの定義が具体的に考えられる。個人または家計部門が獲得した一定期間の所得は、「実質的な純資産の額を期首と期末で一定に維持しながら消費（経費）できる最大の金額」である。企業部門または会社が獲得した一定期間の所得は、「実質的な純資産の額を期首と期末で一定に維持しながら配当できる最大の金額」であり、（資産と負債を全て時価評価した上で計算し金額から）税金を支払った後の利益額に相当する。

各部門の経済主体の経済活動の結果として、

前述の所得と支出が決められ、支出を賄う資金の原資として所得があり、その差を調整して制約を緩めるが、金融取引を通じる負債や株式発行の増減と金融資産の増減となる。これら数量や経路は各部門のバランスシートで示される。以下は各部門のバランスシートを抽象的に描いたものである。

図表 2.2 バランスシート概念図

資産 A (Asset)	負債 D (Liability/Debt)
	純資産 CE=A-D (Capital/Equity : CE) 富 @個人；資本 @法人

正味資産、国富(Net Worth, National Wealth)：国あるいは各制度部門の所有する実物資産及び金融資産の総額から、負債の総額を差し引いたものを正味資産といい、国民あるいは制度部門別貸借対照表のバランス項目である。国富とは、国全体の正味資産であり、実物資産と対外純資産の合計に等しい。

2.2. 企業貯蓄と金融行動

一般的に経済学における貯蓄は「可処分所得（税引き後の実際に使える所得額）のうち、消費支出に充てられなかった残差」と定義され、その消費支出に充てられなかった可処分所得の使い途として①投資（のための財・サービスへの）支出、②金融資産の増加、③金融負債の減少、の3つを想定する。しかし、ここで注意すべきは、②の場合のみを貯蓄と言うのが普通であり、当該の金融資産が銀行預金や国債の場合には貯蓄と言うが、買い増す金融資産が株式などのリスク資産の場合には、貯蓄という表現よりも、むしろ投資と思われその区別が混乱する問題点もある。③は、借金の返済に相当することであり、経済学の視点からは、例えば

12) 日本銀行（2012）または <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/reference4/contents/kaisetsu.html#ti4>

③の借金を減らすことに所得を充当することも（消費以外に使っているのだから）「貯蓄」に含まれることに注意すべきである。また典型的な定義の違いとして「内部留保」をめぐる誤解がある。企業部門の「企業貯蓄」として課税後の企業所得から配当を控除した残りである内部留保がある。企業貯蓄という、現預金等の金融資産で貯まっているかのように思われるが、上記の金融資産の増加になっている部分も皆無ではないけれども、大方は投資か金融負債の減少に使われている。とくに近年の日本企業は、投資は基本的に内部留保の範囲内で行い、内部留保の残りは借金返済に充てられる行動をした。

したがって近似的には、企業の貯蓄投資差額＝金融機関借入の減少、とみなすことができる。金融機関借入の減少は、金融機関側からみると、いうまでもなく貸出の減少。そしてこれまで、日本の金融機関は、貸出の減少分を国債購入を増やすことで対応してきた。こうして結果的には、企業の貯蓄投資差額＝国債購入の増加、との関係が成り立つ。ここで注意すべき問題として部門間貯蓄の代替性の問題がある¹³⁾。一般的にいわれるように、企業の貯蓄投資差額⇒企業の金融機関借入の減少⇒金融機関側の貸出の減少⇒金融機関の国債購入の増加という一連の波及経路が必ず成り立つのかについて検証する必要がある。それにより経済的な意義を持つ資金循環の経路や因果関係を理論的に究明することも役に立つ。

2.3. 部門別の資金過不足とグローバル流動性の構図

この節では、部門別の経済主体別に資金過不足の考え方やその結果としての流動性の構図について整理しておく¹⁴⁾。資金過不足について考えるとき、所得、消費や実物投資のみならず、現金を含む金融資産や負債の変動も含めて経済主体の行動を把握する。まず家計部門、企業部門、政府部門、そして海外部門別における「所得」と「支出」からその具体的な内容をまとめた後、グローバル資金過不足とグローバル流動性を国際金融の観点でまとめる。

(1) 家計部門の資金過不足の構図

家計部門の場合、資金過不足の状態を収入と支出から規定することができるので、家計の収入と支出の定義を明記することが後述の概念や論理展開に役に立つ。まず家計部門の収入は、労働への報酬として賃金、利子・配当収入（財産所得）からなる所得と借金（負債）の純増加の合計である。一方、家計部門の支出は、消費、住宅の購入など実物投資、租税額に現金を含む金融資産の純増減を合計したものである。以上の考え方から家計部門の資金過不足の状態を計る以下の3つの測定方法が考えられる。しかし消費や投資をめぐる区別について問題があるので、3つの方法の中、資金過不足について明確な概念を定めることができるのは、金融資産の純増額と金融負債の純増額の差による測定である¹⁵⁾。

図表 2.3 家計部門の資金過不足とB/Sの概念

資産	負債
非金融資産 (実物資産)	金融負債 (株式、出資金を含む)
金融資産	正味資産(純資産) 富@個人

注) 国民所得ストック編

13) 松村 (2009)

14) 深尾 (2010), 橋本他 (2007, 13-38)

15) 深尾 (2010, 31)

資金過不足

$$= \text{金融資産の純増} - \text{負債の純増} \quad (2.1)$$

$$= (\text{家計所得} - \text{税} - \text{消費}) - \text{実物投資} \quad (2.2)$$

$$= \text{家計貯蓄} - \text{家計投資} \quad (2.3)$$

(2) 企業部門の資金過不足の構造

企業部門の経済活動とは労働を雇うこと、機械設備の購入を通じて生産要素を投入し、仕入れた原材料を加工し、製品を販売する以外、資金調達もおこなうなど一連の意思決定である。企業は、財やサービスの販売による売上代金の他にも、株式の発行や借入れを行うことにより資金を調達する。企業は支出として設備投資を行う他、資金で他企業の株式や預金など金融商品を保有し配当や利子を受け取る。このようなすべての項目の合計とする企業部門の収入合計と支出合計の差が企業の資金不足であり、その測定(2.4)は金融資産の純増額から負債と株式発行の純増額の差額になる。

図表 2.4 企業部門(非金融事業法人)の資金過不足とB/Sの概念

資産	負債
非金融資産 (実物資産)	金融負債 (株式、出資金を含む)
金融資産	正味資産(純資産)

$$\text{資金過不足} = \text{金融資産の純増} - \text{負債の純増} - \text{株式発行} \quad (2.4)$$

以上の基本的な概念として、企業部門における収入合計(総収入)と支出合計とのバランスに基づいて、両側の内訳を整理したのが本章の図表 2.4・図表 2.7と第 4 章の図表 4.1である。

$$\text{資金過不足} = (\text{売上} - \text{原材料費} - \text{人件費} + \text{利子配当(受)} - \text{利払い}) - (\text{設備在庫投資} + \text{税支払} + \text{配当支払}) \quad (2.5)$$

その関係から企業のフリーキャッシュフロー計算書に対応する関係が導出され、企業の資金過不足を「経常利益」と「フリーキャッシュフロー」との関係で規定する。キャッシュフロー計算書は、企業活動に伴う収入と支出を、営業活動、投資活動、そして財務活動などの3種類の活動に区分して報告する。これらの3区分の活動を収支尻を合算して、当期中の資金額の変動分がキャッシュフロー計算書で示される。上の式の右辺第一項目は、減価償却前の経常利益に対応する。この金額から諸支払(税や配当)差し引いて、さらに設備投資・在庫投資など投資活動関連費¹⁶⁾を差し引いた金額が、企業部門のフリーキャッシュフローに相当する。

$$\text{資金過不足} = (\text{経常利益} + \text{減価償却費}) - \text{税支払} - \text{配当支払} - \text{設備・在庫投資} \quad (2.6)$$

さらに本研究の中心的概念であり3章で明示的に定義される「企業貯蓄」と「企業の資金過不足(フリーキャッシュフロー)」との関係も、その違いを明示的に区別できる。

$$\text{資金過不足} = \text{企業貯蓄} - \text{企業投資} \quad (2.7)$$

しかし、企業の資金過不足を以上の定義による企業貯蓄と企業投資の差額に対応すると解釈するのは問題がある。例えば、投資と経費の区分から不明確さが発生する。これらの問題はキャッシュフロー計算書で営業活動、投資活動、財務活動など3種類区分を企業部門全体へ適用することにより改善する可能性があるかもしれない。

(3) 政府部門の資金過不足の構造

政府の収入と支出のバランス関係からも政府の資金過不足が捉えられる。政府の収入には、税・社会保障料収入、国債発行、政府保有の金融資産からの受取利息などがある。一方、政府の支

16) キャッシュフロー計算書において投資活動は設備投資、証券投資、融資に大別される。

出には、中央政府や地方政府の活動のための人件費や物件費、公的年金の支払いなど移転支出、政府質物投資、国債など利支払い費などがある。政府の資金過不足は、政府保有金融資産の純増額と政府債務の純増額、両者の差額の金額になる。

図表 2.5 政府部門の資金過不足の概念

収入	支出
租税・社会保障収入 利子・配当（受）	政府の経費 移転支出 政府実物投資 支払利息
政府債務純増	金融資産純増

資金過不足 = 金融資産の純増 - 政府負債の純増 (2.8)

= (税・社会収入 + 利子配当受 - 政府経費 - 移転所得 - 利支払い) - 政府投資 (2.9)

= 政府貯蓄 - 政府投資 (2.10)

(4) 海外部門の資金過不足の構造

一国とその国以外の全世界の経済主体である家計、企業、政府の合計を指す「海外部門、Rest of World (ROW)」との間の取引を把握することにより、海外部門全体の純収入・支出をはかることができる。海外部門 (ROW) の収入と支出は、以下の式 (2.11) と (2.12) で表れる。

海外部門の収入

= ある国への財やサービスの輸出 + ある国から利子、配当、労働所得の受取 + ある国からの借入純増 (外国株式のある国への販売を含む) (2.11)

海外部門の支出

= ある国からの財やサービスの輸入 + ある国への利子、配当、労働所得の支払 + ある国への貸出の純増 (海外によるある国の株式の購入を含む) (2.12)

図表 2.6 海外部門の資金過不足の仕組みと国際金融の概念

収入	支出
HCへの財・サービス輸出 HCから利子・配当（受） HCから労働所得（受）	HCからの財・サービス輸入 HCへの利子・配当（受） HCへの労働所得（受）
HCからの借入純増 (株式含む)	HCへの借入純増 (株式含む)
政府債務純増	金融資産純増

