

# マクロの企業貯蓄と近年の日本企業の資金調達の動向<sup>1)</sup>

祝 迫 得 夫

本稿では、1990年代末の金融危機以降大幅に増加した企業貯蓄がどのように利用され、それが日本企業の資本構成にどのような影響を与えたかを、SNA データおよび法人企業調査のデータを用いて検証する。金融危機直後の1998年から2000年頃までの企業貯蓄の増加については、金融機関の貸出し引き締めという供給側の要因が支配的だが、それ以降の企業貯蓄の増加については、かなりの部分を企業側のインセンティブに基づく負債圧縮行動が占めていた可能性が高い。また企業規模別、製造業/非製造業の分類を用いた法人企業調査のデータによる分析では、製造業と、非製造業の大企業における負債の圧縮が、70年代から続く長期的な傾向であることが示される。その一方、規模の小さい非製造業企業も、1990年代後半以降、急速に負債の圧縮を進めている。その結果、直近の日本企業の資本構成は、セミマクロのレベルで見ると1970年代よりもはるかに均質的なものになっている。また金融危機以降の日本企業のリストラクチャリングでは、雇用の削減は主に製造業の、負債の圧縮は主に非製造業の問題であり、すべての経済主体が同じような方法で経営の効率化を行っていたわけではないことが分かった。

JEL Classification Codes: E22, G32, G34

## 1. はじめに

二十一世紀の日本のマクロ経済を語るにあたって、家計貯蓄率の急激な低下と巨額の財政赤字/累積政府債務は極めて重要な問題である。この問題をマクロの資金需給の視点から捉えると、1990年代に入って以降、家計部門による他部門への資金供給が大幅に減少し、90年代末からは財政赤字の拡大に伴い、政府部門がネットの資金供給者から大口の需要者に転換したということになる。その一方で、民間部門全体の貯蓄には大きな変動は見られないので、このことは家計貯蓄減少を相殺する形で、企業貯蓄の増加が起こっていたことを意味している。1980年代・90年代を通じて企業貯蓄の家計貯蓄に対する比率は1/3から1/4の水準であったのに対し、2000年代以降のこの比率は完全に逆転している。

岡田恵子氏との共著論文(祝迫・岡田 2009; Iwaisako and Okada 2009)の中で我々は、1997年冬から98年にかけての一連の金融危機を契

機として、家計貯蓄と企業貯蓄の代替が起こっていることを強調した。この代替の背景にあるメカニズムは、金融危機以降、日本企業において本格的なリストラクチャリングが始まったことに深く関係している。すなわち、この時期のリストラクチャリングによって労働所得が大きく減少した一方で、企業のフローの内部留保の大幅な増加が起こっていたのである。ただし同じ論文の中で指摘した点であるが、長期的な労働分配率の動向に注目して見ると、1990年代半ばの日本の労働分配率は歴史的に見てもかなり高い水準に達していた。このことは恐らく、90年代の実質賃金が高くなりすぎていたことを示唆しており、金融危機以降の企業によるリストラクチャリングの進行と失業率の増大には、その揺り戻しという側面も大きい。

本稿の目的は、岡田氏との論文では十分分析できなかった、90年代末以降の企業貯蓄の大幅な増加の要因を探ることである。それはすなわち、この時期の日本企業の資金調達の動向と資本構成の変化について検討することであり、

表1. 対GDP比で見た日本の部門別貯蓄

	I. 民間部門貯蓄					II. 政府部門	III. 一国 = I + II
	(1) 法人企業部門			(2) 家計			
	(1A) + (1B)	(1A) 非金融法人	(1B) 金融機関				
1980	16.9	5.0	4.2	0.8	11.6	1.3	20.0
1981	16.1	3.7	3.3	0.3	12.1	1.8	17.8
1982	15.2	3.5	3.2	0.4	11.4	1.2	15.8
1983	14.6	3.2	3.0	0.2	11.1	0.6	16.0
1984	14.5	3.4	3.4	-0.1	10.9	1.6	16.1
1985	14.4	3.8	3.9	-0.1	10.4	2.4	17.1
1986	14.3	4.4	4.5	-0.1	9.7	2.3	16.5
1987	13.1	4.4	4.4	0.0	8.5	3.5	17.0
1988	13.2	4.2	4.1	0.1	8.7	4.5	18.7
1989	12.1	3.0	2.7	0.3	8.5	5.3	17.8
1990	11.3	2.6	1.2	1.3	8.1	6.0	17.6
1991	11.7	2.0	0.5	1.5	9.2	5.9	18.7
1992	10.8	1.3	0.3	1.0	9.0	5.3	15.4
1993	11.1	1.9	0.7	1.2	8.8	3.0	13.4
1994	10.7	1.8	0.2	1.7	8.3	1.5	12.4
1995	10.6	2.2	0.8	1.4	7.8	0.5	10.6
1996	10.5	3.5	1.8	1.6	6.4	0.5	10.9
1997	10.6	3.8	2.5	1.3	6.2	0.5	11.0
1998	10.5	3.1	1.8	1.3	7.0	-1.2	8.6
1999	10.6	4.1	2.8	1.3	6.2	-2.8	7.1
2000	10.6	5.2	3.6	1.6	5.2	-2.8	8.1
2001	8.3	5.2	3.1	2.1	3.0	-2.6	5.6
2002	9.9	6.8	4.3	2.5	3.0	-5.0	4.3
2003	9.9	7.6	4.4	3.2	2.3	-5.4	4.7
2004	10.4	8.2	5.0	3.2	2.1	-5.7	5.5
2005	10.5	8.2	5.0	3.2	2.2	-4.5	5.4
2006	9.0	6.8	4.0	2.9	2.2	-3.1	6.3
2007	9.2	7.0	4.4	2.5	1.9	-2.9	5.6

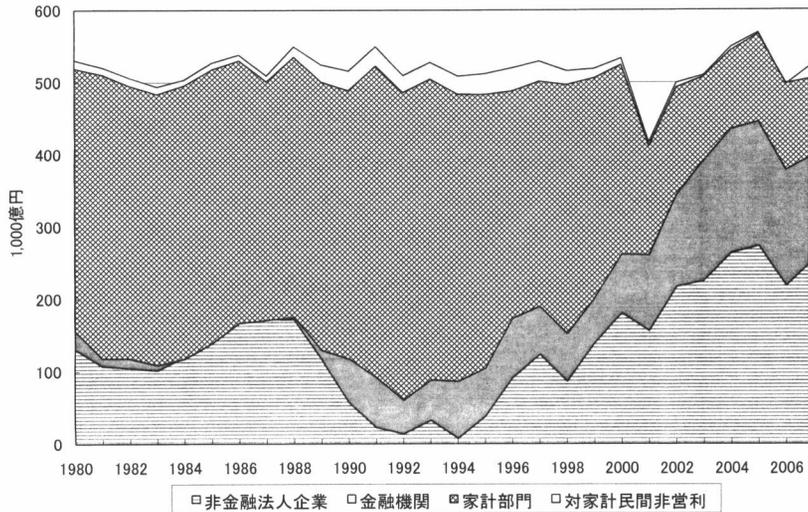
注) 1980年から2007年までの暦年データ。データの出所は、内閣府のSNA(国民経済計算)のWebサイト、Iの「民間部門貯蓄」は、(1)の法人企業部門貯蓄と(2)の家計貯蓄の和に、対家計民間非営利部門の貯蓄を加えたもの。

