

## 解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第四小委員会委員長 神山直樹 CMA

本号では、「企業成長とマクロ成長」をテーマとして4論文を掲載している。ここでは特に企業の利益成長とマクロ経済の成長との関係について、言い換えると、企業行動と経済全体の因果について、イノベーションと労働市場、M&A、設備投資、利益成長と投資や消費を経由した経済成長など、幅広い観点から分け入っていく。しかもこの研究分野はごく最近始まったばかりで、今後の展開が大いに期待できる。これは中野 [2017] が「新潮流」と呼んだものだ。

マクロ経済は、伝統的に政策立案に役立つように、C (消費) + I (投資) + G (政府支出) + X (純輸出) という需要面から分析され、それぞれ消費関数や投資関数が想定されてきた。この裏に、雇員報酬や営業余剰といった供給面があることはもちろんよく知られており、賃金上昇と消費の関連、企業利益と投資行動との関連なども分析対象ではあった。しかし、例えば企業利益水準をGDP統計ではなく個別企業の実際の財務諸表のいわばパネルデータとして取り出し、マクロ環境と個々の企業の行動を緻密に紡ぐ作業は十分に行われていたとは言えない。

この実証アプローチでは、企業が開示する財務諸表がいわば個票データとしてその時系列のつながりを持っていることから、特に $\Delta C$ や $\Delta I$ など

一国の経済成長のドライバーがどのように具体的な企業の投資などの行動とつながっているのかを調べられるはずだ。具体的には、賃金や労働投入、設備投資、M&A、R&Dなどの企業行動がどのようなインセンティブで起動し、現実に消費など需要面で経済成長としてあらわれてくるのか、更にマクロ経済の成長が次の個々の企業行動を変えるのかといったことの知見を集めることができそうだ。

この新潮流において企業の利益成長とマクロ経済の成長を分析する場合、具体的には企業レベルの利益情報を全上場企業についてしばしば集約(アグリゲート)つまり合計・平均などとして、マクロ集約利益と見なすことになる。これまでも実務界では財務省が発表する「法人企業統計」が集約利益として幅広く使われてきた。これは、非上場を含む、単独ベースで集計する、サンプル変更や増加があるなどの特徴を適切に理解して使えば、有用ではあった。しかし、既に集約済みのデータなので、分析内容についてグルーピングなど統計処理の必要性和集計の定義が合致する場合の利用のみに限られていた。上場企業とのずれがあるゆえ、株価との関連性を分析するにしても利用には限界があった。

このような手法に基づく実証分析は、広い応用

が期待される。例えば、企業ごとに見れば利益発表と株価に正の相関があるにもかかわらず、集約するとその関係が観察されないことが先行研究の一つに示されたという（中野 [2017]）。これは一つの集約結果だけから示すのではなく、上場企業の個別の株価と利益発表のデータを利用することから始まる。別の例では、集約利益成長率がGDP成長率の予測力を持つかも研究される。またその連動性について、経済システムのどのような経路が働いているか、それは時間の経過で変化するかなどを考察することも考えられる。もし企業収益とGDPの連動性が低下する（上昇する）とすれば、経済政策のインプリケーションも消費か投資か目を向けるべき方向が変わってくるだろう。

また、日本企業全体のインカム・ステートメントやバランス・シートの理解は、「日本株式会社」という大規模な多角化企業の改革の理解と捉えることを意味する。ここ数年にわたり、アベノミクスで日本企業の「稼ぐ力」が注目された。投資実務においても、日本株式会社は、オーガニックに利益率を高め、少子高齢化で経済規模が縮小する恐れの中でも、イノベーションや生産性改善を通じて適切に稼ぐ力を高めることができるのか、という問いの答えを探すことは重大な課題だった。人口減少が待ち受ける経済環境での政策インプリケーションを考えるうえでも、企業の設備投資やクロスボーダー M&Aがどのようにマクロ経済に付加価値となって残っていくのか、資本分配率などマクロ経済の状況とどのようにリンクしていくのかを知りたい。もちろん日本全体として今後新興国を含む世界の経済成長の恩恵を資本収支で受け取るようになることも考えられる。

このような期待をはらむ研究の新潮流の中から、本特集は以下の4論文で構成される。それぞ

れ、企業の成長とマクロ経済の成長の関連という文脈の中で、イノベーション、設備投資、M&A、雇用や賃金と消費などが分析されている。

まず、清水・山口・金論文は、「イノベーションと流動性—企業の成長と脱成熟のジレンマ—」として、人材の流動性がイノベーションの促進につながる、と主張する。イノベーションという個別の企業に属していると考えられがちな問題が、実はマクロ的な（社会レベルでの）労働市場の流動性に依存しているとすれば、マクロとミクロの関係として重要で、政策への示唆が大きい。またイノベーションは人材の流動性が高いほど、企業内での累積の結果ではなくスピナウトによるサブマーケット開拓の結果で起こりやすいと言う。アベノミクスの働き方改革の中では労働市場の流動化はさほど重要視されていないが、個々の大企業がスピナウトを好むインセンティブはないのだから、ある程度労働の流動化を促す施策がイノベーションを促す観点から求められてくるのかもしれない。

