

# アベノミクス下の企業財務

——設備投資・資金調達・バランスシートの変動——

木村 由紀雄

## 要 旨

アベノミクスは2013年から20年8月まで長期間、首相を務めた安倍晋三氏の内閣が採用してきた経済政策である。異次元金融緩和、機動的な財政政策、企業投資を喚起する成長戦略の3本の矢を武器に、日本経済をデフレから脱却させ、物価上昇率2%を伴う長期的な安定成長軌道に乗せていくことを目指した。

2013年、アベノミクスは始動、異次元金融緩和の効果で、円安、株高が進み、経済活動が活発化した。スタートダッシュ成功である。しかし、14年4月の消費税率引き上げ後、駆け込み需要の反動で消費は沈滞し、14年度の経済はマイナス成長へ転落した。

ところが、15年には円安が進み、経済は持ち直しと揺れ動いた。アベノミクス始動から2年あまり経ったところで、安倍首相はアベノミクスは道半ば、第2ステージに入るとして、供給力強化に力点を置いた新三本の矢を提唱した。しかし、現実の経済は、円相場、海外経済の動向などに翻弄され、1年ごとに浮き沈み、一進一退が続いた。

この間、日本銀行は一貫して異次元金融緩和政策を続けたが、物価目標2%には一向に近づけず、目標達成の時期を先送りし続けた。経済情勢が悪化すると、何度か緩和政策を強化した。

アベノミクスは長期間、続けられたが、安倍政権はついにデフレ脱出宣言をすることができなかった。物価上昇率はわずかながらプラスとなるのが普通になり、デフレとは言えない状態が実現しただけである。国民にアンケートをすれば、アベノミクスの恩恵は及んでこない、と答える人がいつも圧倒的に多かった。2020年8月、安倍首相は病気を理由に辞職した。後任の菅新首相は安倍内閣の政策を継承すると表明した。日本銀行の黒田総裁は18年3月に再任され、異例の2期10年間、務めることになり、異次元金融緩和政策を8年以上続けている。

アベノミクスの成果は限定的といわざるをえないが、企業収益は大いに潤ったといえる。売上げの伸びが小さくても、利益の伸びは大きくなるという企業体質

を作り上げており、売上高利益率は史上最高水準となった。長らく不振の続いていた建設、電気機器などの業界も復活してきた。設備投資も着実に伸びたが、アベノミクスの3本目の矢、「企業投資を喚起する成長戦略」に呼応するところまで伸びたとは思えない。

企業の設備投資はキャッシュフローでみると、営業キャッシュフロー（営業CF）の範囲にとどまっており、設備投資資金を企業外部に求める必要がない。営業CFから設備投資資金を差し引いたフリーキャッシュフロー（FCF）も高水準である。つまり、財務活動の必要がないと思われる企業財務の状況であるが、配当金支払い、自己株式取得への企業の意思は固く、それに備えたキャッシュインの財務活動も活発になってきている。負債取り入れが増加しているのであるが、これにはアベノミクスで提案のあったROE向上を意図した側面があるように思われる。つまり自己資本と負債の比率を変え、いわゆる財務レバレッジを活用しようとしているのではないか。負債といえば、長期借入金と社債だが、最近、社債によるキャッシュインが増えてきている。

財務活動の結果、BSの変化で目立つのは資本金（プラス資本剰余金）の縮小である。利益剰余金の動向いかんによっては、自己資本比率の低下となっていく。これは固定負債比率の上昇の兆しでもある。

## 目 次

I. はじめに

II. アベノミクス始動

III. アベノミクスの展開

IV. 企業収益と設備投資行動

V. 企業財務の対応

### I. はじめに

アベノミクスとは2013年の始めから2020年8月まで続いた第二次安倍内閣が採用してきた経済政策である。わが国経済史上、これほど長期間にわたって同じ政策姿勢が維持されてきたことは、例をみない。

アベノミクスは金融政策、財政政策、成長政策を組み合わせる長期低迷の続く日本経済の

再生を図るのだという。

アベノミクス推進の中心的な役割を果たすのが企業である。デフレ脱却後、日本経済が持続的に安定的な成長をするには、企業が活発な設備投資を行って、生産力、供給力を高め、労働生産性と潜在成長力の上昇を実現させていくことが、必要不可欠である。

アベノミクスの呼びかけに呼応して、企業はどのような設備投資行動を展開したのだろうか。これは同時に企業は設備投資のファイナン

ス、資金調達をどのように行ったのか、を問うことにつながる。振り返ってみると、日本企業は20世紀末に設備投資行動をそれまでとは大きく変えた。企業は設備投資を自己資金の範囲にとどめ、家計と同じような貯蓄>投資、という資金余剰の経済主体に変わったのである。企業は21世紀に入って続けてきた設備投資、資金調達行動をアベノミクスと向き合ってから変化させたのか、否か。その結果、企業の財務構造、バランスシート (BS) は変化したのか、否か。本稿はそうした問題を探ろうとするものである。

## II. アベノミクス始動

### 1. 三本の矢で日本経済を再生

アベノミクスは安倍内閣の経済政策といえようが、ある内閣の採用した政策にトップの個人名を付けることは極めて珍しい。政権奪取によって日本の歴史上、稀な2度目の首相の座についた安倍首相の高揚感のなせるわざだろう。首相就任早々、自らの経済政策をアベノミクスと称し、その政策の具体化、実践方法を「三本の矢」にたとえた。三本の矢は、①異次元金融緩和②機動的な財政政策③民間投資を喚起する成長戦略、という3つの政策を比喩化したものだ。これら3つの政策を同時並行して走らせ、日本経済を再生させるのだという。

三本の矢は安倍内閣の発足と同時に一斉に放たれたわけではなく、半年ほどの間に次々と、バラバラに発射されていく形で動き出した。

### 2. 異次元金融緩和

一本目の矢、異次元金融緩和とはそれまでも

日本銀行が採用してきた金融緩和政策を、新総裁の下で質的・量的にさらに徹底的に緩和させる政策という意味である。それによって、日本国民に根付いたデフレ・マインドが解消され、日本経済も物価が上がるようになる、というインフレ期待が生じるだろう。目標のインフレ率は2%程度とし、それを長期安定的に持続させる。それによって、経済活動が活発化し、経済成長率が高まっていくだろう。

こうしたシナリオはリフレ派と称される経済学者が説いてきたところであるが、それに共鳴した安倍首相は日本銀行の総裁に財務官僚出身だが、リフレ派とされる人物を起用した。総裁にアドバイスする日銀副総裁や政策委員にもリフレ派の人物が起用された。

2013年4月、黒田新総裁は就任直後、量的緩和(ベースマネーを1年間で2倍にする、国債を年間40兆円買い上げる、株式も随時、市場から購入するなど)を巨大な規模に拡大し、実行した。異次元という言葉で、アベノミクス第1の矢が放たれた瞬間である。

黒田総裁によると、金融政策は逐次投入では効果がない、意外性を与えるようなタイミングで予想外な大きさの政策を打ち出して、国民に心理的ショックを与え、物価への期待心理を変えるのだという。異次元金融緩和は、2年間で2%というインフレ率を実現するという目標を掲げ、デフレから脱却する時間軸を明示した。

### 3. 機動的な財政政策

2013年、安倍内閣の仕事始めは、足元の経済不振にテコ入れするため緊急経済政策を決定することであった。2012年度予算(民主党・野田政権が作成した予算)の大規模補正予算が編成され、成立した。これによってアベノミクスの

第2の矢が放たれたのである。

財政支出の拡大は長い間、わが国政府にとっては悩ましい問題であった。長期にわたる経済低迷によって財政支出を税収で賄えず、財政赤字が拡大していき、その結果、国債累積額が巨額に達した。これはいつか超インフレ、金利高騰、円や株価の暴落などをもたらすかもしれない、という危機感、恐怖感が内閣を捉えてきた。そのため、政党を問わず、どの内閣も財政再建・財政赤字減らしを唱え、程度の差はあれ緊縮財政の姿勢をとってきた。

ただ、安倍首相は財政再建、緊縮財政に対して、歴代の首相ほどシビアな姿勢ではなかったようだ。そこへ国土強靱化を唱え、積極的な公共投資を主張する学者出身の内閣官房参与の提案が示され、それに乗る形で2本目の矢ができた。それは公共投資を継続的に増加させるもので、「改革なくして成長なし」と緊縮財政、公共投資削減を説いた2000年代の小泉内閣時代の財政政策などとは真っ向から対立するものといえた。

しかし、積極財政によって、国際的に突出した水準にある国債残高にさらに国債を上積みすることは、安倍内閣も無関心というわけにはいかない。財政再建という問題を軽視していない、という姿勢を示すために、「機動的な」財政政策という表現になったと考えられる。財政政策はただ財政支出を増やすだけでなく、時と場合によっては減らすこともあるという、機動的な運営が重要なのである。

2012年度の補正予算に続いて、2013年度の予算を切れ目なく執行する15カ月予算によって、公共投資はかさ上げされた。こうして、公共投資はアベノミクス始動の年、2013年度の経済成長率アップに寄与した。

#### 4. 民間投資を喚起する成長戦略

安倍内閣は2013年6月に「日本再興戦略」という名の政策をまとめ、発表した。これが企業に設備投資をうながす第3の矢の発射であるとされる。プランは主に経産省が担当して作成されたもので、3つのアクションプランから構成される。①産業や人材の新陳代謝を進める産業再興プラン、②健康、エネルギー、次世代インフラなど戦略市場創造プラン、③自由貿易を拡大する国際展開戦略プランである。