既に西岡・馬場(2004), 嶋谷・川井・馬場(2005), 砂川・杉浦・川北(2008), 坂井(2009)などが、コーポレートファイナンスの視点から検討を行っている。しかし本稿の興味は、近年の日本企業の資金調達行動、特に負債の圧縮行動とマクロ経済の動きとの連動にあり、単にミクロの分析を積み上げて行っただけでは、必ずしも十分な理解を得られない可能性がある。そのような問題意識から、本稿ではマクロ・セミマクロのデータを用いて、主に1990年代以降の動きに焦点をあてて日本企業の資金調達行動・負債の圧縮行動の問題を分析していく。本論文の目的意識により近い先行研究としては、Potterba(1987), Frankel and Montgomery

(1991), Hoshi and Kashayp(2001), 真壁(2002)などを挙げる事ができる。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、まずSNA統計のデータを用いて民間貯蓄を構成する家計貯蓄と企業貯蓄の動向を確認したうえで、マクロのデータで見た、近年の日本企業の資金調達行動について検討する。第3節では、法人企業統計の規模別および製造業・非製造業別のセミマクロのデータを用いて、90年代後半以降の日本企業の負債圧縮行動について検討すると共に、負債/株価比率で見た日本企業の資本構成の動向についても分析を行う。第4節では、負債の圧縮行動と労働コストの削減の関係について簡単に議論する。第5節は全体のみ

図 1. 民間部門貯蓄の内訳



注) 1980年から2007年(暦年)までの民間の部門別貯蓄の実質額(2000年基準)。データの出所は表1に同じ。

とめである。

## 2. 企業貯蓄の増加とその背景

### 2.1 80年代以降の民間貯蓄の動向

まず、1980年代以降の日本における企業貯蓄と家計貯蓄の動向について、数字を確認しておこう。表1には、対GDP比で見た家計貯蓄・企業貯蓄を含む民間貯蓄、ならびに政府貯蓄の変化が示されている。民間貯蓄は1980年の時点でGDPの約17%を占めていたが、その後の10年で11%近い水準まで低下した。しかしバブル崩壊後は、若干の低下傾向が見られるものの、2001年に8.3%を記録した他は1994年以降、安定的に9%~10%台で推移しており、2007年までのデータにおいては大幅な民間貯蓄の低下傾向は見られない。他方、民間貯蓄の内訳を見ると、1990年代の終わりから家計貯蓄と企業貯蓄の逆転が始まりつつあり、1998年の時点で家計の貯蓄額が対GDP比7.0%、企業の貯蓄額が3.1%であったものが、2007年にはそれぞれ1.9%、7.0%となっている。最終的に、この期間を通じた民間貯蓄全体としての低下は、対GDP比で1%程度に留まっている。

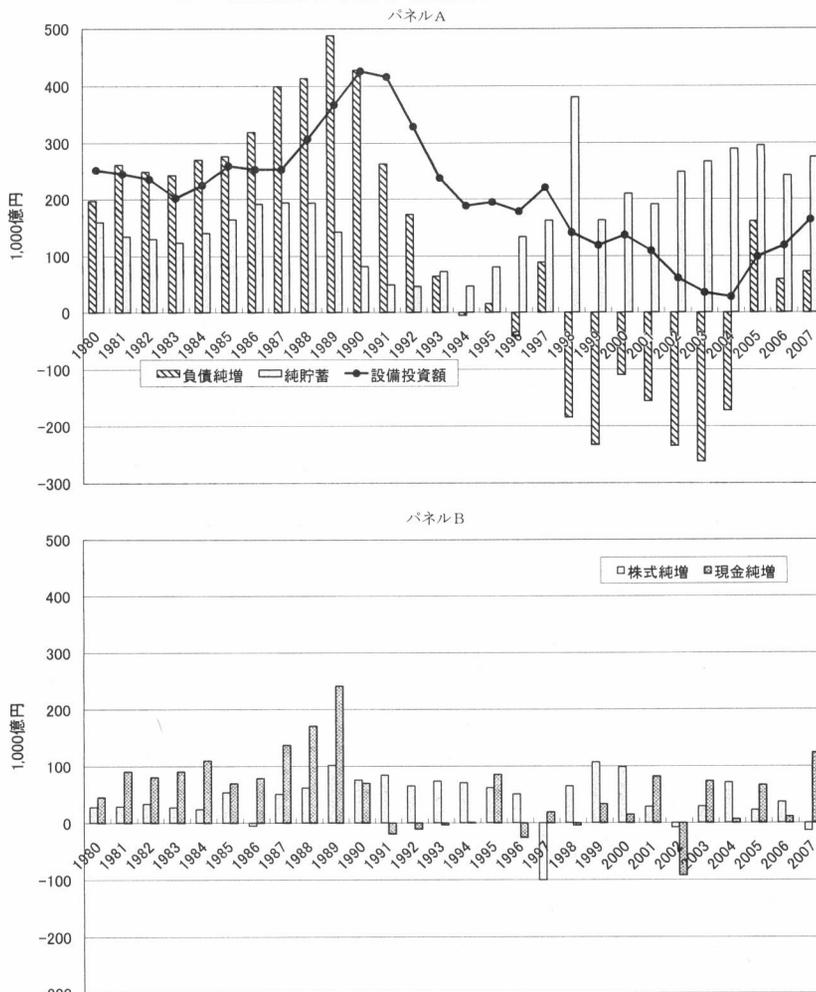
図1には2000年を基準とした実質額で示し

た民間貯蓄とその内訳が示されている。表1の対GDP比のデータと同じく、バブル崩壊直後の1990年代初頭の段階で家計貯蓄と企業貯蓄が3対1もしくは4対1の比率であったのに対し、2005年以降ではそれがほぼ逆転していることが確認できる。また、先に述べた2001年の民間貯蓄の8.3%への落ち込みの大部分は、家計の貯蓄の落ち込みによるものであるが、その後の企業貯蓄の水準の大幅な伸びによって、2002年以降、民間全体としての貯蓄は元の水準に回復していることがわかる。また2002年から2005年にかけては、企業部門の中でも金融機関の貯蓄の伸びが顕著であることを見て取ることができる。この最後の点については、小泉政権下での金融再生プログラムの開始など、幾つかの候補となる要因を推測できるが、本稿ではこの点に関してこれ以上深入りすることはしない。以下では主に、金融機関以外の一般法人企業の貯蓄と資金調達の変遷に焦点をあてて分析を行っていくことにする。

### 2.2 日本企業は貯蓄を何に使ったのか？

では近年の日本企業は、増加した貯蓄を何に使ったのであろうか？ この問題を考えるために、企業の資金調達手段が株式・負債(=社債

図2. 非金融法人企業部門の設備投資とフローの資金調達



注) SNA 統計による、1980年から2007年(暦年)までの非金融法人企業の、負債純増、純貯蓄、設備投資額、株式純増、現金純増。2000年を基準とした実質額。データの出所は表1に同じ。

