

エディトリアル

国際共同研究「潜在成長力の強化と経済の活性化に向けた課題」

「経済の活性化：我が国企業と家計が直面する構造的な課題」*

塩路 悦朗**

国際共同研究の趣旨と目的

研究プロジェクトの目的

本国際共同研究の目的は日本の家計・企業部門の支出活動がなかなか活発化しない要因を探ることである。統計指標を見る限り、近年、両部門を取り巻く経済環境は改善してきているように思われる。にもかかわらず、家計部門の消費支出は停滞し、企業部門の投資行動も（少なくとも環境改善の程度に比すると）期待されたほど伸びていない。公的部門が停滞打開のためこれまでの拡張的政策に投入してきた多大な資源や努力を考えれば、こうした傾向の背後にあるメカニズムを明らかにすることは重要である。

家計をめぐる環境の改善

家計部門に関していえば、環境改善はまず資産市場に表れた。日経平均株価は2012年夏には一時8,500円を割り込んでいたが、第2次安倍政権の経済政策への期待が高まった同年12月下旬には早くも1万円台を回復し、本稿執筆時点では2万円前後で推移している。雇用環境も大幅に改善した。有効求人倍率は世界金融危機直後の2009年には0.4倍程度であったが、本稿執筆時点で利用可能な最新統計では1.6倍を上回っている。確かに賃金の伸びは全体としては期待されたほどではない。ただそれでも、非正規労働者（この層は、少なくとも伝統的には、消費性向が高いと考えられてきた）を中心に、ある程度の上昇は見られるようになっている。また就業者数は2012年度の6,522万人から2017年度の6,787万人へと増加している（『国民経済計算』）。こうしたことを反映して雇用者報酬（実質、平成23暦年連鎖価格）は同時期に255兆円から266兆円まで増大している（同）。それに比べると民間最終消費支出（実質、平成23暦年連鎖価格）は同じ時期に293兆円から299兆円への増加にとどまっている（同）。

* 本特集号を世に出すことができたのは、内閣府経済社会総合研究所の皆さまのご努力によるものである。前川守前所長、西崎文平現所長をはじめ、本プロジェクトに関わって来られた多くの方々に感謝したい。また2018年10月25日に開催された本プロジェクト最終報告会においては、討論者として新見陽子、チャールズ・ユウジ・ホリオカ、小川一夫、花崎正晴、小野有人、大津敬介の諸先生方に大変有益な議論を展開していただいた。各分野の第一人者の方々のご貢献によって本特集号の完成度が大幅に高まったものと確信している。ここに記して改めてお礼を申し上げたい。

**塩路 悦朗：一橋大学大学院経済学研究科教授

企業をめぐる環境の改善

企業部門に目を移すと、世界金融危機以降、企業の資金調達を巡る環境は大幅に改善してきた。たとえば日銀短観の金融機関の貸出態度 DI（全規模・全産業・実績）は 2009 年 3 月には -13 まで落ち込み、2012 年 12 月でもまだ 9 だったものが、2018 年 12 月には 24 まで改善している。同時に市場金利は低下した。長期国債金利（10 年物）は 2012 年 10 月末には 0.784 パーセントだったものが 2018 年 12 月末には 0.013 パーセントにまで下がっていた（財務省 WEB サイト『国債金利情報』による）。先に見た株高も企業の資金調度を容易にしたと考えられる。その一方で円安が進行した。円ドルレートは 2012 年 10 月平均の 1 米ドル＝78.97 円から 2018 年 12 月平均の 112.78 円へと推移した（日銀 WEB サイトによる）。これらは企業収益の劇的な改善に貢献した。『法人企業統計』によれば経常利益（全産業、金融業・保険業を除く、全規模）は 2012 年度の 48.5 兆円から 2017 年度の 83.6 兆円まで増加した。しかしこの間、民間総固定資本形成（企業設備）（実質、平成 23 暦年連鎖価格）は 2012 年度の 72 兆円から 2017 年度の 84 兆円への増加にとどまり、環境の改善度合いに比すると期待したほどの伸びがあったとは言えない。また、投資があまり増えなかった分は株主への配当支払いや労働者の賃金に向かったかという点も必ずしもそうではなく、企業部門は内部留保を蓄積し、現預金を積み上げてきた。

