

日本企業の「稼ぐ力」強化に求められること 企業財務から見る提言

林原行雄¹

What Japanese Firms Need to Do to Strengthen the Earning Power An Analysis from a Corporate Finance Perspective

Yukio Rimbara

1. 望まれる日本企業の「稼ぐ力」強化と本稿の目的

コーポレートガバナンス・コード制定 10 年の節目の 2025 年に、有識者で構成する「「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンスガイダンス研究会」（座長 東京大学名誉教授 神田秀樹 以後「稼ぐ力研究会」）と経済産業省は、企業に求められる「稼ぐ力」を強化する取組みの議論を開始した。その問題意識を神田秀樹は以下のように記す²。

“日本ではバブル崩壊後に企業が設備投資の抑制や負債圧縮の姿勢を強めた。日銀の資金循環統計によれば民間企業部門は 1998 年から資金余剰に転じて今日に至っている。金融セクターが成長資金を出そうとしても、貸出先のビジネスがないという状況である。日本で主にお金を使っているのは低金利下で積極的な財政出動を続ける政府部門であり、家計の預貯金が政府の赤字を埋めてきた。本来であれば企業の投資が景気をけん引し、賃上げによる家計の消費拡大が企業のさらなる投資を支えるという好循環が望ましいが、そうはなっていない。日本の経済と金融は「悪い均衡状態」に陥っている。経済がジリ貧なのに危機感に乏しいのが最大の問題である。バブル期の不良債権処理ばかりにまい進し、新産業の創出を怠ってきたことのツケが、いま生じているのである。こうした悪い均衡から脱出するには、まずは新たな産業を生み出す必要がある。米国では IT 大手の「GAFAM」が経済成長をけん引した。日本の強みがものづくりだとすれば、そうした分野でもっとイノベーションを起こす必要がある。日本は今こそ生産性を高める技術開発などにより、新しい産業構造へと転換しなければならない。”

¹ 昭和女子大学現代ビジネス研究所特別研究員。本稿の作成に当たり匿名のレフリーから有益なコメントを頂いた。記して謝意を表したい。

² 神田秀樹（2026）。

以上は日本企業が今直面する課題の的確な要約である。「稼ぐ力研究会」における議論を経て、2025 年 4 月 30 日に経済産業省は、「『稼ぐ力』を強化する取締役会 5 原則」と「『稼ぐ力』の強化にむけたコーポレートガバナンスガイダンス」を公表した³。本稿はまず標準的コーポレート・ファイナンス理論（以後ファイナンス理論）の考え方に準じて、企業財務面から「稼ぐ力」を評価する方法を提示する。その上でその方法論に沿って法人企業統計調査の資本金 10 億円以上の大企業のデータを中心に、我が国における「稼ぐ力」強化の状況を検証する。筆者は銀行・証券会社・事業会社で企業金融の実務に従事する傍ら、大学等でファイナンス理論の実証研究に携わってきた。本稿は筆者がこれまで論じてきた、日本企業の財務行動分析の集約でもある。

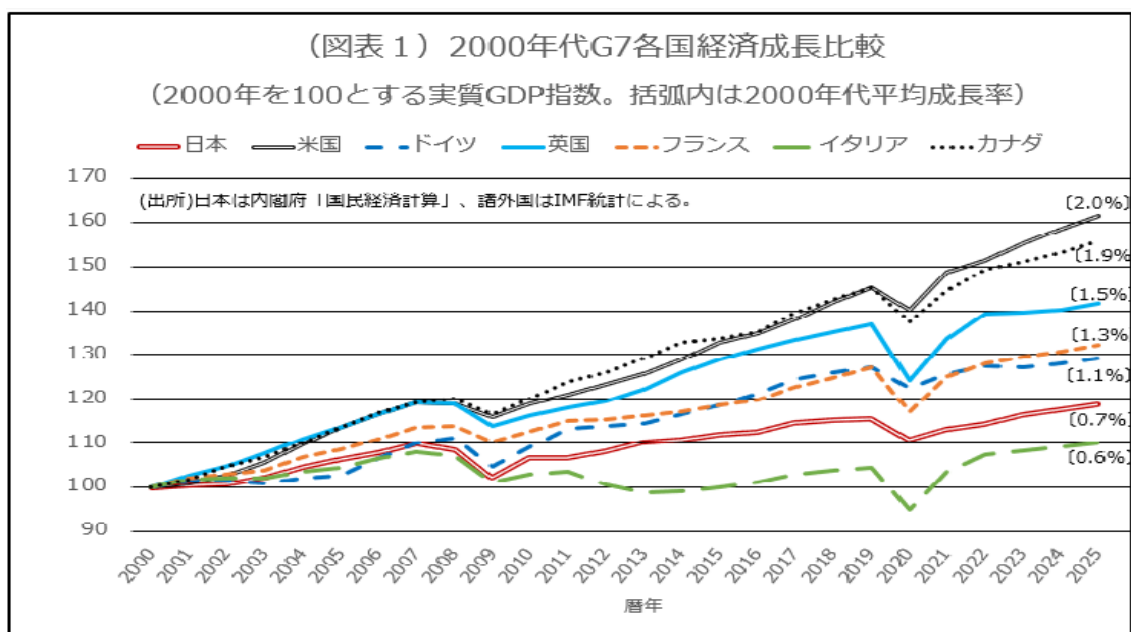
2. 日本経済の鳥瞰

2-1. 先進国比停滞する日本の経済成長

本論に入る前に日本経済の停滞を確認したい。図表 1 は G7 各国の 2000 年を 100 とする実質 GDP 指数である。2000 年代の主要先進 7 か国（G7）の実質成長率は、世界金融危機や COVID-19 感染拡大時に大きく低下するなど、ほぼ同じように変動し 1.0～2.0%にある国が多い。長期停滞論についてはハーバード大学教授のローレンス・サマーズが 2010 年代中頃に唱えた、リーマンショックによる世界同時不況の後、過剰貯蓄（需要不足）による経済の低迷が、米国を含む多くの先進国で顕在化しつつあるという警鐘がよく知られている⁴。図表 1 は 10 年以上前のサマーズの警鐘を、事実として確認するものであり長期停滞は先進各国共通の現象であるが、日本の 2000 年代の成長率はイタリアに次いで低い。成長率が最も高い米国をはじめとする 6 か国と日本の格差が、長期間継続し拡大しており日本経済の長期停滞は深刻である。

³ 取締役会 5 原則等については神田秀樹（2026）、神田秀樹、中西友昭、内ヶ崎茂、武井一浩(2025)、経済産業省(2025a)、経済産業省(2025b)を参照。

⁴ Summers, L. H. (2014)。



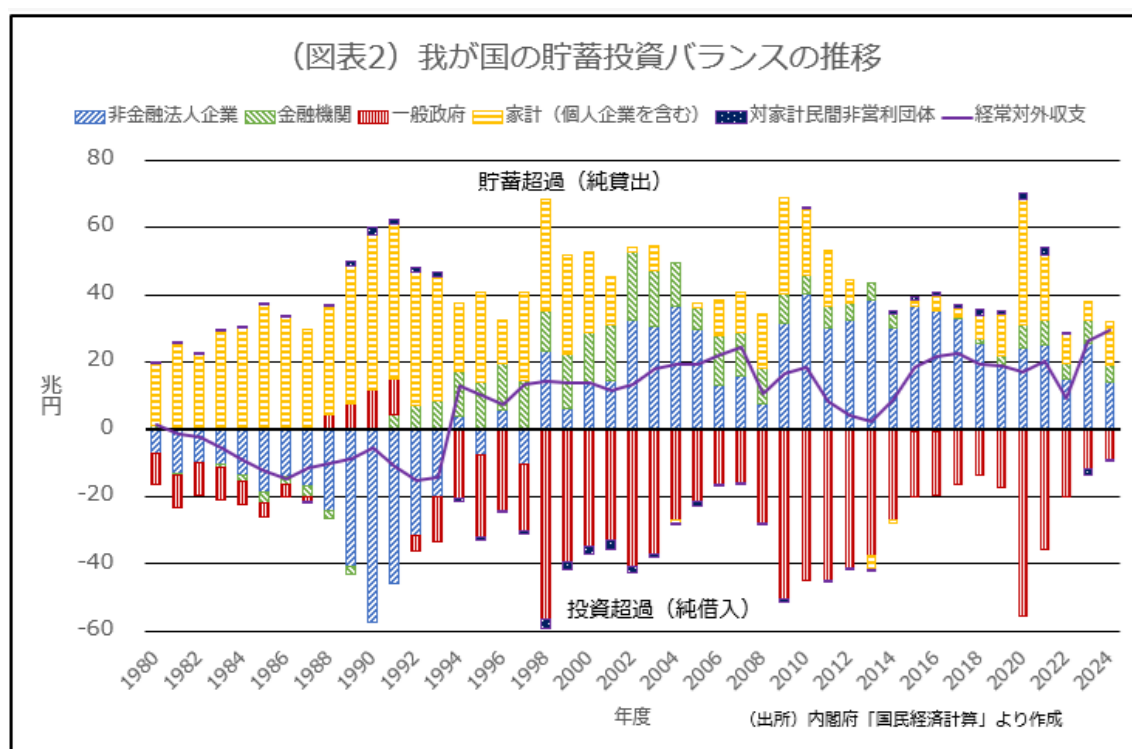
2-2. 貯蓄投資バランスで法人部門は投資超過から貯蓄超過に

日本経済の資金の流れの変化も鳥瞰しておきたい。図表2は国民経済計算の1980年代以降の貯蓄投資バランスの推移である。貯蓄投資バランスは常に成立する恒等式であり因果関係を示すものではないが、経済の各部門（家計、企業、政府、海外）の貯蓄投資の差額と、各部門間での資金の流れを把握できる⁵。