しかし、こうしたプランに対して企業が積極的に反応したとは思えず、翌14年6月は第二次成長戦略が発表された。この戦略は、安倍首相が「岩盤規制」を突き崩すと表現したように、規制緩和、規制改革によって市場開放、需要拡大を実現し、民間投資を喚起しようとする構想であった。具体的なテーマ、分野は、①企業統治と資本市場改革②農業改革③TPP発足④働きかたの改革⑤女性の活躍支援⑥地方創生⑥医療改革⑧社会保障改革⑨国家戦略特区、などに集約される。この第二次成長戦略をみると、アベノミクスの再始動、3本目の矢の再発射といえそうな内容であった。

### Ⅲ. アベノミクスの展開

#### 1. スタート・ダッシュ成功！

2013年4月、黒田日銀新総裁は、就任早々、異次元金融緩和を実施した。金融・証券市場はこれに積極的に反応し、安倍内閣発足前の12年末から始まっていた株価上昇、円安進行に弾みがついた。6月には3本目の矢、「日本再興戦略」が発表された。

異次元金融緩和実施から3カ月後の7月に政府・安倍内閣は、アベノミクスはスタートダッシュに成功!とする「経済財政白書」を発表した。

アベノミクス推進を担当する甘利明大臣は、「政府が経済政策のレジームを転換した結果、市場や家計、企業のマインドが大きく変わり、実体経済の足取りはしっかりしてきています。……デフレにも変化の兆しが見られます。現在、支出の増加が生産の増加につながり、それが所得の増加をもたらすという経済の好循環の芽が出ています」と述べた。

アベノミクス初年度、政府の月例経済報告による景気判断をみると、2013年1年間の変化があざやかにうかがわれる。すなわち、1月「下げ止まりの兆し」、2月「下げ止まっている」、3月「持ち直しの動き」、5月「緩やかに持ち直している」、6月「着実に持ち直している」、7月「自律的回復に似た動き」、9月「緩やかに回復しつつある」、11月「緩やかに回復しつつある」、と変わってきた。「回復」という言葉が登場するのは7月が最初、そして14年1月には「緩やかに回復している」と「回復」では一番強い表現となった。

2014年に入って、経済活動が非常に活発になった。4月の消費税率3%引上げを控え、個人消費、設備投資などに駆け込み需要が発生したからである。その結果、2013年度のGDP成長率(名目2.7%, 実質2.7%), 家計最終消費増加率(名目3.3%, 実質3.0%), 民間企業設備増加率(名目6.3%, 実質5.4%), 公的総固定資本形成増加率(名目10.2%, 実質8.5%)へ、飛躍した。鉱工業生産は前年度比3.4%増、異次元金融緩和が重視している消費者物価は、0.9%上昇、日経平均株価は、2013年度19.6%

上昇(年度末比較)となった。2013年度経済は正にスタートダッシュ成功といえる実績を示した。

## 2. 消費税率引き上げのかく乱

しかし、2014年4月の消費税率3%引き上げの影響は大きかった。4月以降、消費の冷え込みが加速し、実質GDPは2四半期連続マイナスとなった。10月、日銀は異次元金融緩和を拡大(国債買入れベース、年間80兆円へ)した。11月には、安倍首相は決定していた消費税率再引き上げの延期(15年10月→17年4月)を発表した。

さらに、政府は14年末に国民にアベノミクスを問うとして抜き打ち的に衆議院解散、総選挙に打って出た。アベノミクスによって、円安の進行・株価の回復・上昇が実現、雇用増加、新卒就職状況の改善などの成果を上げたと訴えた。選挙結果は、安倍首相の与党連合が議席の3分の2を確保、大勝利となった。安倍首相はアベノミクスが国民の支持を得たと受け止めただろう。

2014年度、実質GDPは0.4%のマイナス、実質家計最終消費は、2.5%の大幅なマイナスとなった。消費者物価上昇率は消費税率3%アップを反映した2.9%となり、第一の矢の目標を達成したようだが、もちろんこれは達成とはみなされない。

消費税率引上げ後、経済活動のアップダウンが続いた。2015年度は14年度の落ち込みの反動で、経済はプラス成長を取り戻した。この回復には円安の進行が寄与した。円相場は15年半ばに1ドル=124円まで円安が進んだ。リーマン・ショック後、2010年頃につけた1ドル=80円と比較すると、実に50%の円安である。

2015年9月、安倍首相、「新3本の矢」を発表した。第1の矢は、希望を生み出す強い経済。これは「旧3本の矢」を束ねたものとされる。2020年にGDP600兆円にすることを目標にする。第2の矢は、夢を紡ぐ子育て支援。出生率を1.8に引き上げることを目指す。第3の矢は、安心につながる社会保障。介護離職ゼロを目指す。

アベノミクスはスタートダッシュこそうまくいったが、14年4月の消費税率引き上げによる駆け込み需要とその後の需要冷え込みで、景気乱高下の様相を呈している。アベノミクスは色あせてしまったのではないかと、そこで、新3本の矢を掲げることになったといえそうだ。

### 3. アベノミクス、第2ステージへ

安倍首相は新3本の矢の発表と同時にアベノミクスが第2ステージに入ると発表した。これまではデフレからの脱出を目指した需要創出が中心であったが、新3本の矢は供給力強化、労働力確保に重点が置かれている。一方、円相場は15年半ばにつけた1ドル=124円をピークに反転、16年は円高に向かっていく。

日銀は2016年1月にマイナス金利政策を採用、金融政策は金利重視へ転換し、円高阻止を図ったが、16年秋には102円まで円高が進行した。これを受け、15年度に好転した経済情勢はまたも悪化、アベノミクス経済は正にジグザグ模様の展開で、安定的な経済成長の軌道はみえてこなかった。安倍首相は消費税率再引き上げを19年10月に再延期することを決めた。

アベノミクス第2ステージは、どうも冴えない展開であったが、安倍首相は選挙には強かった。7月の参議院選挙では、「アベノミクスは道半ば、再始動させる、ギアアップで、エンジ

ンフル回転させる」と訴え、議席を伸ばし、与党連合で60%の議席を確保したのである。

2016年度のGDP成長率は名目、実質とも0.8%となり、15年度の名目3.3%、実質1.7%から大きく後退した。また、日銀の異次元金融緩和政策が掲げてきた消費者物価上昇率2%という目標に対し、16年度の上昇率はゼロまで低下、日銀は目標達成時期の延期を繰り返していた。

2017年に入ると、アメリカにトランプ大統領という異色の人物が政権を握り、保護主義的な内向き政策を強調し始めた。円相場は円安方向へ転換、次第に景気の持ち直しが見え始めた。外国人観光客の増加によるインバウンド消費の盛り上がり、多くの産業で人手不足、労働力不足の話題が一段と広がってきた。

アベノミクスは「働き方改革」との取り組みが議論の中心になり、これまでの成長戦略の議論などとは趣旨が違うのではないかという印象を与えた。また、国民的関心が強かった2%の物価上昇目標と取り組む日銀は、7月の金融政策決定会合で物価目標の達成時期を2019年度ごろと15年春以降、6回目の先送りをした。

安倍首相はアベノミクスに対するやや醒めた目に対抗するかのように、10月に衆議院解散、総選挙を実施し、雇用情勢の改善、海外からの観光客急増、株高の実現などを訴えた。安倍首相の自民党は前回と全く同じ議席数を確保、政権与党連合では議席微減に留まった。

2017年度のGDP成長率は名目2.0%、実質1.8%と持ち直しが鮮明となり、家計最終消費、民間企業設備、公共投資、輸出の主要項目はすべて増加した。鉱工業生産指数は2.9%の伸びと4年振りの高さになった。

## 4. アベノミクス、最終段階へ

アベノミクスにとって、2018年の大きな課題は、3月に5年の任期が満了となる黒田日銀総裁の後任をどうするか、ということであった。アベノミクスは惰性の時代といわれたように、後任論議は盛り上がりせず、結局は黒田氏再任に落ち着いた。日銀総裁としては異例の2期10年務めることになった黒田総裁は、引き続き異次元金融緩和を続け、2%の物価目標を下ろしていない。一時期、議論の起きた「出口政策」などはどこかへ消えてしまい、金融史上、例をみない長期的な超低金利持続が貫かれている。副作用の問題は少し議論されているが、まだ深刻さはない。

2018年度のGDP成長率は、名目0.2%、実質

0.3%で、17年度比ダウンとなった。主要項目でも家計最終消費、民間企業設備、輸出は、すべて伸び率ダウンとなったが、公共投資だけがアップした。3本の矢の役割を忘れていなかったようである。

2019年度に入ると、再延期された消費税率再引き上げの10月実施が政府を悩ませた。前回のような衝撃を回避するため、食料などには軽減税率を適用するほか、様々な財政支出を行い、負担軽減の措置をとった。このため、消費税収の増加見込みを上回る財政支出となり、何のための増税か、といわれたが、安倍政権は押し切った。公共投資は前年度の伸びを上回る伸びとなる予算となり、主要項目で唯一、プラス成長を確保し、機動的な財政政策の面目を保った。しかし、年明け後、新型コロナウイルスの

図表1 アベノミクス下の経済指標

(前年度比伸び率, 単位: %)