プラス借入)・内部留保の3つだけであるような、単純化された世界における恒等式について考えてみることにしよう：

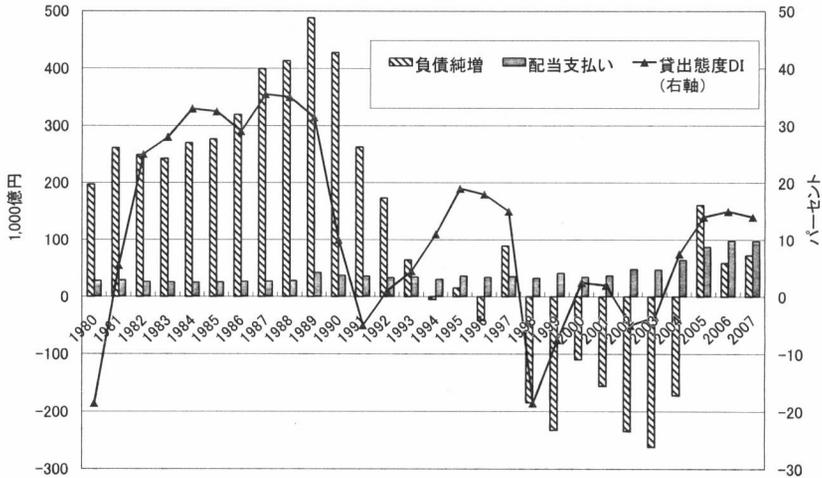
$$\text{投資} = \text{企業貯蓄} + \text{株式の純増} + \text{負債の純増}$$

この式はコーポレート・ファイナンスの文脈では、個別企業の設備投資の資金調達の式であると考えられる。しかし本論文の問題意識のもとでは、マクロの資金需給に関して、企業部門の投資と企業の貯蓄・株式・負債の増減を結びつける恒等式だと考えることができる。

図2には、この式を念頭においた、1980年

から2007年までのGDP統計の年次データにおける、非金融法人企業部門の設備投資とフローの資金調達の実質額の推移が示されている。図2のパネルAのグラフからは、1980年代および90年代初頭までは、企業部門の純貯蓄、負債の純増、および現金保有の純増はいずれも似たような動きをしており、設備投資はこれらの財務変数に対して1~2年のラグを持って同方向に動いていることが見てとれる。1990年代の初め、バブル崩壊に伴ってすべての変数が急減する。その後、景気悪化が本格化した90年代半ばの1994年~97年は、設備投資額の低下に歯止めが掛かる一方で、純貯蓄は増加を始

図3. 法人企業部門の借入純増・配当と金融機関の貸出態度



注) SNA 統計による、1980年から2007年(暦年)までの負債純増と配当支払い、2000年を基準とした実質額。出所は表1に同じ。「貸出態度DI」は日銀短観における、全産業・全規模の貸出態度DIの四半期データの単純平均。出所は日本銀行のWebサイト。

め、借入の純増は小幅な動きに留まっている。状況が一転するのは、金融危機を経た1998年からで、設備投資が再び減少し始めると同時に、純借入は大きくマイナスに転じ、逆に純貯蓄は急激に上昇している。この傾向は2004年までの7年間続き、2005年からは景気拡大に伴って設備投資額が上昇するとともに、借入もプラスに転じている。一方で企業の純貯蓄は相変わらず高い水準を保っている。以上のことから、98年以降の非金融法人企業の貯蓄の増加は、基本的には投資ではなく負債の返済に充てられていたことがわかる。

またパネルBには、同じデータにおける、企業の株式と手持ちの現金の純増額が示されている。このうち現金の純増については、1990年までは一貫して増加傾向にあるが、その後の動きには系統だった傾向は見られない。ただしサンプルの最後の2007年に関しては大幅な増加が観察されており、世界金融危機の深刻化とそれに伴う本格的な景気後退の予想から、日本企業は手持ち流動性の確保に走ったのではないかと推測される。

残る問題は、90年代末以降の負債の減少が、借り手の企業側の意図によるものなのか、それとも金融機関の側の引き締め——いわゆる貸し渋りや貸し剥がし——によるものなのかという

点である。この問題を検討するために図3には、図2パネル(A)の借入の純増のデータを再掲するとともに、同じくGDP統計の中の企業の配当支払額と、年平均をとった日銀短観の「金融機関の貸出態度DI」を同じグラフ上に示してある。貸出態度DIは、確かに1998年の金融危機発生時には、バブル崩壊直後を凌ぐ勢いで大幅に悪化しており、翌99年もマイナスを記録している。しかし2000年にはプラスに転じており、2002~03年には、恐らく金融再生プログラム(いわゆる竹中プラン)による不良債権処理の加速から再度マイナスを記録するものの、2004年以降は大幅に改善している。また配当支払いは1990年代末まではほとんど動きがなかったのに対し、2002年以降、特に2004年からは明確な増加傾向を示している。また貸出態度DIが悪化している2002~03年の間も配当支払いは増加傾向にあり、この時期にすべての企業の業況・資金調達状況が悪化していた訳ではないことが推測される。以上を総合すると、金融危機直後の1998年~2000年の企業負債の減少は、主に金融機関側の引き締め要因によるものであったと考えられる。それ以降の減少は、企業側の要因による自発的な負債の削減がかなりの部分含まれている可能性が高い。

### 3. 法人企業統計調査のデータで見た日本企業の資本構成の変化

#### 3.1 負債／株式比率の趨勢

前節では1990年代末以降の日本における企業貯蓄の大幅な伸びと、企業がそれをどのように使ったかについて、GDP統計のフローのデータを用いて検討した。本節では財務省の法人企業統計調査のデータを用い、同じ問題をセミマクロのレベルから扱うとともに、ストックで見た企業の資本構成が全体としてどのような動きをしているかについても検討する。

具体的には真壁(2002)にしたがって、法人企業統計調査のデータを資本金にもとづく規模によって大企業・中堅企業・中小企業の三種類に分類し、同時に業種についても製造業・非製造業の二種類に分類して、計六種類に区分けされたデータを用いる。これらのグループ毎に、1975年の第1四半期から2009年の第1四半期までの借入／株式比率(Debt/Equity Ratio)を計算した結果が図4に示されている。ただし非製造業および中小企業のサンプルは、最初の2年のデータが欠落していることに注意されたい。

まず全般的に、借入／株式比率が一番高いのは中堅企業、次に中小企業、そして大企業の順になっている。また製造業と非製造業の比較では、後者のほうが一貫して負債比率が高い。サンプル期間を通じて、すべてのグループについて負債の減少傾向が見られるが、製造業における負債の減少傾向は規模に関わらず、70年代の中盤以降首尾一貫した傾向である。これに対し非製造業のグループの中では、大企業は製造業と同じように徐々に負債を削減する趨勢にあった。しかし中堅企業・中小企業では、90年代中盤までは借入／株式比率は安定しており、中堅企業は対数表示で2.0より若干上(原数値で8~9)、中小企業は対数表示で2.0を若干下回る水準(同じく6~8)で推移している。その後1997年・98年の金融危機を経て、両グループとも顕著に借入比率が低下し、2009年の初頭の時点ではいずれも原数値3を切る水準まで下がっている。2009年の時点では、いまだに

