サチとれ経済研究所レポート

シリーズ：東京株式市場の課題と改革

～日本経済の再興の為、市場と上場企業に期待されること～

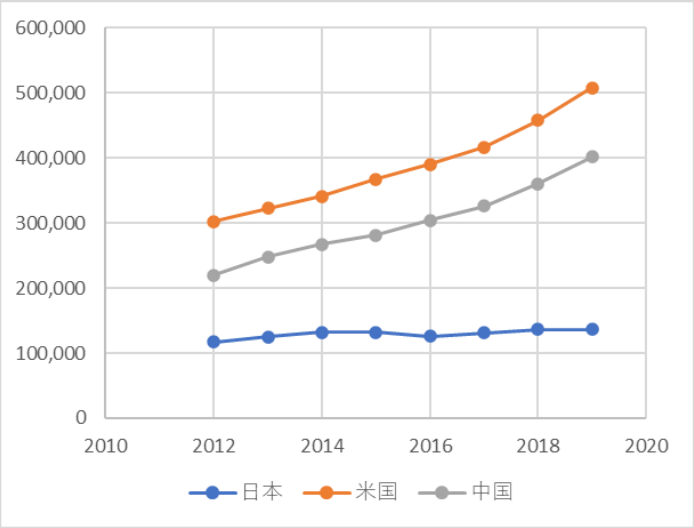
第二回　株主還元は成長投資を妨げなかったのか

前回に引き続き、本稿では、アベノミクスが国内企業や経済に与えた影響について考察をしていきたい。今回は、バブル崩壊後の大不況からの脱出に関して、一定の成果が見られたアベノミクスだったが、それと同時に、国際特許の件数などを見る限り、日本の技術力や国際競争力が衰えたという現象が起きていることを紹介した。今回は、アベノミクスと国際競争力の低下に因果関係があるのかどうかを考えてみよう。

１．成長投資か株主還元か、二者択一に迫られた企業

国際特許の取得や競争力の獲得などに必要な研究開発費は、2012 年以降、どう推移しているのだろうか。
以下でその数値と国際比較を見てみたい。2012 年以降の日本企業の研究開発費は、傾向として微増を続けてはきたものの、米国中国とは大きな差ができたのが、この期間である。
現在が第 4 次産業革命と言われるほどに大きな技術変革期であることを考えると、この数年間の差は補い難い感がある。

日米中の研究開発費推移

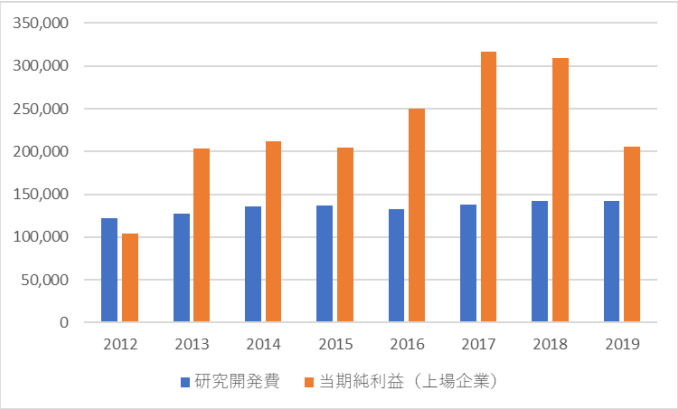


単位：百万ドル

では、なぜこのような差が生まれてしまったのであろうか。
2012 年から新型コロナ感染症拡大までの期間は、世界が半導体の機能強化を土台とした IoT 技術、EV 向け技術、AI、ブロックチェーン等の研究開発が急激に進んだ時期であり、第四次産業革命が謳われた時期と重なる。2016 年のダボス会議で「第四次産業革命の理解」がテーマになったことなどが、象徴的だ。
この時期、米中は国を挙げて研究開発を進めたわけだが、少なくとも数値上では、我が国企業に、そのような動きは明確には見られない。
米中の企業が儲けていて、日本企業が儲けていないからだろうか。ある程度、そういう面もあるかもしれない。しかし日本企業も、アベノミクス以降、増益基調にはなっていったはずであり、それに伴い、一定程度の研究開発費を増額できたはずである。そこで、アベノミクス以降の企業業績と研究開発費の比較をしてみたい。

下グラフは、国内の研究開発費と全上場企業の当期純利益（親会社帰属）を比べたものだ。これを見ると、利益の額と研究開発費の推移は連動していないことが分かる。2012 年では国内企業オールで、全上場企業の利益額を上回る研究開発費を計上しているが、その後、2017 年には、研究開発費は、同利益額の半分にも満たなくなっており、研究開発費がほぼ固定額となっている（予算が硬直化）ように見える。