2000年代の我が国の貯蓄投資バランスの大きな特徴は以下のように要約できる。

- ① 一般財政部門は80年代終わりから90年代初頭まで貯蓄超過であったが、90年代半ば以降、大幅投資超過で推移している。
- ② 家計部門は90年代の大幅貯蓄超過から2000年代は高齢化による貯蓄率の低下等により貯蓄超過幅は大きく縮小した（COVID-19感染拡大時は貯蓄超過が大幅に拡大）。
- ③ 非金融法人部門は80年代から90年代前半まで大幅投資超過であったが、2000年代に大幅貯蓄超過に転じ、金融機関部門も90年代半ばから貯蓄超過で推移している。
- ④ 経常収支は80年代から90年代半ばまで赤字で推移したが、90年代半ば以降2000年代通じてほぼ一貫して大幅黒字が継続している。

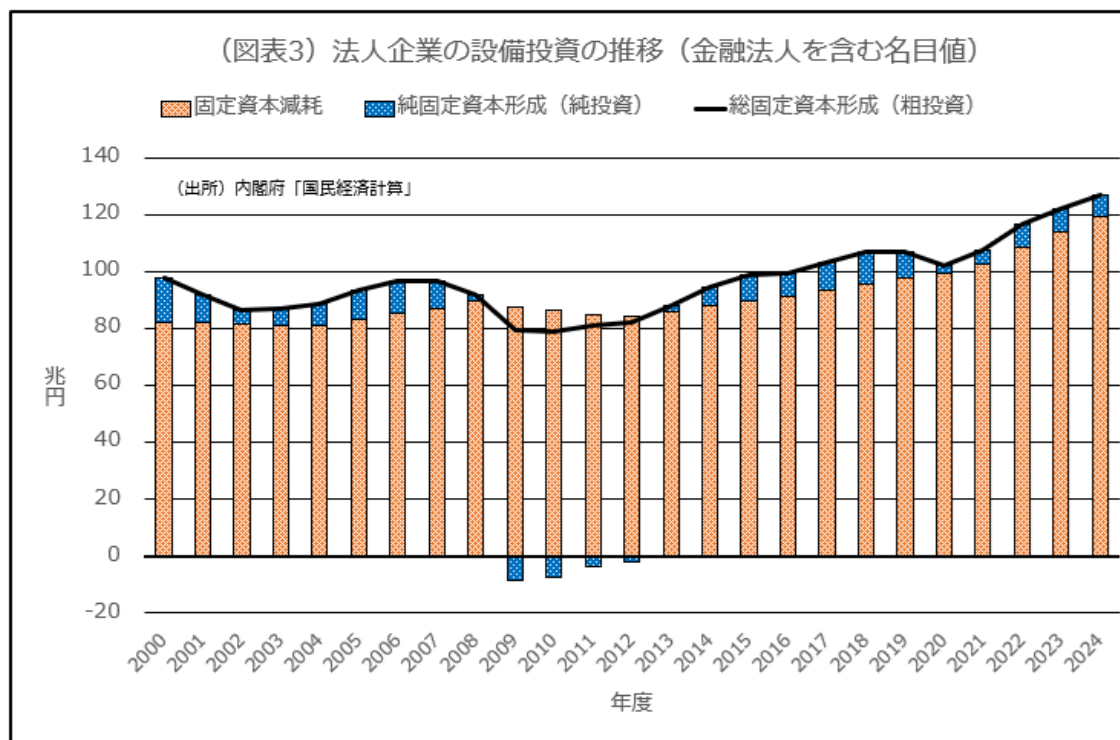
⁵ 国民経済計算の貯蓄投資バランスの解説は【補足説明1】を参照。



2-3. 設備投資の低迷が需給の両面で成長率を引き下げた

2000 年代の経済成長率の低迷は、人口減少、デフレイマインドによる需要不足、世界金融危機の発生等多面的要因で生じたものであるが、③に記載の 90 年代初頭まで積極的な投資活動で我が国の高度経済成長を支えた法人企業部門が、2000 年代に投資抑制傾向を強め資金不足から資金余剰に転じたことは、経済低迷の有力な要因の一つとなった。法人企業部門には 2000 年代は、「失われた 10 年」を取り戻すべく積極的な企業活動を取り戻すことが期待されたが、失われた期間は「10 年」から「20 年」「30 年」に長期化した。図表 3 で 2000 年代の法人企業の設備投資をみると、総固定資本形成（粗投資）は横ばい圏で推移し、とりわけ純固定資本形成（純投資）は低調で、世界金融危機後には一時マイナスとなった。これは企業投資の多くが固定資本減耗の補填にとどまり、新規の資本ストックの純増が限定的であったことを示す。2000 年代の貯蓄投資バランスでみると、法人企業部門を含む民間の資金余剰は、金融機関を介して政府の資金不足を埋める構造になった。財政資金の最大の用途は社会保障関係費であり、国民生活に不可欠の重要な財政支出であるが、経済成長率を引き上げる効果は民間設備投資に及ばない。80 年代迄積極的に設備投資を実行し経済成長を牽引した法人企業部門が貯蓄超過に転じたことは、需要不足の主因になっただけでなく、新規のイノベーションに富

む投資が抑制され、2000 年代の潜在成長率低下を招いたと思われる。法人企業の設備投資の低迷は、需要面と供給面の両方で成長率低迷の有力な要因になった。



3. 企業財務における「稼ぐ力」評価方法

3-1. 本稿で用いる企業価値評価方法

本稿では企業の「稼ぐ力」を示す本質的な指標は経済的付加価値（Economic Value Added、EVA）と考え、経済的利益を用いる方法に準じて分析する。EVA を用いる企業価値評価は資本コストを重視し、企業価値を生む要因が明確に示されるという利点がある⁶。

3-2. 本稿で用いる用語と定義

① EVA：経済的付加価値（Economic Value Added）

$$= \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{IC} \quad (\text{A 式})$$

$$= (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC} \quad (\text{B 式})$$

⁶本稿では二つの“付加価値”が記載され紛らわしいので区分を明確にしておく。経済的付加価値は以下で定義されるように資本コストを上回る利益で積まれた企業価値であり本稿では EVA と記す。図表 11 の付加価値は国民経済計算で用いられているもので、本稿では単に付加価値と記す。EVA は米国の STEWART & CO. (現・STERN VALUE MANAGEMENT, LTD.) の商標登録である。

② IC：投下資本（Invested Capital）事業を行うために投じられた資本で株主資本と負債（借入金）で構成される。

③ NOPAT：本業が生む税引後営業利益（Net Operating Profit after Tax）

④ ROIC：投下資本利益率（Return On Invested Capital）＝NOPAT／IC

⑤ ROIC スプレッド：ROIC－WACC

⑥ WACC：加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital）IC を構成する株主資本と負債の加重平均資本コスト

3-3. 企業が企業財務上求める最終ゴールは EVA の最大化

企業の本質的な「稼ぐ力」を示す指標が経済的付加価値（Economic Value Added、EVA）である。3-1①記載の定義式(A)にあるように、EVA は税引後営業利益（NOPAT）がどれくらい後記する総資本コスト（WACC×IC）を上回る利益をあげるかを表す指標である。企業が「稼ぐ力」強化のために財務上目指すことは企業価値最大化であり、企業に投下されている投下資本と将来の期待 EVA の現在価値の合計が企業価値になるため、EVA の最大化は企業が目指す企業価値最大化と同義になる。

3-4. 「稼ぐ力」の効率を示す KPI は ROIC と ROIC スプレッド

近年企業の「稼ぐ力」の効率評価指標として注目されているのは、資本コストと対比する ROIC（投下資本利益率）である。ROIC は企業が期待（予想）する NOPAT の、事業を行うために投じられた IC（投下資本）に対する利益率である。資本コストとは、企業が事業のために調達した資金に対して、資金提供者が求める最低の収益率を指す。株主から出資を受ける株主資本のコストを株主資本コストと称し配当と株価の上昇益で構成される。銀行借入や社債発行で調達する負債コストは通常金利とする。株主資本コストと負債コストを加重平均したものが WACC（Weighted Average Cost of Capital）である。ROIC の評価は ROIC が WACC をどれだけ上回っているか、即ち ROIC スプレッド（ROIC－WACC、EVA スプレッドとも称する）でどのくらい投下資本（IC）を増やすかで判断される。ROIC スプレッドの大きさが、ROIC の評価指標となる⁷。