注) HCは Home Country (例: 日本) ROWは Rest of Worldで、例、日本

海外部門における財・サービスの輸出と輸入の差が「財・サービス収支」として利子・配当・労働所得の受取と支払の差額が海外部門の「所得収支」として計上される。国民所得計算において、この財サービス収支と所得収支の合計は「経常海外余剰」で構成する。海外部門の経常海外余剰が黒字である場合、海外部門は資金余剰である。それは海外部門において、ある国との財・サービスの貿易収支や利子・配当・労働所得 (所得収支) の受け払いの純額が受け取り超過になっているからである。このように海外部門の経常海外余剰が黒字の場合、支払いの代金として海外の国の経済主体は、相対国の経済主体から現金・預金や債券など金融資産を受け取っていることになる。以上の関係をまとめると以下の式として表れる。

資金過不足

= ある国への貸出の純増 - ある国からの借入の純増 (2.13)

= 海外の財やサービス収支 + 海外の所得収入 (2.14)

= 海外の経常海外余剰 (2.15)

= - (ある国の財やサービス収支 + ある国の所得収支) (2.16)

= - (ある国の経常海外余剰) (2.17)

(5) マクロ資金需給，総貯蓄，国際収支

経済主体の資金過不足の関係から経済全体の資金需給の関係が捉え、さらに各部門の総貯蓄と国際収支を考慮することにより、グローバル資金過不足と流動性を論じることができる。基本的な考え方として国民所得勘定と経常収支から民間貯蓄と海外部門と政府部門との標準的な関係が導出される¹⁷⁾。

$$\text{経常収支}(X-M+Z) = \text{民間純貯蓄}(S-I) + \text{財政黒字}(T-G) \quad (2.18)$$

以上の関係を資金循環の視点から理解すると以下の経済的な姿が読み取れる。経常収支の黒字は、国内の民間部門（家計部門と企業部門）と政府部門の合計が全体の資金余剰であることを反映すると同時に、海外部門（例えば日本からは外国全体 ROW）が赤字（投資超過）でありその結果、資金不足であることを表している。この関係から、ある経済の国内の余剰資金が海外に輸出され、海外部門の資金不足を埋めるグローバル流動性の形で結果的に資金提供（資金供給）されることが把握できる。

2.4. 金融仲介と金融機関・金融市場

グローバル全体の資金の動きをみると、ある経済主体の資金余剰には、必ず他の資金不足が対応している。またある経済主体が保有している株式、社債、預金などの金融資産には、他の経済主体が負債や株式発行が対応している。従って世界中の全経済主体の資金過不足を合計するとゼロになる。これは、ある国のマクロ経済における経済主体の3部門と海外部門の資金過不足を合計するとゼロになることを示唆する。以上の関係は以下の恒等式で表すことができる。

$$\text{家計部門の資金過不足} + \text{法人企業部門の資金過不足} + \text{政府部門の資金過不足} + \text{海外部門の資金過不足} = 0 \quad (2.19)$$

以上の関係からグローバル流動性のメカニズムが理解できる。グローバルな資金過不足は、各国民経済間、すなわち先進国や新興国などの家計、企業、政府部門の資金過不足と密接な関係がある。例えば、先進国の経常海外余剰（海外部門の資金不足）は、その先進国全体の資金余剰に等しく、海外部門の資金過不足に対応するものである。これらの資金過不足は、マクロ経済における各経済主体部門である家計、企業、政府の貯蓄投資バランスの合計としての総貯蓄投資を反映する国際金融経済的な意義を持つ重要な概念である。

金融仲介と金融機関：資金剰余主体と資金不足主体の間における金融仲介は欠かせない。企業部門と家計部の部門のファイナンス活動には、何らかの経路において金融機関あるいは金融市場が関与しているからである。金融機関の最も重要な役割は資金需要側と資金供給側との間に介在して資金が流れるようにすること（金融仲介 financial intermediation）である。厳密には、時間軸上において現在価値が異なる cash flow を複数の主体または当事者が交換する作業を仲介することを意味する。これは、あらゆる金融取引を現在価値が同じになる cash flow の交換として位置づけることができるからである。経済歴史の発展とともにさまざまな形態の背景で、貸借（金融）に関するサービスを提供し資金を運用したい人と資金を調達したい人との間を仲介する専門の業者（金融機関または金融企業法人）が登場した¹⁸⁾。

企業部門の活動に伴い資金が流れ、その資金調達・運用が「投資ファイナンス」と「商業

17) 上川 (2012, 48), 深尾 (2010, 36)

18) 金融機能と銀行業金融機関の詳細な説明は内田 (2010 P30) を参照。また銀行、証券会社、保険会社、資金運用会社以外の投資銀行と商業銀行など異なる仕組みについては大垣 (2011) を参照。

ファイナンス」という性格の異なるファイナンスが生じるので、金融仲介を営む金融機関も、投資ファイナンス investment finance を仲介する「投資銀行 investment bank」と商業ファイナンス commercial finance を仲介する「商業銀行 commercial bank」と一般的に分離して考えることができる。しかし最近このような明確に分かれることができない形態の金融機関も現れ hybrid 化とコングロマリット化が進んでいる¹⁹⁾。

図表 2.7 金融法人企業部門の資金過不足と B/S の概念

資産	負債
非金融資産 (実物資産)	金融負債 銀行券 当座預金
金融負債 国債 貸付金	正味資産 (純資産) 資本金 準備金

注) 商業銀行のバランスシート B/S をあらわすものだが、本論文では金融法人企業 Financial institution or Financial firms の B/S 仕組みとして広義解釈。

金融仲介サービス部門の経済機能は、専門性を持つ情報能力と交渉力を生かして多様な金融取引プロセスを介在して潜在的な取引を発掘し、流動性・リスク管理や意思決定に必要な情報・アドバイス提供などを通じて、金融取引に伴うリスクやコストを軽減することにより、社会経済のリスク負担能力を高め、資金配分の効率を向上することである。

Ⅲ. 企業貯蓄の構造と決定要因

3.1 基本概念

一般的に、SNA における経済活動 (economic activity) は経済主体として 3 つの部門に分けられる。①企業部門 (C)、②家計部門 (H)、そして③政府部門 (G)。家計部門には非法人企業、個人自営業、対家計民間非営利団体、そして持ち家の帰属家賃などが含まれる²⁰⁾。名目国内総生産 GDP、Y から生産物に対する純租税 (補助金 - 租税) を引いたものは、経済各部門の総付加価値 (最終産出から中間消費を引いたもの) の合計と等しい。

$$Y - T = Q_C + Q_H + Q_G \quad (3.1)$$

企業部門の平均賃金 (the average wage) を w 、労働時間 (hours worked) を n と想定すると、「総労働シェア (マクロ労働分配率)」 $s_{L,C} = wn/Y$ は、すべての 3 部門の労働への報酬の合計を GDP に割るものになる。また「企業部門労働シェア」 (labor share in the corporate sector, corporate saving 企業労働分配率と呼ぶ) は、企業部門の付加価値で占める企業から労働への報酬、すなわち賃金に労働時間を掛けた変数 $s_{L,C} = w_C n_C / Q_C$ として表す。この企業労働シェアと企業貯蓄と異なる概念である。企業の総付加価値 (Corporate gross value added) Q_C は、①労働へ支払われる報酬 $w_C n_C$ 、②生産

19) 例えば、銀行の場合、長期融資や債権の購入、株式の政策保有を通じて投資ファイナンスの担い手としての役割を、証券会社が売掛債権の証券化などを通じて商業ファイナンスと関わる役割をしている。また一つの銀行が企業グループを通じてあるいは本体が直接に銀行、証券だけではなく保険やその他の金融機能・サービスを幅広く提供するいわゆる「コングロマリット化」の傾向も見られる。

20) “経済活動別分類は生産についての意思決定を行う主体の分類である一方、制度部門別分類は所得の受取や処分、資金の調達や資産の運用についての意思決定を行う主体の分類である。経済活動別分類は、生産技術の同質性に着目した分類となっており、事業所 (実際の作業を行う工場や事務所など) が統計の基本単位となっている。この分類による取引主体は、大きく産業 (個人企業を含む)、政府サービス生産者、対家計民間非営利サービス生産者に分かれる (参考資料 VI 「経済活動別分類」参照)。産業は経済的に意味のある価格での財貨・サービスの販売を目的として生産活動を行う主体であり、政府の機関であっても、費用構造、生産物の性格や処分において産業と類似しているもの (公的企業) はこれに含まれる (参考資料 V 「国民経済計算における政府諸機関の分類」参照)。また、個人企業及び家計の住宅所有 (持ち家の帰属家賃) についても、産業に含まれる。”出所：内閣府「国民経済計算」または <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/reference4/contents/kaisetsu.html>。

への補助金や租税, ③生産要素の資本へのすべての支払いを含む残差項目など3つの項目の合計からなる。ここで3つ目の項目はデータでは総運用余剰 *gross operating surplus* と呼ぶ。

$$Q_C = w_C n_C + NT_C + GOS_C \quad (3.2)$$

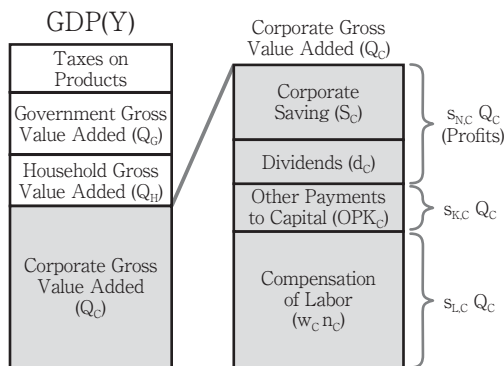
以上の関係式の中, 2つ目の項目, 純租税関連 TC と3つ目の項目, 企業総運用余剰 GOS_C を合わせた分は, さらに企業部門が生み出された付加価値の分配または配分の主体に着目して, 「④利潤 profits Π_C 」と「⑤その他の資本への支払い "other payments to capital" OPKC」など2つの項目に再度分けられる。配分主体に基づいた考え方により「その他資本への支払い」を利潤から分離することができる「その他資本への支払い」の項目は国民所得計算にある項目ではなく, 式(3.2)などで現れる生産物への租税と貸出への利子支払などのいくつかのサブ項目をまとめて「その他資本への支払(OPKC)」という新しい概念としての項目を設けることができる²¹⁾。グローバル企業貯蓄を分析する際, 企業貯蓄と総労働シェア (aggregate labor share) との一貫性を維持するために「生産物への租税」を OPKC 項目に分類した。従って企業付加価値 Q_C は以下の3つの項目に配分され, 再整理された各配分項目の合計が以下の式で示される。

$$Q_C = w_C n_C + \Pi_C + OPKC \quad (3.3)$$

ここで $w_C n_C$ は労働への報酬 (labor compensation), Π_C は利潤 (profits), OPKC はその他資本への支払い (other payments to capital) である。式(3.3)は企業部門の付加価値が生産要素の労働と資本部門へ配分されるのであり, この関係は企業部門における利益に相当する経営余剰の運用のメカニズムを示してお