年 度	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
家計最終消費	3.3	▲0.2	0.6	▲0.6	1.6	0.9	▲0.5
民間企業設備	6.3	4.0	3.8	0.0	3.6	1.9	▲0.2
公的資本形成	10.2	1.1	▲1.1	0.2	2.2	2.5	3.1
輸出	14.2	11.5	▲0.6	▲3.0	10.6	2.6	▲5.8
(控除) 輸入	18.9	4.6	▲8.7	▲8.9	11.6	7.4	▲5.6
国内総生産 名目	2.7	2.1	3.3	0.8	2.0	0.2	0.5
同 実質	2.7	▲0.4	1.7	0.8	1.8	0.3	▲0.3
鉱工業生産指数 (2015年=100)	101.1	100.5	99.8	100.6	103.5	103.8	99.9
	3.4	▲0.6	▲0.7	0.8	2.9	0.3	▲3.8
消費者物価指数 (2015年=100)	96.9	99.8	100.0	100.0	100.7	101.4	102.0
	0.8	3.0	0.2	0.0	0.7	0.7	0.6
完全失業率(暦年)	4.0	3.6	3.4	3.1	2.8	2.4	2.4
有効求人倍率(暦年)	0.93	1.09	1.20	1.36	1.50	1.61	1.6
春闘賃上げ率(暦年)	1.8	2.19	2.38	2.14	2.11	2.26	2.18
現金給与総額(暦年)	▲0.2	0.5	0.1	0.6	0.4	1.4	▲0.5
円相場(円/ドル)	97.60	105.94	121.04	108.79	112.17	110.42	109.01

(注) 労働関係の指標、円相場は伸び率ではない。

〔出所〕 内閣府「国民経済計算年報」など

襲来で、政府は国民行動、消費活動の制限措置をとるといったかつて経験したことの無い事態となり、実質GDPは5年振りのマイナス成長に転落した。

2020年度は始めからコロナウイルスの感染拡大を防ぐため、きびしい経済活動の制限が続いた。4-6月期は世界全体が経済成長・年率20~40%減少という空前の落ち込みに見舞われた。

そして、2020年8月に安倍首相は病気を理由に退任した。後継の菅義偉首相は安倍政権の政策を継承すると表明しているため、アベノミクスは続いているともいえる。アベノミクスの重要な一翼を担ってきた黒田日銀総裁は再任後も変わらず異次元金融緩和政策を続けている。

安倍首相は7年8カ月の長きにわたってアベノミクスという言葉で政権を維持した。そして、国政選挙において、アベノミクスの成果を訴え、高い支持を維持してきた。しかし、世論調査では、いつもアベノミクスの自分には恩恵は及んでいない、と答える人が多く、不人気であったから、選挙結果には少し異和感があった。

アベノミクスはまずデフレから脱出し、その後、経済を成長軌道に乗せると繰り返してきた。金融緩和で円安、株価上昇が先導して、需要を創出し、物価上昇率を上げ、個人消費、さらには設備投資を引き出すという「経済の好循環」を実現し、日本経済をたしかな成長軌道に乗せるといった。

しかし、アベノミクスはついにデフレ脱出宣言を行えなかった。まして、経済の好循環の実現など遥か彼方のことであった。アベノミクス始動、2年後あたりから、アベノミクスは道半ばというのが安倍首相の口癖であった。

国民はアベノミクスがゆるやかな景気回復基

調にあるという状況を長期間、実現したこと、雇用情勢が改善してきたこと、株価が回復の動きを持続し、経済や企業経営に対する安心感を増してきたこと、などを評価していたのだろうか。

また、アベノミクスの評価にあたって、忘れてならないのは、海外の眼である。アベノミクスで日本経済がわずかながら動いたことは、海外諸国にとって、大きな驚きであった。日本政治の政策実行力が再評価され、安倍首相は世界的な指導者として存在感を高めた。

## IV. 企業収益と設備投資行動

### 1. アベノミクス下の企業収益動向

スタートダッシュの年、2013年度はすべての経済指標が上向いた。13年度の経済活動の活発化には、14年4月の18年振りの消費税率引き上げが駆け込み需要を喚起した。設備投資の機材などにも消費税がかかるため、前倒して設備投資需要が発生した。企業収益はアベノミクスのスタートダッシュ成功で、停滞状態から一挙に脱出に成功した。2013年度は全産業ベース、製造業ベースとも増収、増益を達成（図表2、図表3参照）、増収率は11~12%と2桁を超えた。アベノミクス下で増収率が2桁になったのは、この年だけである。税引後利益（最終利益）は、全産業ベースが77.7%増、製造業ベースが94.6%増となった。さらに、売上高営業利益率は全産業で5.9%、製造業で6.2%と、それぞれ前年度に比べ1%ポイント前後上昇した。

営業利益に金融収支を加減したものが、経常利益であるが、企業が重い負債を抱えていた時代は、支払利息が多く、金融収支はマイナスと

図表2 企業収益の集約表

全産業 1882社

指 標			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
成長指数	売上高	100.0	111.7	116.3	117.1	113.3	122.1	129.4	126.8	
	税引後当期損益	100.0	177.7	192.3	187.7	216.9	286.7	278.0	185.7	
	総資産	100.0	109.9	118.7	117.1	121.3	129.0	135.5	138.7	
	自己資本	100.0	112.4	125.2	123.7	130.4	142.2	149.6	148.1	
百分比損益計算書(%)	売上高	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	売上総損益	22.6	23.2	23.5	24.8	25.4	25.4	25.1	25.1	
	販売費・一般管理費	17.6	17.3	17.4	18.2	18.5	18.1	18.2	18.9	
	営業損益	5.0	5.9	6.1	6.6	6.9	7.3	7.0	6.2	
	受取利息・配当金	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	
	支払利息・割引料	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
	経常損益	5.0	6.2	6.4	6.5	7.1	7.6	7.5	6.3	
	法人税, 住民税, 事業税	2.01	2.17	2.21	2.16	2.00	1.79	1.99	1.93	
	税引後損益	2.3	3.7	3.8	3.7	4.4	5.4	5.0	3.4	
	配当金	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	
社内留保	1.3	2.7	2.7	2.4	3.1	4.0	3.4	1.7		
収益率(%)	使用総資本事業利益率 (ROA)	4.5	5.5	5.4	5.6	5.6	6.1	5.9	5.0	
	自己資本税引後利益率 (ROE)	5.3	8.5	8.2	7.6	8.6	10.6	9.6	6.3	
	配当性向	42.7	26.6	28.7	34.1	30.7	26.2	30.9	48.8	
百分比貸借対照表(%)	流動資産	43.0	42.9	42.7	42.9	42.8	43.1	42.3	41.2	
	(現預金・有価証券等)	11.4	11.6	11.8	12.2	12.4	12.3	11.8	11.9	
	(売上債権)	14.6	14.7	14.0	13.8	13.7	13.9	13.9	12.7	
	(棚卸資産)	9.7	9.4	9.3	9.0	9.0	9.2	9.3	9.1	
	固定資産	57.0	57.1	57.4	57.2	57.2	56.8	57.7	58.8	
	(有形固定資産)	33.8	32.4	31.7	32.3	31.7	30.5	30.1	31.3	
	(投資その他)	18.7	19.1	19.9	19.0	19.0	19.7	20.1	19.8	
	合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	流動負債	31.1	30.2	29.5	29.6	29.4	29.5	29.8	29.5	
	(買入債務)	10.8	10.7	10.2	9.7	9.8	9.9	9.4	8.4	
	固定負債	29.5	29.3	28.8	28.7	28.2	27.1	26.8	28.5	
	少数株主持分	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	
	純資産	39.4	40.4	41.7	41.7	42.4	43.3	43.5	42.0	
(資本金・資本剰余金)	12.7	11.6	10.8	10.9	10.5	10.1	10.0	9.8		
(その他)	26.7	28.8	30.9	30.8	31.8	33.2	33.5	32.2		

〔出所〕 日本政策投資銀行編集「産業別財務データハンドブック2020」

なるのが常で、営業利益>経常利益が当然のことであった。ところが、多くの企業が20世紀末から21世紀初めにかけて過剰債務の削減に努力した結果、金融収支のマイナス幅が縮小していき、個別企業では金融収支がプラスになる企業

が増加してきた。全産業ベース、製造業ベースでも金融収支の受取りと支払いの比率が接近し、利息以外の項目（為替差損益など）の動きによっては、営業利益<経常利益、となるケースが多くなった。経常利益は企業にとって最も重