⁷ 以上については McKinsey & Company Inc. (2020)、経済産業省(2025b)、金融庁（2021）、東京証券取引所(2023)、新井富雄、高橋文郎、芹田敏夫（2016）、荒木昇・土屋大輔（2017）、佐藤克宏(2023)、野村総合研究所「用語解説」等 <https://www.nri.com/jp/knowledge/glossary/roic.html>）等を参照した。

3-5. EVAの最大化が日本経済の長期停滞脱却に結びつく

以上はEVAが効率の指標であるROICスプレッドと、量の指標である投下資本（設備投資）の積で決まることを示す。日本経済の長期停滞がEVAと定義は異なるが同じ付加価値指標であるGDPの成長率が低いことであるならば、成長率を高めるためには効率性に優れた設備投資の量的拡大を図ることが求められる。即ち企業がEVAを増強することが、日本経済の長期停滞脱却に繋がり、そのキーとなるのが潤沢なキャッシュフローを生む企業の設備投資となる。企業がEVA最大化を目指すことが、日本経済の長期停滞脱却に結びつくことになる。

3-6. 「伊藤レポート」について

2014年に出された「伊藤レポート」がROE8%以上を目指すべきと提言したことを受けて、我が国ではROEが注目されていたように感じる。ROEに加えてROAも企業財務の効率性を見る重要なKPIであるが、ROEは株主資本を分母とする株主から見た部分均衡的な利益率である。ROEとROAは分子に資産評価方法の変更、有休不動産売却等、本業の営業と関係のない利益変動が含まれる当期純利益を使うため、「稼ぐ力」の包括的KPIとしては正確性に欠ける。ROEとROAだけでは後記する資本構成の適正さは評価できない。近年経済産業省、金融庁、東京証券取引所が、一過性ではない本業の稼ぎで資本コストを上回るリターンを安定的に稼ぐことを重視するようになったこともあり、企業財務のテキスト等では、企業は「稼ぐ力」強化のため、ROIC、ROICスプレッド、NOPAT、WACC、ICを重要KPIとしてEVAの最大化を目指すという見方が広く受け入れられてきたようになったように思える⁸。

3-7. フリーキャッシュフローによる企業価値評価

標準的ファイナンス理論の教科書では、企業価値は企業が将来生み出すと期待されるフリーキャッシュフロー（以後FCFと記載）を、WACCで割り戻した現在価値で評価すると説明されることが多い。「フリー」というのは企業の裁量で使える資金であるという意味で、詳細説明は割愛するがFCFによる企業価値算定は、投下資本の構成等前提条件が同じであればROICスプレッドから導く企業価値評価と同じ値になる⁹。

$$\begin{aligned} \text{FCF} = & \text{税引後営業利益 (NOPAT)} + \text{減価償却費} - \text{固定資産投資 (設備投資)} \\ & - \text{増加運転資金 (在庫投資 + 売掛金増加 - 買掛金増加)} \end{aligned}$$

⁸「伊藤レポート」は伊藤邦雄〔座長〕（2014）を、「伊藤レポート」に関する筆者意見は林原行雄（2015）（2022）を参照のこと。

⁹ 新井富雄、高橋文郎、芹田敏夫（2016）8.2.2、荒木昇・土屋大輔（2017）第3章6を参照した。

4. 財務から見た「稼ぐ力」の検証

4-1. 調査対象と使用データ

本題の企業の「稼ぐ力」の検証に入りたい。調査対象のデータは主として上場企業が多いとみられる、法人企業統計調査年次別調査の資本金 10 億円以上の大企業とした。非上場で少数の株主しかいない中堅・中小企業まで含め、日本企業のパフォーマンスを米国の「GAFAM」等と同列に議論することに疑問を呈するもっともな指摘を考慮した¹⁰。

4-2. 2000 年代に ROE は大きく上昇したが ROIC と ROA は低迷

図表 4 は金融業・保険業を除く全産業・資本金 10 億円以上の大企業（以後大企業）について 2000 年代の税引後営業利益、当期純利益、ROIC、ROE、ROA の推移を比較したものである。ROIC は 2000 年代通してわずかに上昇傾向にあるが、NOPAT が伸び悩み「異次元の金融緩和」が始まった 13 年度以降はほぼフラットの状況にあり低迷した。これは「稼ぐ力」強化が必要という「稼ぐ力研究会」の問題意識を裏付ける。ROE は世界金融危機（2007 年～10 年）や COVID-19 流行時（2019 年～20 年）に大きく低下したが、2000 年代通期で見ると大きく上昇した。ROE の好調は本業以外の営業外収益や特別利益が好調で当期純利益が増加したことによる。ROE は 24 年度には 12.4%に達し「伊藤レポート」が目標とした 8%を大きく上回った。図表 4 は 2000 年代に ROE は大きく上昇した一方 ROIC は低迷という顕著な違いが出たことを示す。ROA は分子の当期純利益は増加したが、ROE と異なり 2000 年代通期で ROIC 同様低迷した。分母の手元流動性の増加により資産残高が増加したことによる¹¹。尚図表は省略するが図表 4 に表された大企業の「稼ぐ力」の推移は、資本金 1 億円以上 10 億円未満の中堅企業で、ROIC が比較的明確に上昇しているのを除いて、いずれの産業や企業規

¹⁰ (1)2024 年度法人企業統計調査年次統計の資本金 10 億円以上企業の母集団法人数は 5,444 社、金融業・保険業を除くと 4,622 社、2025 年末東証各市場上場社数は総計 3,945 社である。「稼ぐ力研究会」は念頭に置く企業群はプライム市場上場会社のほか海外企業と競合する企業等が加えられるとする。

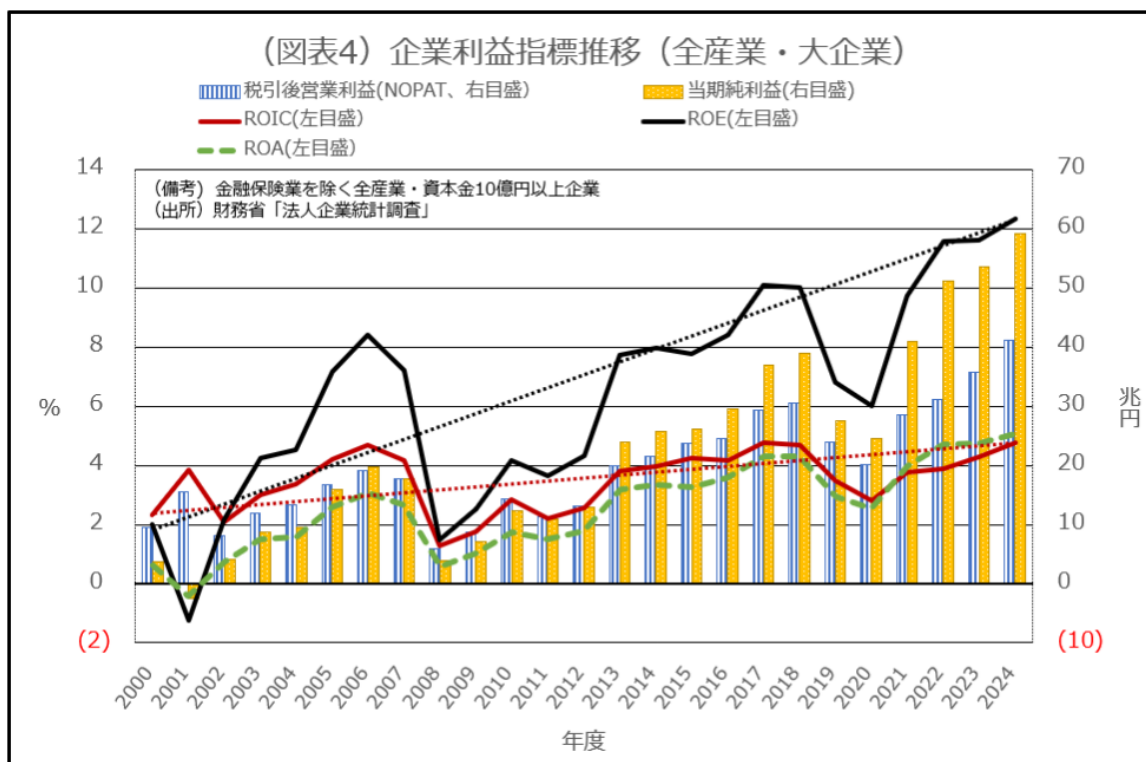
(2)調査対象企業群を大企業に限定したことについては、田中亘(2020)、中村直人(2025)を参照した。

(3)実務における ROIC の算定は将来の期待（予測）の算定であるが、本稿の分析は法人企業統計調査の資本金 10 億円以上企業を 1 社と想定し、企業が実績値通りに予測した場合の ROIC の計数である。

(4)検証データを法人企業統計調査に依拠したため、分析に一定の制約がある。例えば NOPAT を生む投下資本のなかには本業に関係のない負債や株主資本が含まれている可能性があるが、法人企業統計調査ではその識別はできないため、すべての投下資本は本業の為に調達したという前提で分析した。