非製造業の借入比率の方が高いものの、石油危機直後の1975年と比べると製造業との差の縮小は歴然としている。

#### 3.2 負債の圧縮と株式の増加

次に、株式による資金調達の増加と負債の圧縮の相対的重要性について見るために、図5には、6つの企業グループ別に、1976年以降3年毎の、フローでの資金調達の状況が示されている。

図5を詳しく見ていくと、まず第一に、製造業の大企業を除くと、1991~93年度およびそれ以前では、棒グラフがゼロを下回っているグループはない。このことは90年代初頭までは、製造業の大企業以外では、絶対額でみた負債の圧縮が行われていなかったことを意味する。ただし1985~87年・1988~90年の製造業の大企業による社債発行は、同時期の借入の減少額の合計を上回っており、したがって負債総額は増えていたことがわかる。このことは、80年代後半の製造業の大企業の資金調達行動が、銀行借入を削減する一方で、株式発行を含むマーケットでの調達を増やすものであり、恐らくはメインバンクの影響力を低下させる目的のものであったことを示唆している(Campbell and Hamao, 1994, Hoshi and Kashyap, 2001, 第7章)。

第二に、1980年代の終わりから90年代の初めにかけて、日本企業は資金調達のピークを迎えている。その後、1994~1996年・1997~1999年の期間は、どのグループも資金調達水準は低迷しており、同時にどの資金調達手段による資金調達も低迷している。第三に、2000年代前半の最初の6年間においては、短期・長期の借入が大きくマイナスを記録しており、逆に内部調達および増資による資金調達は大きく伸びている。ただしそのような傾向は、1990年代半ばから一部見受けられている。社債による資金調達は限定的であり、大企業の場合にはマイナスなので、21世紀に入ってから日本企業の資金調達は、基本的に負債を圧縮し、自己資本・手元流動性を増強するものであったことがわかる。

図4. 日本企業の負債／株式比率の変化

1975年度から2008年度(1975:2Q-2009:1Q)までの四半期ごとの、法人企業統計調査の企業規模別(大企業・中堅企業・中小企業)および製造業・非製造業別の負債／株式比率(対数表示)。ただし金融業・保険業は、非製造業の分類には含まれていない。中小企業は資本金一千万円以上一億円未満、中堅企業は一億円以上十億円未満、大企業は十億円以上。データソースのURLは：<http://www.fabnet2.mof.go.jp/fsc/index.htm>

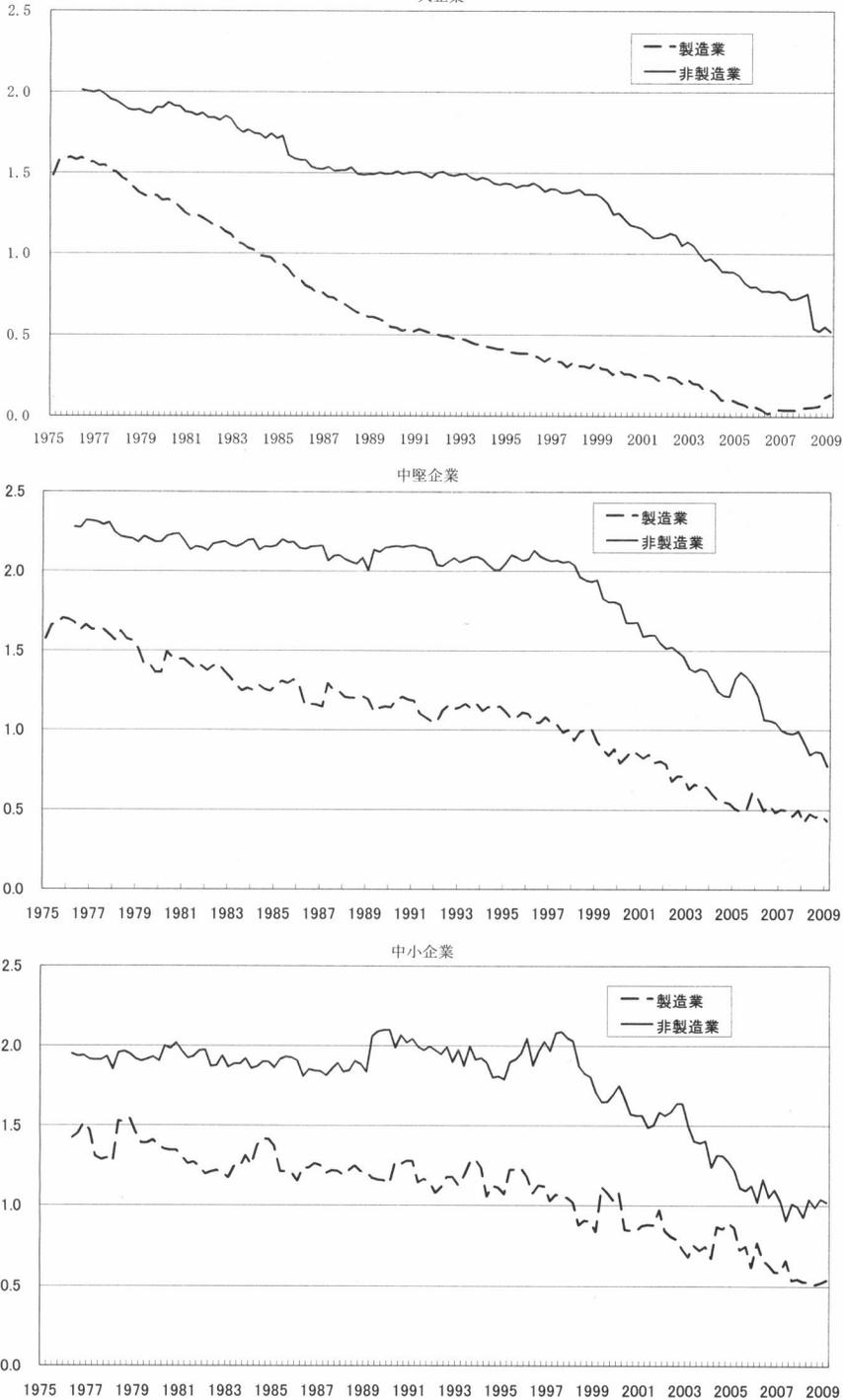


図5. 日本企業のフローの資金調達の状況

法人企業統計による、1976年度から2008年度までの間の3年毎の平均値を見た、フローの資金調達状況(2000年基準の実質額)。真壁(2002)に従って変数を以下のように定義：増資=資本金+資本準備金の純増；短期借入=短期借入金+受取手形割引額；内部調達=利益留保+引当金+特別法上の準備金+その他負債(未払い金等)。データ区分・出所の詳細は図4の注を参照。