図表3 企業収益の集約表

製造業 989社

指 標		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
成長指数	売上高	100.0	112.0	116.9	117.6	112.6	122.7	126.4	122.7
	税引後当期損益	100.0	194.6	215.3	205.4	218.0	321.1	298.4	184.2
	総資産	100.0	109.9	120.2	117.7	121.6	128.9	135.0	136.2
	自己資本	100.0	113.7	128.0	124.9	130.6	143.3	150.1	148.0
百分比損益計算書 (%)	売上高	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	売上総損益	23.8	24.8	25.2	26.0	26.5	26.4	25.7	25.4
	販売費・一般管理費	18.9	18.7	18.7	19.4	19.5	18.9	18.6	19.3
	営業損益	4.9	6.2	6.4	6.6	7.0	7.5	7.2	6.1
	受取利息・配当金	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
	支払利息・割引料	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
	経常損益	4.9	6.4	6.8	6.6	7.1	7.9	7.5	6.2
	法人税, 住民税, 事業税	1.87	2.10	2.14	2.13	2.02	1.78	1.90	1.69
税引後損益	2.2	3.9	4.1	3.9	4.3	5.8	5.3	3.3	
配当金	配当	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8
	社内留保	1.2	2.8	2.9	2.5	2.8	4.3	3.5	1.5
収益率 (%)	使用総資本事業利益率 (ROA)	4.7	5.9	5.9	6.0	5.9	6.6	6.2	5.1
	自己資本税引後利益率 (ROE)	4.9	8.5	8.3	7.6	8.0	10.9	9.5	5.8
	配当性向	45.0	27.1	29.4	36.9	34.7	26.3	32.9	55.1
百分比貸借対照表 (%)	流動資産	48.6	48.4	47.7	48.1	47.8	48.0	46.7	45.4
	(現預金・有価証券等)	12.0	12.6	12.8	13.6	14.0	13.7	13.1	13.3
	(売上債権)	15.9	15.7	14.9	14.5	14.4	14.6	14.4	13.2
	(棚卸資産)	12.5	12.0	11.7	11.3	11.2	11.5	11.8	11.6
	固定資産	51.4	51.6	52.3	51.9	52.2	52.0	53.3	54.6
	(有形固定資産)	26.9	26.2	25.8	26.4	26.1	25.4	25.3	26.5
	(投資その他)	19.5	20.2	21.2	20.1	20.3	20.3	19.9	19.8
	合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	流動負債	33.0	31.9	31.0	31.0	30.7	30.3	30.3	29.7
	(買入債務)	10.6	10.4	9.8	9.5	9.7	9.8	9.2	8.2
	固定負債	23.6	23.2	22.8	22.9	22.8	21.7	21.9	23.6
	少数株主持分	2.9	3.0	3.2	3.2	3.0	3.0	2.9	2.6
	資本・純資産	43.4	44.9	46.3	46.1	46.5	48.0	47.9	46.7
(資本金・資本剰余金)	13.5	12.2	11.2	11.3	10.9	10.5	10.5	10.5	
(その他)	29.9	32.8	35.1	34.8	35.6	37.4	37.3	36.2	

[出所] 図表2に同じ

要な利益（経常利益から税金を差し引いたものが税引後利益＝最終利益となるが、税率は事前に表示されているので、経常利益が把握できれば、ほぼ自動的に税引後利益も把握できる）である。現在、企業の財務体質改善によって、営

業利益＝経常利益、となっており、企業の収益力向上の一因となっている。

続く14年度は駆け込み需要の反動で、需要が鈍化、実質GDP成長率はマイナスに転じた。企業収益は全産業ベース、製造業ベースとも増

取増益を維持したものの、そのペースは鈍化した。しかし、売上高営業利益率は上昇しており、企業のコスト管理がうまくいった（売上総利益＝粗利益が上昇）ことを示している。

続く2015年度は、全産業ベース、製造業ベースとも14年度よりさらにペースダウンしたが、増収増益基調を確保した。ただ、利益面を細かくみると、営業利益は増加したが、税引後利益は特別損失が増加した影響で、微減となった。15年度も売上高営業利益率は上昇している。それには売上総利益率の上昇（＝原価率の低下）が寄与しているが、その上昇を可能にしたのが原油価格の急落であった。

ところが、2016年度は中国など海外経済が成長鈍化となる中で、為替相場は円高へ転換、輸出が大きく減少した。これで消費者心理が悪化したためか、消費もマイナスに転じた。企業の売上高は全産業ベース、製造業ベースとも減少に転じた。しかし、利益は逆にすべての段階で増加している。すなわち16年度は減収増益が実現したのである。きびしい環境にもかかわらず、売上総利益の段階から利益率は4年連続上昇し、売上高営業利益率、同経常利益率は、全産業が6.9%、7.1%、製造業が7.0%、7.1%となった。コスト削減努力の成果といえるが、数字の明らかな項目をみると、減価償却費の減少が利益率向上に寄与している。

続く2017年度は、為替相場が円安方向に転換したことが好影響を与え、企業収益は増収増益を回復した。全産業ベース、製造業ベースとも売上高営業利益率、同経常利益率は、史上最高水準に達した。製造業が達成した売上高営業利益率7.5%、同経常利益率7.9%、同税引後利益率5.8%は、歴史的な高水準である。なお、売上高税引後利益率の上昇にはアベノミクスによる

法人税減税、2017年にトランプ米大統領が就任早々に実施した法人税減税も寄与している。

順序が逆になったが、最初の段階の利益である売上総利益は、4年連続して利益率上昇を実現してきたが、17年度にそれが止まった。コスト・コントロールが限界に達したのだろうか。そこで、企業は次の費用項目である販売費・一般管理費の削減に着手し、その結果、営業利益を確保、売上高営業利益率を史上最高水準へ押し上げた。広告費、交際費などが削減されたことだろう。

2018年度は円相場の安定が顕著になったものの、米中貿易摩擦の深刻化などで、世界貿易が停滞、輸出の伸びが鈍化した。また、17年度に伸びた個人消費の勢いが次第に弱まってきた。企業収益は全産業ベース、製造業ベースとも16年度とは逆に増収減益となった。売上高は増えたが、売上総利益率が低下し、販売費・一般管理費を抑制しても各段階の売上高利益率は低下した。しかし、利益率の低下はごくわずかにとどまり、その水準は過去最高に匹敵する高さを維持した。

2019年度は18年度同様、経済活動の伸びが鈍化、停滞色の強い中で、19年10月に2度延期された消費税率上げが実施された。14年4月の消費増税の打撃再現を警戒した政府は財政出動による需要創出を図ったが、前回のような駆け込み需要はみられなかった。さらに年度の終わりになって、新型コロナウイルスの世界的な流行、国内でも感染が拡大したため、諸外国同様に消費活動にストップをかけざるをえなかった。財政需要の頑張りでも、名目GDPは18年度を上回る伸びであったが、消費税引き上げによる物価上昇によって、実質GDPはマイナス成長となった。マイナス成長はアベノミクス下で

は前回、消費税増税が行われた14年度以来、5年振りのことで、安倍内閣は消費税率引き上げという先行内閣が残した負の遺産にとことん悩まされたといえる。

この結果、19年度の企業収益は全産業ベース、製造業ベースとも減収減益で、久々に不況決算となった。売上高利益率はすべての利益段階で低下した。特に製造業の利益率低下が目立った。

アベノミクス7年間で均してみると、名目GDPは年率1.6%成長、実質GDPは同0.9%成長に過ぎない。一方、同時期の企業の売上高の伸びをみると、全産業ベースが年率3.5%、製造業ベースが同3.0%である。

また、税引後利益の伸びは7年間平均で、全産業ベースが年率9.2%、製造業ベースが同9.1%であり、売上高の伸びは小さくとも利益の伸びは大きい、という費用構造ができあがっていることを示す。これらの伸び率は19年度の減収減益によって低下しており、18年度までの6年間に限ると、全産業、製造業の売上高は年率4%台、税引後利益は同20%近い伸び率になる。

また、資本利益率に注目してみると、ROA、ROEともアベノミクス下で、売上高利益率に連動して、順調に上昇してきた。ピークの17年度には全産業、製造業ともROEが10%台に達した。2014年夏に、アベノミクスの三本の矢、「企業投資を喚起する成長戦略」に関連する政策提言として「伊藤レポート」<sup>1)</sup>が発表され、企業にROE上昇を目指す経営を呼びかけた。そのROEの目標として8%以上という具体的な数字が示されたことは企業に大きな影響を与えた。現実には、その数字は直ぐクリアされたのである。もっとも、19年度には減収減益という不況決算となったため、ROEは6%程度ま

で低下して、アベノミクス時代を終えることになった。

アベノミクス下、大企業の多くは収益は好調をエンジョイしたといえる。政府も常に好調な企業収益を強調し、「アベノミクスは好調な企業収益が家計の雇用・所得を改善し、所得の増加が消費や投資の拡大につながる、という経済の好循環をもたらす」と主張してきた。しかし、アベノミクスによって、家計は十分に潤っておらず、その理由は賃金の伸びが足りないこと、という指摘は多い。確かに人出不足の声が高まり、雇用増加＝就業者増加となって、家計全体の総収入は増えただろう。しかし、1人当たりの所得は伸びなかった。

賃金に関する1つのデータとして、図表4を掲げる。経済団体会長企業の従業員平均給与（年収）の推移である。安倍首相は毎年、経済団体会長に賃金を積極的に引き上げるよう、要請するのが常であった。その結果がこの表であるが、アベノミクス下、代表企業の平均給与の増加ペースは毎年1%台半ばで並んでいる。代表企業でも、この程度であったのであれば、アベノミクスの恩恵を受けたのは、大企業の利益だけといわれても仕方がない。

なお、これまでは全産業、製造業の平均で議論してきたが、個別産業でアベノミクス下に大きな変貌を遂げた建設業と電気機械器具の2業界について、みておきたい（図表5、図表6参照）。まず、建設業であるが、2000年代、財政再建、財政支出抑制の政策姿勢が強まり、特に小泉内閣時代は民間主導型経済を強調し、公共投資の大幅削減を実行した。