り, 企業の側から把握する所得分配の構図を表す。

図表3.1 重要な国民会計の概念：企業価値, 労働シェア, 企業貯蓄



注) Key National Accounting Concept, 出所: Karabarbounis・Nieman (2012, 37)

3.2. 企業利潤と企業貯蓄

企業の利潤 (Profits Π_C) は, 企業の総付加価値から労働と資本へのすべての支払いを引いた残りの付加価値である。さらに利潤としての付加価値の中, 配当として配分されていない残りの分を企業貯蓄 corporate saving S_C として定義することができる²²⁾。

$$\Pi_C = Q_C - w_C n_C - OPK_C = d_C + S_C \quad (3.4)$$

ここで Π_C は利潤, S_C は企業貯蓄, Q_C は企業の付加価値, d_C は配当である。この式に基づいて「利潤シェアまたは利潤分配率 profit share」を $S_{\Pi,C} = \Pi_C / Q_C$, また「企業における資本へのその他支払 share of other payments to capital in the corporate sector」を $S_{K,C} = OPK_C / Q_C$ として, それぞれ表すことができる。企業の総付加価値 Q_C は, 生産過程での生産要素として貢献した労働部門と資本部門へ $S_{L,C}$ と

21) Karabarbounis+Nieman (2012)。ここから KN (2012) と呼ぶ。

22) この企業貯蓄の定義は, 企業の資金余剰 fund surplusの定義と異なるのに有意すべく, 企業部門全体における資金配分や金融行動を論じる理論と実証の両面での対応関係を綿密に検討する必要がある。

$S_{K,C}$ の割合に分配され、企業には利潤シェア $s_{\Pi,C}$ の比率で分配されることがわかる。したがって企業部門における企業貯蓄率、労働分配率、そして資本分配率間には $s_{\Pi,C} + S_{L,C} + S_{K,C} = 1$ という関係が成り立つ。

以上の企業部門における付加価値の分配の仕組みから、「企業利潤の内、配当 dividends d_C として分配されていない付加価値の部分」が企業貯蓄 S_C を構成することになる。

$$S_C = \Pi_C - d_C = S(d_C, Q_C, w_C, n_C, OPK_C) \quad (3.5)$$

この企業貯蓄関数(3.5)が企業の資金余剰の規模や比率を決める主要な決定変数を表す。またKN(2012)も指摘するように国民所得計算で測定する際、株式など金融資産の再購入 equity repurchases や負債の返済 the retirement of debt などが考慮されていないのは、それらは企業貯蓄の原資(出処)ではなく、むしろ使う方法、すなわち運用(use)と関わるからである。

3.3. 企業貯蓄の変動の決定要因

前述した「企業利潤の内、配当 dividends d_C として分配されていない付加価値の部分」という企業貯蓄 S_C の定義に基づいて対GDP企業貯蓄 $\frac{S_C}{Y}$ は、以下のように導出される²³⁾。

$$\frac{S_C}{Y} = \frac{Q_C}{Y} \frac{\Pi_C}{Y} \left(1 - \frac{d_C}{\Pi_C}\right) = \frac{Q_C}{Y} (1 - S_{L,C} - S_{K,C}) \quad (3.6)$$

この関係式から対GDP企業貯蓄の決定には① $\frac{Q_C}{Y}$ 経済全体における企業部門のシェア(企業の総付加価値/名目GDP)、② $1 - S_{L,C} - S_{K,C}$ 労働と資本など所得分配率とその相対的

な構図、そして③ $1 - \frac{d_C}{\Pi_C}$ 利潤から占める配当の相対的な配分など3つの側面から影響をうけることになる。企業貯蓄関数は、非常に複雑な要因により決まることを表している。具体的には産業構造 $\frac{Q_C}{Y}$ 、生産要素間の所得分配構造 $S_{L,C}$, $S_{K,C}$ 、配当政策など企業部門におけるガバナンス構造 $\frac{d_C}{\Pi_C}$ 、付加価値に影響を与えるマクロ諸要因 Q_C 、経済全体と企業部門への諸ショック Ψ などが企業部門の貯蓄水準と企業部門の資金過不足の量を決める。

$$\frac{S_C}{Y} = S\left(\frac{Q_C}{Y}, S_{L,C}, S_{K,C}, \frac{d_C}{\Pi_C}, \Psi\right) \quad (3.7)$$

従って、経済全体における企業部門の貯蓄の動き、特に企業貯蓄の増加は、四つの要因により規定される。まず、生産活動における企業部門の相対的なシェアの増加、第2の要因として労働シェアと資本シェアが減少、第3の要因は配当が利潤と比べて相対的な減少など配当率の変動、最後に以上に述べられた要因以外の変数または不確実性を含めた企業固有と経済共通のショックの諸要因(Ψ)などがあげられる²⁴⁾。さらに対GDP企業貯蓄の変動の要因は、式(3.6)をログ化して残差項を加えた次の式から分解できる。

$$\begin{aligned} \ln \frac{S_C}{Y} &= \ln \frac{Q_C}{Y} + \ln (1 - S_{L,C} - S_{K,C}) \\ &+ \ln \left(1 - \frac{d_C}{\Pi_C}\right) + \Psi \end{aligned} \quad (3.8)$$

ここで Ψ は説明変数以外の変数などを示す残差を示すものであり、本論文では、企業貯蓄を規定する諸要因、不確実性、ショックなどに広く解釈できると想定する。経済全体の総貯蓄(S)

23) 企業貯蓄の変動などの決定要因に関する詳しい理論的な論議はKN(2012)を参照。

24) GDP対比の企業貯蓄が増加する要因として ①経済活動のシェア(the corporate sector increases as a share of economic activity)の増加、②労働シェア the labor share あるいは資本シェア the capital shareの減少 declines、③利潤対比配当(dividends relative to profits)の減少が考えられる。

における企業貯蓄 $\frac{S_c}{S}$ も、対 GDP 企業貯蓄率と同じ要因により分解できるので、同様の要因により規定されることが、以下の式からわかる。

$$\frac{S_c}{S} = \frac{Q_c}{S} (1 - S_{LC} - S_{KC}) \left(1 - \frac{d_c}{\pi_c} \right) \quad (3.9)$$

投資支出を賄う後、株式や債券など金融資産の購入 equity repurchases と負債の返済 the retirement of debt などの資金余剰の運用を、企業貯蓄を巡る意思決定や企業金融などの資金分配の側面から説明できる。

IV 企業貯蓄と金融行動

3章で述べた企業貯蓄のメカニズムから分かるように、企業貯蓄の水準とその変化は金融行動をはじめとする企業部門における生産、支出そして分配などに関する一連の意思決定の結果であり、企業を巡る経営環境としてのマクロ経済の動きやさまざまなショックにより影響をうける。

この章では、企業貯蓄と企業金融との関係を資本構成の観点から考えてみる。特に企業貯蓄を利潤のから配当などに配分してない部分として定義する考え方を中心に、企業付加価値の分配から得られる企業部門の資本構造をみることに、企業部門の金融行動を分析する²⁵⁾。

4.1. 企業の金融行動と資本構成

第2章で説明したように支出に充てられなかった所得の使い途として①設備・在庫投資、②金融資産の増加、③金融負債の減少、などの3つが考えられる。企業部門における貯蓄として課税後の利潤から配当を控除した残りである企業貯蓄がある。内部留保で測る企業貯蓄は上記の3つのいずれかの使い途で分配される。し

かし、実際の企業の選択をみると、設備在庫投資への支出は慎重で最小限に止める一方、大方の企業貯蓄は金融資産の増加、または金融負債の減少に使われているケースが目立つ。とくに近年の日本企業部門は、投資は基本的に内部留保の範囲内で行い、企業貯蓄と内部留保の残りは借金返済に充てられる、いわゆる債務圧縮の行動をした。以上のことを企業の資金調達手段の面で、株式、負債(社債+借入)、内部留保の三つであると考えると、以下の式が成り立つ。

$$\text{投資} = \text{企業貯蓄} + \text{株式の増減} + \text{負債の増減} \quad (4.1)$$

この関係式はマクロの資金需給の観点から、企業部門の投資と企業の貯蓄、株式、負債の増減を結ぶ恒等式である。実物部門における支出、投資支出の動きをマクロの企業貯蓄と企業資金調達の関係に対応する関係で説明するので、企業部門の金融行動を把握するために重要な役割をする。このような標準的な既存の観点に前章で説明した企業貯蓄の概念・定義に基づいた企業貯蓄の形成のメカニズム(3.5)、(3.7)を取り入れ、その観点から経済全体の活動や流動性・資金の動きを企業部門の金融行動と関連させて究明するのは有益である。これらの新しい考え方に基づいて最近のグローバル企業貯蓄の増加または日本経済における企業貯蓄の増加を金融行動、すなわち、その資金使用と資金調達と関連して説明できるからである。式(3.5)を企業貯蓄の形成・蓄積の源泉とその構造を反映するメカニズムとすれば、その資金余剰をがどう使われるか、または資金余剰の運営に関わる企業金融を含む企業の行動やそのメカニズムから考えることができる。

企業部門における金融行動を考えてみる。企

25) KN (2012, 7) では“profit that are distributed as dividends constitute corporate saving. (図3)”として記述されているが、法人企業統計における余剰金の配分、または配当は中間配当額+配当金+内部留保などの項目になる。

業貯蓄をまず内部留保のような資金余剰から投資支出、さらに借金返済などによる負債の増減と株式の増減を行うと想定すると、 t 期における企業貯蓄 $S_{C,t}$ は、以下の式で描くことができる。

$$S_{C,t} = \Pi_{C,t} - d_{C,t} = I_{C,t} + [A_{C,t} - A_{C,t-1}] + [D_{C,t} - D_{C,t-1}] \quad (4.2)$$