日本企業の研究開発費・東証上場企業当期利益の比較

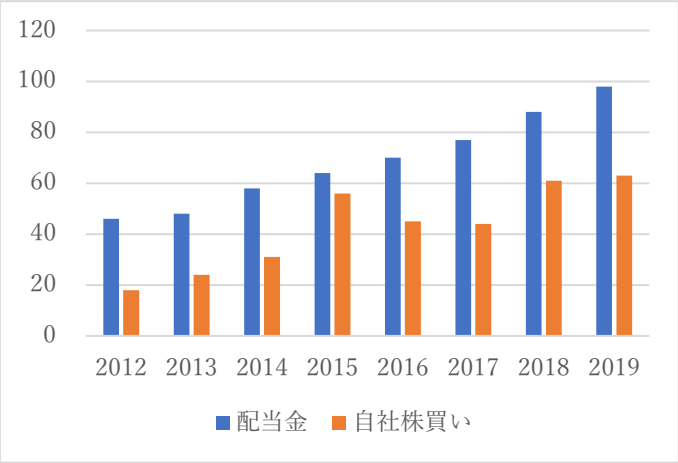


単位：億円

研究開発費：文部科学省・学術政策研究所資料（OECD 推計より）
当期利益：東証 3 市場上場企業決算資料より

では、企業は、稼ぎ出した利益をどこに回したのだろうか。
企業の支出で大きなものは、人件費と設備投資だ。しかし、上場企業の場合、もう一つ大きいものがある。それが、「配当金」と「自社株買い」という、株主還元コストだ。
この二つの支出額の推移を見てみよう。

上場企業の配当金・自社株買い金額の推移　単位：千億円

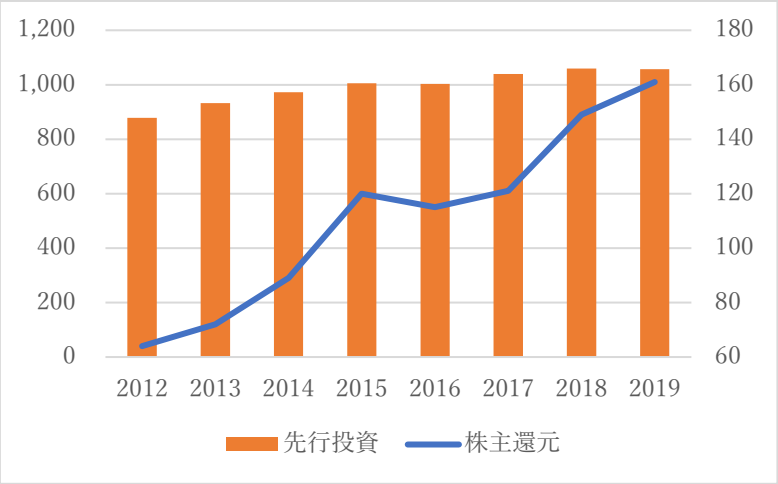


配当金額は、安定的に増加し、自社株買い額は 2016 年 2017 年と一旦減少する局面もあったものの、2018 年以降再度拡大し、2015 年のピークを再びブレイクしている。

企業が、自己が生み出したキャッシュフローについて、株主還元に充当するか、中期的な成長投資に使うか、そしてその意思決定を左右する要素が何であるかは、大変興味深い。そ

こで、まずは株主還元と中期的な投資額の推移を以下で比較してみたい。ただし、中期的な成長投資に当たるのは、研究開発費だけではなく、設備投資や人件費などの一部もそれに当たり、その抽出は難しい。
そこで、以下では配当金・自社株買い額を「株主還元」、研究開発費と設備投資額を「先行投資」として比較してみる。
グラフから分かるように、先行投資の額も確かに堅調に見える（7 年間で 20.3%増加）が、株主還元額は約 2.5 倍という驚くべき伸びを示している。

先行投資・株主還元額の推移　単位：千億円



　このグラフからは、先行投資と株主還元がトレードオフの関係にあるかどうかは不明だ。しかしながら、企業は、この期間、株主還元を急増させながら、設備投資と研究開発の水準はそれほど変えずに経営を行った、ということが出来るだろう。
このデータは、民間企業において、設備投資や研究開発費への需要がそれほど盛り上がらなかったことを意味する。しかし、3−1 グラフで示したように、同じ期間の米中企業による研究開発費急増を見るとき、我が国企業にも潜在的な研究開発意欲があったことを想像することは容易だろう。しかしその中で、研究開発費が抑制されてきたのには、需要がなかったわけではなく、他になんらかの原因があった、と考えるのが妥当かと思われる。そして、この間、大きく伸びてきた代表的なコストが株主還元コストであることは事実だ。
すなわち、企業経営者はこの期間、少なくとも研究開発の重要性よりも、株主還元の重要性を選択し、資金を振り向けていた、と考えられるだろう。

　株主還元の中身を見て見ると、2012 年から 2019 年の間に、配当金総額は 2 倍、自社株買い金額は 3 倍になっていることがわかる。両者を合計した増加額は、7 年間総額で 9.7 兆円、年間平均では 1.24 兆円となり、年間増加額だけで名目 GDP の約 0.7%程度に当たる。

このように、株主還元コストが大きく増えてきたのには、次に説明するように、アベノミクスが大きく関連している。したがって、株主還元コストが、国内企業の成長性を高めるような研究開発や設備投資などの費用を圧迫しているのであれば、それはアベノミクスの大きな副作用だ。

仮説として、「アベノミクスは、株主還元の急増を誘引し、結果として日本企業の国際競争力を低下させた」と言うことが出来る。

そこで次項では、まずアベノミクスと株主還元コストの増加の関連について、検討をしてみたい。