これをまともに被った建設業界は、需要減少に対し、リストラあるのみとなった。建設業の収益は急速な悪化に見舞われ、雇用は大幅に削

図表4 経済団体会長企業の従業員の給与

## A社

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
年間給与 (万円)	782	755	763	801	844	854	872	904
平均年齢 (才)	39.5	39.1	39.1	39.5	40.0	40.0	40.3	40.7
勤続年数 (年)	14.1	13.5	13.4	13.8	14.2	14.1	14.4	14.9
従業員数 (人)	6,189	6,265	6,181	6,129	5,895	5,867	6,005	6,096

## B社

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
年間給与 (万円)	649	643	648	662	681	698	706	720
平均年齢 (才)	36.1	36.2	36.5	36.7	36.9	37.2	37.7	38.1
勤続年数 (年)	13.5	13.5	13.8	13.9	14.1	14.5	14.6	15.0
従業員数 (人)	6,976	7,097	7,123	7,232	7,223	7,220	7,625	7,585

## C社

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
年間給与 (万円)	800	803	828	861	869	850	872	894
平均年齢 (才)	40.0	40.2	40.7	41.0	41.2	41.4	41.7	42.1
勤続年数 (年)	17.9	18.0	18.3	18.4	18.4	18.6	18.8	19.0
従業員数 (人)	32,908	33,665	33,500	31,375	37,353	35,631	34,925	33,490

〔出所〕 各社有価証券報告書

減された。しかし、2011年の東日本大震災、その後、毎年のように日本列島を襲った大規模な自然災害が財政支出、公共投資の流れを変えた。2013年、始動したアベノミクスの2本目の矢は、「機動的な財政政策」となり、公共投資は国土強靱化のための基礎ということで、災害復旧工事の強化から始まって投資拡大的な予算措置が採られるようになった。アベノミクス下で建設業界の収益は回復、上昇の一途をたどった。売上高は7年間、年率5%で増加、税引後利益は同22.8%で増加した。売上高利益率は各段階とも3%ポイントほど上昇し、産業界のほぼ平均的な水準にまで回復した。自己資本比率は12年度の36.1%から19年度には45.2%へ上昇した。

次に電気機械器具であるが、輸送用機械器具

と並ぶ製造業の中核産業であり、IT（情報技術）時代のリーダーとして期待を集めてきた。ところが、2000年代に入って有力メーカーでも国際競争に負けて脱落するところが見え始め、リーマン・ショックがそれに追い打ちかけた。そこで、業界再編の動きが強まり、大手、中堅を問わず、大胆な「選択と集中」を実行、不採算部門を切り捨て、好採算部門に経営資源を集中させた。アベノミクスが始動した時は、再編活動の最中であったが、やがて売上規模は縮小、横ばいであっても、売上高利益率が上昇する形で利益が回復してきたのが16年頃であった。17年度、18年度の売上高利益率は営業利益、経常利益で7%台、税引後利益で5~6%台を達成し、復活を成し遂げた。売上高の伸びは7年間、年率1.2%、利益の伸びは比較可能

図表5 企業収益の集約表

建設業 100社

指 標		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
成長指数	売上高	100.0	110.1	115.2	120.2	122.0	127.9	135.7	140.5
	税引後当期損益	100.0	192.4	220.0	290.8	380.6	419.2	430.1	421.4
	総資産	100.0	107.6	115.2	118.7	125.6	135.7	142.1	147.5
	自己資本	100.0	110.6	126.7	132.0	145.7	162.7	176.1	182.9
百分比損益計算書 (%)	売上高	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	売上総損益	11.0	11.7	12.1	13.9	15.1	15.5	15.1	15.1
	販売費・一般管理費	7.9	7.5	7.4	7.5	7.8	7.9	7.8	7.9
	営業損益	3.1	4.2	4.6	6.3	7.3	7.6	7.2	7.1
	受取利息・配当金	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	支払利息・割引料	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	経常損益	3.5	4.5	5.1	6.5	7.5	7.9	7.5	7.4
法人税, 住民税, 事業税	1.46	1.63	1.89	1.99	2.13	2.42	2.28	2.31	
税引後損益	1.6	2.8	3.1	3.9	5.1	5.3	5.2	4.9	
配当金	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1	1.4	1.4	1.5	
社内留保	1.0	2.2	2.4	3.1	3.9	4.0	3.7	3.3	
収益率 (%)	使用総資本事業利益率 (ROA)	3.6	4.9	5.3	7.1	8.0	8.1	7.7	7.6
	自己資本税引後利益率 (ROE)	5.0	8.8	8.9	10.8	13.1	13.0	12.2	11.2
	配当性向	35.9	23.6	24.0	21.7	22.5	25.6	27.7	31.5
百分比貸借対照表 (%)	流動資産	62.3	62.8	61.6	62.9	62.3	62.7	61.9	62.6
	(現預金・有価証券等)	16.0	16.6	15.8	16.0	17.5	18.5	15.4	16.7
	(売上債権)	27.6	28.2	27.3	28.1	26.6	25.9	28.5	28.2
	(棚卸資産)	12.4	11.8	11.8	12.4	12.1	12.1	12.5	12.6
	固定資産	37.7	37.2	38.4	37.1	37.7	37.3	38.0	37.4
	(有形固定資産)	19.8	19.6	19.3	19.7	20.2	19.8	20.2	21.1
	(投資その他)	17.0	16.6	18.2	16.4	16.0	15.9	16.2	14.6
	合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	流動負債	45.8	45.9	43.7	43.7	41.8	40.1	39.8	39.0
	(買入債務)	24.8	23.8	22.9	22.2	20.8	20.3	20.0	18.4
固定負債	18.2	16.9	16.5	16.0	16.1	16.5	15.4	15.7	
少数株主持分	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	1.2	
資本・純資産	36.1	37.2	39.8	40.3	42.1	43.4	44.9	45.2	
(資本金・資本剰余金)	12.4	12.1	11.4	11.2	10.6	9.9	9.8	9.5	
(その他)	23.6	25.1	28.3	29.1	31.5	33.5	35.0	35.8	

〔出所〕 図表2に同じ

な営業利益で見ると、同10.8%となっている。  
自己資本比率は35.6%から19年度は42.4%へ上昇した。

なお、電気機械器具の場合、売上高で全体の約20%を占める電子部品業界は2000年代から一

貫して好調で、業界全体が低調の時は下支え役を、回復、成長の時はリーダー役を勤めてきたことを見逃せない。

図表6 企業収益の集約表

電気機械器具 163社

指 標			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
成長指数	売上高	100.0	110.3	114.6	112.9	106.1	112.6	113.2	108.5	
	税引後当期損益	—	—	—	—	—	—	—	—	
	総資産	100.0	106.9	116.0	114.1	112.6	119.3	121.8	126.7	
	自己資本	100.0	112.9	129.1	123.6	127.4	145.2	156.7	156.7	
百分比損益計算書(%)	売上高	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	売上総損益	25.0	26.5	27.3	26.5	27.8	28.0	28.1	28.1	
	販売費・一般管理費	21.6	21.6	21.6	21.5	21.7	21.2	21.0	21.5	
	営業損益	3.4	4.9	5.7	5.0	6.2	6.9	7.1	6.6	
	受取利息・配当金	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
	支払利息・割引料	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
	経常損益	2.2	4.7	5.6	4.4	6.0	7.1	7.5	6.5	
法人税, 住民税, 事業税	1.93	1.76	1.69	1.86	1.76	1.63	1.59	1.53		
税引後損益	▲1.1	2.4	3.0	2.3	1.8	5.9	6.6	3.7		
配当金	0.7	0.6	0.8	1.1	1.0	1.1	1.5	1.5		
社内留保	▲1.8	1.7	2.2	1.2	0.7	4.7	5.1	2.2		
収益率(%)	使用総資本事業利益率 (ROA)	3.3	4.8	5.4	4.5	5.3	6.2	6.2	5.3	
	自己資本税引後利益率 (ROE)	▲3.0	6.8	7.8	5.7	4.2	13.4	13.7	7.1	
	配当性向	—	25.6	25.4	46.2	59.3	19.3	22.1	40.2	
百分比貸借対照表(%)	流動資産	50.1	51.2	51.2	50.5	50.7	51.4	49.4	46.9	
	(現預金・有価証券等)	12.3	13.9	14.8	15.7	16.8	16.0	16.0	15.4	
	(売上債権)	19.0	19.4	18.8	17.9	18.1	18.0	18.1	16.5	
	(棚卸資産)	12.4	11.7	11.6	10.8	10.8	11.2	11.3	10.6	
	固定資産	49.9	48.8	48.8	49.5	49.3	48.6	50.6	53.1	
	(有形固定資産)	19.2	18.0	17.0	17.4	17.0	16.8	16.9	18.6	
	(投資その他)	23.6	23.7	24.9	25.4	25.9	25.2	26.4	26.4	
	合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	流動負債	37.3	35.2	34.9	34.6	33.6	33.0	31.9	30.4	
	(買入債務)	11.7	12.0	11.6	10.6	11.1	11.1	10.2	8.8	
	固定負債	27.1	27.4	25.6	26.8	26.6	24.5	23.5	27.2	
	少数株主持分	3.9	3.9	4.2	4.2	3.9	3.9	3.7	3.2	
	資本・純資産	35.6	37.3	39.5	38.5	39.8	42.4	44.5	42.4	
(資本金・資本剰余金)	17.4	16.1	14.9	14.8	14.4	13.8	12.5	12.0		
(その他)	18.2	21.2	24.6	23.7	25.4	28.7	32.0	30.5		