ここで $I_{C,t}$ は t 期における企業投資、 $A_{C,t} - A_{C,t-1}$ は当期の株式など増減、 $D_{C,t} - D_{C,t-1}$ は同期間の負債の増減を表す。この関係式から得られる経済的な示唆は、企業貯蓄の配分またはその使う選択は、企業の利潤、配当額または配当政策などの規模制約下、企業部門の投資行動と企業金融行動と関連させながら決められることである。上の式の右辺の 2 つ目と 3 つ目の項目は、企業部門の資本構成の変化を表す重要な要因であり、その動きや変化率は経済の実物部門の動き、具体的には、右辺の第一つ目の項目にある企業投資支出の資金調達と深い関係がある。企業投資は資産形成（資本蓄積と呼ぶ）につながり、企業部門のバランスシートにおける実物資産の変動として反映される（図表 4.1）。

具体的に投資支出に関する資金調達のために内部資金として企業貯蓄また外部資金として負債の増加という従来の因果関係よりも、最近の企業行動と特徴の一つとして、企業貯蓄の範囲で、すなわち企業貯蓄の規模の制約下、固定として想定した場合、投資支出と金融資産・負債間の配分と、それらの相互関係に関する現象を現している。

4.2. 日本の企業貯蓄と企業金融

4.2.1. グローバル企業貯蓄の増加

伝統的な経済学において、ある経済の総所得から労働者の時間に対する報酬として支払われる部分である労働シェアの安定性は、定型事実の一つとして定着してきた。しかし、過去 30 年ほどの間、この規則性がクロスカントリーの観点または長期的な観点から成立しにくいことが明らかになりつつある。[Blanchard (1997), Bentolila and Saint-Paul (2003)] 労働シェアの変動性やその要因について今まで多くの研究がなされたが、この背景には注目されるべくグローバル企業貯蓄の増加がある。特にグローバル観点から企業貯蓄の時系列データのトレンド

図表 4.1 企業部門（事業法人）のマクロ B/S の概念

A 資産	L 負債
A1. 流動資産	L1. 流動負債
A2. 固定資産	L2. 固定負債
A3. 繰延資産	L3. 特別法上の準備金
	C 純資産（正味資産）資本@法人
	C1. 株主資本
	C11. 資本金
	C12. 資本余剰金
	C13. 利益余剰金
	C14. 自己株式
	C2. その他
	C3. 新株予約権
資産合計 (A = A1 + A2 + A3) 100%	負債及び準資本合計 (L + C) 100%

注 1) 流動資産 (A1) = A11.現金預金 + A12.有価証券 + A13.棚卸資産 + A14.その他

注 2) 有価証券 (A12) = 株式 + 公社債 + その他の有価証券

注 3) 棚卸資産 (A13) = 製品または商品 + 仕掛品 + 原材料貯蓄品 + その他

注 4) 流動負債 (L1) = 支払手形 買掛金 + 短期借入金 + 引当金 + その他

注 5) 固定負債 (L2) = 社債 + 長期借入金 + 引当金 + その他

に注目すると(図表4.2)、労働シェアはほとんどの国で減る傾向にあり、会社が企業所得の中、約30年前には約65%(1975年)を労働へ払ったが、それが最近60%(2007年)になったことが示された²⁶⁾。

図表4.2 労働シェアのグローバル減少と企業貯蓄のグローバル増加



注) 実線：総企業貯蓄/総貯蓄
Global Corporate Saving/Total Saving (左)
点線：グローバル法人労働シェア
Global Corporate Labor Share (左)
出所：Karabarbounis+Niemann (2012, 35)

労働シェアの変動は、格差問題だけではなく企業部門がどう運営されるのか、企業部門から生み出された付加価値や資金がどう配分されるのかなど全体経済における企業部門の分析のための重要な観点と示唆点を与えてくれる。最近の先行研究では労働シェアの減少はグローバル貯蓄の供給が家計部門から企業部門へシフトと深い関連があることが強調された。また、これは企業利益や利潤の増加と企業貯蓄と密接なかわりがある。また先進国経済では、総貯蓄の増加における企業貯蓄の増加の貢献が、家計や政府など他の部門を上回っている。さらに投資財の価格の下落や資本市場の不完全性などによる説明の可能性を提起した。先行研究の中、企業の金融行動の観点を取り入れるために、企業貯蓄を利潤から配当に支払ってない部分として定義されることに留意すべきである。労働シェ

アと企業貯蓄が同時決定されるという考え方に基づいたグローバル貯蓄分析から、30年前はグローバル投資は主に家計貯蓄によるファイナンスをしていたが、最近それは企業貯蓄によるファイナンスされていることが理論・実証的に究明された。このようなグローバル規模の動きをする現象トレンドの要因は何か？ この問題へ理解を深めるために、日本の貯蓄の動き、特に企業貯蓄や金融行動の分析から、その一部の答えを見つけることも大きな意義がある。

ある国経済全体の資金の過不足の状況を把握するために各経済主体別の資金の動きを資金循環統計を用いてみる。金融取引によって生じた期中の資産・負債の増減額を記録した「金融取引表B(2011年)」日銀(2012)から、経済主体の資金過不足を状況が得られる。日本経済における資金超過している経済主体は、2011年現在、家計部門と企業部門であり、その総額は44.5兆円である。一方、資金不足の主体は政府部門と海外部門であり、その総額は同額の△44.5兆円である。資金を運用している経済主体の内訳をみると、企業部門は24.7兆円、その中、金融機関(6.0兆円)、非金融法人企業(18.7兆円)であり、家計部門は19.8兆円、そのうち、家計(18.7兆円)、対家計民間非営利団体(1.1兆円)である。資金が不足して資金を調達している経済主体をみると、総額の44.5兆円の資金不足内、一般政府部門は34.9兆円の資金不足と海外部門は9.6兆円の資金が不足である。したがって、日本経済全体の資金(2011年)の流れは資金余剰主体である家計や非金融法人企業部門から44.5兆円の資金が一般政府と海外の両部門に資金が循環していることがわかる。

実物面において、投資と貯蓄は経済全体をとれば一致するが、各部門別にはかならず一致せずに差(I-Sバランス)が生じる。それに資本移転の受払を加えたものが「純貸出(+)/純借

26) KN (2012)

入(-)」であり、資本蓄積の原資と非金融資産の取得とのバランスを表している。各部門における「純貸出(+)/純借入(-)」は、金融取引を通じて調整されるが、そこでの金融資産の純増と負債の純増の差が「純貸出(+)/純借入(-) (Net Lending / Net Borrowing) (資金過不足)」である²⁷⁾。期中の資金運用と調達は、実体経済における貯蓄、投資行動を反映して決まるものであるため、その差額である資金過不足は、概念上、国民経済計算の純貸出(+)/純借入(-)に一致する(資金余剰=純貸出、資金不足=純借入)。したがって、資金循環統計における各経済主体の資金過不足を利用することにより、実体経済の各経済主体の貯蓄と投資の動きを金融面から推測することも可能となる。図表 4.3 と図表 4.4 は 2000 年代における日本の制度部門別の金融取引を対 GDP 比率と金額の変動から示している。法人企業部門の割合は 7

～9%で家計部門を大幅に上回っている。図表 4.3 は、2000 年代、日本経済における各経済主体(制度部門)の金融取引実額の増減の年次時系列を表している。

資金循環統計調整表のデータ(2011 年)によると、各経済主体の取引の結果、期末時点で保有される資産・負債の残高を記録した「金融資産・負債残高表(A)」と「金融取引表(B)」の間の乖離額(金融資産・負債残高表の前期と当期の差分から、金融取引表の取引額を差引いた額)(A-B)を記録したのが「調整表」である。日本経済における 2011 年の純調整額をみると、非金融法人部門はプラス(29.8 兆円)、金融機関(7.0 兆円)、家計部門(11.4 兆円)である反面、一般政府部門(-42.3 兆円)はマイナスの純調整額である。

この「調整表」には期中における資産の評価額の変動(株価の変動など)に伴う資産・負

図表 4.3 日本制度部門別 対 GDP 金融取引の変動率

(単位: %)

	1. 民間部門貯蓄					2. 政府部門	3. 一国 1+2	4. 海外部門
	1.1 法人企業部門				1.2 家計部門			
	1.1A+1.1B	1.1.A 非金融法人	1.1.B 金融法人					
2002	10.1	9.3	5.6	3.7	0.7	-8.1	2.7	-2.6
2003	11.6	7.6	4.7	2.9	2.0	-7.4	6.2	-3.3
2004	8.2	7.2	5.2	2.0	0.9	-5.3	3.8	-3.5
2005	7.3	6.8	6.1	0.7	0.4	-4.1	3.6	-3.6
2006	4.5	2.1	2.0	0.1	2.2	-0.7	6	-4.1
2007	7	5	2.6	2.4	2.0	-2.6	6.4	-4.7
2008	5.4	2.7	2.8	-0.1	2.6	-3.4	4.6	-2.5
2009	12.1	7.3	6.8	0.5	4.8	-9.1	7.8	-3.3
2010	11.6	7.7	7.5	0.2	3.7	-8.4	6.9	-3.4
2011	10.2	7.8	6.3	1.5	2.4	-8.9	3.7	-1.7

注1) 民間貯蓄 = 法人企業部門貯蓄 (1.1) + 家計部門の貯蓄 (1.2) + 対家計非営利部門の貯蓄

注2) 1.1 法人企業部門は非金融法人 (1A) と金融法人 (1B) の和。出所: 内閣府の SNA 統計からの年次データ、「国民経済計算」。ウェブ <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>

27) 国民経済計算では、「純貸出 (+) / 純借入 (-)」と「純貸出 (+) / 純借入 (-) (資金過不足)」は、それぞれ、資本調達勘定の実物取引表と金融取引表のバランス項目に対応している。内閣府 (2012) 「国民所得計算」ウェブ <http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/reference4/contents/kaisetsu.html#ko6>

債の増減などが含まれている。非金融法人部門の純調整額（プラス）の要因として、資産側でキャピタルゲインより、負債側に計上されている株式や出資金の評価額は減少により発生した見方が多い。それと対照的に、他のマイナス純調整額の主体は、資産側における株式や出資金などのキャピタルロスによる部分が大きい。非金融法人企業部門の株式・出資金の評価損は日本の企業価値の減少を反映すると考えられる。