共通の問題意識

本研究プロジェクト開始に当たり強く意識していたのは 2 つの論点である。

(1) 不確実性仮説の妥当性

1 つの仮説として、足元の環境改善にも関わらず家計・企業の支出行動が積極化しなかった裏には、彼らが将来の経済環境について大きな不確実性を感じていたことがあるのではないだろうか？すなわち、将来的に経済状況が極端に悪化する可能性を考慮していたために、大胆な支出活動に踏み切れなかったのではないだろうか？

(2) 世界金融危機後の新しい現象なのか？

冒頭に掲げた問題意識は近年（世界金融危機後、あるいは第 2 次安倍政権の政策発動後）になって多くの政策担当者に共有されるようになったものである。そのため、比較的新しい現象であるというイメージが抱かれているように思われる。しかし、実は同様の傾向はもっと早くから、「失われた 20 年」を通じて底流を流れていた可能性もある。どちらの見方が真実に近いだろうか？それによって有効な対策も変わってくるかもしれないので、この見極めは重要である。

もう一つ、本プロジェクトでは家計・企業の支出活動が活発化するの望ましいことである、という認識をとりあえずの出発点として置きつつ、分析を開始した。しかし学問的

な立場からは、「研究してみた結果、実はそうでもなかった」という結論に達する可能性も排除できない。例えば、企業が将来を過度に楽観視したために無謀な海外 M&A に走り、大損失を被るような結果になるとしたら、それが社会的厚生を改善するとは言えないであろう。そのような結論が導かれる可能性に対しても常にオープンであることを心がけた。

研究プロジェクトの構成

本プロジェクト開始に当たり、独自の視点を持って切れ味鋭い研究を近年展開しておられる若手研究者の方々、特に国際共同研究の経験豊富な皆さんを選びすぐって6名に参加を呼び掛け、幸いにもご協力を得ることができた。また彼らを通して多くの優れた共同研究者にプロジェクトに加わっていただくことができた。その中には関連分野について優れた知見を有する3名の海外共同研究者も含まれている。2年度にわたって行われた優れた研究の成果をこのように特別編集号という形でまとめることができたのは大変幸いである。

本号は6章から成っている。大きく分けて2部構成となっており、第1～2章が家計行動の分析に当てられている。第3～6章では企業行動が分析される。以下で内容を概観したい。

本号の概要(1) 家計行動

第1章「高齢者の遺産動機と貯蓄行動：日本の個票データを用いた実証分析」

(濱秋純哉・堀雅博)

本章では高齢者家計の消費・貯蓄行動に近年、変化が見られることを指摘している。日本では以前から、高齢者世帯が経済理論（消費に関するライフサイクル仮説）で予測されるほど貯蓄を取り崩さないことが指摘されてきた。その説明としては遺産動機説と予備的貯蓄動機説の2つが有力視されてきた。ただし前者の説に対しては、意識調査に基づいた先行研究において日本における遺産動機の弱さが指摘されたこともあり、懐疑的な見方も存在していた。本章執筆者らの最初の重要な発見は、最新の意識調査から、2000年代半ば以降に遺産動機が急に強まっていると見られるという指摘である。

そこで、近年における遺産動機の役割を明らかにするため、彼らはこのプロジェクトのための独自アンケート調査を敢行した。そしてそれに基づき近年の高齢者家計の意識と行動を分析した。その結果によれば、高齢者世帯が「遺産動機を有しており」、かつ「子どもの将来の暮らしが自分よりも悪くなることを予想している」という2つの条件が同時に満たされた場合に、貯蓄率が有意に高まる。

本章の最後で本章執筆者らは、塩路をはじめとする多くの関係者のリクエストに応じて、やや大胆な想定を置いたうえで今後の貯蓄率の動向に関するシミュレーションを行ってくださっている。それによれば、子どものほうが自分より貧しくなると予想する世帯の割合が将来的に上昇することを通じて、2012年から2032年にかけて平均貯蓄率は約2パーセ