¹¹ 4-7 に記すように大企業の手元流動性は 2000 年度 55 兆円から 24 年度には 96 兆円に増加した。

模でほとんどほぼ同じ形状で推移している。ROIC の低迷は大企業だけでなく企業の全体の問題である。



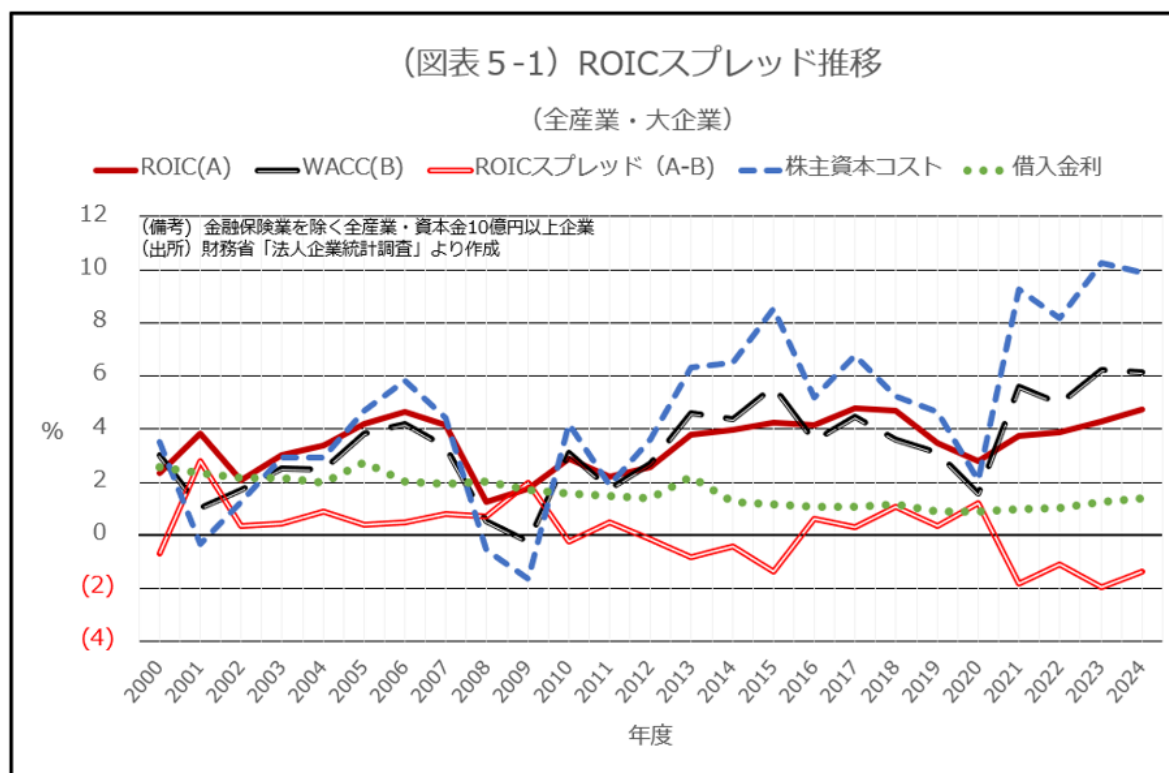
4-3. ROIC スプレッドは縮小し EVA のマイナス幅が拡大

図表 5-1 は 2000 年代の大企業の ROIC、WACC、ROIC スプレッドの推移である。ROIC スプレッドのプラスは EVA の創出、マイナスは EVA の減少を表す。尚株主資本コストの推定は幅を持って評価する必要があることを予めお断りしておく¹²。

- ・ 2002～15 年度：ROIC と WACC は拮抗しつつ、10 年度迄 ROIC スプレッドは小幅のプラス、以後 ROIC スプレッドはほぼゼロ、12 年度より小幅なマイナスに転じた。
- ・ 2016～20 年度：ROIC が WACC を上回り ROIC スプレッドはプラスに転じた。
- ・ 2021～24 年度：株主資本コストが急上昇し WACC が上昇し ROIC を大きく上回り、ROIC スプレッドは大きなマイナスに転じた。

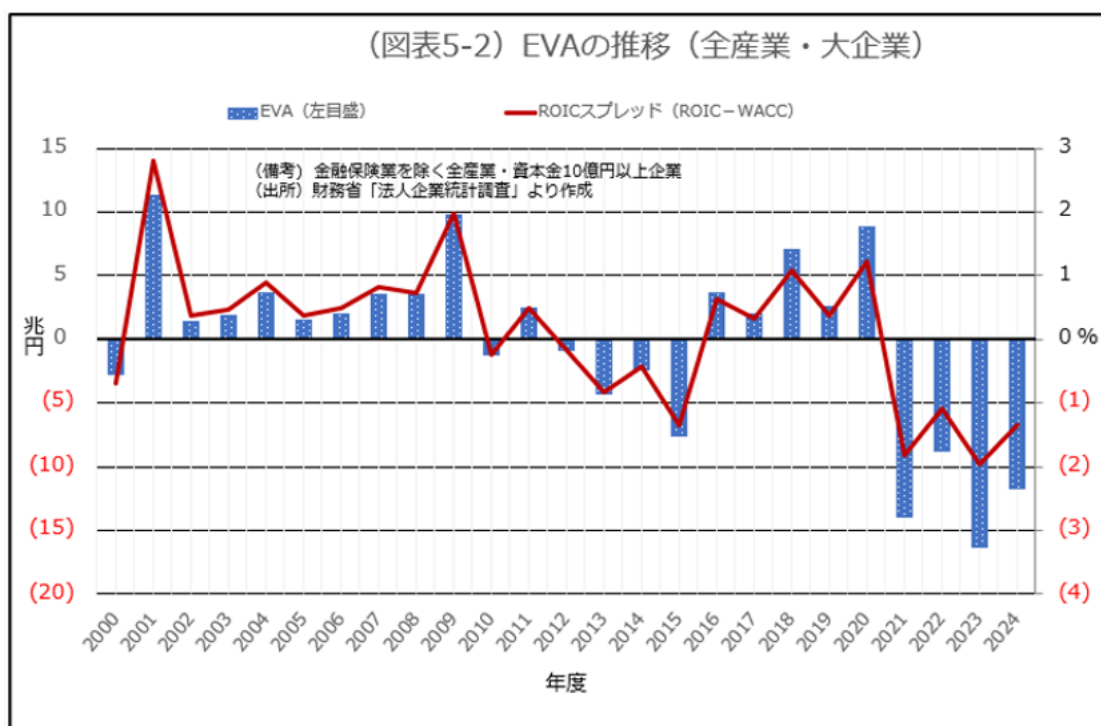
¹² 【補足説明 2】に記載のとおり本稿では株主資本コストの算定は配当割引モデルを用いた。

・借入金利は 2000 年代前半 2%程度で推移し、世界金融危機の後低下し異次元の金融緩和が始まった 13 年度に 2.2%に上昇し、その後は 1 %程度で推移したが、日銀のマイナス金利政策の解除等利上げ方針もあり 23 年度から上昇傾向にある。2000 年代は ROIC が低迷し ROIC スプレッドはプラス幅が小さいか小幅マイナスで推移し、「稼ぐ力」の強化は進まず成長率は低迷したが、株価は順調に上昇しており、株主資本の価値は増加するという跛行的現象が生じていた。その中で上記のように 21 年度以降株主資本コストが大きく上昇し、ROIC スプレッドがマイナス 2%程度まで拡大した¹³。



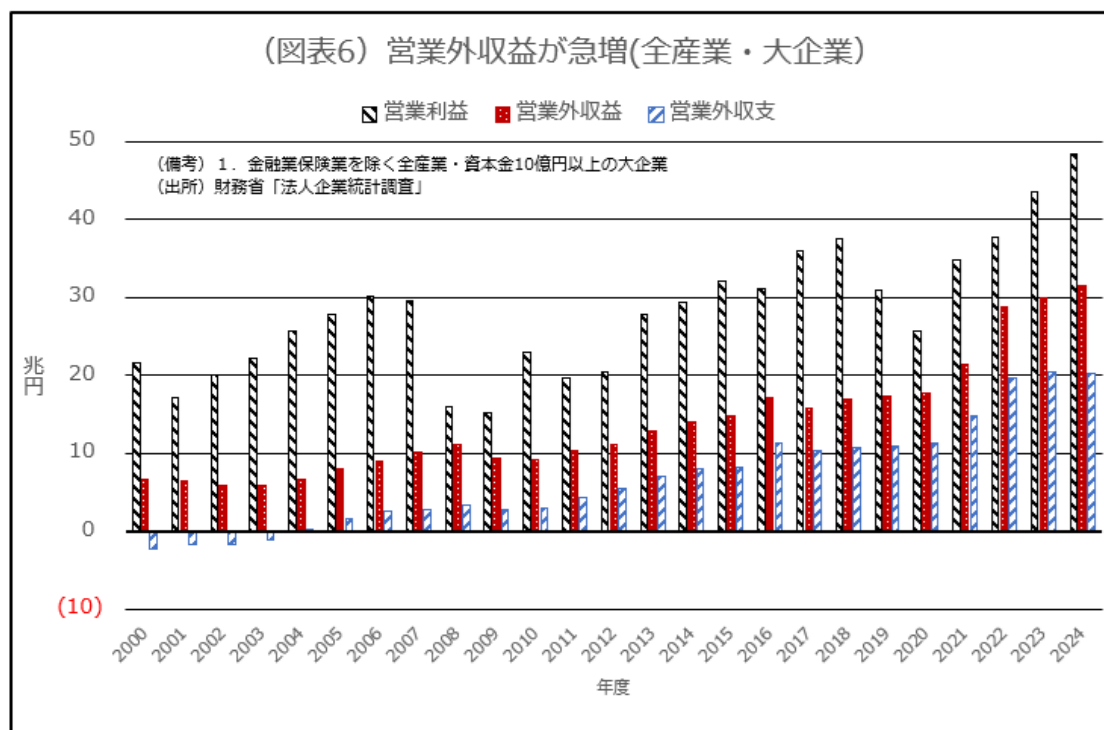
2000 年代における ROIC スプレッドと EVA の推移は図表 5-2 のとおりとなる。EVA は ROIC スプレッドに準じて変動し、21 年度以降 EVA のマイナス幅の拡大が目立つ。