日本経済の民間非金融法人部門は実物・金融資産総額の35.2%（2010年）に達する正味資産

を持っている（図表4.5）。大規模な正味資産の発生原因として主に考えられるのは、資産と負債など2つ側面からの要因がある²⁸⁾。ひとつは①負債側に計上されている株式や出資金の評価額：金融市場が民間企業の株式や社債を過小評価している、もう一つは②資産側に計上されている非金融資産（実物資産）の側面がある。これは企業部門に企業価値に貢献をしない実物資産の存在である。企業部門における大規模の正味資産あるいは企業貯蓄の発生要因としてこれらの2つの側面のいずれかになる。

図表 4.4 日本制度部門別 対GDP金融取引金額の増減：純貸出（+）／純借入（-）率

（単位：兆円）

	1. 民間部門貯蓄					2. 政府部門	3. 一国 1+2	4. 海外部門
	1.1法人企業部門				1.2家計部門			
	1.1A+1.1B	1.1.A非金融法人	1.1B金融法人					
2002	50.5	46.5	28.1	18.4	3.3	-40.2	10.3	-13.0
2003	49.4	38.3	23.8	14.5	10.2	-37.3	12.1	-16.7
2004	41.2	36.3	26.3	10	4.3	-26.5	14.7	-17.8
2005	37.0	34.4	30.9	3.5	2.2	-20.9	16.1	-18.4
2006	23.2	10.8	10.4	0.4	11.4	-3.6	19.6	-20.7
2007	35.9	25.2	13.1	12.1	10.5	-13.5	22.4	-24.3
2008	26.1	13.2	13.8	-0.6	12.5	-16.5	9.6	-12.1
2009	57.7	34.9	32.5	2.4	22.9	-42.9	14.8	-15.8
2010	55.9	37.4	36.2	1.2	17.6	-40.4	15.5	-16.2
2011	48.4	36.8	29.8	7.0	11.4	-42.3	6.1	-7.9

注1) 民間貯蓄 = 法人企業部門貯蓄 (1.1) + 家計部門の貯蓄 (1.2) + 対家計非営利部門の貯蓄

注2) 1.1法人企業部門は非金融法人 (1A) と金融法人 (1B) の和。出所：内閣府のSNA統計からの年次データ、「国民経済計算」。ウェブ<http://www.esri.cao.go.jp/sna/menu.html>

図表 4.5 バランスシートと正味資産

資産		負債	
非金融資産 (実物資産)	871.8兆円	金融負債 (株式・出資金を含む)	1059.8兆円
金融資産	764.0兆円	正味資産	576.1兆円

注) 金額は2010年 出所：国民経済計算ストック編 (2010年)

28) 理論的には、民間非金融法人部門は、実物・金融資産の最終的な保有者ではないので、実物・金融資産総額 (2) が金融負債総額 (株式・出資金を含む) にほぼ等しくなり、両側の差である正味資産はゼロ近傍になることがしばしば言われている。

4.2.2. 日本の80年代以降の民間貯蓄の動向

1980年代から最近まで日本における民間部門の貯蓄の動向を、国民経済計算からの30年間の年次時系列データを用いて確認してみる。図表4.6には、家計部門と企業部門からなる民間部門の貯蓄、ならびに政府部門の貯蓄の変動を対GDP比から測定して示している。民間部門の貯蓄は1980年代GDPの約14%を占めているから、その後90年代間には10%近い低水準を維持して、2000年代に入って世界金融危機のころ低下する傾向を見せた。しかし2000年代全体のトレンドをみると9-12%台で安定して推移している。民間貯蓄の内訳のトレンドをみると、1980年の時点で法人企業部門がGDPの5%に

対照的に家計部門は11.6%の貯蓄で家計貯蓄が企業貯蓄の2倍以上であったが、1990年代中盤のアジア通貨危機以降から1990年代終わりまでの家計貯蓄と企業貯蓄の差が小さくなり、両部門の貯蓄の逆転が始まりつつあった。2000年代入ってから法人企業貯蓄が5.7%、家計貯蓄が5.2%で逆転が始まり(図表4.8)、グローバル金融危機以降にはその格差が広がり、2010年と2011年の企業貯蓄が7.7%と7.8%、家計貯蓄のが3.7%と2.4%となった(図表4.9)。

バブル崩壊直後の1990年代初頭には1対3または1対4の比率であったが、2000年代入ってから逆転して3対1の比率になった。家計貯蓄の変動を時代別にみると(図表4.7)、1980

表 4.6 日本の部門別貯蓄率(対GDP比)1980-2011

(単位: %)

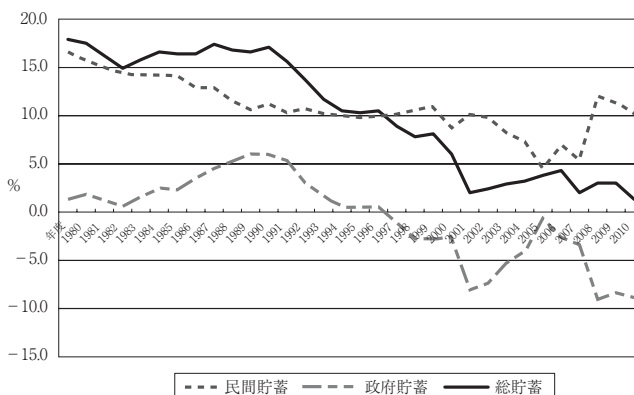
	1. 民間部門貯蓄				2. 政府部門	3. 一国 1+2	4. 海外部門
	1.1 法人企業部門			1.2 家計部門			
	1.1.A 非金融法人	1.1.B 金融法人					
1980	16.6	5.0	4.2	0.8	11.6	1.3	17.9
1981	15.7	3.6	3.3	0.3	12.1	1.8	17.5
1982	15.0	3.6	3.2	0.4	11.4	1.2	16.2
1983	14.3	3.2	3.0	0.2	11.1	0.6	14.9
1984	14.2	3.3	3.4	-0.1	10.9	1.6	15.8
1985	14.2	3.8	3.9	-0.1	10.4	2.4	16.6
1986	14.1	4.4	4.5	-0.1	9.7	2.3	16.4
1987	12.9	4.4	4.4	0	8.5	3.5	16.4
1988	12.9	4.2	4.1	0.1	8.7	4.5	17.4
1989	11.5	3.0	2.7	0.3	8.5	5.3	16.8
1990	10.6	2.5	1.2	1.3	8.1	6.0	16.6
1991	11.2	2.0	0.5	1.5	9.2	5.9	17.1
1992	10.3	1.3	0.3	1.0	9.0	5.3	15.6
1993	10.7	1.9	0.7	1.2	8.8	3.0	13.7
1994	10.2	1.9	0.2	1.7	8.3	1.5	11.7
1995	10.0	2.2	0.8	1.4	7.8	0.5	10.5
1996	9.8	3.4	1.8	1.6	6.4	0.5	10.3
1997	10.0	3.8	2.5	1.3	6.2	0.5	10.5
1998	10.1	3.1	1.8	1.3	7	-1.2	8.9
1999	10.6	4.4	2.8	1.6	6.2	-2.8	7.8
2000	10.9	5.7	3.6	2.1	5.2	-2.8	8.1
2001	8.6	5.6	3.1	2.5	3.0	-2.6	6.0
2002	10.1	9.3	5.6	3.7	0.7	-8.1	2.0
2003	9.8	7.6	4.7	2.9	2.0	-7.4	2.4
2004	8.2	7.2	5.2	2.0	0.9	-5.3	2.9
2005	7.3	6.8	6.1	0.7	0.4	-4.1	3.2
2006	4.5	2.1	2.0	0.1	2.2	-0.7	3.8
2007	7.0	5.0	2.6	2.4	2.0	-2.7	4.3
2008	5.4	2.7	2.8	-0.1	2.6	-3.4	2.0
2009	12.1	7.3	6.8	0.5	4.8	-9.1	3.0
2010	11.4	7.7	7.5	0.2	3.7	-8.4	3.0
2011	10.2	7.8	6.3	1.5	2.4	-8.9	1.3

注1) 民間貯蓄 = 法人企業部門貯蓄 (1.1) + 家計部門の貯蓄 (1.2) + 対家計非営利部門の貯蓄

注2) 1.1 法人企業部門は非金融法人 (1A) と金融法人 (1B) の和。

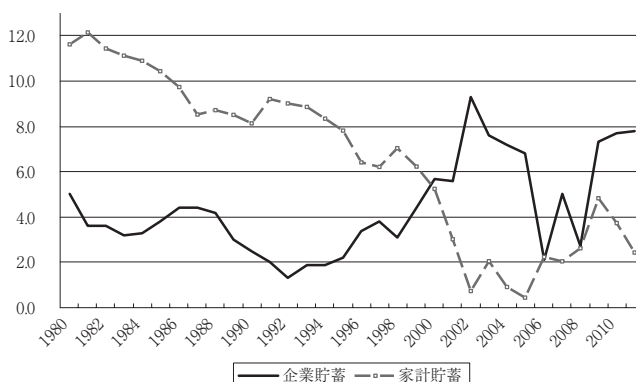
出所: 内閣府のSNA統計からの年次データ, 「国民経済計算」

図表4.7 日本の民間部門貯蓄と政府部門貯蓄



注) 対 GDP比貯蓄率, 内閣府の SNA 統計からの年次データ。図表4.6を基に作成。
出所：図表4.6と同一。

図表4.8 日本経済における民間部門貯蓄の内訳：家計貯蓄と企業貯蓄



注) 日本の企業貯蓄率と家計貯蓄率：対 GDP比, 内閣府の SNA 統計からの年次データ。
出所：図表4.6と同一。

年代の平均 10.3% から 90 年代の 7.5%, さらに 2000 年度 (2001-2011) の平均 2.2% まで低下する傾向である。一方, 企業貯蓄は 1980 年代の 3.9% であり, アジア経済危機や国内の金融危機のある 90 年代には平均 2.9% へ低下したものの, 2000 年代に入ってから 10 年間, 平均 6.3% へ持続的に増加する傾向であり, 同期間の家計貯蓄の平均 2.2% の 3 倍に至っている。民間部門の貯蓄の中, 企業貯蓄と家計貯蓄の逆転の背景を考えてみると, 日本の企業貯蓄につ

