

日本の財務再構築：（2）事業会社セクターの財務再構築

村藤，功
九州大学大学院経済学研究院産業マネジメント部門：教授

<https://doi.org/10.15017/4843153>

出版情報：経済学研究. 89 (2/3), pp.95-112, 2022-09-30. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



(研究ノート)

日本の財務再構築

— (2) 事業会社セクターの財務再構築 —

村 藤 功

第1章 はじめに

第2章 日本の事業会社の貸借対照表推移

第1節 日本の事業会社の企業価値推移

第2節 日本の事業会社の資本構成推移

第3節 日本の事業会社の企業価値と資本構成推移

第3章 日本の事業会社のストックとフローの関係、所得支出勘定推移と資本調達勘定推移

第1節 2020年のストックとフローの関係

第2節 日本の事業会社の所得支出勘定推移

第3節 日本の事業会社の資本調達勘定推移

第4章 アメリカの事業法人セクターの分析

第1節 アメリカの事業会社の企業価値推移

第2節 アメリカの事業会社の資本構成推移

第3節 所得支出勘定推移

第4節 資本調達勘定推移

第5章 分析と考察

第1節 事業リターンと金利推移

第2節 中国の市場化とアジアの成長

第3節 先進国の多国籍企業の国際化と中間労働者層の不満

第4節 米中の冷戦と日本の立場

第1章 はじめに

前回経済学研究第89巻第1号では、「日本の財務再構築」連載第1回として、バブルの発生と崩壊が日本経済に大きな影響を与えたこと、中国がこの三十数年の間に大きく成長してアメリカと並ぶ超大国になったこと、日本の連結中央政府が大きな債務超過を抱えて将来世代のために財務の再建を必要とすることを述べた。

今回は、「日本の財務再構築」連載第2回として、日本の事業会社セクターの財務の現状を把

握した上で問題点を検討することにする。事業会社の経営者は経営環境の変化に応じて、経営する企業を変革しないと、企業を生き残らせ成長させることはできない。このため、事業会社全体がどのような経営環境の変化にさらされているかを把握することが大事である。ちなみに、アメリカの国民経済計算統計も2009年に商務省 (Department of Commerce) の経済分析局 (Bureau of Economic Analysis) が公開していることを発見したのでアメリカの事業会社セクターについても日本の事業会社セクターと同様、

1986年から2020年にかけての財務諸表を作成しこれを分析して日本の事業会社セクターと比較してみることにした。

第2章 日本の事業会社の貸借対照表推移

第1節 日本の事業会社の企業価値推移

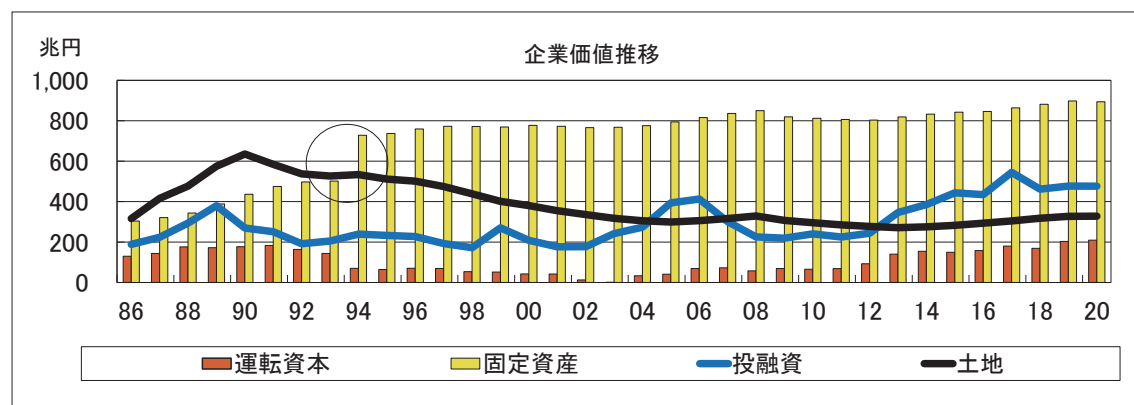
事業法人の企業価値は、投融資、運転資本、建物、工場等の固定資産、土地、地下資源等の有形非生産資産により構成される。企業財務では、事業価値と投融資からなる企業価値を、純有利子負債と自己資本という資本構成で支えるというのが基本形である。事業価値は運転資本と建物、工場、本社・事業所不動産等によって構成される営業固定資産から構成される。その意味では本来有形非生産資産は営業と非営業に区別したいところであるが国民経済計算統計の元データで営業と非営業が区別されていないので、有形非生産資産は全て事業価値の一部と仮定せざるを得なかった。

1986年から2020年迄の日本の事業法人セクターの企業価値の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 2-1 日本の事業会社

の企業価値推移）。日本の国民経済計算統計における事業法人セクターは民間事業会社だけでなく、雇用能力開発機構、都市再生機構等の独立行政法人、地方公社、地方公営企業等の公的事業法人を含む。

投融資の中で大きく変化したのは株式出資金（1994年以降は持分受益信託投資証券）である。1986年には事業会社セクターの持つ株式出資金は147兆円だったものが株式バブル発生で1989年末には317兆円に増加したが、1992年には130兆円、ITバブルが崩壊した2002年には90兆円まで落ちた。その後2006年末は265兆円まで回復したが、リーマン・ショックで落ち込み、黒田総裁による異次元の金融緩和で多少伸びたが2020年末には376兆円に落ちた。事業会社セクターが持つ土地は1986年の316兆円が4年で倍増したが、1990年末633兆のピークから半減して2013年には272兆円まで落ち、2020年には328兆円まで回復した。2003年以降株の成長で事業会社セクターの持つ投融資は事業会社セクターの持つ土地を越えてきた。

事業会社セクターの運転資本は、2002年の105兆円から2006年の194兆円まで4年で2倍近くに



2-1 日本の事業会社の企業価値推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

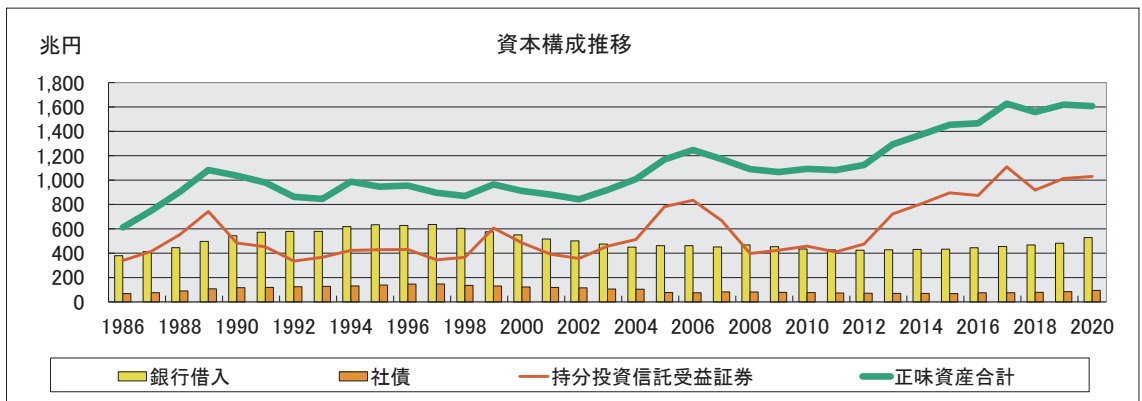
増加し、リーマンショックで止まったが2020年末には209兆円程度である。事業会社セクターの固定資産は、1986年の304兆円から1992年の497兆円までは民間企業中心にかなりの勢いで増加したがその後勢いは止まり、2003年から2008年にかけて再び民間企業中心に792兆円まで増加した。2020年末は894兆円になっている。1993年から1994年にかけて200兆円増加しているのは2008年の国民経済計算統計の統計手法が変更され、これまで費用だった研究開発投資や防衛装備品を総固定資本形成として固定資産増加に記録することにしたからである。バブル崩壊と共に過剰設備に気づいた民間企業が設備投資を抑制したのに対して、GDPや雇用を守るために、政府は、道路、橋港湾等公共セクターの特殊法人に大きな公共投資を継続させ、2000年くらいまで事業会社セクターの固定資産残高を維持した。その後は景気回復に伴って民間企業が固定資産を増加させたものである。日本の事業会社セクターの企業価値は株、土地、固定資産の増加で1986年の938兆円から4年で1990年の1518兆円まで増加した。但し、1993年から1994年にかけての200兆円以上の増加は固定資産のSNA統計