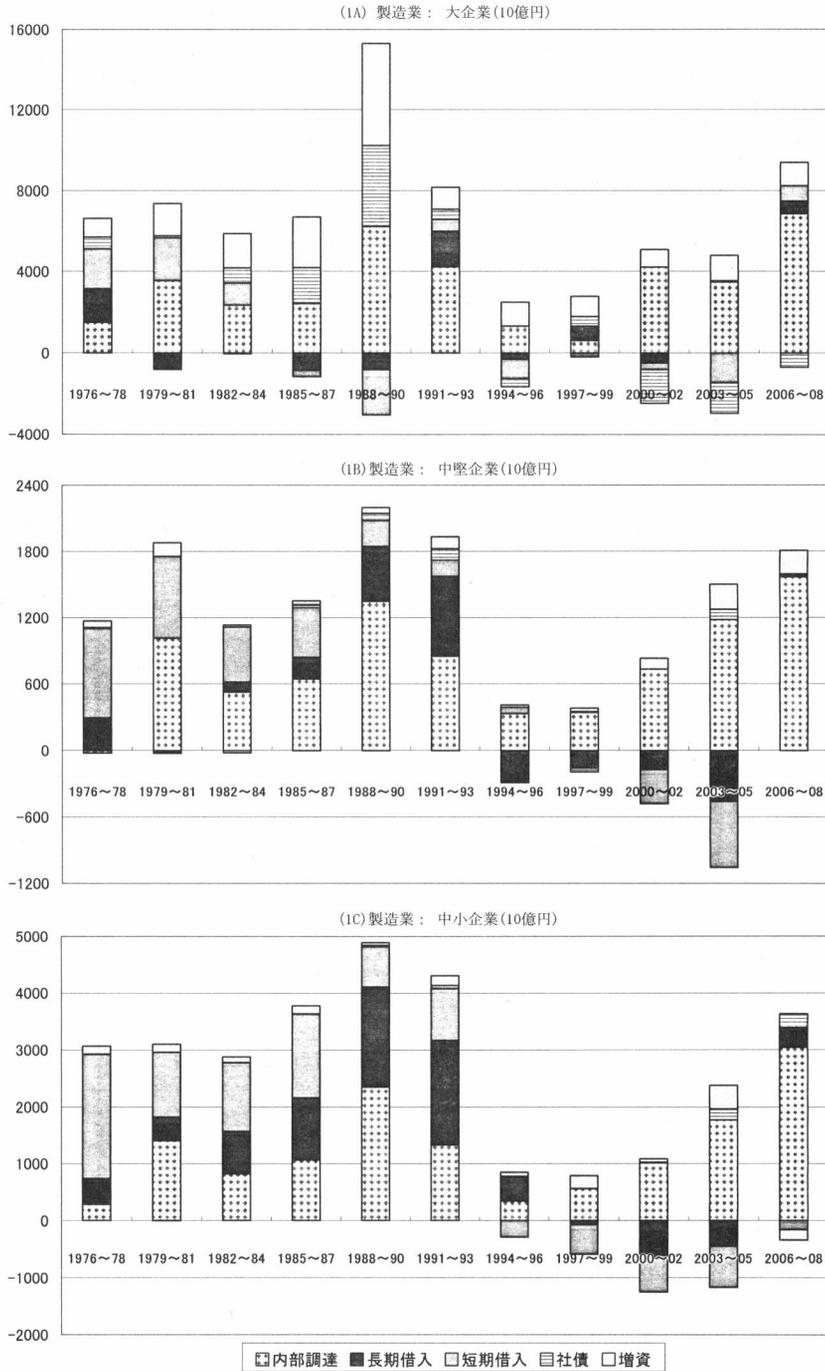
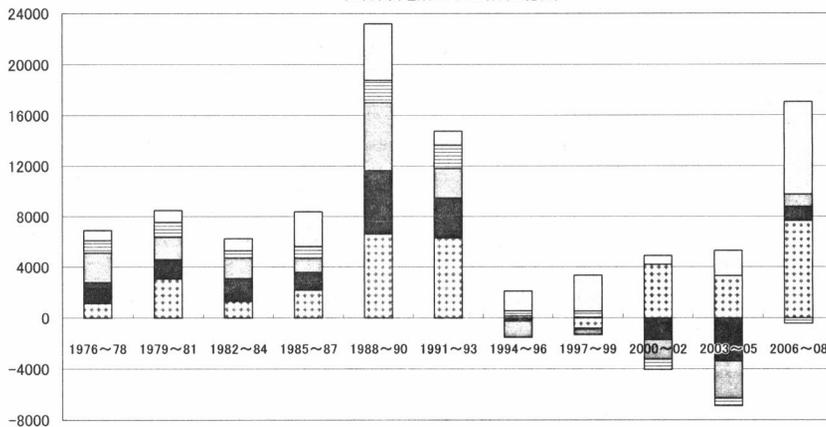
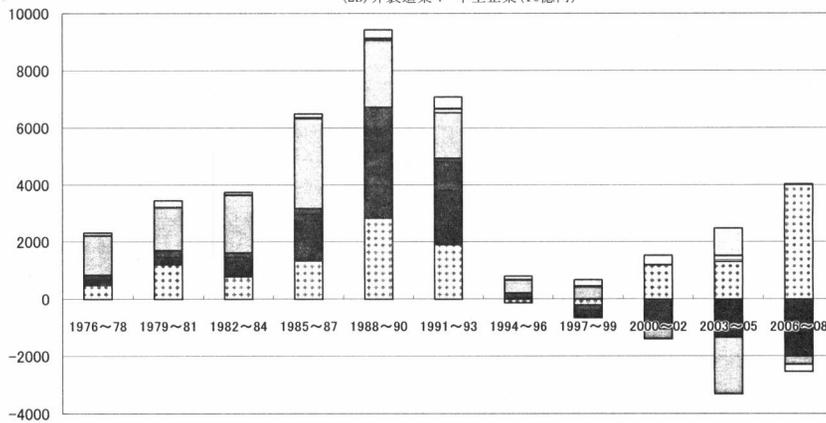


図 5. 日本企業のフローの資金調達状況 (続き)

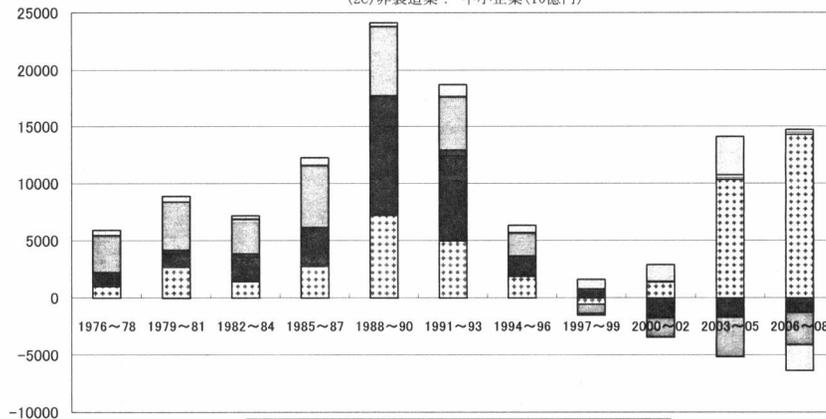
(2A) 非製造業：大企業(10億円)