¹³ 【補足説明 2】に記載のとおり本稿では配当割引モデルを用いて株主資本コストを推計したため、激動する中東情勢等により不安定している株価等の動きに影響され、近年の株主資本コスト推計値が過度に変動している可能性がある。

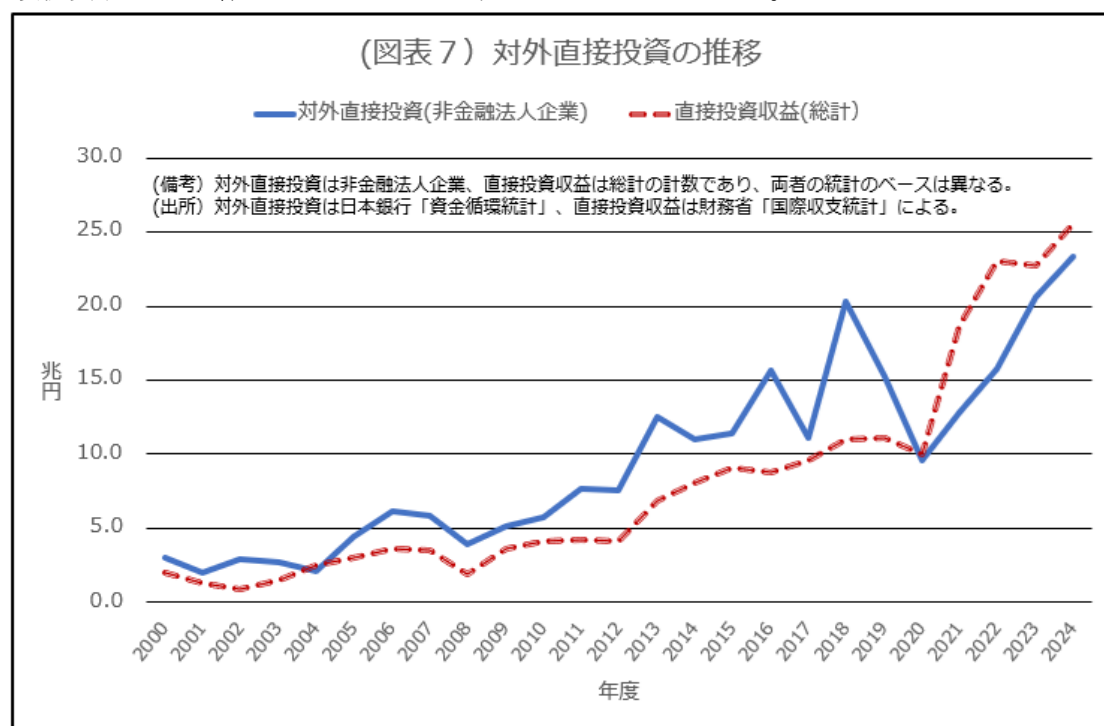


4-4. 営業外収益が急増

近年営業外利益が急増している。営業外収益は財務活動から得る投資利益などの金融上の収益、営業外費用は支払利息や有価証券売却損などが含まれる。これらの業務を本業とする金融機関等を除き、財務・投資業務は経常的に発生しても一般企業の営業外損益として計上される。図表6にあるように2011年度頃から営業外収益の増加が始まり、特に22年度以降は営業利益に迫る勢いである。営業外収益の増加は当期純利益の増加にはなっても、営業利益に計上されないため、近年のROEの上昇とROICの低迷が同時進行した一因になった。



営業外収益の急増は図表 7 にあるように 2000 年代に日本企業の直接投資が盛んに行われ、直接投資収益が急増加していることが寄与していると思われる。



海外子会社の設立・出資で行われる直接投資からの利益が、国民経済計算や日本の本社の決算に反映される形は図表 8 にあるように海外進出の形態により異なる。図表 8 で特に注意を要する点は以下のとおり。

- ① 海外子会社の利益は本社が受領した配当金を除き本社の単体決算には反映されない。
- ② 海外で生まれた利益は進出形態に関わらず、日本の国内総生産（GDP）には反映されない。
- ③ 日本の本社が受領した配当は日本の国民総所得（GNI）には反映される。
- ④ 連結子会社の利益全額が親会社の連結損益計算書の営業利益に反映されるが、持分法会社の海外子会社利益のうち、親会社の持ち分が親会社の連結損益計算書の営業外収益に反映される。

重要なことは日本企業が生産の海外移転を行った場合、企業は生産の効率化などのメリットはあっても、その結果空洞化がおこれば日本の GDP はそれだけマイナスになることである。空洞化を防ぐためには海外移転で余剰になった物的・人的資源が、他の分野あるいは他社で活用されることが必要である。正社員の雇用のモビリティが低い日本では、海外への直接投資で空いた穴を、自社又は他社の代替投資で埋めることは簡単ではないため空洞化がかなり生じたのではないだろうか。法人企業統計調査は単体決算の集計値であり、図表 4 の 2000 年代に ROIC は低迷するも海外投資収益が急増し ROE は上昇したことは、空洞化でかなり説明できるのではないだろうか。

（図表 8）海外子会社・支店の利益の親会社決算及び国民経済計算への反映

海外進出形態	子会社利益の親会社単体決算利益への反映	子会社利益の親会社連結決算利益への反映	国民経済計算への反映
海外持分法会社	原則反映なし 受取配当金のみ計上	持分に応じた子会社利益を親会社営業外持分法利益に反映	親会社利益はGDPに反映なく、受取配当金はGNIに反映
海外連結子会社	原則反映なし 受取配当金のみ計上	海外子会社利益をフル連結して親会社営業利益に反映	親会社利益はGDPに反映なく、受取配当金はGNIに反映
海外支店	海外支店利益を子会社営業利益等に計上	支店利益は親会社単体利益に含まれている	海外支店の現地生産活動は原則として海外のGDPに計上

（備考）企業会計基準委員会「連結財務諸表に関する会計基準」、内閣府「国民経済計算年次推計」「推計手法解説書」等より筆者作成。

海外子会社が増えており連結 ROIC の作成が望まれるが、日本基準・国際会計基準（IFRS）ともに、連結子会社の利益は全額連結損益計算書の営業利益に反映されるが、持分法適用会社の利益は連結営業利益の構成要素とはしないのが一般的な取扱いである。但し