変更による増加でもたらされたもので現実の固定資産の変化があったわけではない。その後固定資産は2002年の1350兆円までいったん減少し、株値市場の改善や運転資本の増加で2006年の1559兆円まで回復したもののアメリカ発金融危機や東日本大震災にやられたが黒田日銀の金融緩和の結果2020年末で1908兆円程度ある。事業法人の企業価値の中で、固定資産と土地が同じ程度だったものがバブル発生で土地が2倍になりバブル崩壊で元に戻ったが、固定資産は1994年の統計変更の200兆円の効果もあり3倍になった。

第2節 日本の事業会社の資本構成推移

事業法人セクターの資本は、銀行借入、政府借入等の借入金、証券市場からの社債、CP（Commercial Paper）等有価証券による調達と、正味資産合計により構成されている。1986年から2020年迄日本の事業法人セクターの資本構成の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 2-2 日本の事業会社の資本構成推移）。

借入合計は、1986年の379兆円が、1994年には600兆円を超え1998年まで600兆円超を維持した



2-2 日本の事業会社の資本構成推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

が、不良債権処理や借入削減で200兆円ほど減少し、2015年まで430兆円台だった。ここの所多少増加しているが、2020年でも528兆円程度である。銀行借入れは、バブル前の400兆円がバブルで600兆円になり、その後400兆円に削減され金融緩和で500兆円まで来たがまだ600兆円に戻っていない。バブル発生期にはどちらかといえば民間金融機関からの借入が中心だったが、バブル崩壊以降は様相が変化した。すなわち、民間金融機関の貸し渋りでできた穴を公的金融機関が埋めてきたが、1997年末の金融危機以降は埋めきれなかった。

社債を中心とする有価証券発行残高は、1986年の70兆円から1997年末の148兆円まで増加しつづけたが、これもリーマン・ショックでストップがかかった。日銀のマイナス金利政策であまりに金利が低いせいか、日本の金融市場が間接金融中心で直接金融が未発達なせいか、日本の事業会社セクターの社債は全体としてたいして増えていない。

正味資産合計は、発行株式を含む持分・投資信託受益証券と、資産の時価から負債と持分・投資信託受益証券を控除した正味資産を含む。持分投資信託受益証券は、合算民間持分は時価評価だが、合算政府持分は帳簿価格評価であり、資産株式から金融セクターの発行株式価格を引いたものである。発行株式を含む持分投資信託受益証券は1986年の335兆円から1989年末には711兆円に倍増し、全体の910兆円の8割近くあった。その後1990年に443兆、1992年には323兆円と半減して1986年レベルに戻った。1999年には、ITバブルで日経平均が19000円近くまで上昇したので565兆円になったが、ITバブルが崩壊し日経平均が8579円まで落ちた2002年末には336兆円まで落ちた。その後経済の緩やかで長

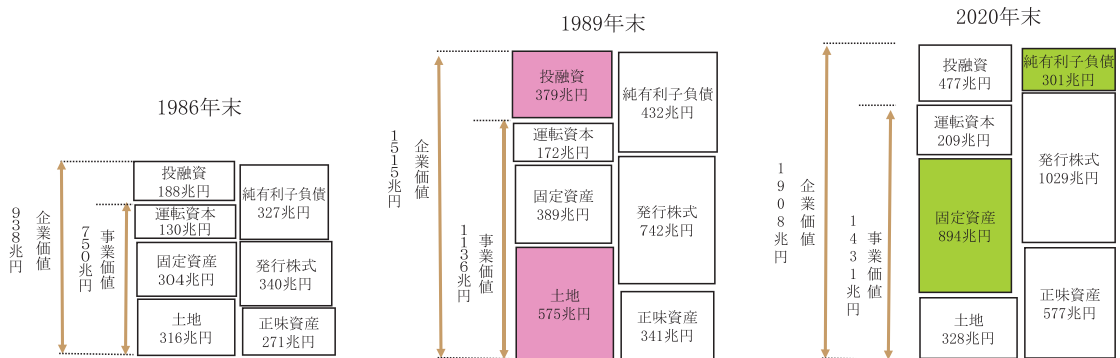
期の回復で株式市場は上昇し、2006年で一時813兆円のピークを迎え1989年バブルのピーク時を超えたが、リーマンショック等で落ちた。コロナ対応の金融緩和で、日経平均が27444円の2020年末で1029兆円程度である。正味資産は、単なる統計差額だが、持分投資信託受益証券で合算政府保有分が簿価評価されているため、合算政府が保有する株式や独法持分等の時価簿価差額を含む。日本の事業法人の発行株式を中心とする持分投資信託受益証券と狭義の正味資産を含む広義の正味資産合計は日銀の金融緩和以降1千兆円くらい増加している。

第3節 日本の事業会社の企業価値と資本構成推移

日本の事業法人セクターの貸借対照表が、バブル発生前の1986年末、バブル発生後の1989年末と2020年末にどのようになっていたか比較してみた（参照 2-3 日本の事業会社の企業価値と資本構成推移）。

事業会社セクターの貸借対照表のバブル発生前の1986年末とバブル発生後の1989年末の比較はバブル発生によって何が変わったか見るためのものである。土地・バブル発生で土地と株を中心に500兆円以上企業価値は上昇した。このとき純有利子負債は100兆円ほど増加した。バブル発生に伴い日本の事業会社セクターは主として民間金融機関から100兆円あまり借りて株や土地を積み上げたのである。

事業会社セクターの貸借対照表の1989年末と2020年末を比較すると、バブル崩壊によって何が起きたかに加えて、その後日本の事業会社セクターがそのようなことをして2020年末にたどり着いたかがわかる。まず日本の事業会社セクターは、バブル発生期に借りて迄本業以外の土



2-3 日本の事業会社の企業価値と資本構成推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

地や株に投資して儲けようとしてバブル崩壊で損をしたことに懲りた。その結果、本業固定資産に設備投資し銀行借入れを中心とする純有利子負債を返済して財務を改善した。銀行は顧客の事業会社が借りてくれなくなったと言って文句を言うが事業会社はバブル崩壊で悪化した財務を再建しようとしたのである。

事業会社の発行株式総額は、連結民間投資家保有時価に連結政府保有簿価を足したものである。正味資産は連結政府保有事業会社株式の時価簿価差額を含む。企業価値は、1986年に938兆円、1989年に1515兆円、2020年で1908兆円である。土地はバブル発生で2倍近くになったものがバブル崩壊で半分あまりになりほぼもとに戻ったが、株はバブルのピーク時を超えたため事業会社セクターの投融資は2020年末で1989年末より100兆円増加している。バブル発生前に比べ、研究開発費の資本化など200兆円を含む固定資産を590兆円、運転資本を79兆円増加、純有利子負債は26兆円減少させ、正味資産合計は1986年の611兆円から2020年の1606兆円まで1000兆円ほど増加した。バブル崩壊で生じた損失に公開した日本の事業会社セクターは、本業投資と有利子負債削減、自己資本積み上げで財務を改

善してきたのである。日本政府の一部の人々は、日本の事業会社は従業員の給料を上げずに利益を自己資本に積み上げていると言って文句を言っているが、バブル崩壊で破綻しそうなになった企業が多かった事業会社セクターの気持ちもわからないこともない。