(2B) 非製造業：中堅企業(10億円)



(2C) 非製造業：中小企業(10億円)



□ 内部調達 ■ 長期借入 □ 短期借入 ▨ 社債 □ 増資

最後に2006～2008年の期間では、非製造業の中堅・中小企業では引き続き借入を減らしている。その一方で、他のグループはいずれも若干の借入増加に転じている。また内部調達による資金調達は、すべてのグループでこの時期最高額を記録している。したがって、全体的な傾向としてはバブル崩壊以前の方向に戻ってきてはいるものの、内部留保による資金調達への依存度の高さが際立っている。ただしこの期間の後半には、米国のサブプライム危機に端を発した世界同時不況の影響があると思われるので、結果の解釈には注意が必要である。

個々のグループの状況に目を移すと、全体的な傾向として非製造業の各グループと製造業の同じ規模のグループは似た動きをしているものの、前者の方が、バブル崩壊直後までは相対的に借入の比率が大きくなっている。一方、図4の前半のサンプルで、製造業の負債/株式比率がほぼ一貫して右下がりであったのに対して、非製造業のそれは1990年代中盤まで平板で、90年代後半の金融危機以降に急速な低下を始め、最終的に製造業の水準にかなり近づいている。したがって、図4と図5は同じ現象を異なる側面から見た結果だといえる。

### 3.3 負債はどのように圧縮されたか？

以上の分析で分かるように、日本企業の負債比率は長期的に低下傾向にあったものの、1990年代半ばまでは実際に負債が減っている訳ではなく、負債の伸び以上に株式が増加することによって、資本構成に占める負債の相対的な重要性が低下していた。その後、2000年代の前半に、特に非製造業において明確な負債の圧縮と株式の増加が発生している。さらに、2000年代の後半に入ると、景気回復に伴い、一部のグループで負債が再び増加し始めている。

では負債の圧縮はどのように行われたのだろうか？ 別の言い方をすれば、負債水準の圧縮に伴って、負債の中味の構成はどのように変化したのだろうか？ この問題について考察するために、図6には総負債に占める長期貸出と社債の比率が示されている。まず製造業の大企

業については、1980年代初めから90年代初頭までの10年間の間に、長期借入の比率は15%近く上昇しており、その後は21世紀に入って若干の低下傾向が見られるものの、35～40%の水準で比較的安定的に推移している。一方、非製造業の大企業の長期借入比率については、サンプルを通じて25%近辺の水準ではほぼ一定である。また社債の割合については、製造業の大企業では1990年代を通じて比較的高い水準にあったものの、90年代末の金融危機以降はむしろ減少傾向にある。

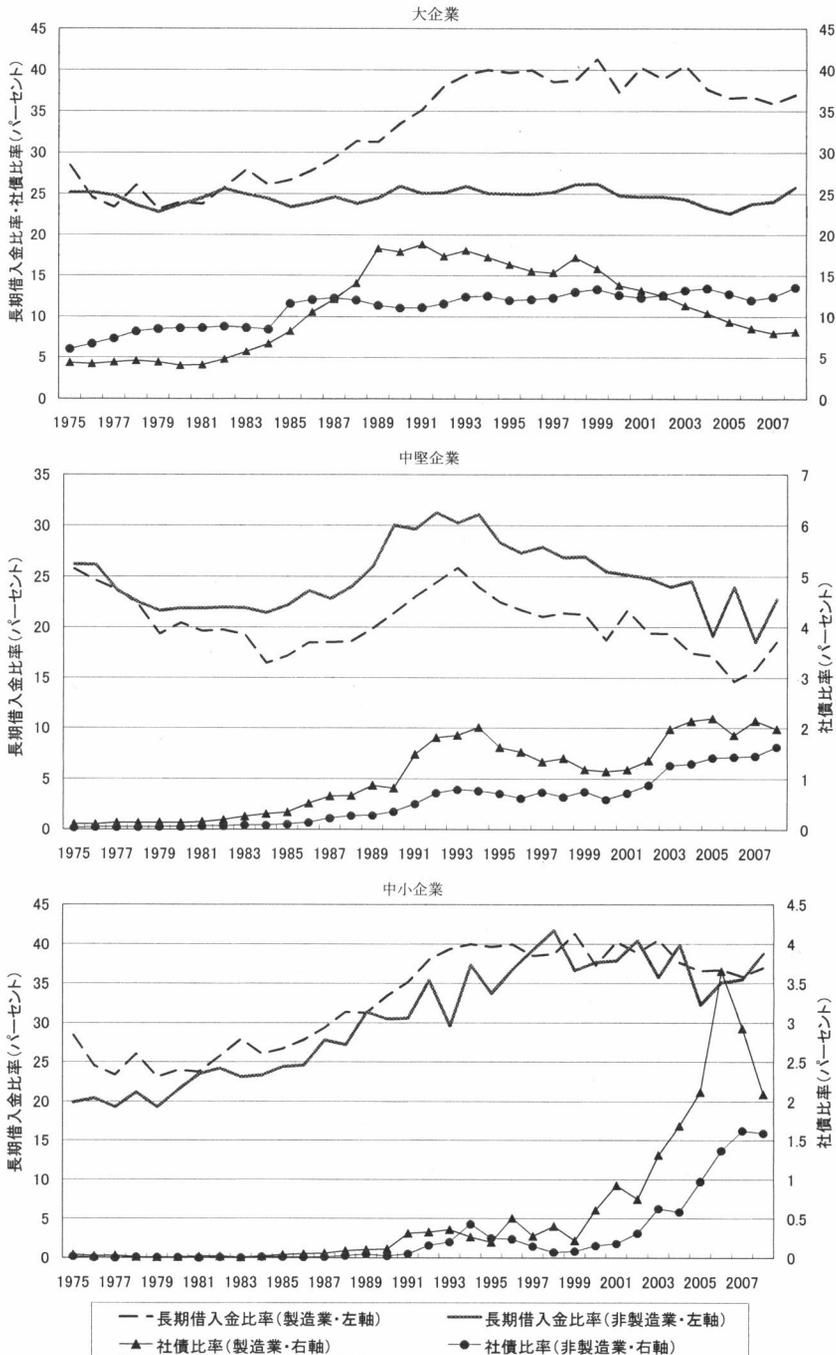
一方、非製造業の大企業の総負債に占める社債割合は、80年代半ばに10%を越える水準に達したものの、その後はほぼ同じレベルで推移している。次に中堅企業では、製造業・非製造業とも90年代初頭に長期貸出の割合がピークを迎え、その後は低落傾向にある。社債の割合はトレンドとしては増加しているが、製造業・非製造業とも1%～2%の水準であり、決して高いとはいえない。最後に中小企業に関しては、長期貸出割合は、製造業の大企業と同じくの90年代初頭まで上昇した後、ほぼ安定して推移している。一方、社債の割合は、今世紀に入ってから急上昇しているが、それでも量的には2%～3%と極めて限定的である。