ントポイント上昇する可能性がある。

このように、本研究はまず、高齢者の消費・貯蓄行動に構造変化が生じてきたこと、そのタイミングは 2000 年代半ば以降だったことを示している。推定結果はそれが、子どもの将来を悲観する高齢者が増えたためであることを示唆している。ひょっとすると、日本の高齢者はもともと、ある種の遺産動機を有していたのかもしれない。ただそれが発現されるのは、子どもの将来生活の悪化が予想される場合に限られる。2000 年代半ばに将来不安（ただしこの場合の不安とは、先行きが見通せないという不確実性を意味するというよりは、平均的に期待される生活水準そのものの低下である）が高まったことが、消費行動の消極化の背景にあるのではないだろうか。そういったメッセージが本章の分析から浮かび上がってくる。

第 2 章 “Abenomics, the Housing Market, and Consumption”

(Joshua K. Hausman、宇南山卓、Johannes F. Wieland)

本章は、日本の住宅ローン市場の特質のために、金融政策が家計行動に与える効果が弱まってしまっている可能性を検証したものである。世界金融危機後の米国では、緩和的な金融政策を背景として住宅ローン金利が低下した。これは家計による新規の借入とそれによる住み替えを促進する効果を持った。同時にすでにローンを抱えていた世帯の借り換えを促進した。それによって債務負担が軽減した家計は支出行動を積極化させた。また理論的に言って、利下げ政策は地価を上昇させ、持ち家世帯にとっての資産価値を増加させる。同世帯が住宅ローンを抱えている場合にはこれが担保価値の上昇をもたらすため、債務の実質負担が軽くなって支出増につながるはずである。

日本では 2013 年以降、長期金利が大きく低下している。しかしその恩恵を家計が十分に享受しなかった可能性がある。まず日本の家計は伝統的にあまり住み替えを行わないので、新規借入れを通じた支出刺激効果は限定的にならざるを得ない（このことがまた地価押し上げ効果を弱めてしまう）。また日本の住宅ローン市場では借り換えは米国ほど一般的ではない。

これらに加えて筆者陣の重要な指摘は、住宅ローンのいわゆる「変動金利」が国債金利に比べてあまり低下してこなかったことである。この背景には日本の制度特性がある。すなわち、住宅ローン金利は 10 年物国債金利と直接的に連動しているわけではなく、短期プライムレートに連動することになっている。このレートが近年、まったく下げられていない。これがすでにローンを抱える世帯が借り換えによる恩恵を受けられなかった原因となっている。

こうした認識を踏まえ、本章執筆陣は家計調査の膨大な個票データを用いて家計行動を分析している。その結果、アベノミクス下で、長期金利の低下にもかかわらず、住宅ローンを持つ持ち家世帯の消費はそれ以外の世帯に比べて有意に伸びていないことが示されている。つまり利下げの便益を最も享受できるはずのこれら世帯が、実は十分な恩恵に浴

していないことが示されているのである。

本章は日本において家計消費支出の回復が緩慢だった背景を日本の住宅市場や住宅ローン市場の特性という意外なところに求めている点で新鮮である。特に国債金利から住宅ローン金利への波及経路が弱い理由として挙げられている上記の制度的要因は、これまでの国内の議論で十分に認識されてきたとはいえ、今後多くの研究で取り上げられることが期待される。

本号の概要(2) 企業行動

第3章 「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」(田中賢治)

本章が挑むのは、企業収益が近年、特に 2010 年前後から著しい伸びを示す中、なぜ設備投資がそこまで盛り上がってこないのか、という謎である。かつては、設備投資を抑制する要因として、企業の流動性不足が挙げられることが多かった。しかし近年では企業の手に現預金がたまり続けていることから、流動性に関する懸念が投資の足を引っ張っているとは考えにくい。そこで本章執筆者は、考えうる要因として成長期待の弱さと不確実性の増大の2つを挙げ、それぞれの寄与を分析している。本章では成長期待の指標として投資理論におけるトービンの平均的 q を用いている。筆者はまず時系列データをもとに、 q が足元の収益ほどには上昇していないこと、つまり成長期待はさほど盛り上がっているわけではないことを指摘する。