第3章 日本の事業会社のストックとフローの関係、所得支出勘定推移と資本調達勘定推移

第1節 2020年のストックとフローの関係

私は国民経済計算統計から毎年セクター別の貸借対照表、所得支出勘定、資本調達勘定の財務三表を作成して分析しているのであるが、フローとこれを生み出すストックの関係を見てみると興味深いことがわかる。資本調達勘定はいわばキャッシュ・フローで、所得支出勘定は損益計算書のようなものである。キャッシュ・フローは貸借対照表の変化が含まれ、毎年同様ではなく、ある年のフローの経常状況は所得支出勘定に反映される。そこで2020年の経常フローである所得支出勘定と、2020年末のストックとしての貸借対照表はどのような関係にあるか、

投資収益率（フロー／ストック）を見てみた（参照 2－4 日本の事業会社の2020年のストックとフロー）。

2020年は、事業価値1431兆円から36.3兆円（2.5％）のリターン、投融資477兆円からフローは22.6兆円（4.7％）のリターンを得たため、事業会社セクターは企業価値1908兆円からEBIT（Earning Before Interest and Tax: 金利税前利益）58.9兆円とフローは3.1％のリターンを稼いだことになる。

例年は本業である事業のリターンの方が、投融資のリターンより高いのであるが、2020年は事業のリターンが2.5％なのに投融資のリターンが4.7％と投融資のリターンの方が高かった。しかし、事業会社は本業である事業価値を中心として投資すべきであって、投融資のリターンが一時的に高いからと言って投融資への投資を優先してはいけない。そもそも2020年の投融資収益22.6兆円のうち14.2兆円は配当であり、これは事業会社セクターが2020年末に保有した株式出資金376兆円の3.8％にあたる。日本の事業会社セクターは、ここのところ正味現在価値がブラ

スになるような成長機会をたいして持っていないせいか株主に対して大きな配当支払いをしているのである。また、2020年の事業のリターン2.5％は2019年3.5％より1％落ちた。これはコロナ1年目で日本及び世界経済が大きな影響を受けたことが大きいと思われる。

これに対して純有利子負債301兆円に平均金利1.4％で4.4兆円の金利を払ったため経常利益は54.5兆円で、平均39.1％の税金21.3兆円を引いた税引後利益は33.2兆円だった。これは正味資産総額1606兆円に対して2.1％の利回りに当たる。ちなみに、2020年はコロナ1年目で世界中が金融緩和に向かい、日本も従来の金融緩和を日銀の公社債や株式の購入でさらに強化したため、事業会社の平均借入金利は2019年の2.0％から2020年には1.4％に落ちたのである。

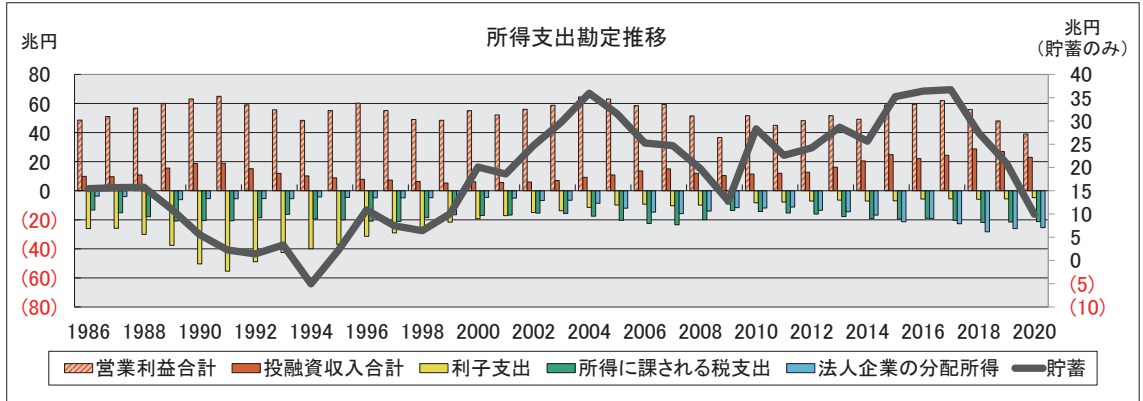
第2節 日本の事業会社の所得支出勘定推移

日本の事業法人セクターの年ごとのフローである所得支出勘定がバブル発生前の1986年から直近の2020年までどのように推移したか見てみた（参照 2－5 日本の事業会社の所得支出

		日本企業 2020年末 事業価値: 1431兆円 企業価値: 1908兆円			
利子	4.3兆円＝4.6－0.3	事業価値	投融資	純有利子負債	純金利
配当	14.2兆円		477兆円	301兆円	4.4＝4.7－0.3兆円
海外投資収益	4.1兆円		運転資本	発行株式	純有利子負債 301兆円の1.4%
合計	22.6兆円		209兆円	1029兆円	
投融資477兆円の	4.7%	事業価値	固定資産	正味資産	経常利益
			894兆円	577兆円	54.5兆円＝58.9－4.4
営業利益	36.3兆円		土地		税金 21.3兆円（経常利益の39.1%）
事業価値	1431兆円の2.5%		328兆円		税引後利益 33.2兆円＝54.5－21.3
EBIT	58.9兆円＝36.3＋22.6				正味資産総額 1606兆円の2.1%
企業価値	1908兆円の3.1%				配当 25.4兆円（税後利益の76.5%）
					貯蓄&海外留保 7.8兆円（税後利益の23.5%）

2－4 日本の事業会社の2020年のストックとフロー

注：事業会社の現預金金利を0.1％と仮定し、現預金321兆円の0.1％で現預金利息は0.3兆円とした。



2-5 日本の事業会社の所得支出勘定推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

勘定推移)。

営業利益合計は、1986年の49兆円から1991年の65兆円のピーク、1999年の45兆円のボトムを経て2007年に60兆円まで回復した。その後2009年のリーマンショックや、2011年の東日本大震災・タイの大洪水を経て2017年には66兆円まで伸びたがその後減少して2020年には36兆円程度だった。

投融資収益合計は、主として利子、配当からなるが、1986年の10兆円が金利上昇で1990年には19兆円にまで増加したものの、利子収入の落ち込みから1999年には6.2兆円まで激減した。最近の配当の増加で2020年の配当はさきに述べたように22.6兆円ほどある。利子収入は、現預金、融資、社債投資等の有利子金融資産の増加にもかかわらず金利水準の低下により、1990年に17兆円ほどあったものが2020年の4.6兆円まで激減した。

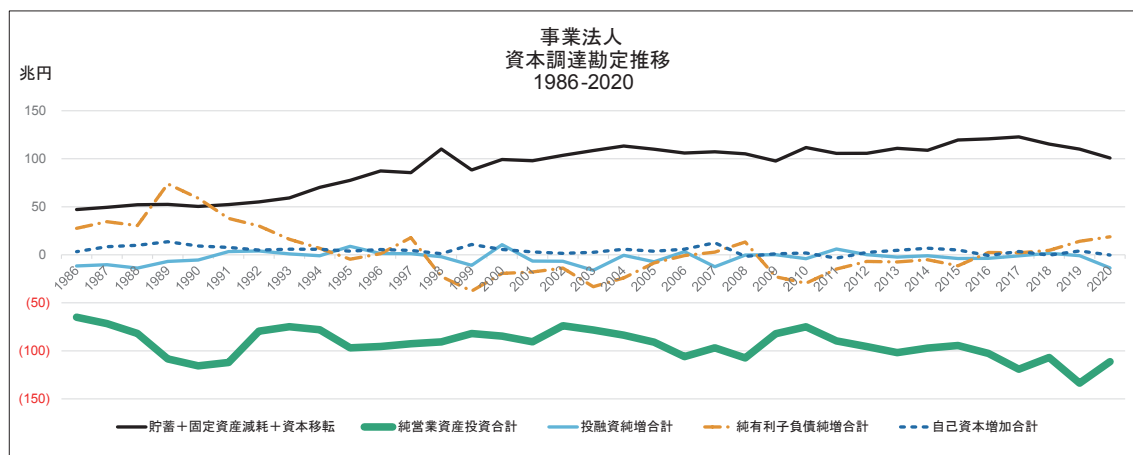
利子支出合計も、1986年の27兆円から1991年には55兆円とピークに達したが、金利の低下を受けて2020年には4.7兆円とピークの10分の1未満になった。法人税は、営業利益合計とほぼ同じ動きをしている。1986年の13兆円から1989