このように全体としてみると、日本企業の負債に占める長期借入の割合は、長期的には90年代初頭まで緩やかに上昇し、その後は中堅企業は若干例外であるが、ほぼ安定的に推移しているといえる。社債が負債に占める割合については、製造業の大企業以外は、今世紀に入ってわずかながら上昇傾向を見せている。以上から、全体としてみると固定負債(長期借入と社債の和)比率はさほど大きく変化していないか、緩やかな上昇傾向にあるものと結論づけることができる。

このような負債構成の推移については、以下のような解釈ができるものと考えられる。よく言われているように、80年代以降の日本企業がメインバンクからの影響を積極的に排除しようとしていたのだとすると(Hoshi and Kashayp 2001, 第7章・第8章)、企業が負債の割合を

図 6. 全負債に占める長期借入および社債の比率

法人企業統計調査の企業規模別(大企業・中堅企業・中小企業)および製造業・非製造業別の長期借入比率(左軸)と社債比率(右軸)、1975年度から2008年度までの年次データ。データ区分・出所の詳細は図4の注を参照。



全体として削減する中で、あえて残すとすれば、安定的な長期借入を残したのであろう。理論的には、銀行が企業の経営に対して強い影響力を持つとすれば、いったん貸出を行った後は、当面の間は回収・流動化が難しい長期負債よりは、短期の貸出をローリングすることによって、借り手企業にとっての将来の資金供給に関する不確実性を残しておく方が、より効果的だと考えられる。つまり、短期貸出の繰返しによる「長期の貸借関係」よりは、明示的な長期借入のほうが、いったん貸出が行われてしまった後の、借り手の事後的なバーゲニング・パワーは強まるはずである。ただ、このような解釈が本当に正しいかどうかについては、焦点を絞ったより詳細な理論分析・実証分析が必要である。

また本稿の直接のテーマではないが、図5・図6から読み取れるもう一つの重要な事実として、2000年代に入って大企業、特に製造業の大企業の社債による資金調達が、フローとストックのどちらでみても低迷していることが挙げられる。確かに中堅企業・中小企業では、2000年代後半に入って急激な発行増加が見られる。その一方で、そのかなりの部分が私募債であると言われており、大部分を発行を引き受けた銀行が満期まで保有するケースがあるという報道もある。社債市場の活性化が、日本の金融市場やさらには日本の企業・産業の活性化について、どのくらい重要なものであるかは必ずしも明確ではない。しかしながら、我が国の社債市場の低迷の背景にある要因の分析は、重要な研究テーマであり、政策課題であろう。

#### 4. 負債の圧縮と雇用の削減の関係

第1節で述べたように、日本企業の貯蓄の増加＝負債の削減と、雇用の削減は表裏一体の関係にある。極端な言い方をすれば、1990年代の終わり以降、基本的に日本企業は労働者への分配を減らし、株主への分配を増やしてきたといえる。このようなマクロで見た図式は、セミマクロのレベルでも成立しているのだろうか？この問題を検討するために、図7には企業規模別および製造業／非製造業別の、人件費の対売

上高比率が示されている。

図7からは大きく二つのことが見て取れる。第一に、非製造業における人件費比率は、サンプル期間を通じて、一貫して緩やかな上昇傾向にある。第二に、その一方で製造業の人件費比率は、どの企業規模の場合も、21世紀に入った前後から大きく減少している。ただし、サンプルの最後2008年の後半・2009年の前半においては、恐らくは分母の売上高の急激な減少を反映して急上昇している。したがって図7からは、2000年代に入っての雇用の削減・賃金カットは、主に製造業における現象であることが示唆される。つまり90年代末の金融危機以降の日本企業は、製造業は労働コストの削減、非製造業は主に負債の圧縮という、それぞれ異なった形で事業の効率化を図ってきたのである。よって本稿のセミマクロのデータから推測される限りでは、リストラクチャリングの過程で、必ずしも同一主体が雇用の削減により余剰を生み出し、それを使って負債を削減していたとは限らないと。無論、この点について明確な証拠を得るためには、個々の産業・企業レベルのデータを検討する必要がある。将来の研究によって明らかにされるべき重要な課題である。