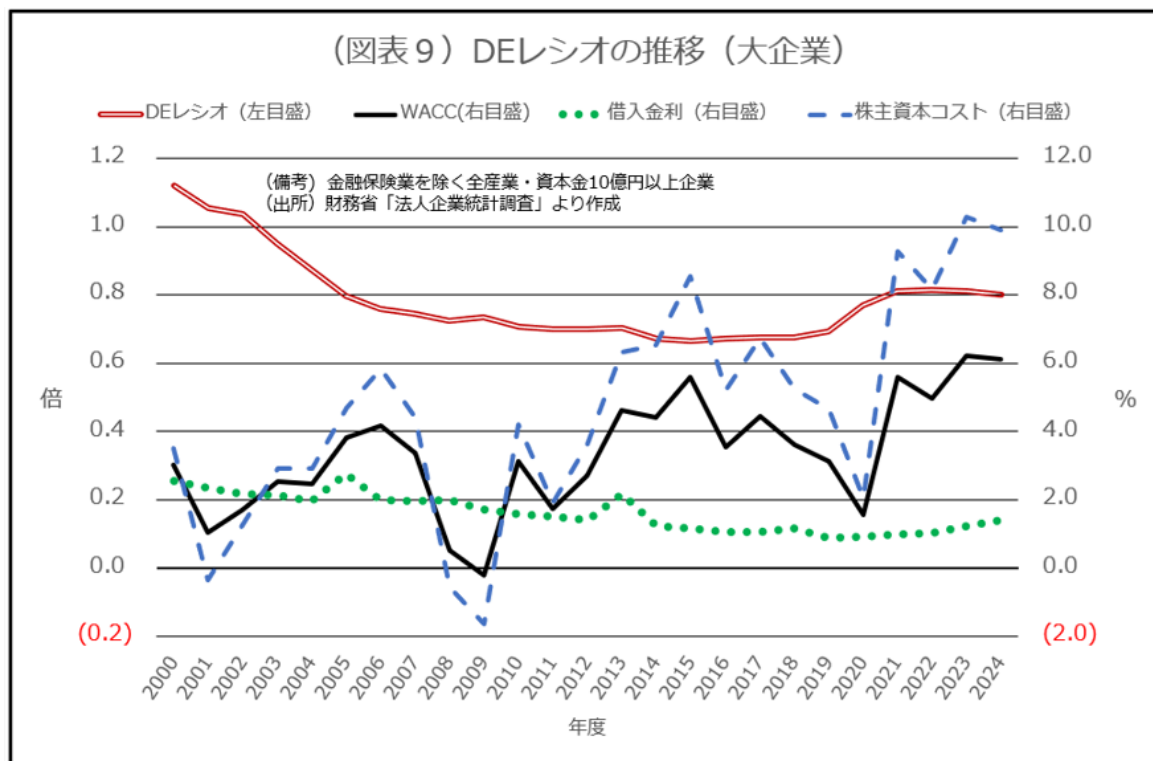
IFRS では営業利益の定義や表示方法に一定の柔軟性がある一方、日本基準では持分法適用の利益を連結営業外収益に表示する実務が定着している。連結子会社と持分法適用会社では連結損益に与える影響が大きく異なるので注意したい。我が国の親会社の出資割合は、連結子会社の場合は 50%超、持分法適用会社は 20%以上 50%以下が圧倒的に多いが、子会社が連結子会社か持分法適用会社かは、出資比率だけで決まるわけではない。連結子会社は親会社が「支配している」こと、持分法適用会社は「支配はしていないが重要な影響力がある」という実質的な関係によって判断されるというのが会計基準である。親会社が本業として行っていた事業を海外の持分法子会社に移転した場合には、グループの連結営業利益から除外されることになる。将来的に連結 ROIC 作成が一般化される場合に備える意味もあるが、子会社が親会社の本業を海外子会社に移転する場合は、親会社が「支配している」措置を講じて連結子会社とすることが、グループの「稼ぐ力」を適切に開示するうえで望ましいように思う。

4-5. DE レシオは低位に推移—活用されなかった超低金利資金

図表 9 は 2000 年代の DE レシオ、WACC、借入金利、株主資本コストの推移である。借入金利は 2000 年度の 2.6%から緩やかに下降し、13 年度を除いてほぼ 1%で推移し 23 年度以降 1.4%に上昇した。株主資本コストは 2000 年度の 3.5%から大きく変動しつつ上昇し、25 年度には 10%に達した。世界金融危機などが発生した時期を除いて、株主資本コストは借入金利を大幅に上回っているが、DE レシオは 2000 年度の 1.1 から 15 年度の 0.7 弱まで緩やかに低下し、その後横ばいに推移した後 20 年度以降若干上昇し 0.8 程度の低位で推移している。この結果 WACC は大きく変動する株主資本コストに引きずられて変動しつつ、2000 年代は上昇傾向で推移した。即ち 2000 年代通じて大企業は借入金利が安定的に低水準で推移した負債調達割合を落とし、資本コストが負債コストをかなり上回る株主資本調達を増やしたため WACC は上昇し、20 年度以降 WACC 上昇はとまったが 6%という高い水準にとどまる。

ファイナンス理論にもとづく最適資本構成は、負債調達比率を高めるにしたがい、借入金利支払いの節税効果により WACC は低下するが、やがて倒産リスク等の財務コストが大きくなる。借入金利と節税効果と負債調達の財務コストで作られる WACC を最低にする DE レシオが、最適資本構成と説明される。しかし 2000 年代の日本は、ゼロ金利あるいはマイナス金利が続き、利払いの節税効果がほとんどゼロである。2000 年代の日本で WACC を最低にする資本構成は、金利が歴史的な低水準に引き下げられた負債調達を最大限活用された地点である。実際の最適資本構成は個別企業で異なるが、図表 9 あるように 2000 年代の日本ではほとんど期間で借入金利は株主資本のコストを下回っていたが、大企業の財務部門は負債比率を下げる

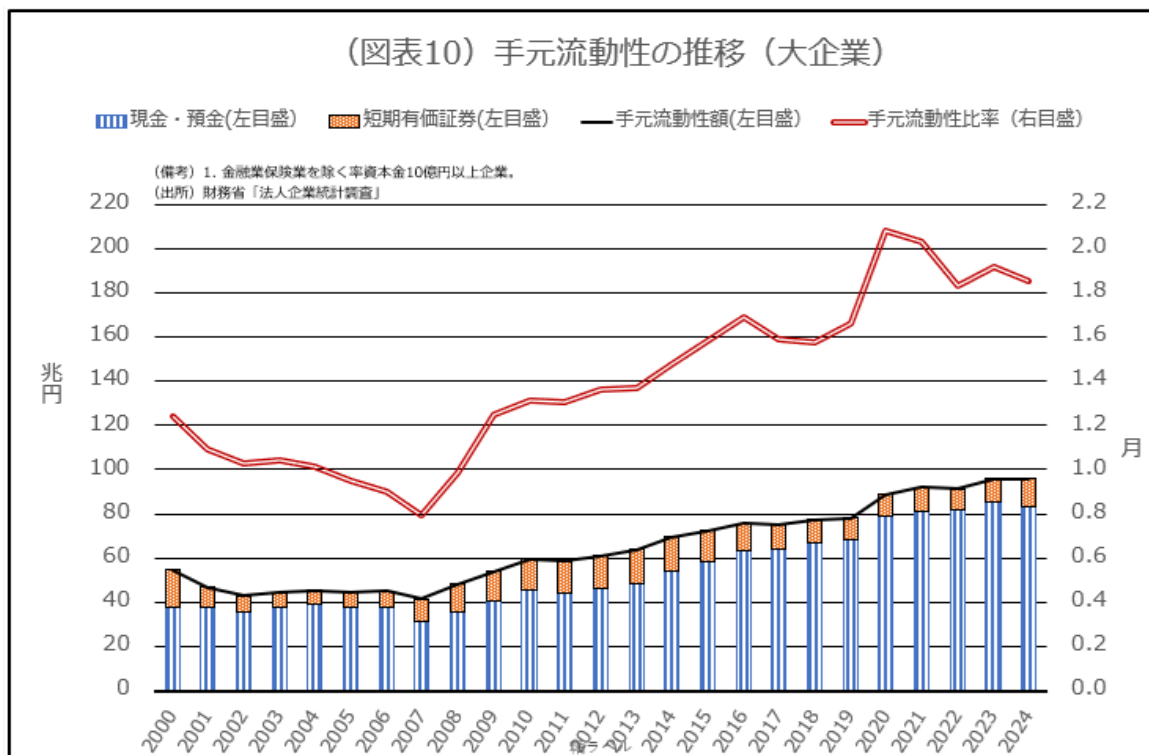
政策を採用してきた。即ち統計的には、日本の大企業は 2000 年代の低金利、特に 2013 年以降 24 年まで継続された異次元の金融緩和による歴史的な低金利資金を活用する財務政策とらなかった企業が多かったことになる。



4-6. 手元流動性は大きく上昇

2000 年代の手元流動性の動きは図表 10 のとおりで、2000 年度の現預金と短期有価証券の手元流動性残高 55 兆円、手元流動性比率（残高/月額売上額）1.2 か月から、リーマン・ブラザーズの経営破綻の前年 07 年度の残高 41 兆円、比率 0.8 か月まで低下した。その後ほぼ一貫して上昇し、24 年度には残高 96 兆円、比率 1.9 か月に達した。2000 年代には世界金融危機など企業金融を揺るがす時期を除き、通期通して企業金融は超緩和状態で推移し、キャッシュ・マネジメントの高度化が進む中、企業がこれほどの手元流動性をもつ積極的理由は乏しく理解に苦しむ財務政策である。現預金保有の機会費用がゼロに近い状態が続き、金融緩和が長期化した日本では、過剰な手元流動性を持つ問題意識が薄れてしまったとしか思えない。後知恵の議論と言われそうだが、後年の半導体を巡る超大型投資等を考えると、これだけの多額の資金を有効に使えなかったことは誠に残念である。因みに 24 年度の金融業・保険業を除く