ー91年には21兆円払ったが、リーマンショックで、2009ー10年には14兆円に落ち込み、その後回復して2019年には21兆円程度である。

税引き後利益は2020年に36兆円でバブル発生期の1986ー89年の20兆円程度よりはかなり多いが、1997年の60兆円よりずいぶん落ちた。配当は、バブル発生期から1990年代まで5兆円程度だったが、国内の停滞と共に増加をはじめ、2020年には25兆円も支払っている。配当支払い後の貯蓄は1986ー88年に15兆円あったものが、事業のリターンを上回る金利水準の継続により1994年にはー5兆円まで低下した。フロー景気の回復と金利の低下により2004年には36兆円になり、リーマンショック、東日本大震災、タイの洪水等で多少へこんだが2015ー17年は35兆円を超えた。2020年はコロナによる営業利益の減少を受けて、貯蓄は21兆円から10兆円に半減した。

第3節 日本の事業会社の資本調達勘定推移

日本の事業法人セクターの資本調達勘定はバブル発生前の1986年から直近の2020年までどのように推移したのだろうか(参照 2-6 日本の事業会社の資本調達勘定推移)。事業会社セ



2-6 日本の事業会社の資本調達勘定推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

クターの資本調達勘定は本業経常キャッシュ・フローである貯蓄+減価償却+資本移転、運転資本や固定資産を含む純営業資産への投資、投融資純増、純有利子負債純増、自己資本増加より構成される。

貯蓄+減価償却+資本移転は、景気変動に影響されながらも、1994年からされた研究開発費の償却もあって1986年の30兆円から2008年の80兆円まで激増した減価償却のために1986年の47兆円から2008年の101兆円まで激増し2004年以降2020年まで100兆円以上ある。1998年には、受取資本移転が32兆円生じ、同時に政府の支払資本移転が突然33兆円にジャンプした。これは国鉄清算事業団の清算にあたって負債を一般会計に付け替えたことが主因である。有利子負債が事業会社セクターから一般政府セクターに移転したのだ。

純営業資産投資とは、設備投資、運転資本の増加、土地の購入を含むこのセクターが生産活動を継続するのに必要なキャッシュの投資である。純営業資産投資は、1986年の65兆円から1990年には116兆円のピークをつけ、景気変動に

つれて変動した。2008年SNAの1994年からの研究開発費の資産化もあって、2002年の66兆円から2008年の115兆円まで倍増した。リーマンショックで一旦縮小したが、2017年に120兆円を超え、2020年に111兆円ほどある。この20年間、日本の事業会社は借り入れを起こさずに本業からの資金で本業に投資している。

投融資は1987-89年のバブル発生期に10-15兆円程度ずつ投資されたが、バブル崩壊で回収に転じた。

純有利子負債は、バブル発生期から1992年まで30-50兆円レベルの資金調達があったが、次第に資金需要が減り1993-97年までは、5-10兆円程度の小さな金額になった。1997年のリーマンショックによる世界の金融危機以降、金融機関の貸出削減、社債の市場からの調達減少、政府の財政投融資削減等が重なり、1998年から2004年に掛けて事業会社セクターは、有利子負債を毎年15-25兆円程度削減した。2016年から2020年にかけて有利子負債と現預金の増加が同程度で来っておりネット借り入れはそれほど増えていない。

第4章 アメリカの事業法人セクターの分析

第1節 アメリカの事業会社の企業価値推移

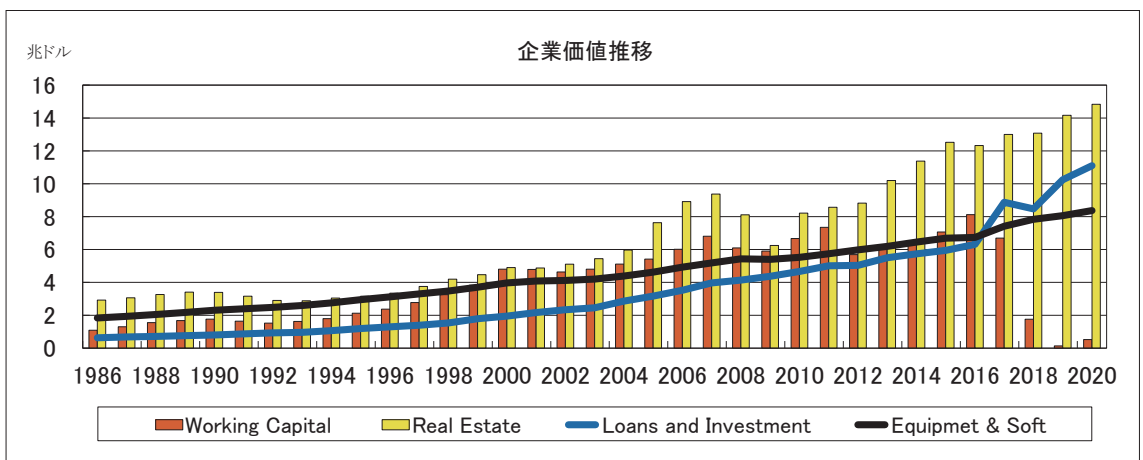
アメリカの事業法人の企業価値は、投融資、運転資本、不動産、機械ソフトから構成されている。日本では土地と、建物や機械を含む固定資産が分離されているのに対して、アメリカでは土地と建物をともに不動産として把握し、日本では固定資産に含まれる機械を分離してソフトの価値と共に把握して統計を取っている。国別に統計の構成要素の定義が異なるのである。

1986年から2020年迄アメリカの事業法人セクターの企業価値の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 2-7 アメリカの事業会社の企業価値推移）。アメリカは個人の自由を尊重する「小さな政府」の国であるため、「かなり政府にお任せする」日本と違って事業法人セクターのほとんどは民間事業会社で公営事業会社は少ない。

事業会社セクターの保有する投融資は1986年に US\$632bn だったものが34年たった2020年には US\$11.1兆ドルまで17.6倍になった。アメリカ

では株はハイリスクだがハイリターンを生むもので、株式出資金が US\$452bn から10.6兆ドルまで23倍に成長したことが大きい。2020年にはコロナ1年目にもかかわらず、連邦準備銀行の金融緩和でダウジョーンズ・インデックスは2019年末の28538ドルから2020年末の30606ドルに7%上昇した。

事業会社セクターの不動産は1980年代の後半から1990年代の前半まで3兆ドル程度だったものが、2007年には9兆ドルを超え、不動産バブル崩壊で2009年には6兆ドルまで落ちた。その後回復して2020年には14.8兆ドルと2009年の2.5倍になった。アメリカでは不動産は事業会社が全体の3分の1くらい、家計が3分の2くらい持っている。アメリカでは一般政府や金融機関の持つ不動産は、国民経済計算統計上は不動産として統計が取られていない。アメリカの土地面積は日本の25倍なのにアメリカの土地建物を含めた不動産総額は日本の土地総額の5倍程度なのだから不動産バブルとも言いがたい。リーマンショックは不動産バブルの破綻というよりは、証券化を中心とする不動産金融の破綻に