〔出所〕 図表2に同じ

## 2. 設備投資行動：キャッシュフロー計算書からアプローチ

アベノミクス，3本目の矢は「民間投資を喚起する成長戦略」であった。企業にインセン

ティブを与えて，積極的な設備投資を引き出すことである。それが実現したら，アベノミクスは成功，といえるほどの重みがある。アベノミクス下，企業はどのような設備投資行動を展開したのか。

ここでは設備投資をバランスシート（貸借対照表，BS）の有形固定資産の増加でなく，キャッシュフロー計算書の「投資活動によるキャッシュフロー」（投資CF）の中心項目，「有形固定資産の取得・売却差額」で捉える。

設備投資をキャッシュフロー計算書によって捉えるのは，「財務活動によるキャッシュフロー」（財務CF）と重ね合わせることで，設備投資に伴う資金調達の動き，企業の財務戦略の一端がわかるからである。

キャッシュフロー計算書は，貸借対照表（バランスシート，BS），損益計算書（PL）に次ぐ第3の財務諸表として，2000年度から作成が義務付けられた。BS，PLが発生主義という会計原則で作成されるのに対し，キャッシュフロー計算書は企業の活動を現金の出入り（キャッシュイン，キャッシュアウト）で捉える現金主義という会計原則で作成される。発生主義会計で計算された利益はオピニオンだが，現金主義会計で計算されたキャッシュは事実である<sup>2)</sup>。

企業活動の目的は，より多くのキャッシュの獲得，「営業活動によるキャッシュフロー」（営業CF）の増加である。将来にわたるキャッシュ獲得能力の持続，拡大を可能にするために，投資活動，設備投資は行われる。設備投資はキャッシュの獲得を目指して行われるキャッシュの支出である。より多くのキャッシュ獲得を目指す企業は，設備投資の資金支出（キャッシュアウト）が営業CFの範囲に収まるかどうかを常に意識している。もし収まるようであれば，設備投資資金の調達を特別に考える必要がないからであるからだ。

しかし，企業の将来にとって必要な設備投資の金額が営業CFを上回ってしまうことがある。その場合，企業は財務活動に励んで不足

資金を導入（キャッシュイン）する。その導入，資金調達の方法は，借入金借入，社債発行，株式発行など多様である。財務活動によるキャッシュフロー（財務CF）には，借入金返済，社債償還，自己株式取得など余裕資金の返却（キャッシュアウト）もあり，キャッシュイン，キャッシュアウトのどちらが多くなるか，予断はできない。設備投資が大いに盛り上げれば，キャッシュイン超となり，金融市場での調達活動が活発化することになるだろうが，アベノミクスの3本目の矢は，設備投資のそこまでの高まりを期待するものであったかどうかはわからない。

ところで，営業CFから投資CFの中の設備投資（有形固定資産の取得・売却差額）を差し引いたものがフリーキャッシュフロー（FCF）である。これは文字通り使い道自由のキャッシュである。企業経営の目的はFCFを大きくすること（利潤最大化に同じ）であり，FCFが多いほど企業価値が大きく，よい企業ということになる。しかし，FCFが単に大きいだけでは不十分である。営業CFから設備投資金額を差し引くのは，キャッシュ創出を持続，拡大させていくために使った資金は絶対に必要なものといえるからである。すなわち，必要な設備投資を削ってFCFが増えたということであれば，評価されないだろう。現在の営業CFの創出能力を将来，維持できなくなる可能性があるからだ。FCFは作成が義務づけられている財務の項目ではない。しかし，企業内では常にFCFの動向を把握しながら，営業CF，投資CF，財務CFの動向をみているはずである。

また，企業の設備投資の動機はいつの時代も需要見通しがトップにくる。そして，企業収益の水準も重要である。収益が好調であれば，生

産能力の拡大を目指す投資意欲が起こってきて、設備投資を増やす。

アベノミクスの7年間、好調な企業収益を背景に、投資CFの設備投資（有形固定資産の取得・売却差額）は、全産業ベースでは2016年度に若干減少となっただけで、あとの6年は増加した（図表7参照）。特に18年度は11.6%と2桁の伸びとなった。7年間の伸び率は年率3.1%である。同様に製造業ベースでは、2014

年度、2016年度にごくわずかに減ったが、あとの5年は増加した。18年度はやはり2桁の伸びとなっている。7年間の平均伸び率は年率3.6%と、全産業を上回った（図表8参照）

次に設備投資の資金源となる営業CFの動向をみると、7年間の伸び率は、全産業ベースで年率5.4%、製造業ベースで同6.2%増であった。いずれも営業CFの伸び率が設備投資の伸び率を上回っている。これは、FCFが拡大傾向に

図表7 キャッシュフロー計算書

全産業 (単位：100万円・%)

年 度	2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	1社当り金額	伸び率	1社当り金額	伸び率	1社当り金額	伸び率	1社当り金額	伸び率	1社当り金額	伸び率	1社当り金額	伸び率	1社当り金額	伸び率	1社当り金額	伸び率
(営業活動によるCF)	22,651	12.1	27,827	24.4	28,844	5.9	31,398	11.0	30,411	▲2.9	32,075	7.3	29,402	▲8.1	32,736	11.6
(投資活動によるCF)	▲20,771	10.4	▲22,752	11.3	▲21,024	▲5.5	▲21,793	5.3	▲24,739	14.2	▲25,118	3.0	▲25,807	3.0	▲26,340	2.5
有形固定資産の取得・売却差額	▲15,674	9.8	▲16,942	9.4	▲17,174	2.4	▲17,391	3.0	▲16,456	▲4.6	▲17,271	6.5	▲19,175	11.6	▲19,471	1.9
(フリーキャッシュフロー)	6,976	17.7	10,885	58.5	11,670	11.7	14,007	22.8	13,955	▲0.8	14,085	8.2	10,227	▲38.9	13,264	29.8
(財務活動によるCF)	▲1,081	▲56.4	▲2,308	▲109.7	▲5,441	167.9	▲7,441	42.2	▲2,856	▲61.3	▲3,899	43.2	▲2,956	▲24.1	▲3,367	13.6
短期借入金の借入返済差額	459	14.2	▲857	—	▲283	▲68.1	▲419	49.1	▲70	▲85.4	44	—	2,735	9430.0	2,097	▲22.2
長期借入金の借入返済差額	2,634	28.2	2,204	▲18.9	793	▲66.6	522	▲41.3	3,298	498.5	1,666	▲48.9	1,156	▲30.7	3,369	191.4
株式の発行・償還差額	38	—	951	15750.0	58	▲93.3	220	272.9	700	151.8	759	10.1	585	▲25.1	2,179	263.8
株式発行・自己株式取得取支差額	116	—	▲214	—	▲984	319.7	▲1,501	55.2	▲1,747	14.2	▲1,284	▲25.5	▲2,682	207.2	▲2,976	10.5
(親会社)配当金支払	▲3,087	4.5	▲3,379	10.5	▲3,894	18.2	▲4,406	15.3	▲4,543	3.8	▲4,997	12.6	▲5,704	14.3	▲5,999	5.7
少数株主への配当金支払	▲249	▲2.0	▲326	33.1	▲374	20.3	▲441	20.2	▲480	8.4	▲383	2.3	▲623	29.3	▲676	8.7
(現金増減額)	2,345	—	4,357	81.5	3,801	▲9.4	1,052	▲72.0	2,336	99.7	2,952	27.5	538	▲71.7	2,324	307.7

(注) ▲は金額の場合、キャッシュアウトのキャッシュイン超過額を示す。伸び率の場合、減少を示す。金額が▲同士の比較では絶対値が大きくなれば、伸びたものとする。伸び率の算出は同じ社数ベースで比較して行っており、表の金額とは異なる。

[出所] 図表2に同じ。

図表8 キャッシュフロー計算書

製造業 (単位：100万円・%)

年 度	2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	1社当り金額	伸び率														
(営業活動によるCF)	22,401	22.0	29,516	2.4	30,117	3.4	33,322	11.9	31,566	▲6.2	34,145	8.5	31,656	▲7.3	34,195	7.4
(投資活動によるCF)	▲20,898	15.7	▲22,648	8.4	▲21,062	▲5.7	▲21,616	3.5	▲23,619	8.8	▲24,447	3.6	▲26,595	8.8	▲25,674	▲1.1
有形固定資産の取得・売却差額	▲15,396	15.2	▲16,831	9.2	▲16,519	▲0.5	▲17,502	6.8	▲16,832	▲3.9	▲17,779	5.8	▲19,534	10.1	▲19,761	0.4
(フリーキャッシュフロー)	7,006	40.0	12,685	84.7	13,597	8.6	15,820	18.2	14,734	▲8.7	16,367	11.6	12,122	▲26.2	14,434	18.5
(財務活動によるCF)	▲2,431	▲4.4	▲3,715	58.0	▲6,683	83.6	▲8,131	24.2	▲3,803	▲54.3	▲7,688	108.2	▲4,470	▲41.9	▲5,467	22.4
短期借入金の借入返済差額	1,122	78.4	▲787	—	▲619	▲23.3	▲362	▲40.0	▲608	14.8	▲768	44.6	2,533	—	1,888	▲26.0
長期借入金の借入返済差額	1,748	163.3	1,145	▲41.8	1,198	0.1	966	▲21.4	3,249	282.7	▲531	—	2,847	—	3,164	10.0
株式の発行・償還差額	▲231	10.0	501	—	▲709	—	▲188	▲73.0	962	—	1,510	56.3	674	▲56.0	1,646	139.6
株式発行・自己株式取得取支差額	▲730	242.7	19	—	▲1,048	—	▲1,695	64.7	▲1,537	▲8.7	▲980	▲36.5	▲2,820	185.7	▲2,875	1.0
(親会社)配当金支払	▲3,194	3.7	▲3,703	10.5	▲4,464	22.4	▲5,208	18.0	▲5,207	0.2	▲5,746	11.8	▲6,662	15.7	▲6,911	3.4
少数株主への配当金支払	▲313	▲2.2	▲405	29.8	▲440	14.3	▲567	30.6	▲623	0.8	▲614	▲1.4	▲692	12.5	▲675	▲3.3
(現金増減額)	995	—	5,296	486.1	4,193	▲19.2	1,866	▲56.1	3,590	88.5	1,928	▲16.7	340	▲98.4	2,083	490.1