全産業・全規模が持つ現預金残高は 301 兆円、短期有価証券残高は 21 兆円、合計手元流動性残高は 322 兆円に達した。



4-7. リスクを下げること

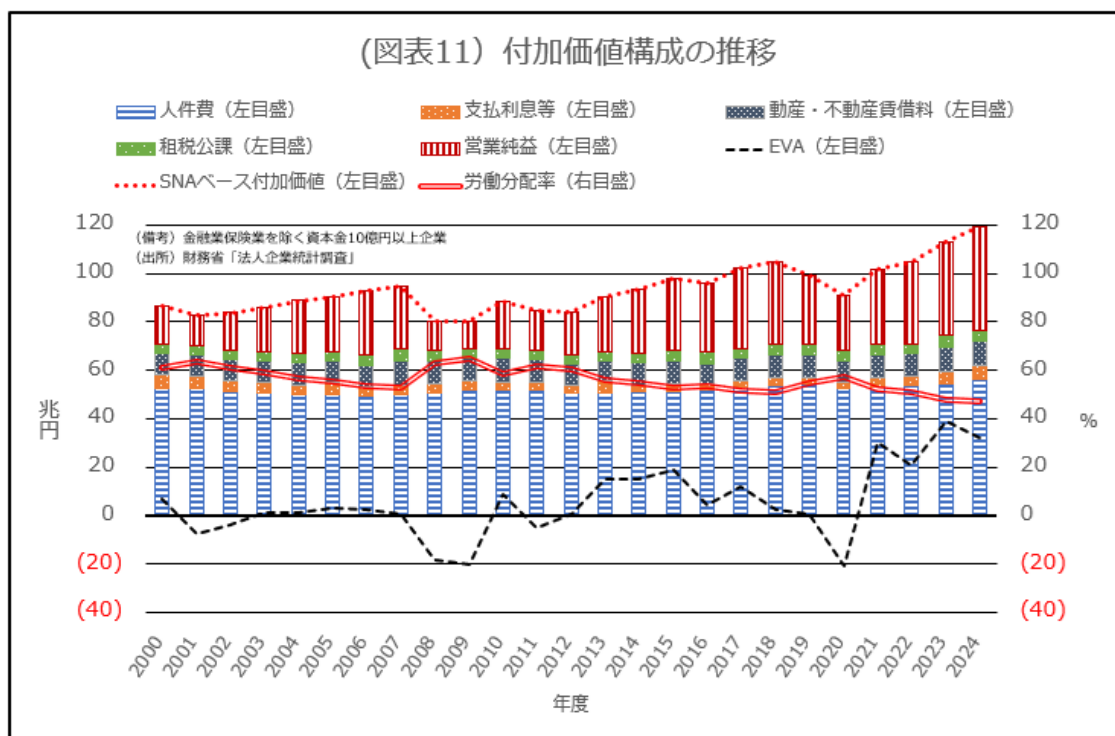
リスクを下げれば資本コストは下がることも記載しておきたい。資金提供者はリスクが軽減されれば低いリターンを許容する。【補足説明 2】に記載の CAPM モデルの β 値は、株主資金調達に伴うリスクの値であり、 β の引き下げは WACC を下げる。企業が抱えるリスクは資金調達だけに限定されない。健全なガバナンス体制が構築され安定した経営が行われる企業については、資金提供者はリスクが小さいと判断し、より低いリターンを受け入れると考える。経済産業省が「稼ぐ力研究会」における議論を経て公表した、「『稼ぐ力』を強化する取締役会 5 原則」と「『稼ぐ力』の強化にむけたコーポレートガバナンスガイダンス」は、健全な管理体制を構築し企業リスクを下げる指針と考える。

4-8. 賃金が上がりず付加価値の増加は小幅にとどまった

図表 11 は 2000 年代の大企業が創出した付加価値（GDP）を、各生産要素が得た所得の分配からトレースしたものである。営業純益(営業利益－支払利息等)の増加により通期で増加傾

向を維持したが、最大のウエイトをしめる人件費が 2000 年代通して低迷し、労働分配率は逓減し付加価値の増加は小幅にとどまった。2000 年代の日本経済の停滞の大きな要因の一つが、長らく賃金が上がらなかったことであることを示している（但し付加価値は 21 年度以降増加を維持している）。ROIC と賃金は相互に影響しあう関係にあり、資本効率が向上し ROIC が上昇すると労働生産性が高まり賃金上昇に繋がるという好循環と、労働生産性が上がらないと、企業会計上費用である賃金が上がらず、ROIC も停滞するという悪循環があり、2000 年代の日本ではそうした悪循環が生じたように思える。それでも 22 年度頃から現金給与総額が前年比プラスの伸びを示すようになったが、同時に長らく上がらなかった消費者物価がコストプッシュ要因で上昇し始め、実質賃金は引き続き低迷する状態が現在も続いている。さらに正社員の雇用形態（新卒一括採用から定年までの長期雇用と年功重視賃金）と、非正社員の雇用形態（有期雇用と固定的賃金体系）という二重構造がある中で、経済の長期停滞に伴う雇用数の調整を、企業は主として賃金の低い非正社員比率を高めることで対応してきたため、統計上平均賃金は下降したという我が国特有の問題があることも影響している。この他、我が国の労働市場には改革すべき多くの課題についての指摘があり、特に正社員に対する伝統的雇用慣行が、労働の流動性を妨げ人的資本の最適配分の障害になっていることを強く感じる¹⁴。ROIC と賃金が相互に影響しあい双方とも上昇する好循環が起こることを期待したい。

¹⁴ 玄田有史編（2017）、八代尚宏(2026)等を参照のこと。



5. 日本企業の「稼ぐ力」強化に向けて企業財務に求められること (まとめ)

5-1. 打ち消したい負のヒステリシス

大企業の ROIC が低迷し ROIC スプレッドがマイナスになったことは、大企業が企業価値の最大化を目指すことを重視していなかったことを意味する。2000 年代に日本企業は歴史的に低金利の資金を活用せず、300 兆円を超える資金が手元流動性として用意しながら、経済成長の基幹となる有効な設備投資に必ずしも積極的でなかった。このことが経済の長期停滞の決定的理由であるように思える。人的資本に支払う賃金が長く上がらなかったのも、設備投資の停滞で労働生産性上昇が賃金を上げるという好循環が生まれなかった結果のように思える。企業会計上費用になる賃金上昇は必要なしと判断した経営者が多かったのである。何故このような保守的すぎる判断がなされたのであろうか。ROE が上昇したため企業業績に満足した経営者が多かったのであろうか。筆者はこの疑問に答えられる回答を用意する十分な知見を有している訳ではないが、長期化した不良債権処理、雇用・設備・負債の 3 つの過剰の処理など、バブル経済処理の後遺症が、サマーズが米国経済について指摘したヒステリシス（履歴効果）となり、歴代の日本の経営者に引き継がれ、リスクを回避する保守的傾向が深く刻みこまれた結果のように感じる事が少なくない。

時代は変わりつつあるように感じる。名目成長率はコストプッシュ要因による物価上昇もあり、20 年度後半より大きく上昇している。実質成長率は名目成長率ほどの改善はまだ見られないが、それでも 24 年度より上向き始めている。楽観は禁物であるがメディアで毎日報道される AI の進歩は驚くばかりである。インターネットやスマホを用いた DX の進歩は国民生活を大きく変えたが、AI の活用はリスクと内在する問題点に対する対応さえ間違わなければ、想像を絶する変革をもたらすのではないだろうか。日本経済もそのような変革の「トリクルダウン」的な恩恵を受けているように思う。今こそ大きな変革に備えた適切な企業財務政策の構築が望まれる。

5-2. ROIC スプレッドのプラス化と拡大及び EVA の増加を目指したい

21 年度以降株主資本コストが大きく上昇し、ROIC スプレッドがマイナス 2%程度まで拡大した。安定していた借入金利も上昇しており WACC が今後上昇することは間違いなからう。「金利のある時代」の企業の財務戦略に期待することは、負のヒステリシスを断ち切り、ファイナンスに関わるリテラシーを高めて、潤沢なキャッシュフローを生むイノベーションに富む設備投資の実行により、ROIC を高めプラスの ROIC スプレッドを回復し、EVA の増加を通じて我が国が長期停滞を脱するよう、企業が市場経済のメインプレイヤーとして主体的に行動することである。

5-3. 日本成長戦略会議とブランシャール $r < g$ 論について

最後に「日本成長戦略会議」について触れておきたい。高市内閣は昨年発足後直ちに、日本成長戦略本部を設置し、「強い経済」の構築による、強く豊かな日本列島の実現を目指し、17 の戦略分野を中心とした官民連携の危機管理投資・成長投資の徹底、8 つの分野横断的な課題への対応、未来への投資拡大の実現等の取り組みを開始した。「稼ぐ力研究会」と「日本成長戦略会議」は日本企業が元気を取り戻すことを目指すことでは共通しているようにみえるが、基本的な点で大きく異なる。即ち「稼ぐ力研究会」が投資は民間企業が行うのを前提に民間企業を指南しているのに対し、「日本成長戦略会議」は、「責任ある積極財政」という考え方の下、40 年度までに想定される総額 370 兆円超の投資の一定割合を、政府が「呼び水」として投資するという、典型的なクラウドディング・インの考え方をとっている点である。

「日本成長戦略会議」がクラウドディング・イン方式を取り入れたのは、マクロ経済学の世界の権威のオリヴィエ・ブランシャールの見解から力を得たのではないかと推察する。ブランシャールは実質安全金利 (r) < 実質成長率 (g) が持続すれば、政府債務の対 GDP 比率は一定値に収束あるいは低下するという学説を唱え、本年 3 月 26 日の経済財政諮問会議に招聘さ