2-7 アメリカの事業会社の企業価値推移

出所：Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce のデータより村藤作成

よって起きたものである。

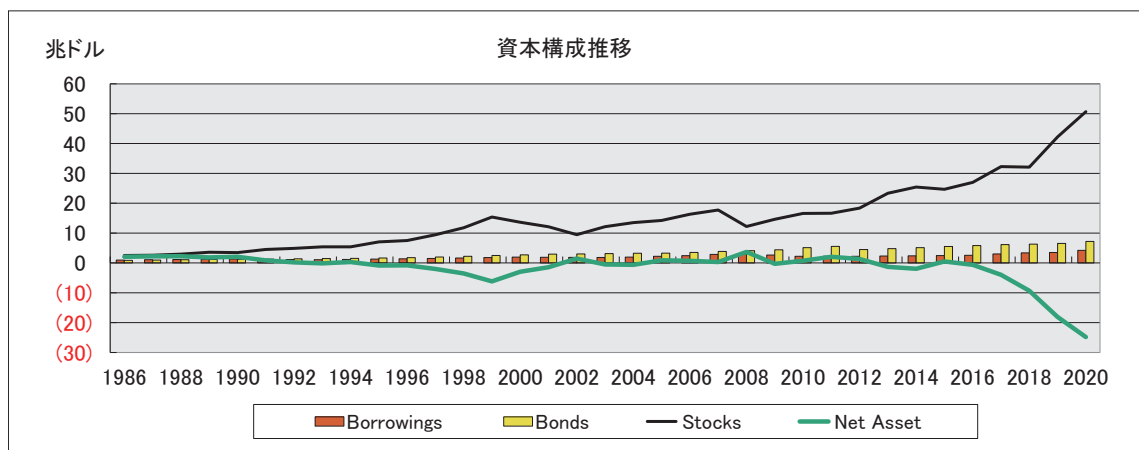
事業会社セクターの運転資本は、1986年の1兆ドルが2007-16年まで8兆ドルまで達していたが、その後その他の負債が増えて2019-20年はほぼ0である。アマゾンなどEコマース商売は現金販売で買掛金があるので運転資本がマイナスになるのである。機械ソフトは、1986年の1.5兆ドルが、2020年には8.1兆ドルと最高値を更新した。

第2節 アメリカの事業会社の資本構成推移

アメリカの事業法人セクターの資本は、借入、証券市場からの社債、CP等有価証券による調達と、正味資産合計により構成されている。1986年から2020年迄アメリカの事業法人セクターの資本構成の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 2-8 アメリカの事業会社の資本構成推移）。アメリカの事業会社の借入合計は、1986年のUS9700億ドルが、2020年の4.2兆ドル程度まで増えた。アメリカは直接金融の国なので、日本と違って借入れは資本構成の中で大した比重を占めるわけではない。

社債を中心とする有価証券発行残高は、1986年のUS8900億ドルから2020年末の7.2兆ドルまで借入れに比べればより速く増加したが、これも資本構成の中では株式に比べて小さい。

正味資産合計は、国民経済計算統計上は、発行株式の時価に加えて、資産の時価から負債と発行株式の時価を控除した正味資産を含む。発行株式の時価は、1986年の2.5兆ドルから2020年末に50.7兆ドルまで20倍に増加した。日本では株式はリスクに対してリターンが十分でないのが家計はあまり株式投資しない。これに対しアメリカ国民は、株式はリスクもあるがリターンもあると思っているので、株式市場に投資する。ただ、株式市場の変動にはさらされており、特に1999年には株価がITバブルで上がりすぎたため、正味資産がマイナスになっていることが注目される。株価が下がるとともに、正味資産のマイナスは0に戻った。その後、リーマンショックで2008年には株価が下がり、これは下がりすぎたせいか正味資産がプラスになり、株価の回復と共に正味資産が0に戻っていることが観察される。2013-14年は株価が上がったために正



2-8 アメリカの事業会社の資本構成推移

出所：Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce のデータより村藤作成

味資産はマイナスになった。2015－16年には株価が調整されて正味資産が0に戻ったが、トランプ時代の2017－20年には株価が上がりすぎて、2020年には正味資産はマイナス24.8兆ドルに達した。株バブルが起きているように見えていたが、2022年になってインフレに対応するため連邦準備銀行が金利を上げていくと、株式市場の株価は下落していくことになった。

第3節 所得支出勘定推移

アメリカの事業会社セクターの所得支出勘定も、日本と同様に、営業利益、投融資収益、金利費用、税金、配当と貯蓄に分類される。1986年から2020年迄アメリカの事業法人セクターの所得支出勘定の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 2－9 アメリカの事業会社の所得支出勘定推移）。

営業利益合計は、1986年に3090億ドルだったものが2006年には1兆700ドルまで3倍以上に膨れ上がった。不動産バブルの崩壊や金融危機があって2009年には8640億ドルまで落ちたが、2013－20年には1.5兆ドル程度と最高水準にある。

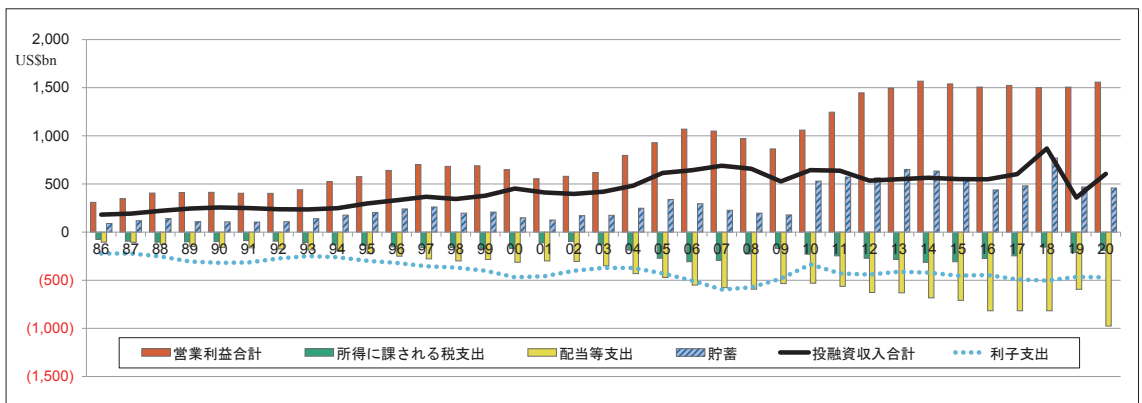
投融資収益は、1986年には1820億ドルだった

ものが、2007年には6890億ドルまで伸びたが金融危機で2009年には5260億ドルに落ち、2017年まで6千億ドルレベルだった。2018年にトランプが海外子会社からの配当にかけていた35%税を0にしたため突然配当収入が9100億ドルまで上がり、内部留保の変動である海外再投資収益はマイナスになった。2019年には反動で配当がマイナス、海外再投資はプラスになった。2020年はそれなりの配当と内部留保である。

金利支払いは、1986年には2千億ドル程度だったものが、2007年には6千億ドルまで増加した。2011年から20年まで4－5千億ドルレベルである。

事業法人にかかる法人税は、1986年の760億ドルから2007年には3000億ドルを超えたが、利益の低下に伴い、2009年には1700億ドルまで減少した。2012－17年には3千億ドル程度だったが、トランプ減税で2018年には1560億ドル、2019－20年に21千億ドル程度まで落ちた。

配当は、1986年に1千億ドル程度だったものが2008年には5510億ドルと金利を超え、2016－18年で8千億ドル程度と事業法人最大の支出である。2019年に6千億ドル、2020年に1兆ドル



2－9 アメリカの事業会社の所得支出勘定推移

出所：Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce のデータより村藤作成

近く支払っている。

事業法人の貯蓄は当期利益から配当を引いたもので、企業の内部留保にあたる。貯蓄は、1986年の900億ドルから2005年には3390億ドルまで増加したが、これも金融危機に伴う利益の低下によって2009年には1780億ドルまで減少した。リーマンショック以降の2010-20年は営業利益の増加に伴い5千億ドル程度の高水準を維持しておりコロナ1年目の2020年でも4580億ドルある。