いて以下の特徴が挙げられる。第一に, 98 年以降, 日本の非金融法人企業の貯蓄の増加は, 基本的には投資 (資本の増加) よりも負債の返済に充てられたことが多い (祝迫, 2010)。日本企業の株式と手持ちの現金の純増加の動きをみると, 世界金融危機の深刻化とその後の景気後退の予測から, 日本企業は手持ちの流動性の確保に走ったことが考えられる。

90 年代末以降の負債の減少が, 金融機関の側の引き締めによるものか, それとも借り手の

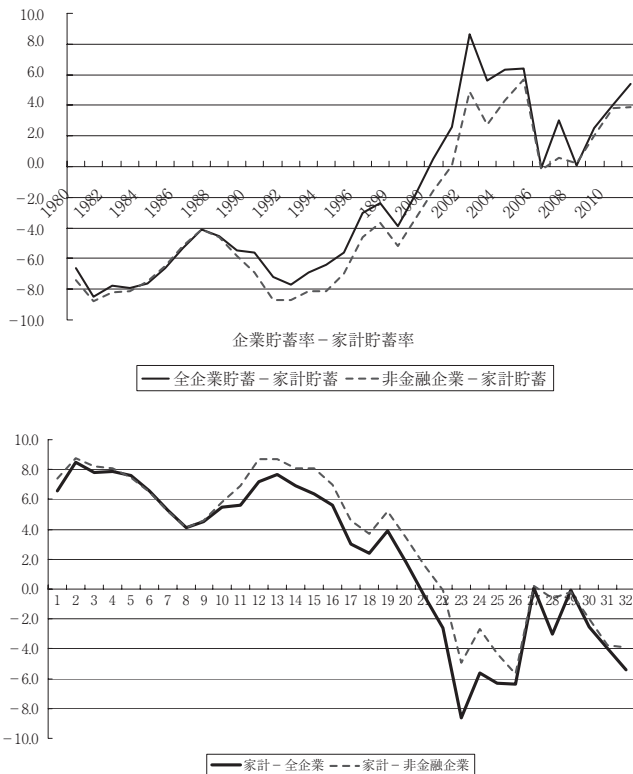
企業側の意図によるものなのか、などの問題について事実確認が必要となる。金融危機直後の1988年から2000年までの日本企業における負債の減少は、主に金融機関の引き締めが要因であると考えられる。しかし、それ以降の負債の減少は企業側の要因による自発的な負債の消滅の可能性が高い。

経済全体からみる企業部門の総付加価値は、労働部門への報酬、生産要素の資本部門へのすべての支払い、そして生産部門への補助金・租税などに分けられる式(3.2)。本稿では企業部門の資金過不足すなわち企業貯蓄とグローバル流動性に注目した。全体経済における企業部門の総付加価値(Qc)は、式(3.3)のように生産要素部門として労働部門と資本部門へ分配される「労働への報酬」と「その他資本への支

払い」、そして企業部門へ「利潤」として配分される。図表4.10は日本企業の総付加価値が最近どう配分されているか、その構成を表している。企業の総付加価値の構成比の変動から日本企業部門における所得分配の構図が把握できる。

式(3.4)によると企業部門の利潤(Π_c)からさらに配当(d_c)として配分され、その残りの資金が内部留保として余剰資金になり、企業貯蓄を構成する。この分配仕組みは、企業部門の配当政策などファイナンス戦略や政策を反映しており、それらは会社法など制度・政策の規制に影響を受ける。実証面からいくつかの測定可能な選択があるものの、日本経済の法人企業統計から「当期純利益」が利潤、「配当金」が配当(d_c)に対応する。

図表4.9 日本企業の相対貯蓄：企業貯蓄率と家計貯蓄の格差



注) 対GDP比貯蓄率の格差で測定, 出所: 図表4.6と同一。

近年の日本企業貯蓄の増加による資金余剰の配分は、基本的に投資支出へ内部留保の範囲内で行われ、内部留保の残りは借金返済に充てられる行動をしている。図表4.10と図表4.11は、日本企業部門における最近企業付加価値の配分と余剰金の配分の動きを表す。

日本経済における企業部門の総付加価値の配分や構成の状況を、最近のグローバル金融危機前後中心に図表4.10で表している。付加価値の配分としての構成項目である人件費、支払利

息など、賃貸料、租税公課などは式(3.4)の変数と対応してそれらの日本企業部門における最近動きが把握できる。「労働への報酬 $w_c n_c$ 」は2007年度の69.4%から2008-09年の74.7%まで増加したが、2010年に入り71.6-72.6へ減っているが、「その他資本への支払い」は2008-09年から2011年16.6%と横ばいと現状を維持しているので、労働部門より資本部門への配分が相対的に優先しているともデータから解釈できる。

図表4.10 日本企業部門における付加価値の構成

(単位：億円，%)

区分	2007 (平成19)		2008 (平成20)		2009 (平成21)		2010 (平成22)		2011 (平成23)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
付 加 価 値	2,854,573	100.0	2,643,278	100.0	2,633,478	100.0	2,719,175	100.0	2,751,343	100.0
人 件 費	1,981,473	69.4	1,975,017	74.7	1,967,085	74.7	1,948,388	71.6	1,999,003	72.6
支 払 利 息 等	94,969	3.3	103,915	3.9	105,058	4.0	88,831	3.3	92,323	3.4
動 産 ・ 不 動 産 賃 借 料	268,020	9.4	272,848	10.3	295,146	11.2	287,126	10.6	271,394	9.9
租 税 公 課	110,557	3.9	101,867	3.9	95,897	3.6	92,846	3.4	91,293	3.3
営 業 純 益	399,554	14.0	189,631	7.2	170,292	6.5	301,984	11.1	297,331	10.8
付 加 価 値 率	18.1		17.5		19.3		19.6		19.9	
労 働 生 産 性 (万 円)	698		639		641		671		668	

- (注) 1. 付加価値 = 人件費 + 支払利息等 + 動産・不動産賃借料 + 租税公課 + 営業純益
 2. 人件費 = 役員給与 + 役員賞与 + 従業員給与 + 従業員賞与 + 福利厚生費
 3. 営業純益 = 営業利益 - 支払利息等
 4. 付加価値率 = (付加価値 / 売上高) × 100
 5. 労働生産性 = 付加価値 / 従業員数
 6. 上記計数には金融業、保険業は含まれていない。
 7. 平成21年度年次別調査から、日本郵政(株)、郵便事業(株)、郵便局(株)を含んだ計数となっている。

出所：財務省「法人企業統計調査結果」, 表5 ウェブ：<http://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h23.pdf>

図表4.11 日本企業部門における余剰金の配分

(単位：億円，%)

区分	2007 (平成19)		2008 (平成20)		2009 (平成21)		2010 (平成22)		2011 (平成23)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
当 期 純 利 益	253,728	100.0	73,909	100.0	92,239	100.0	186,864	100.0	191,389	100.0
配 当 金	140,390	55.3	122,098	165.2	122,851	133.2	103,574	55.4	119,005	62.2
内 部 留 保	113,338	44.7	△ 48,189	△ 65.2	△ 30,611	△ 33.2	83,290	44.6	72,384	37.8

- (注) 1. 当期純利益 = 経常利益 + 特別利益 - 特別損失 - 法人税、住民税及び事業税 - 法人税等調整額
 2. 内部留保 = 当期純利益 - 配当金
 3. 上記計数には金融業、保険業は含まれていない。
 4. 平成21年度年次別調査から、日本郵政(株)、郵便事業(株)、郵便局(株)を含んだ計数となっている。

出所：財務省「法人企業統計調査結果」, 表4 ウェブ：図表4.10と同一

1990年代以降の日本企業部門の貯蓄が大幅に伸び、家計部門の貯蓄の伸びを上回った。

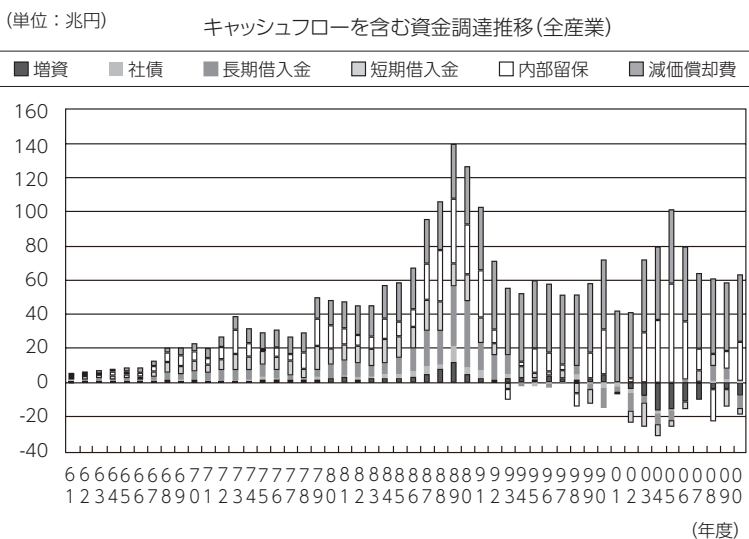
2000年代以降から最近家計貯蓄の3%をはるかに越えて7.3-7.8%まで企業貯蓄が持続的に増加した(図表4.9)。日本企業の増加した貯蓄の動きを分析するためには、いくつかの問いに答えるのと深く関連がある。企業の資金余剰である企業貯蓄の使い道は何であったのか。その選択の結果、企業部門の資本構成が全体としてどのような動きをしているのか。日本企業の場合、資金余剰の範囲で投資を最小限ながら投資支出をおこなうものの、一般的には負債の圧縮と株式の増加として配分されたのである。

ここで負債と株式がどのように圧縮または増加されたのかなどの金融資産と負債の動きに注目する必要がある。1990年代後から日本企業部門の資金調達の特徴として、短期・長期の借入が大きく減る反面、内部調達と増資による資金調達が大きく増加した。社債による資金調達も限定的であるのに対して、2000年代以降、負債を圧縮して、自己資金・手元流動性を強化する傾向が持続的に維持された結果、内部留保