れ講演した。ブランシャールは「高市内閣の責任ある積極財政の考え方に“正しい”と賛同した」と伝えられる。しかし賛同の言葉は約 5 か月前に就任した日本の首相に対する外交儀礼的な言葉であり、当日配布された資料には「最重要点は信頼に足る中期のプライマリーバランスの経路を提示し、計画期間の末には少なくとも政府債務残高対 GDP 比の安定化を達成すること」と記載されている¹⁵。

金利の種類やイールドカーブの形状、今後の物価上昇等についての前提が明らかでないので正確な判断はできないが、ブランシャールは著書や経済財政諮問会議講演の言葉の端々に日本の財政について注意を喚起しているように思えてならない¹⁶。現状実質成長率が上昇しつつあるとはいえ 1%に満たない中、政策金利が 1%に利上げられ、債券市場の長期金利も上昇している。付利される日銀当座預金で現在も 400 兆円以上の残高がある補完当座預金の適用利率も 1%に引き上げられ、 $r < g$ は維持されているのであろうか。金利の操作が難しい中今こそ $r < g$ 維持のために求められるのは r を下げるのではなく g の引上げではないのか。 $r > g$ となると日本の政府負債は「暴発」というのもブランシャールの学説である。そういう事態を避けるためにも、本稿で述べてきたように市場経済の担い手である民間企業が、豊富な余剰資金を十分な ROIC スプレッドを確保し EVA 増加に資する有効な設備投資に挑戦するという本来の使命を果たすことが、日本経済の長期停滞脱却には最も有効なのである。ブランシャールは「公的な投資だからといって、国債を財源とした実施が自動的に正当化されるわけではない。」とも記載する¹⁷。「日本成長戦略」における政府投資は、社会保障や安全保障など政府に委ねなければならない分野に限定すべきと思う。

了

¹⁵ Blanchard (2026) 7 頁

¹⁶ ブランシャール $r < g$ 論については Blanchard (2022)、田代毅・オリヴィエ・ブランシャール (2019)、経済諮問委員会講演資料は Blanchard (2026)、ブランシャール $r < g$ 論についての筆者意見は林原行雄 (2026)を参照願いたい。

¹⁷ Blanchard (2026) 7 頁

【補足説明 1】国民経済計算の部門別貯蓄投資バランス

1. 国民経済計算の部門別貯蓄投資バランスは、制度部門別資本勘定・金融勘定から算定される、各部門の貯蓄超過（純貸出）又は投資超過（純借入）の合計額で表され、以下の貯蓄投資バランス式が恒等式として成立する。

「非金融法人企業の純貸出又は純借入」＋「金融機関の純貸出又は純借入」＋「一般政府の純貸出又は純借入」＋「家計（個人企業を含む）の純貸出又は純借入」＋「対家計民間非営利団体の純貸出純貸出又は純借入」＝経常収支黒字額

総投資＝総固定資本形成（粗投資）－固定資本減耗＋在庫変動＋土地の購入（純）

総貯蓄＝各部門の内部留保（所得－税金－消費）又は政府貯蓄（税収等－政府支出）を指し、純資本移転受取（受取－支払）が含まれる。

2. 各部門の総貯蓄－総投資が、プラスになれば貯蓄超過（純貸出）、マイナスになれば投資超過（純借入）となる。但し土地購入額及び居住者間の資本移転は、国全体としてはゼロになる。

3. 図表 2 は現行基準（2015 年（平成 27 年）基準）の国民経済計算に基づく。1994 年以前の計数は簡易な遡及方法を用いて現行基準による 1980 年までの参考系列に基づく。

【補足説明 2】株主資本コストの算定

ROIC スプレッド評価を行うためには WACC の推計が必要になる。WACC を構成する有利子負債のコストは借入金や社債の金利を用いることができるが、株主資本コストの推計は簡単ではない。ファイナンスの教科書では、資本資産価格モデル(Capital Asset Pricing Model-CAPM : C 式)で推計することが記載されるが、法人企業統計調査では β 値の算定はできないため、本稿では配当割引モデル (C 式) を用いて株主資本コストを推計した。

- CAPM モデル

$$(C \text{ 式}) R = RF + \beta (RM - RF)$$

R : 株主資本コスト、RF : リスクフリー証券の予想収益率（＝国債利回り）、RM : 市場平均予想収益率（TOPIX の予想収益率）、 β （ベータ）：当該企業株式の市場平均予想収益率の変動（RM - RF）に対する感応度。

- 配当割引モデル

$$(D \text{ 式}) P = D / (R - g) \Rightarrow R = D / P + g$$

R : 株主資本コスト、P: 現在の株価、D: 1 年後 1 株配当期待値、g : 配当の期待成長率

【参考文献】

- ・ Blanchard, Olivier J. (2022) “Fiscal Policy Under Low Interest Rates” Massachusetts Institute of Technology (和訳「21世紀の財政政策」田代毅訳、日本経済新聞出版刊)。
- ・ Blanchard, Olivier J. (2026) “Japanese Fiscal Policy: The Path forward”
https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2026/0326_shiry01-1.pdf (和訳 オリヴィエ・ブランシャール「日本の財政政策：今後の道筋」2026 年 3 月 26 日)
https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2026/0326_shiry01-2.pdf
- ・ Brealey, R. and S. C. Myers (2000) “Principles of corporate Finance 6th ed.” McGraw Hill. (藤井・国枝監訳「コーポレート・ファイナンス」、日経 BP 社)。
- ・ McKinsey & Company Inc. (2020) “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”
- ・ Ross, S.A., R.W. Westerfield & J. F. Jaffe (2010) “Corporate Finance” McGraw-Hill Co., Inc. (大野訳「コーポレート・ファイナンスの原理内版」、金融財政事情研究会)。
- ・ Summers, L. H. (2014) “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”, Business Economics Vol. 49, No. 2, National Association for Business Economics.
- ・ 新井富雄、高橋文郎、芹田敏夫 (2016) 「コーポレート・ファイナンス」中央経済社。
- ・ 荒木昇・土屋大輔 (2017) 「ROIC 経営稼ぐ力の創造と戦略的対話」、日本経済新聞出版社。
- ・ 井出正介・高橋文郎 (2000) 「経営財務入門」日本経済新聞社。
- ・ 伊藤邦雄〔座長〕 (2014) 「伊藤レポート 最終報告書『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』プロジェクト」。
- ・ 神田秀樹 (2026) 「企業統治指針、改訂で産業構造の転換を後押し」日本経済新聞経済教室 (2026 年.2. 18)。
- ・ 神田秀樹、中西友昭、内ヶ崎茂、武井一浩(2025) 「『稼ぐ力』を強化する取締役会 5 原則と取締役会実務等の変容」商事法務 No.2397。
- ・ 金融庁 (2021) 「投資家と企業の対話ガイドライン」
- ・ 経済産業省(2025a) 「稼ぐ力」を強化する取締役会 5 原則」2025 年 4 月 30 日策定。
- ・ 経済産業省(2025b) 「「稼ぐ力」の強化に向けた コーポレートガバナンスガイド」2025 年 4 月 30 日。
- ・ 玄田有史編 (2017) 「人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか」慶応義塾大学出版会。
- ・ 佐藤克宏(2023) 「戦略としての企業価値」ダイヤモンド社。
- ・ 田代毅・オリヴィエ・ブランシャール (2019) 「財政赤字拡大容認論を問う (上) 債務、コスト限定的で効果大」日本経済新聞経済教室 2019 年 10 月 7 日
- ・ 田中亘(2020) 「株式第一主義の合理性と限界 (上) (下)」法律時報 92 巻 5 号、7 号。
- ・ 土屋大輔・岡本准著、KPMG FAS・あずさ監査法人編 (2017) 「ROIC 経営 稼ぐ力の想像と戦略的対話」日本経済新聞出版社。
- ・ 東京証券取引所(2023) 「資本コストや株価を意識した 経営の実現に向けた対応について」
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/cg27su000000427f-att/cg27su00000042a2.pdf>
- ・ 中村直人 (2025) 「ガバナンスを語る」商事法務。

- ・ 八代尚宏(2026)「『政府の失敗』の克服－規制改革をどう進めるか」日本法令。
- ・ 林原行雄 (2015) 「企業評価指標としての ROE の問題点とコンセプションへの示唆」 東洋大学。 PPP 研究センター紀要 2015 年度第 6 号。
- ・ 林原行雄 (2018) 「企業の財務政策は保守的すぎないか－望まれる超低金利負債の有効活用－」日本 金融学会 2018 年度秋季大会研究報告、2018 年 10 月。
- ・ 林原行雄(2020)「日本経済の長期停滞と保守的企業行動」昭和女子大学現代ビジネス研究所 2019 年度紀要。
- ・ 林原行雄 (2022) 「なぜ日本企業は元気を失ったのか - 望まれる積極的経営と実効あるコーポレートガバナンスの構築 - 」産業経理協会経営財務法務研究会講演資料。 ・
- ・ 林原行雄 (2024) 「2000 年代における企業の財務パフォーマンスに関する一考察－ファイナンス理論から PBR1 倍割れを考える－」昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー、2024 年 1 月。
- ・ 林原行雄(2026) 「ブランチャールの積極財政論と日本の財政赤字について」昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー、2026 年 2 月。