第4節 資本調達勘定推移

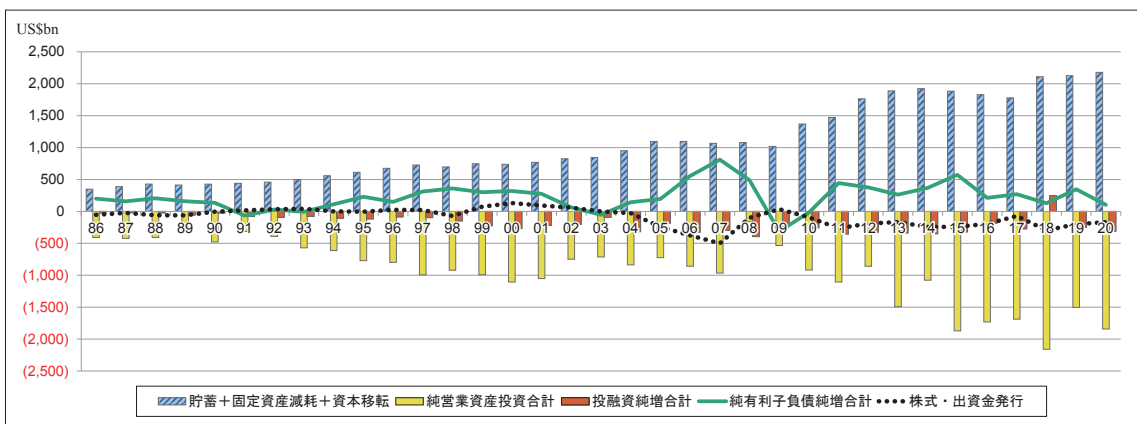
アメリカの事業法人セクターの資本調達勘定も日本と同様に、本業からのキャッシュ・フローとしての貯蓄+固定資産減耗+資本移転、純営業資産投資合計、投融資純増合計、純有利子負債純増合計、株式出資金発行より構成される。1986年から2020年迄アメリカの事業法人セクターの資本調達勘定の構成要素がどのように推移したか見てみた（参照 2-10 アメリカの事業会社の資本調達勘定推移）。

貯蓄+減価償却+資本移転は、景気変動に影響されながらも、1986年の3千億ドルから2005

年には1兆ドルまで増加し、金融危機があっても2009年まで1兆ドルレベルを維持し、2018-20年には2兆ドルを超えてきた。純営業資産投資とは、設備投資、運転資本の増加を含むこのセクターが生産活動を維持・発展させるための投資である。純営業資産投資は、1986年の4千億ドルレベルが2000年には1兆1千億ドルのピークをつけたが、2008年末の金融危機時には売掛金を8200億ドル回収したため2千億ドルレベルに落ちた。その後回復してこちらも2018年にはトランプの海外子会社配当課税撤廃の効果もあり、2018年には2兆ドルを超えた。2019年は設備投資は2兆ドルを超えたが、その他の負債が1兆ドル増加したこともあり、純営業資産投資は1.5兆ドルの増加にとどまった。

投融資は80年代後半には200億ドル程度だったものが2000年代以降2017年まで2-3千億ドルレベルだった事業会社の投融資のほとんどが株式出資で、アメリカの事業会社は融資や公社債投資はほとんどしていない。投融資は2018年に2500億ドル売却されたが、2019-20年には1年あたり2-3千億ドル増加した。

純有利子負債の増加は、1991年と2001-02年



2-10 アメリカの事業会社の資本調達勘定推移

出所：Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce のデータより村藤作成

に借り入れが返済されたことで、有利子負債が減少した。その後リーマンショック前のアメリカ不動産バブル発生期に銀行借入や社債による資金調達が増え、2007年のピークには4200億ドルの銀行借入増加、3300億ドルの社債増加、630億ドルの現預金減少によって8100億ドルのキャッシュを純有利子負債で調達することになった。その後社債調達は維持されたが銀行借り入れは縮小し、2009年には純有利子負債による調達は現預金積み上げ分の3千億ドル縮小になった。2011-18年には2009-10年の借入返済が止まり、社債と借り入れで4-5千億ドルレベルの調達があった。株による調達は1986-2004年までたいしたことはなかったが、2005-07年の不動産バブル発生期や2017年を除く2011-20年に、自社株買いで毎年2-3千億ドル程度株主に返済した。

第5章 分析と考察

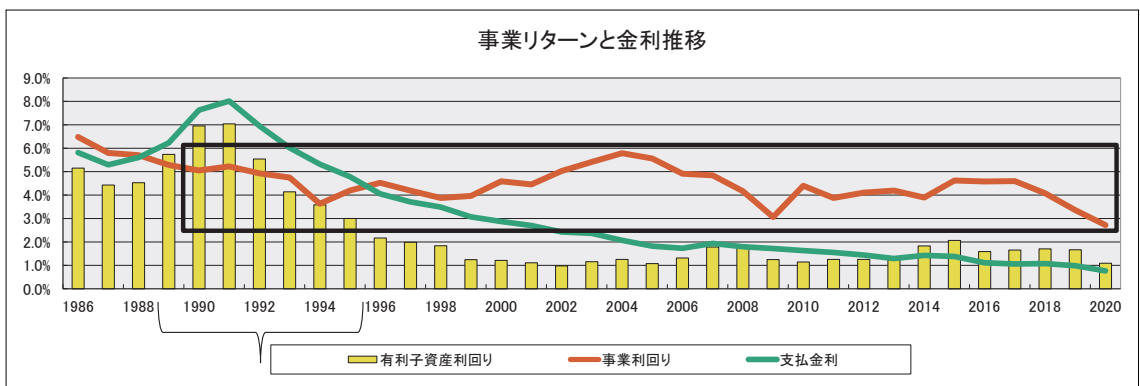
第1節 事業リターンと金利推移

日本の事業法人セクターの事業リターン、有利子資産利回り、支払金利がバブル発生前の1986年から直近の2020年までどのように推移し

たか分析してみた（参照 2-11 日本の事業会社の事業リターンと金利推移）。事業のリターンは営業利益合計／事業価値で定義した。事業リターンは、1986年に6.4%だったものが1994年には4.2%まで落ち込み、2008-18年には4%程度だったが2020年には2.7%に落ちた。事業のリターンは金利低下とそれほどリンクしていないが利回りは落ちている。特に2020年の落ち込みは、1年目のコロナの影響だと考えられる。金利はバブル崩壊以降、受取金利も支払金利も1990-91年をピークとして落ち続けている。

現預金、融資、公社債等の日本の事業法人が保有する有利子金融資産上りターンは、1986-87年には4%程度だったものが金利の上昇で1990年には事業のリターンを上回り、1991年には7%に達した。その後金利低下に伴い激減したが、2020年には1.1%である。

一方で、銀行借入、社債等を中心とした日本の事業法人の有利子負債に対する支払金利は、1986-87年には5%程度で、事業のリターンの方が高かったため、借りて事業をすれば儲かっていた。しかし、バブルの発生と金利の上昇に伴い、1989年には金利が事業リターンを超え、借りて事業をしても儲からなくなった。1990



2-11 日本の事業会社の事業リターンと金利推移

出所：国民経済計算データより村藤作成

－91年には日本の事業会社セクターの平均借入金利は7%代後半で、大きく事業のリターンを上回っていたことに注目すべきである。その後、継続する不況に対する景気対策としての低金利政策のもとに、支払金利は2020年には0.8%まで低下した。事業のリターンが金利を下回れば、損失が出たり、負債が増加したりしがちになるが、1989－95年までは、支払金利が事業の利回りを上回る異常な時代だった。1989－1992年には、過剰投資や自己資本喪失とあいまって、事業会社の資本構成のレバレッジも急激に悪化した。ちなみに、有利子金融資産と有利子負債の間の利鞘は、普通は金利収入より金利支払の方が高い。この意味では事業会社にとって、有利子金融資産はあまり持つべきものではない。しかし、2014年から2020年まで6年も連続して有利子資産利回りの方が、借入金利より大きくなっている。事業利回りは2.7%しかないので事業ポートフォリオの最適化、事業の効率化等で事業の利回りをあげていけない限り、支払金利水準を大きく上げていくことは困難だ。日銀はバブル崩壊以降景気対策として金利を引き下げてきたが、2016年1月、2%インフレターゲットのために銀行の日銀当座預金の一部にマイナス金利を導入し、0金利状況が継続している。