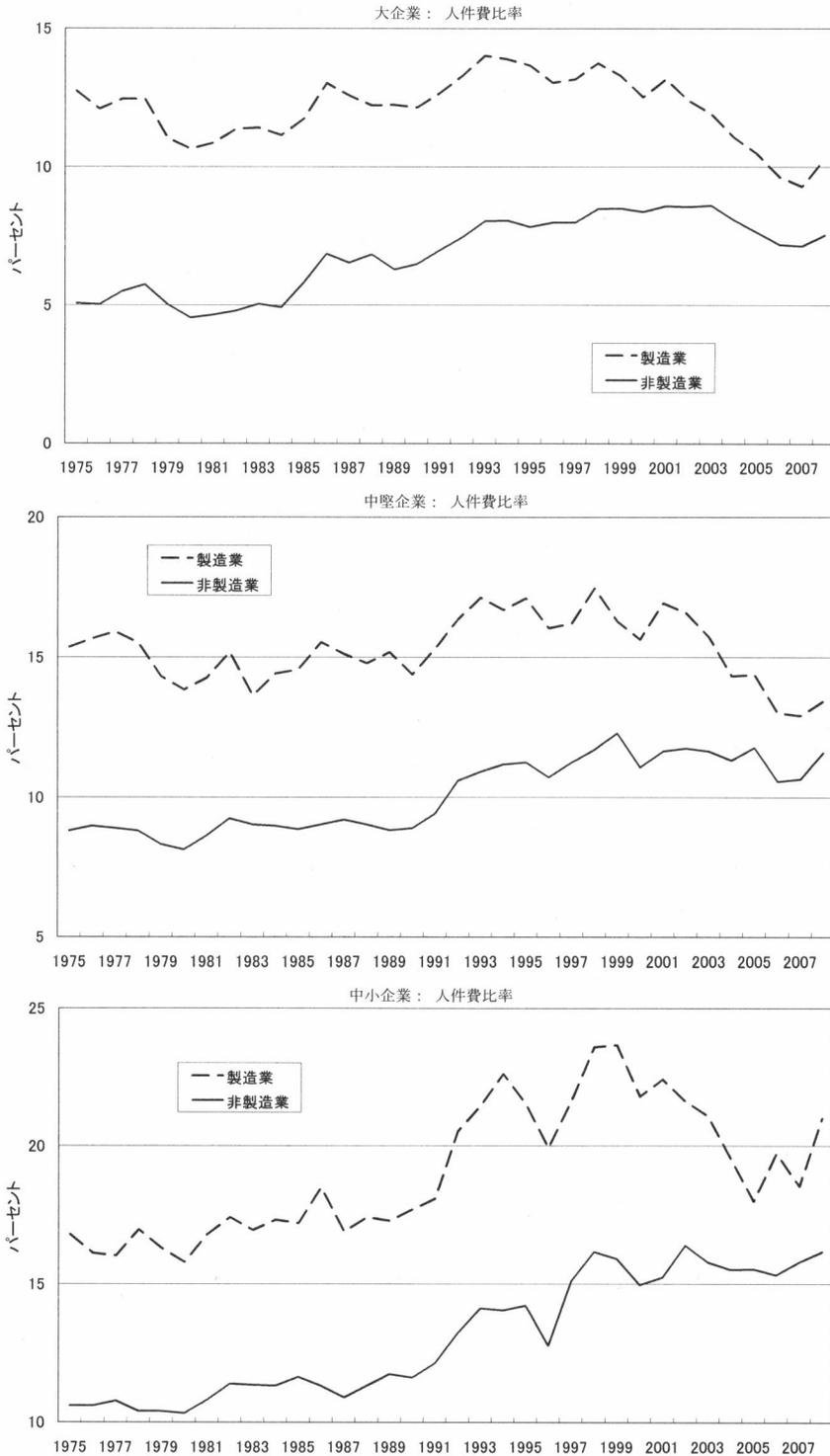
#### 5. おわりに

本稿では、1990年代後半以降の企業貯蓄の増加の実態と、その背景に焦点をあてて考察を行った。その結果以下のような点が明らかになった。

第一に、1990年代末の金融危機によって、まず貸し手の金融機関の側の要因で企業の負債の減少が始まったが、その後2000年代に入ると、むしろ企業の側のイニシアティブによる負債削減がかなりの程度進行していたことが示唆される。そのような負債の削減傾向は、2000年代後半に入って本格的に景気が回復するまで続いた。第二に、法人企業統計のグループ別データで見ると、製造業の負債比率の低下は70年代からの長期的な傾向であり、これに対して非製造業の負債圧縮は90年代末の金融危機以降、急速に加速している。その結果、製造業・

図7. 企業グループ別の人件費比率

法人企業統計調査の企業規模別(大企業・中堅企業・中小企業)および製造業・非製造業別の、人件費の対売上高比率。1975年度から2008年度までの年次データ。データ区分・出所の詳細については、図4の注を参照。



非製造業の区別による負債比率の違いは、今世紀に入って極めて小さなものになっている。第三に、今世紀に入ってから日本企業による雇用・労働コストの削減は、主に製造業に集中している。マクロのレベルでは、家計貯蓄の減少と企業貯蓄の増加が相殺しあっているものの、セミマクロのレベルでは、雇用の削減を行っている経済主体と、負債の圧縮を行っている経済主体は、必ずしも一致していないことに注意すべきである。ただし、この現象が企業・産業レベルでも成立しているかどうかに関しては、より詳細なデータによる分析が必要である。

本稿の分析は、90年代末からの日本企業の復活・効率化の過程において、セミマクロのレベルでどのようなダイナミクスが発生していたかを、ある程度まで明らかにしたといえる。例えば、GDP データだけでなく、法人企業統計のデータで見ても、90年代中盤、バブル崩壊後から金融危機にいたるまでの5年ほどの期間に、日本企業の資金調達行動が大きく低迷したことは明白である。すべての企業グループについてこの傾向が見て取れるということは、単に景気が悪化したというだけでなく、日本経済の内部における資本の(再)配分活動そのものが低迷したということを示唆している。この点は、「失われた10年」について、「追い貸し」や「ゾンビ貸出しZombie Lending」と言った概念によって、金融面における産業間の生産要素の再配分の効率性の問題を強調した、才田・関根(2001)、祝迫(2005)、Caballero, Hoshi and Kashyap(2008)などの先行研究と整合的である。

ただし、近年の日本経済におけるリストラクチャリングのダイナミクスの全体像を明らかにするには、まだ多くの研究が必要である。本稿で積み残した最大の課題は、セミマクロのデータを用いたために、企業や産業レベルでのリストラクチャリングのダイナミクスに関する分析が行われていないことである。この点に関しては、法人企業統計のデータで産業別の統計が利用可能である以上、本稿の分析は準備的なものに留まっているといわざるを得ない。最終的には、Caballero(2007)などで分析されているよ

うに、個別企業のデータを用いて、産業内における資源移動の効率性も含めて検討することが望ましい。また本稿で分析した、製造業と非製造業の対比における、負債圧縮と雇用の削減の違いをどう解釈すべきなのかも、今後の重要な検討課題である。

(財務省財務総合政策研究所・一橋大学経済研究所)

## 注

1) 討論者の中野誠氏(一橋大学大学院商学研究科)、および一橋大学経済研究所定例研究会、財務総合政策研究所ランチ・ミーティングの出席者のコメントに感謝する。無論、本論文に残された間違いがあるとすれば、すべての責任は筆者にある。なお本論文で述べられている見解は祝迫個人のものであり、財務省のそれを反映したものではない。

## 参考文献

- 砂川伸幸・杉浦秀徳・川北英隆(2008)『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞社。
- 祝迫得夫(2005)「投資と企業再生」, 伊藤隆敏, ヒュー・パトリック, デビッド・ワインシュタイン編, 祝迫得夫監訳『ポスト平成不況の日本経済: 政策志向アプローチによる分析』日本経済新聞社, 2005年9月。
- 祝迫得夫・岡田恵子(2009)「日本経済における消費と貯蓄——1980年代以降の概観」, 深尾京司編『マクロ経済と産業構造』第2章, 内閣府経済社会総合研究所。
- 真壁昭夫(2002)「資金調達と資本構成」, 財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」, 第62号, pp. 63-80。
- 西岡慎一・馬場直彦(2004)「わが国企業の負債圧縮行動について: 最適資本構成に関する動学的パネル・データ分析」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo. 04-J-15。
- 才田友美・関根敏隆(2001)「貸出を通じた部門間資金再配分のマクロ的影響」, 日本銀行調査統計局, Working Paper Series 01-16。
- 坂井功治(2009)「日本企業における資金調達行動」, 『経済分析』(内閣府経済社会総合研究所)第182号(ジャーナル), 2009年7月。
- 嶋谷毅・川井秀幸・馬場直彦(2005)「わが国企業による資金調達方法の選択問題: 多項ロジット・モデルによる要因分析」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo. 05-J-3。
- Caballero, Ricardo (2007) *Specificity and the Macroeconomics of Restructuring*, MIT Press.
- Caballero, Ricardo, Takeo Hoshi and Anil Kashyap (2008) "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 5, pp. 1943-1977.

- Campbell, John Y. and Yasushi Hamao (1994) "Changing Patterns of Corporate Financing and the Main Bank System in Japan," in Aoki and Patrick eds., *The Japanese Main Bank System*, Oxford: Clarendon Press.
- Frankel, Allen B. and John D. Montgomery (1991) "Financial Structure: An International Perspective," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991: 1, pp. 257-310.
- Hirota, Shin'ichi (2001) "Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 13, No. 3, pp. 201-229.
- Hoshi, Takeo and Anil K. Kashyap (2001) *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, MIT Press. (鯉淵賢訳『日本金融システム進化論』, 日本経済新聞社, 2006年.)
- Iwaisako, Tokuo and Keiko Okada (2009) "Understanding the Decline in the Japanese Saving Rate in the New Millennium," presented at NBER Japan project meeting, June 2009.
- Poterba, James M. (1987) "Tax Policy and Corporate Saving," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 18, No. 2, pp. 455-516.