2本目の論文は、宮島論文「M&Aと日本企業の成長—クロスボーダー M&Aを中心に—」である。ここでは、クロスボーダー M&Aが、2016年にグリーンフィールド投資を逆転し、内部資金を蓄積した日本企業にとって、重要な直接投資の形態となったことがまず示される。その中で、クロスボーダー M&Aに積極的な企業、それを通じてグローバルに成功している企業が、いかにしてM&Aを企業成長・企業利益・企業価値の向上に結び付けてきたのかが示される。クロスボーダー M&Aでは、グローバル・シェア拡大目的については大型のディールである傾向にあり、再組織化が進まず収益性が上がらないケースが多い

という。次に自社事業の補完目的の場合、製品のフルライン化やイノベーションの加速が動機の場合、成功と評価する割合が高い。また、新規事業展開の動機ではあまり成功例が多くないようだ。別の観点から、価格が高すぎる買収へのブレーキ役としての社外取締役への期待、撤退のできる仕組みの制度化、組織統合とりわけ集権と分権のバランスの成否、などの要因がM&Aの成否を握るとみられる。今後日本経済全体にとって重要性を増す成長機会としてのクロスボーダー M&Aにおいて、筆者は企業の組織学習が重要だとする。具体的には、特定企業への段階的な株式取得、小型で学習して大型へ、などの工夫があり得る。また、日本企業の遅い意思決定や不適切な処遇や人事交流が、グローバルな競争力への制約となることも指摘する。

3本目の花崎論文「設備投資をめぐる諸課題—低迷の背景と各種の実証分析—」は、企業の設備投資がバブル崩壊とともに急落、低迷が長期化したことを問題とし、その背景に迫る。企業レベルでは、企業利益成長の具体的な力であり、いわば未来を左右する。一方で、マクロ経済の成長において企業の設備投資は、供給力の成長を意味するとともにそれ自体が別の企業の売上（需要）でもあり、経済発展の重要な要素と見なされる。国内需要に直結していた設備投資が海外における投資にシフトした理由として、貿易摩擦、円高傾向による相対的労働コスト増、製品の需要地生産に伴う部品や中間財の海外シフト、日本国内の需要低迷長期化を挙げる。一方でM&AやR&Dなど投資的支出は趨勢で増加していることも示され、減少した設備投資をカバーする方向と言える。また、企業の設備投資の意思決定は欧米に比べ資金制約が強い影響を与えてきたことが述べられ、銀行借

入等負債による設備投資資金の調達が多い場合の法人税率引き下げのインプリケーションがマイナスの影響かもしれないことも指摘する。設備投資という企業行動がどのようなインセンティブに基づいて行われ、どのように変わってきたのかを知ること、マクロ経済の観点からの政策としての税制やコーポレート・ガバナンス強化の政策を適切に立案する必要があることが示されている。

4本目の中野・吉永論文は、「マクロ利益とマクロ成長—消費経路か投資経路か—」と題して、アベノミクスの政策の一部に着目し、好業績企業の積極的な投資と賃金上昇に基づく消費の拡大が経済成長を導くとの期待について、業績改善が実際に経済成長につながるのか、それは投資経路なのか消費経路なのか、について実証する。まず集約データの利益率の改善がGDP成長率と関連することを示した上で、利益の改善は設備や在庫投資の増加につながることを見いだす。しかし興味深いことに消費への影響は有意ではないという。確かにGDPの四半期など短期的な成長率への貢献は（変動幅が大きいため）企業の投資であって雇用者報酬の増加ではなさそうだ。一方で、企業収益増大は連結ベースでは海外収益や雇用増大が原因であるタイミングもありそうだし、企業収益拡大と労働市場の需給変化が同時に起こるとも限らないだろうから、妥当と言えそうだ。

本研究分野の投資の実務家へのインプリケーションは大きい。筆者の経験では、日本株ストラテジストとして業務を行うに当たり、エコノミストの需要面からの成長率予想を企業利益成長率にリンクさせていくことが重要な作業だった。単に企業の会計上の利益とマクロ経済統計との違いや関連性といった技術面のみならず、例えば消費の拡

大が企業の利益を増大させ設備投資につながるのか、輸出増が関連セクター企業の投資を増やし、国内の労働市場を伝わって消費の拡大につながるのか、といった想定の違いが利益の持続性想定やセクター選択に大きな影響を与えるからだ。また実務的には、これまでも知られていたマクロ需要予測から企業部門の売上などを推定するという考え方だけではなく、企業の収益力（マージン）や実績が次の投資水準の想定を生み出すというリンクに関係を見いだすべきことに今まで以上に気を配るきっかけとなろう。

また、働き方改革や人生100年を見据えたライ

フプラン設計とイノベーションの促進、法人税引き下げによる企業の設備投資活発化、コーポレートガバナンス・コード導入等による「稼ぐ力」の向上、など、マクロ経済の観点から立案される政策と企業行動の現実をつないでいくことは極めて重要な課題だ。本特集がこの点における貢献と未解決の課題への研究の出発点となることを祈る。

#### 〔参考文献〕

中野誠 [2017] 「新潮流としてのマクロ実証会計」証券アナリストジャーナル2017年8月号。