(注) ▲は金額の場合、キャッシュアウトのキャッシュイン超過額を示す。伸び率の場合、減少を示す。金額が▲同士の比較では絶対値が大きくなれば、伸びたものとする。伸び率の算出は同じ社数ベースで比較して行っており、表の金額とは異なる。

[出所] 図表2に同じ。

図表9 キャッシュフロー計算書

(単位：100万円・%)

年 度	2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	1社当 り金額	伸び率	1社当 り金額	伸び率	1社当 り金額	伸び率	1社当 り金額	伸び率	1社当 り金額	伸び率	1社当 り金額	伸び率	1社当 り金額	伸び率	1社当 り金額	伸び率
(営業活動によるCF)	21,086	▲12.9	28,001	31.5	16,501	▲37.5	11,665	▲12.4	22,618	114.0	15,114	▲20.1	25,700	78.8	25,963	2.4
(投資活動によるCF)	▲15,400	▲21.4	▲19,204	23.4	▲20,627	10.4	▲25,717	43.0	▲28,344	12.0	▲28,434	15.9	▲31,384	10.6	▲36,939	20.2
有形固定資産の取得・売却差額	▲8,661	▲57.9	▲13,630	54.9	▲18,699	24.6	▲21,235	30.4	▲23,721	14.1	▲26,787	30.2	▲27,859	2.9	▲30,633	12.1
(フリーキャッシュフロー)	12,426	240.5	14,371	15.0	▲2,198	—	▲9,590	—	▲1,103	—	▲11,673	—	▲2,160	—	▲4,670	—
(財務活動によるCF)	▲440	▲85.9	▲7,303	1750.3	2,316	—	21,094	583.5	7,005	▲67.1	15,161	116.6	5,096	▲67.9	14,649	197.6
短期借入金の借入返済差額	▲1,052	—	▲88	▲97.9	904	—	5,977	578.4	▲3,493	—	2,297	—	▲3,544	—	1,689	—
長期借入金の借入返済差額	2,687	244.0	▲5,560	—	▲2,635	222.5	14,136	—	3,768	▲75.3	13,955	9.0	9,008	▲35.3	11,013	25.9
社債の発行・償還差額	▲1,144	—	3,092	—	1,523	302.9	5,076	292.9	693	▲87.1	3,987	593.4	4,358	▲4.7	5,916	38.3
株式発行・自己株式取得取支差額	1,284	—	2,823	223.4	9,155	270.5	1,524	▲80.6	▲237	—	▲666	231.3	▲549	▲2.8	▲2,990	517.8
(親会社)配当金支払	▲2,368	2.7	▲2,600	10.5	▲2,427	8.7	▲2,528	20.3	▲3,170	24.4	▲3,229	17.5	▲3,605	14.2	▲4,074	15.0
少数株主への配当金支払	▲407	61.5	▲561	22.2	▲1,745	265.1	▲109	▲72.7	▲154	9.7	▲396	2.9	▲457	21.9	▲419	▲6.5
(現金増減額)	7,293	165.1	1,924	▲73.9	388	▲78.8	6,905	2430.3	974	84.8	1,782	61.0	448	▲75.2	3,283	—

(注) ▲は金額の場合、キャッシュアウトのキャッシュイン超過額を示す。伸び率の場合、減少を示す。金額が▲同士の比較では絶対値が大きくなれば、伸びたものとする。伸び率の算出は同じ社数ベースで比較して行っており、表の金額とは異なる。

[出所] 図表2に同じ。

なることを示唆する。実際、FCFの動向をみると、7年間の伸び率は全産業ベースで、年率9.6%、製造業ベースで、同10.9%となっている。

別の角度から、設備投資と営業CFの関係をみると、全産業、製造業ともに設備投資金額は営業CFの約60%で推移してきた。したがって、FCFは安定的に営業CFの約40%を確保してきた。

投資CFには設備投資と同義に扱ってきた「有形固定資産の取得・売却差額」のほか、「有価証券の取得・売却」などがある。子会社の株式取得、投資有価証券などが中心で、近年、増加傾向にあるといわれる。ただ、投資CFは、7年間の伸び率が全産業ベースで年率3.5%であり、設備投資額の年率3.1%とそれほど差がない。有価証券の取得・売却のウェイトが大きく高まっていることはないといえる。

アベノミクス下で、需給ギャップの大きさが議論されていた段階で、人出不足を叫ぶ声が案外早く高まってきて、省力化投資の盛り上がりがあったとされるが、全産業の設備投資は年率

3%台の伸びであった。この水準は実質GDPの伸びには寄与したといえるが、三本目の矢による投資喚起に対応したものとはいえないだろう。ただ、個別産業では平均を大きく超えた設備投資を実行、アベノミクスの期待に応えたところがある。建設業、不動産がその代表である。7年間の設備投資額の伸び率は、それぞれ年率16%、20%に達する。建設業は営業CFの伸び率も高かったので、FCFはプラスを維持できたが、不動産は営業CFの創出ペースをはるかに上回る設備投資の増加率となり、2014年度からFCFはマイナスに転じた。その結果、財務CFではキャッシュインが急増した。不動産については図表9で、その経過を確認することができる。

## V. 企業財務の対応

### 1. アベノミクス始動前の財務状況

設備投資に企業財務はどう対応したか。フリーキャッシュフロー（FCF）がマイナスに

なるほどの設備投資を実行した産業は例外的であったことを確認したが、FCFがプラスを確保し、設備投資資金を財務CFに依存する必要のなかった企業は、財務活動を行わなかったか、といえどそんなことはない。企業が財務活動を行う理由は十分にあった。それはアベノミクス始動前に企業の置かれていた財務事情に原因がある。

20世紀末、企業は3つの過剰（負債、設備、人員が過剰）が収益を圧迫していると指摘され、リストラに励むことになる。このうち、負債の過剰については、それを削減してバランスシート（BS）の体質を改善することが目標になる。BSの体質改善とは、自己資本（資本・純資産）比率を向上させ、安全性を強化することである。自己資本を増加させるには、資本金・資本剰余金（株式資本）、利益剰余金（内部留保）を積み上げていくことが必要である。

負債過剰の削減には設備投資のために負債を増やさず、設備投資は内部資金の範囲にとどめる、といった行動をすることになる。こうした行動は、企業にとって、貯蓄>投資、を意味し、企業は全体として国民経済における資金余剰部門となる。企業という経済主体の行動様式の大転換である。それは日本経済の構造変化と表現される代表的な現象である。企業行動の転換は1998年度に実現し、その後定着してきた。

21世紀に入って、企業の負債過剰の解消は急速に進み、自己資本比率が上昇していった。企業収益が回復し、内部留保が増加したからである。2008年のリーマン・ショックは100年に一度の大不況といわれ、世界経済、日本経済は大打撃を受けたが、わが国の企業倒産は極めて少なかった。その理由は企業の財務体質が改善、強化され、不況抵抗力が強くなっていたからで

ある。

リーマン・ショック後、2011年には東日本大震災が発生、企業の経営環境の改善はやや遅れたが、企業は収益水準が低い段階でも内部留保の積み上げを止めなかった。2013年、アベノミクスのスタート時点では、企業の内部留保が過剰になっているのではないかと各方面から指摘されるようになっており、安倍首相自らもそういう認識を語り、経済界指導者に賃金引上げを呼びかけた。実は企業も内部留保の積み上げ、自己資本比率の上昇、という長年の目標は達成感を感じるようになっていた。この頃、企業が発表した財務戦略をみると、「財務の健全性確保と資本効率性の向上」といった表現をしているものが多い。単純な自己資本の充実といった表現は姿を消し、バランスのとれた財務構造を目指して財務活動をしようとしていることは明らかである。

財務構造の問題では、アベノミクス2年目の2014年夏、三本目の矢に関連して、経産省が発足させていたプロジェクトチームが発表した日本企業にROE上昇を求めるレポートが大きな話題を呼んだ。前述した「伊藤レポート」である。ROE問題にはかなり長い歴史があり、日本企業の低いROEには相応の事情があるのであるが、企業は特に海外機関投資家からROE引上げの圧力を感じるようになっていたから、このレポートの反響は大きかった。