など企業貯蓄による資金調達への依存度が高くなった(図表4.12)。

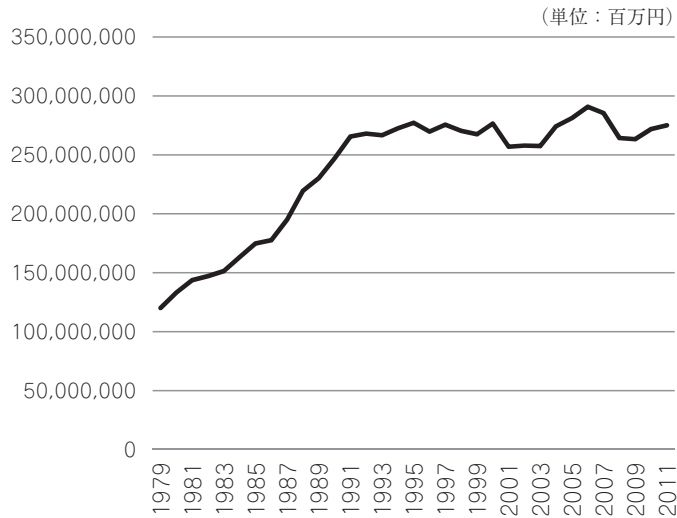
経済全体の観点から企業部門の総企業貯蓄の決定要因は3章で説明した企業貯蓄関数(3.5)で描くことができる。企業部門の総企業価値の動きを戦後30年間の長い時系列からみると、バブル時代から企業価値の総額は急速に増加したが、バブルの崩壊以降、伸び悩んでいる。世界金融危機前は伸びはじめたものの危機以後減り、2011年は増加の傾向にあるように見える(図表4.13(a))。ここで企業価値の動きの重要な特徴として変動性(volatility)に注目すべきである。まず、時系列における長期的なトレンドは80年から90年代松まで増加の傾向であり、バブル崩壊後は右下がり傾向、世界金融危機を除いて2000年代と2010年代に入り、時系列のトレンドは増加の傾向の性格を持っている。次に、法人企業統計の長期時系列から1980-2010年の30年間の企業価値の変動率を表している図表4.13(b)で、企業の総付加価値は長期的なトレンドに沿いながら、変動の幅が変化している特徴を表している。

図表4.12 企業部門の金融資産選択の推移：1961-2011



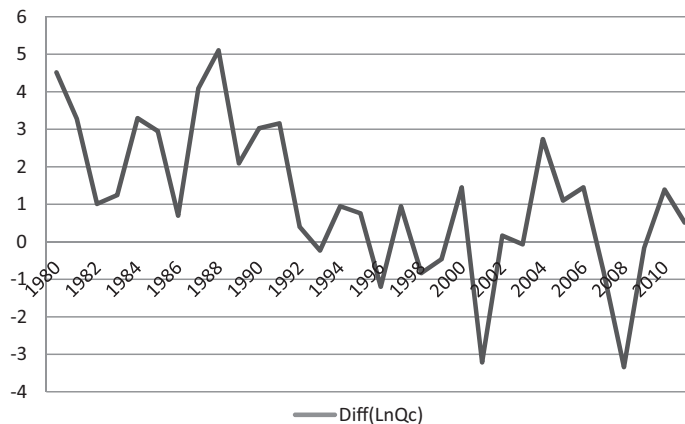
注) 金融業、保険業を除く。出所：「法人企業統計年報」(法人統計調査2010年 表8)

図表4.13 (a) 日本経済企業部門の企業価値の動き：1979-2011



注) 企業部門の企業価値は企業法人統計の企業付加価値(期末)の総額から測定。
企業法人統計の年次データ(1979-2011)から時系列統計を基に作成。
出所：総務所統計局「法人企業統計調査」(財務省)。

図表4.13 (b) 日本経済企業部門の企業価値の変動：1979-2011

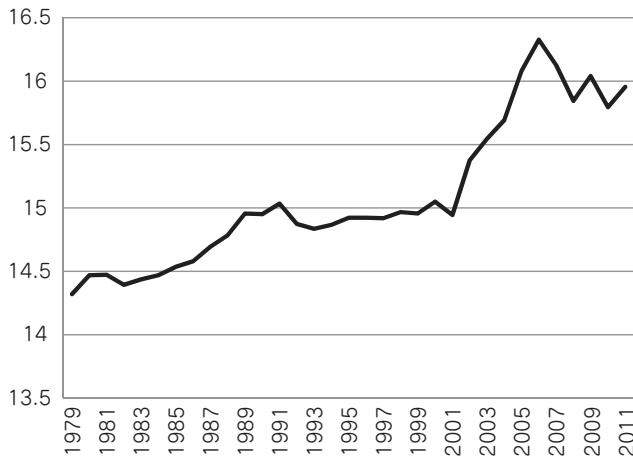


注) 企業価値は企業法人統計の企業付加価値総額から測定。企業法人統計の年次データ(1979-2011)から対数を求めて時系列 $\text{Ln}(Q_c)$ に第1次格差を取った統計を基に作成。
出所：総務所統計局「法人企業統計調査」(財務省)。

日本経済の戦後から40年間に至る資金調達の内訳とそのデータは、式(4.2)で描いている企業貯蓄と企業金融行動によりそのメカニズムが説明できると考えられる。企業貯蓄と余剰資金の配分または使う選択肢は、配当政策などにより配当金が決められた後、企業部門の投資支出と金融資産選択(または金融投資)などの実

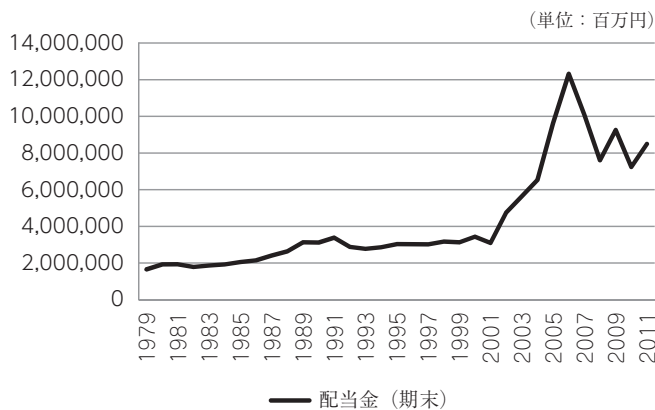
物資産(Ic)と金融資産の変動(ΔAc と ΔDc)に関わる意思決定を反映している。さらに増資、社債、長短期の借入金などの金融資産の構成や規模の変動は企業部門の集計バランスシートで反映されている。日本経済全体の観点から企業部門の金融行動を把握するために本稿の図表4.12で引用した法人企業統計からのいくつかの

図表4.14 (a) 日本経済企業部門の配当の変動：1979-2011



注) 企業法人統計の企業配当額の年次データ(1979-2011)から1次格差対数を求めた時系列統計を基に作成。
出所：総務所統計局「法人企業統計調査」(財務省)。

図表4.14 (b) 日本経済企業部門の配当額の動き：1979-2011



注) 企業法人統計の企業配当額の年次データ(1979-2011)から時系列統計を基に作成。
出所：図表4.14 (a) と同一。

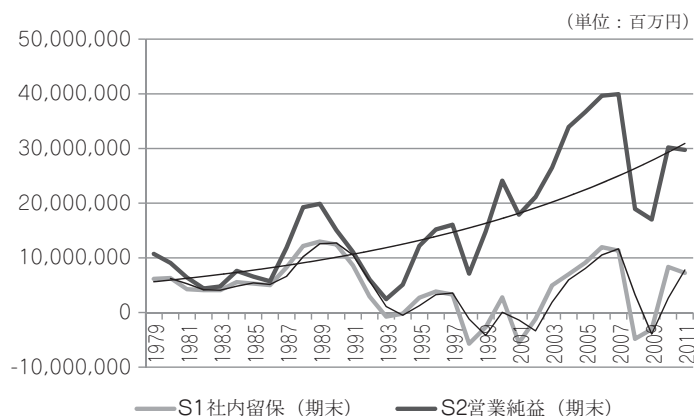
変数で測定する限界を残しているものの、企業貯蓄や企業余剰資金の使うメカニズムと企業部門全体集計データを関連させる試みとして意義があるものと思われる。

また企業貯蓄の測定へもどると、図表 4.15 (a) は、3 章で説明した式 (3.5) の概念に基づいて測定した企業貯蓄である。グラフでは社内留保 (S1) と営業純益 (S2) の 2 つの変数を表したもので、バブル崩壊後、特に 1990 年代半ばの通貨危機以降に増え始めてから、さらに 2008 年世界金融危機のときの急落を除いて、2000 年代入りその右上がりの傾斜が急になっていることが特徴として指摘できる。図表 4.15 (a) での細い線は、1997 年から 2011 年まで 30 年間の年次時系列データにおけるトレンドであり、長期的な動きが増加の傾向にあることを示している。

図表 4.15 (b) は、企業貯蓄を企業付加価値から占める比率で測定した貯蓄率であり、経済全体における企業部門内の余剰資金をより正確に測定する企業貯蓄として位置づけることがで

きる。両変数とも、バブル崩壊後減り続けたが、1990 年代半ばころから右上がりの傾向に転換した。特に 2000 年代半ば以降、増加の傾斜がより急になっていることが特徴として指摘される。この貯蓄率は第 3 章で説明したように企業部門における労働分配率、資本分配率、そして企業貯蓄率など企業部門内の分配構図やその関係を表す $s_{\pi,c} + s_{L,c} + s_{K,c} = 1$ の 1 つ目の項目に対応する変数である。もし、その変数が増加の傾向であるとすれば、以上の関係から他の項目の労働分配率あるいは資本分配率どちらかが減少することになる。図表 4.15 からのデータの動きは、式 (3.5) の貯蓄関数の決定要因が企業部門内の相対的な比率あるいは企業部門内の分配問題をデータで測定することから、本稿で測定して企業貯蓄率は、その経済的な意義が大きいと思われる。その対照的に、図表 4.6 での企業貯蓄率は、式 (3.6) に対応する概念に基づいて測定したものであり、対 GDP 貯蓄率を測定した変数である。