2022年になって、ウィズコロナ政策が一般的になり、2月のロシアのウクライナ侵攻もあって、エネルギーや食品のインフレがあまりに高くなった。アメリカの連邦準備銀行やヨーロッパのECBはインフレ対策としての金利引き上げに動き始めたが日本銀行は金融緩和の立場を変えていない。ただ、イールドカーブコントロールが困難になりつつあり、時間の問題で金利の引き上げが見込まれると考える。多くの日本の事業会社は、企業価値の平均残存期間（デューレ

ション）は長期なのに有利子負債は短期にしているため金利上昇局面では企業価値のリターンは変わらないのに金利が上昇して損益が悪化するということが起きる。これを防ぐためにはアセット・ライアビリティ・マネジメント（ALM）としての社債や長期借入れなどの長期の有利子負債の導入や自己資本の発行が必要だが、日銀が金融緩和にこだわっているため、事業会社のバランスシートはミスマッチのままである。

第2節 中国の市場化とアジアの成長

中国ははじめ外資を使って経済を発展させるにあたって、沿海州を組み立て工場にした。日本企業は部品や原材料を中国に持ち込み、中国で組み立てて日本に持って帰ったり、欧米に輸出したりした。中国の企業や人民ははじめ購買力がなかったので工場ではあっても市場ではなかった。このころ日本企業は中国にバリュー・チェーンの全体ではなく、一部の組み立て工場機能だけ持ち込めばよかった。

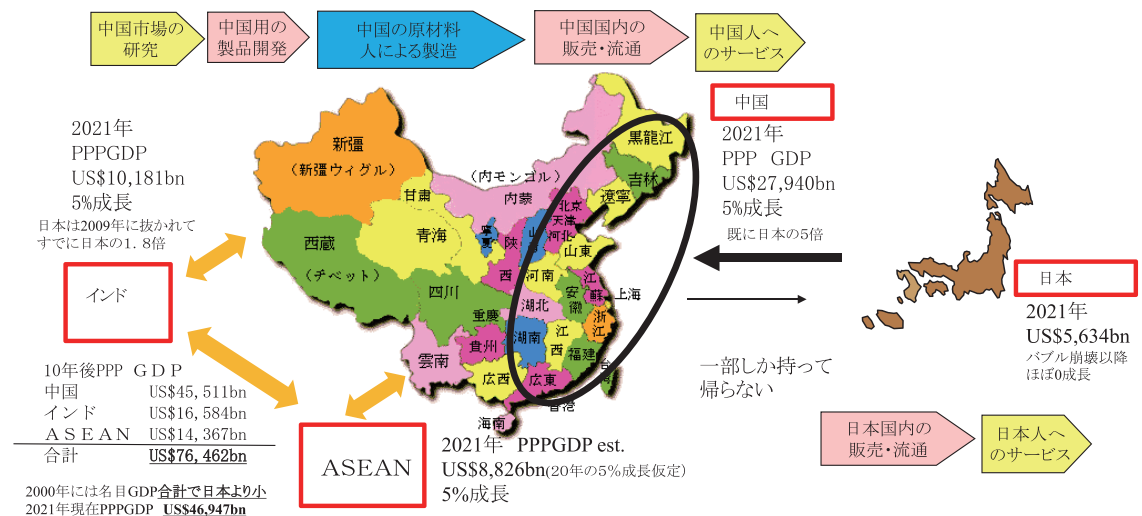
しかし、中国企業の生産力が改善し、人民が豊かになるにつれて、中国は単なる工場から市場になっていった。中国が日本製品の市場であり、中国企業や中国人が顧客であるということになれば、日本企業はバリュー・チェーンの組み立て部分だけでなく、顧客が何を求めているかを研究し、必要な製品を開発し、それを製造して中国に販売網を作って中国顧客に製品・商品やサービスを提供しなければならなくなった。日本企業としては、組織としても組み立て機能だけでなく研究開発からサービスの提供に至る完全なバリュー・チェーンを中国市場に持ち込まなければならないことになったため、東京や大阪本社からでは経営できなくなった。中国ビ

ジネスの本社機能が上海、北京、香港等にもちこまれ、バリュー・チェーンの全体像が経営されることになったのである（参照 2-12 中国の市場化とアジアの成長）。

経済成長は、中国だけでなく、ASEAN、インドを巻き込んで拡大している。中国の成長があまりに大きかったため、多くの欧米企業は ASEAN まで手が回らず、ASEAN は日本企業の支配力が強かったが最近では中国リスクに目覚めた欧米企業は ASEAN でも競合している。もともと ASEAN では華僑の経済力が強かったため、中国の経済力強化と共に ASEAN における中国の影響力も強化され、中国の貿易は対欧米日本より、対 ASEAN が大きくなった。インドは長らくイギリスの植民地で英語が通じたため、欧米企業のインド進出は日本企業より早かった。

日本から見たアジアの経済規模も2000年と現在では大きく違う。中国、ASEANとインドを足した名目 GDP は2000年には日本一国の名目 GDP よりも小さかったため、多くの日本企業は

中国、ASEANとインドを発展途上国と見て軽視してきた。しかし、バブル崩壊後の日本の0成長とアジアの高度成長のために2021年末現在、中国+ ASEAN+ インドの購買力平価 GDP は既に日本の8.3倍になっている。今後も中国、ASEANとインドは日本よりも高い成長が見込まれる。継続する日本の0成長とアジアの5%成長を仮定すれば、2021年から10年後の2031年のアジア購買力平価 GDP は日本の13-4倍になると推計される。その内訳としては、ASEANとインドは10年後に日本の3倍、中国は日本の8倍になると推計されるのである。中国の勃興で、世界は米中の2大超大国時代に入りつつある。アメリカは、ロシアというよりは中国を唯一の競争相手と見ている。短期的にはアメリカの中間選挙と中国の共産党大会を前にした多少の緊張緩和があるかもしれないが、中長期的に見れば米中冷戦が始まろうとしており、日本企業は今後、米中の2大超大国に対して両方に対するサプライチェーンを作っていく必要がある。



2-12 中国の市場化とアジアの成長

出所：PPPGDP データは世界経済のネタ帳より

九州は日本の一部としてとらえれば成熟して大きな成長の余地はなく、アジアの一部としてとらえれば大きな成長の余地がある。中国を中心とするアジアの成長を取り込む必要があり、九州大学ビジネススクールは2003年に日本企業のアジア市場進出を担う人材育成を一つの目的として設立されたわけである。これまで九州には九州だけで完結しなんとなく幸せな企業が多く、アジア進出を必要と考えない企業が多かった。ただ、昨今の世界の動きはそうは言っていないほど速い。AI・IoT・DX、ガソリン車のEV化、カーボンニュートラル（GX）など大きな流れに巻き込まれつつある。