ROE上昇を企業に迫る、もう一つの事情は「JPX日経インデックス400」という株価指数が2014年1月にスタートしたことである<sup>3)</sup>。この銘柄採用の条件に一定水準以上のROEがあり、ほとんどの企業は採用銘柄となることを望んでいるため、ROEに敏感にならざるをえない。

ROE上昇のためには税引後利益を自己資本の増加以上のペースで増やしていけばよいのであるが、それは容易でない。もう一つは、自己資本比率を下げ、債務比率を上げることである。税引後利益は変わらなくても、ROEは上昇する。しかし、この場合、財務体質は劣化するのだから、不況抵抗力が低下する。財務戦略にうたう「財務の健全性確保と資本効率性の向上」は、ROE上昇に伴うトレードオフに挑む決意のようなものである。

## 2. アベノミクス下の企業の財務活動

アベノミクス下で企業の設備投資は営業CF内にとどまっており、常に一定水準のFCFを確保してきたことは、前節でみたとおりである。全産業ベース、製造業ベースとも事情は変わらないが、例外的に積極的な設備投資を行った不動産業だけがFCFがマイナスとなっている。このため、不動産業を除けば、財務活動を行う必要がないようにみえるが、図表7、図表8によって、財務CFをみると、全産業ベース、製造業ベースとも7年間一貫して財務CFはマイナス、キャッシュアウト>キャッシュインとなっている。FCFが大きいと、財務CFのマイナスが大きくなる関係が読み取れる。FCFはなお大きいという余裕があるからだろうか。

しかし、FCFの余裕度を確実に低下させる項目が存在していることに注意する必要がある。それは配当金支払いである。7年間、着実に増加してきており、FCFの30%~50%程度を占めている。実は、金融グローバリゼーションが進展し、内外から株主還元要求が高まってきた2000年代半ば頃から配当性向30%を公約する企業が増えてきた。これはそれまでの20%程

度を大きく超えるものである。しかも、不況で利益が減っても減配をしない企業が多くなり、結果として配当性向が30%を大きく超える年も出てくる(図表2、図表3参照)。

次に自己資本の中核である株式資本の動きである。株式会社制度が始まって以来、株式資本は時代とともに増加していくものというのが社会の共通理解であった。株式資本の大きさは会社信用の基礎であると考えられてきた。ところが、1990年代のバブル崩壊、その後の低成長経済下で株式資本の過剰が企業収益を圧迫している(ROEの低下)との認識が広がり、2001年にそれまで段階的に進めてきた企業の自己株式取得・消却を完全自由にした。株式資本の役割が資本充実から資本の調整弁に変わったのである。調整であるから、企業は株式資本の増減作戦を財務戦略の中に位置づけるはずである。

だが、アベノミクス下では、株式資本は一貫して削減の対象であった。すなわち、財務CFの「株式発行・自己株式取得収支差額」は毎年、キャッシュアウト>キャッシュインであり、企業の株式資本減らしへの強固な意思がうかがわれる。ただ、製造業ベースでは13年度だけ、わずかにキャッシュインが多かった。

配当金支払いと自己株式取得が大きなキャッシュアウト要因であるとする、FCFにまだ余裕がありそうでも、企業は安全パイとして負債取り入れによるキャッシュインを考えるのではなかろうか。負債は長短借入金、社債である。短期借入金は運転資金の単なる調整に利用されるだけだが、長期借入金、社債のキャッシュイン、キャッシュアウトは、最近の動きをみると、自己資本との対比、ROEへの影響を考慮しながら決められるようになってきているのではないかと思われる。

全産業ベースの長期借入金、社債の動向をみる（図表7と、両者ともアベノミクス始動の年から一貫してキャッシュイン>キャッシュアウト、であり、最近になるほど、金額が大きくなってきている。もし、長期借入金は増えた（減った）が、社債は減った（増えた）というような年があったとすれば、負債間のシフト（長期借入金から社債へ、あるいは社債から長期借入金へ）が起きただけで、と考えられるが、両者とも増加傾向にあるから、シフトではない。

なお、個別産業で平均とは大きく異なる設備投資行動をした不動産業の財務行動をみておこう（図表9参照）。不動産業は2013年度のアベノミクス始動の年から猛烈なスピードで設備投資を開始した。営業CFの創出をはるかに上回るペースで設備投資が増加、早くも14年度にはFCFはマイナスになった。したがって、財務CFは同じ年から、キャッシュイン>キャッシュアウト、となった。キャッシュインの中心は長期借入金が始めは主であったが、社債のウェイトも高まってきている。これに対し、株式資本は15年度までキャッシュインの一翼を担ってきたが、16年度からは自己株式取得が増え、キャッシュアウト超に転じた。もちろん、配当支払いも着実に増加しており（ただ、配当性向は20%台と他産業より低い）、財務CFは高水準のキャッシュイン超が続いている。内部留保の伸びが急ピッチであるため、負債を大きく採り入れ、さらに自己株式取得によって自己資本の増加を調整しているようである。以前とは大きく異なる財務行動といえる。

### 3. バランスシート（BS）の変動

キャッシュフロー計算書の1期間は、FCF

に財務CFが加味されて、最終的に当期の現金増減額が決まる。さらに現金増減額は前期末の現金残高に加算されて、今期末の現金残高となって終了する。財務CFは自動的に動いているわけではなく、企業の財務戦略を反映して動いている。現在、多くの企業の財務戦略はアベノミクス=伊藤レポートから指摘された低いROE、それをどのようにして是正していくか、という観点を中心において練られているようだ。

企業は長年の目標であった自己資本の充実をほぼ達成していることを自覚している。だから、大きくなった自己資本を相手にROEを引き上げるためには、よほど利益を大きく伸ばさなければならないことを感じている。しかし、利益の大幅な伸びはむずかしい時代である。したがって、ROE上昇を実現させるためには、自己資本の削減、自己資本と負債の構成を変える、といった方法も視野に入れざるをえないのではないか。負債の活用、財務レバレッジの活用である。

前節でみた財務CFの項目別の動きをみると、こうした変化はすでに始まっているように感じられる。つまり、長期借入金、社債発行の増加というキャッシュイン、自己株式取得の増加というキャッシュアウトの動向がそれである。

このような財務活動の変化の集約として、バランスシート（貸借対照表、BS）の構成項目の動向にも変化が生じてきている。まず注目する項目は、現預金、自己資本（純資産）、固定負債である。図表2の全産業のBSによれば、現預金の比率は安定している。収益水準が大きく上昇した時期は現預金の比率が少し高まったが、その後、元の水準に戻った。アベノミクス

下では現金指向も現金離れも起きていない。営業活動が求める現預金水準は変化していないということだろう。現預金の動向は製造業のBSをみても変わらない。

自己資本はどうだろうか。自己資本は資本金・資本剰余金と「その他」に大別される。「その他」はいわゆる内部留保、中心は利益剰余金である。自己株式取得は資本金・資本剰余金の縮小を意味するが、財務CFでみたように自己株式取得収支差額は一貫して、キャッシュアウト超、マイナスであった。その結果として、BSにおける資本金・資本剰余金の比率はほぼ一貫して低下傾向にあり、資本金の役割は軽くなる一方である。

これに対し、純利益から配当金を引いた残りである利益剰余金は配当性向が30%程度と安定しているため、純利益が増加すればそれと同じペースで増加する。それは資本金の減少を補って余りあるため、自己資本（資本・純資産）は増加し、自己資本比率を上昇させる働きをしている。しかし、18年度、19年度になると、自己株式取得が増加ペースを高めた一方、純利益が減り、利益剰余金も増勢鈍化となったため、自己資本を補強できず、自己資本比率は低下した。アベノミクス下で、自己資本比率の水準は、上下とも変化は小幅にとどまった。

次に固定負債の動向はどうか。固定負債の大半は長期借入金、社債である。アベノミクスの前半、固定負債はウエート低下傾向（固定負債のキャッシュアウト超）にあり、流動負債のウ

エートはほぼ横ばいであったため、結果として自己資本（純資産）比率はわずかながら上昇した。しかし、後半には固定負債のウエート低下は底打ち、反転の兆しを見せている。これには19年度の収益悪化の影響があると思われるので、自己資本比率の低下がトレンドになったとまではいえないだろう。

#### 注

- 1) 伊藤レポートとは、2014年8月にアベノミクス第三の矢「企業投資を喚起する成長戦略」の具体化を図る経産省内のプロジェクトチームが発表した「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」という報告書である。一橋大学の伊藤邦雄教授が座長を務めたため、この名がある。企業に対して国際的水準より低いROE（自己資本利益率）を向上させる経営努力を呼びかけるものであった。
- 2) 『キャッシュフロー経営入門』（中沢恵・池田和明著、日本経済新聞社刊、1998年）、24ページ。
- 3) JPX日経インデックス400は、日本経済新聞社が開発した株価指数。機関投資家の運用目的で開発されたもの。400の銘柄を組み込むが、毎年、採用銘柄の入れ替えを行い、つねに株価上昇が期待される企業で構成されているという考えで作成される。銘柄入れ替えで、新たに採用されるためにはいくつかの条件があるが、その一つが一定水準以上のROEである。

## 参 考 文 献

- 須藤時仁・野村容裕康 [2014]『日本経済の構造変化』岩波書店  
内閣府 [2013]『経済財政白書平成25年度』  
内閣府 [2013]『月例経済報告』毎月刊  
日本政策投資銀行・編集 [2021]『産業別データハンドブック2020』、2013年以降の各年版

（目白大学 名誉教授）