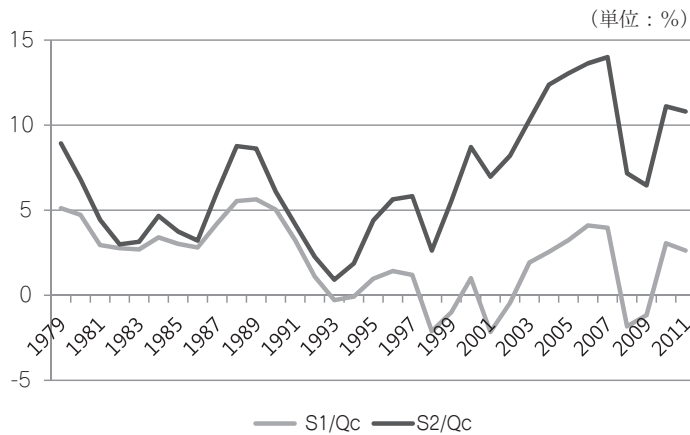
図表 4.15 (a) 日本経済における企業貯蓄の動き：1979-2011



注) 企業部門の企業貯蓄は企業法人統計の社内留保 (S1) と営業純利益 (S2) の総額から測定。企業法人統計の年次データ (1979-2011) から時系列統計を基に作成。

出所：総務所統計局「法人企業統計調査」(財務省)。

図表4.15 (b) 日本経済における企業貯蓄率：1979-2011



注) 企業部門の企業貯蓄率は企業法人統計の企業付加価値総額の中、社内留保 (S1, 下のグラフ) と営業純利益 (S2, 上のグラフ) が占める比率で測定。
企業法人統計の年次データ (1979-2011) から時系列統計を基に作成。
出所: 総務所統計局「法人企業統計調査」(財務省)。

V. 終わりに：国民貯蓄と企業投資

金融面の状況、特に資金の過不足が企業部門の金融行動を通じて実物部門に大きく影響を与える。具体的にはキャッシュフロー水準が設備投資に影響している。製造業・非製造業を含む企業部門のキャッシュフローと実物部門または産業部門への設備投資の関係は、資金余剰である企業貯蓄と企業投資支出との関係が反映されることから企業部門における経済活動と金融行動やそのパターンを表している。

もしキャッシュフロー(内部資金)と外部資金(借入、社債等)にコストの差がなければ、設備投資支出は調達方法とは独立に決定されることとなる。しかし、キャッシュフローと設備投資とは経済全体からみると長期的に連動していることが多くの研究で事実として確認された。このような実証的な関係から、資金余剰の測定変数であるキャッシュフローの水準が設備投資の水準に影響を及ぼす重要な要因であることが測定できる。外部資金は内部資金の度合いを反映

するキャッシュフローに比べてコスト高となるので、企業部門が設備投資を決めるとき、相対的に低コストのキャッシュフローにも影響されることを意味する。外部資金と内部資金の両コストの差をエージェンシーコストと呼ぶ。

企業、家計、そして政府など各経済部門の貯蓄からなる総貯蓄または国民貯蓄は、生産のための設備に対する企業の投資を実現する財源である。投資支出により生産設備が拡張されると潜在生産の能力の増加、支出、分配の過程を経て最終的には消費水準が高くなり、貯蓄の増加は長期的には生活が豊かになる貢献が可能であるので、多くの国は国民の生活水準の向上を政策目標として掲げている。一般的に貯蓄には現在の犠牲が伴う一方、それが将来により多くの恩恵を与えてくれるシードマネー(原資と資金)にもなる。ここでは、企業貯蓄と投資と関わる投資と内部資本、貯蓄率と資本コスト、海外部門、所得分配と企業ファイナンス政策など四つの論点を、今後の研究課題のために議論する。

第一、投資と内部資本：投資のための内部資本はどうつかえるのか。経済全体の総貯蓄が企業投資へ与える影響は、2つの側面から考えることができる。一つは、貯蓄の絶対規模であり、それが企業の投資可能の金額を左右する。もう一つは、貯蓄率であり、それは利子率の重要な決定要因になり企業の金融費用へ大きく影響を及ぼす。経済主体の3部門が貯蓄を行い、その多くのが国内投資の財源になり、その一部が海外に投資される。純海外投資は経常収支の黒字と等しい。その経済収支黒字により海外資産の増加に伴うからである。外債の累積と流動性の変動によるリスクを考慮すると、国民貯蓄（総貯蓄）の範囲で酷な投資が行われるのが長期的な観点からの望ましいと指摘されている。マクロ経済の観点から経済成長のためには投資が必要となり、その資金を調達するためには、貯蓄率の増加は必要である。

企業部門においても同様のことが言える。これは企業貯蓄（または利益剰余金）の範囲内で新規投資を意味する。また内部から生み出された資本、すなわち内部資本にとるその範囲で投資を行う行動をとる一方、原則的に事業の原資（seed money）または一時的な資金不足を解決する方法として、負債を利用する経営方針に対応する。負債は金融コストという負担が発生するだけではなく、いずれ返却しなければならぬ性格をもつ。金融費用の急増リスクと Default risk が負債には内在している。以上をまとめると、マクロ経済の資本構造の観点からは、国内貯蓄に主に依存した経済成長であり、企業部門においては、内部資本または企業貯蓄による企業部門の成長・発展にもなるリスクや不確実性を低くすることにつながる。貯蓄の絶対額が安定成長のための内部資本の規模を決める重要な要因になる。

第二、貯蓄率と資本コスト：投資支出を行う

さまざまな要因の中、金融費用、特に資本コストは大事である。そのなかで、利子率の変動は金融市場における需給の過不足に応じて利子率は変動し、それにより各経済主体の計画が変わりその結果、投資が変動する。たとえば、金融市場における資金に対する供給が超過状態であれば、利子率が減少する。

第三、海外部門：資金循環と企業貯蓄、経常収支は、企業部門の損益計算書に現れる経常利益に対応するものであり、一国の経済主体全体が一定期間獲得した外貨を替からそれを得るために支出した金額を引いたものである。企業部門の経常利益は資産を増加させるように、経常収支の黒字は海外資産を増やすことになる。

企業の国際的展開につれ企業金融の国際化する傾向にあり、資金過不足の調達や使用のあり方においての多様性が広がり金融面でもグローバル化が進んでいる。残された研究課題として、国際収支表と国際投資対照表に加えて海外部門との間の資金運用と調達が把握できる外貨資金循環表を用いて、多様化した経路を通じてどのような資金が国内に残留し、どのようにリサイクルされるのかなどについて理解を深める必要がある。

第四、所得分配と企業ファイナンス政策：本論文で議論したグローバル流動性また企業貯蓄の増加は、付加価値分配のパターンにおける変化と深い関連がある。経済全体から考えると生産活動の結果、生み出された付加価値が経済主体間あるいは制度部門がどう分配されるのかという成長と所得分配の問題に対応する²⁹⁾。

日本経済も銀行危機以降、以前高水準であった労働分配率が低下して2003年さらに大幅に減った。一方、配当シェアはバブル期と比べると2倍以上増加し、2003年以降は株主重視の方向に修正した指摘が多い。ここで注目すべき現象は、内部留保のシェアの上昇の動きであ

29) 最近多様な意味での格差が拡大している社会で、経済主体あるいは制度部門間、制度部門内での「共生」を強調して「創造と分け合う」という表現もしばしば使われている。

る。企業部門の付加価値の配分・利益金処分の行動は、企業は配当として企業外に流出することではなく、内部留保をつみ増やす傾向を持続してきた特徴を持っている。このような特徴は2003年以降の回復局面で強く現れ、労働、株主、そして「企業内」への配分に影響を与えた。株主への配分(配当)が増加する一方、労働に対する配分が低下することだけではなく、企業(内部インサイダー)が一部の配分権を持つ内部留保も大幅に増加した。このような動きは配分政策など企業のファイナンス政策の変化、企業統治、組織アーキテクチャの変化が企業部門の行動に事後的に影響を与えたとの指摘が多い。

本稿では企業貯蓄の概念とそれらの決定要因に関する仕組みに関する概念を整理した後、それらの要因と関わるいくつかの動きや特徴を日本経済のデータや文献から一部まとめたが、今後の研究課題として多くの点が残されている。まず、新しい定義に基づいた企業貯蓄や資金過不足を明示的に説明できるモデルの構築が必要である。第二に、企業部門、産業レベル、そして経済全体のマクロレベルなど重層的な仕組みにおけるデータの対応システムの構築により、多様なレベルでの経済主体あるいは制度部門の行動に関する実証分析の向上を狙う。第三に、グローバル金融資本主義下での経済政策を流動性の動きや資金の過不足や循環の観点から把握することにより、金融政策、財政政策、さらに産業政策を統合的に議論する必要がある。第四に、最近金融危機以降強調されている所得分配や部門間または経済主体間の格差問題とプルトランス政策を同時に論じることにより、景気変動、経済成長、そして所得分配における懸案問題がファイナンスあるいは資金など金融を通いとお互いに説明される可能性を試みる。

本調査研究に当たり、産業経営研究所の調査研究費(平成23年度)の助成を受けた。

また本研究と関連した基礎研究はJSPS科研費(基礎研究(C) - 課題番号23530353)である。

参考文献

- Bentolila, S. and G. Saint-Paul (2003) "Explaining Movements in the Labor Share," *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 3(1). Contributions in Macroeconomics.
- Blanchard, O. (1997) "The Medium Run," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 89-158.
- Karabarbounis and Neiman B. (2012) "Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Savings," WP 18154, NBER.
- 大熊他(2012)「資金循環統計の特徴と拡充に向けた取り組み」『日銀レビュー』2012-J-5日本銀行。
- 大垣尚司(2011)『金融と法：企業ファイナンス入門』有斐閣。
- 小川一夫、北坂真一(1998)『資産市場と景気変動』日本経済新聞社。
- 内田浩史(2010)『金融機能と銀行業の経済分析』東京日本経済新聞出版社。
- 上川孝夫、藤田誠一(2012)『現代国際金融論』有斐閣。
- 金融市場局(2012)「グローバル流動性について」『日銀レビュー』2012-J-4日本銀行。
- 深尾光詳(2010)「金融、資金過不足と国際収支」『三田商学研究』52巻6号29-36。
- 祝迫得夫(2010)「マクロの企業貯蓄と近年の日本企業の資金調達の変遷」『経済研究』第60巻第4号、18-32。
- 祝迫得夫(2011)「なぜ日本企業の負債構造は長期化したのか?：予備的考察」『フィナンシャル・レビュー』通巻第107号第6号。
- 橋本他(2007)『国際金融を読み解く』有斐閣。
- 松村詳一(2009)「家計貯蓄・企業貯蓄・政府貯蓄：代替性の日米比較」『経済研究』181号 46-59。
- 内閣府(2012)『国民経済計算ストック』。
- 財務省(2012)「法人統計調査」。
- 日本銀行(2012)「資金循環統計(2012年第3四半期速報)」,「金融取引書B(2011年)」。