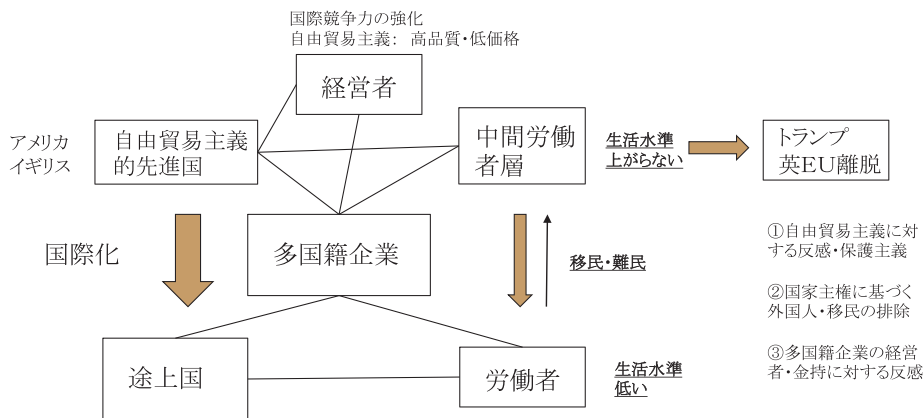
第3節 先進国の多国籍企業の国際化と中間労働者層の不満

イギリスの EU 離脱や、トランプ大統領の就任はなぜ起こったのだろうか。色々な人が色々なことを述べたが、結局のところ先進国の多国籍企業が安い賃金の労働者を求めて国際化し、これが自分たちの生活レベルが改善しない原因だと考えたアメリカやイギリスの中間労働者層が、トランプ大統領の就任やイギリスの EU 離脱を

支持したように見える（参照 2-13 先進国の
の多国籍企業の国際化と中間労働者層の不満）。

多国籍企業が、国際競争力強化のために安い労働者を求めて国際化を進めていくと、途上国の労働者の給料水準が低いために先進国の労働者の給料は上がらない。途上国の労働者は、移民・難民として先進国に流れ込んで安い賃金を受け入れ、先進国の労働者の雇用を奪う。一方、多国籍企業の経営者は企業の国際競争力の強化によってより高い給料をもらうため、先進国では経営者と中間労働者の生活水準格差が拡大した。このため、多国籍企業の生き残りや、途上国を含む世界の人々の消費・生活水準の向上のためには TPP や EU 市場・移民の自由は必要である一方で、先進国の多数を占める中間労働者層は上がらない生活水準に不満を抱くことになった。アメリカのトランプ大統領選出、イギリスの EU 離脱の背景には、アメリカやイギリスにおける中間労働者層の不満があった。

日本は、もともと①それほど自由貿易主義でなく、②もともと移民をほとんどいれず、③企業経営者の年収は欧米ほど高くなく、経営者にそれほどの富が集中していないため、中間労働



2-13 先進国の多国籍企業の国際化と中間労働者層の不満

出所：村藤作成

者層の反発がアメリカやイギリスほどの政治的力にならなかった。

EU も①完全に自由なのは EU の中だけで EU の外に対しては差別があり、②外から移民や難民をむやみに受け入れているわけではない。③経営者と国内労働者の給与格差も、英米ほど極端ではない。

アメリカのトランプ大統領が共和党支持者と民主党支持者を分断させたこと、イギリスで多くの国民が EU 離脱で得るメリットや問題点についてジョンソン首相など EU 離脱派にだまされたと感じていることを考えれば、中間労働者層に配慮しながらも、国際化や自由貿易主義は依然として推進する必要があるように見える。

ただ、最近始まった AI や IoT の進展は、安い人間を不要とする AI やロボットによるオペレーションを可能にする可能性がある。工場の中で仕事は人間でなく AI やロボットがしてくれるならどうして途上国の安い労働者を求めて発展途上国に行く必要があるのだろうか。工場はみなアメリカや日本の中で作ればいいのかもわからない。但し、それで失業者が多くなると、収入を失った失業者はどうやって消費できるのかが問題になる。このため、GDP を人間 GDP と AI ・ロボット GDP に分け、失職して収入がない人々にはベーシックインカムを支給すべきという議論が出始めている。GDP が一人当たり GDP $\times$ 人口で求められていた時代には人口が半分になるということは GDP 維持のためには一人当たり GDP を 2 倍にしなければならないということだった。過去の産業革命は人間一人一人を忙しくさせてきたわけだ。しかし、AI とロボットが GDP を稼いでくれるのなら人口減少時に人間が一人当たり GDP を増やさなくてもよかったのかもしれない。

第4節 米中の冷戦と日本の立場

1991年のソ連崩壊によりアメリカは世界唯一の超大国になった。しかし、過去30数年の経済成長で、中国は世界第二の超大国になりつつある。アメリカは中国が経済の発展によって欧米のような自由と民主主義を尊重する国になるものと期待していたが、共産党の一党支配と領土拡張主義は揺らぐ、共産党の支配を脅かすような人民の自由が許されるようになる気配はない。習近平国家主席は建国100年の2049年にはアメリカと肩を並べる強国になるつもりのようなのだが、アメリカは世界の通商路を守ることを通じて世界一の超大国の地位を守ろうとしている。

中国は一带一路で欧州との陸路海路で影響力の範囲を広げつつある。アメリカとの対立は、成長する東アジア・東南アジアの通商海路をめぐる東シナ海や南シナ海で特に先鋭化しつつある。元大統領補佐官のピーター・ナバロ氏によれば、アメリカは中国を同盟国と共に第一列島線の中に封じ込めようとしているが、中国はアメリカを第二列島線の外に押し出して中国への接近を阻止し、領域を封鎖して第二列島線内を支配しようとしている（参照 2-14 米中冷戦と日本の立場）。アメリカは、海洋法条約によれば領海の外は公海ですべての国が自由に海の航行と上空通過の権利を有するとする。中国の主張する勢力範囲である南シナ海の「牛の舌」は中国の領海でも EEZ でもないとする。一方中国は、12海里的の領海だけでなく排他的経済水域についても航行と上空通過の自由は制限され、武警傘下の海警局はこれを強制できるとする。尖閣・台湾は中国の領土だし、南シナ海の九段線内は中国の管轄区域であるとしているのである。アメリカは、これまで空母で制海権や制空権を維持し、今後は機雷と潜水艦で中国軍を封



九段線(牛の舌)

2-14 米中冷戦と日本の立場

参考：もと大統領補佐官ピーターナバロ「米中もし戦わば」2019

じ込めようとしているが、中国は、陸軍・海軍・核だけでなく新型ミサイル・宇宙(北斗)・サイバーを使い、さらには、心理戦、メディア戦、法律戦の三戦を駆使して広く支配力を強めつつある。

中国の勃興で米中の軍事力は拮抗してきており、台湾、南シナ海、尖閣など第一列島線上でいつ米中の衝突が起きてもおかしくない。日本は核の傘下にある同盟国として軍事的にはアメリカ側に立ってきたし、ロシアのウクライナ侵攻で、危機が本当に起こりうることを再認識しつつある。日本は軍事費をこれまでGDPの1%に制限してきたものを2%に向けて増やしつつあるが、再軍備してアメリカのために中国と戦争をするわけにはいかない。既にアメリカのみならず中国もなくてはならない日本企業の大市場となっており、米中の冷戦を本当の戦争にさせるわけにはいかないのである。日本企業のグローバルサプライチェーンは米中の様子を見な

がら組み立てていかざるを得ない。

参考文献

a. 単行本

村藤 功『日本の財務再構築』 東洋経済新報社
平成16年(2004年)

村藤 功『ネットの政府』 同文舘出版 平成27年(2015年)

ピーター・ナバロ 『米中もし戦わば』 文春文庫 令和元年(2019年)

Peter Navarro “Crouching Tiger: What China’s Militarism means for the World” 2015

b. 研究ノート

九州大学経済学会 経済学研究 第89巻 第1号 p93-102

c. データ

- ・内閣府経済社会総合研究所編 国民経済計算 1986-2020データ (<https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html> 2022年5月時点)
- ・1986-2020 data from the “Integrated Macroeconomic Accounts for the United States” from the Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce (<https://www.bea.gov/data/special-topics/integrated-macroeconomic-accounts> 2022年5月時点)
- ・世界経済のネタ帳 (<https://ecodb.net> 2022年5月時点) の名目・購買力平価 GDP データ (元データは IMF World Economic Outlook Database)

〔九州大学大学院経済学研究院
産業マネジメント部門 教授〕