次に本章は q 理論に基づく投資関数の拡張版を推定している。説明変数としては、企業が直面する需要の不確実性を測る変数を始め、いくつかの興味深い指標が加えられている。これを日本政策投資銀行「企業財務データバンク」に基づく個別企業レベルのパネルデータを用いて推定している。その結果、成長期待と不確実性の双方が設備投資の重要な決定要因であることがまず示される。さらに重大な発見は、設備投資の q に対する感応度が 2009～2015 年度に低下していることである。これは政府の景気刺激策にもかかわらず投資があまり盛り上がってこない原因の一つかもしれない。筆者はそのように感応度が低下した要因についても分析を行っている。そして企業が直面している不確実性が関係している可能性を指摘している。つまり平均的な意味で成長期待が(多少)高まったとしても、将来に向けてより大きな不確実性に直面する企業はより慎重に、保守的に行動するようになったのかもしれない。

筆者が用いる説明変数としてもう1つ興味深いのが、過去の大型投資の失敗経験を表す変数である。推定結果は、手痛い失敗を経験した企業ほど(トラウマのためか)その後の設備投資に消極的になることを示している。

本章ではまた、被説明変数を大型投資に絞った DID (“Difference in Difference”、差の差)分析が展開されている。近年の日本でも設備更新などのスケールの小さな投資はそれなりに行われてきたのではないかと推察される。不足していたのは企業の生産のあり方を大き

く変えるような大胆な投資であったとするならば、この種の分析は非常に重要になってくる。分析結果はここでも、不確実性が投資にマイナスの影響を与えることを示している。

第 4 章 「日本企業の海外企業買収と事業パフォーマンス」(鯉淵賢・後藤瑞貴)

日本企業の保守化・消極化が多く論者によって指摘される中で、比較的企業行動の積極化、少なくともその兆しが見えるのが海外企業買収の分野である。特に近年では、2013年のソフトバンクグループによるスプリント社買収のような世間の耳目を集める大型買収案件があったことでこの分野への注目度が増している。その一方で、こうした「冒険」が必ずしも成功していないのではないかという懸念も広く共有されている。もしそうだとすると、政策担当者や研究者がうかつに企業行動の積極化を推奨することは、かえって国民生活に損失をもたらす可能性がある。

本章はそのような見方の是非を検証するものである。筆者らは 1999～2015 年の日本の上場企業による買収価格 1000 億円以上の大型海外企業事例 25 社 37 事例について、買収直後及びその後の長期に渡る企業パフォーマンスを計測している。その結果、買収直後の短期において株価が低下する傾向は観察されなかった。また買収により取得された事業について、長期的にも、大きな減損損失につながった例は少数であり、平均的には売り上げの増加が観察される。また利益率も正であり主要な既存事業のそれと遜色なかったとみられる。

これらの結論は海外企業の大型買収に関する上記のような悲観論とは一線を画するものである。In-Out M&A が成長への途を模索する日本企業にとって有効な経営戦略となりうることを示唆する、重要な研究成果といえる。

第 5 章 “Cash Holdings: Evidence from Firm-Level Big Data in Japan”

(細野薫・宮川大介・滝澤美帆)

本章で用いるのは日本経済の研究では例を見ない、目もくらむような巨大な企業レベルデータセットである。これは本章執筆者らが東京商工リサーチから提供を受けたもので、最大 40 万社に上る企業の 1994～2016 年の期間における財務状況とサプライチェーン・ネットワークの変遷を記録している。特に後者の調達元企業と販売先顧客企業に関する情報はきわめて希少価値が高く、これを有効に活用して分析を進めたことがこの研究の意義を高めている。

本章の主なテーマは企業の現金保有行動である。筆者らはまず、平均的な現金比率（対総資産および対売上高）が 2000 年代後半から上昇する傾向が、彼らのデータセット上でも観察されることを確認している。さらに個票データの利点を活かして、平均だけではなく、企業間のばらつきも拡大していることを明らかにしている。

これらの原因を探るため、筆者らは次に「外から新たにキャッシュフロー（純利益）が入ってきたとき、企業はバランスシート上のどの項目を主に調整するか」という問題設定

を行う。理屈の上では、キャッシュが入ってきたとしても、企業がそれを配当や投資に回せば、現金比率は変わらない可能性もある。ただ推定の結果はやはり、キャッシュフローが入ってきた企業は現金比率を上昇させる傾向があることを示すものとなっている。重要な発見はその感応度が2000年代後半から高まっていることである。つまり近年、入ってきたキャッシュを「使わずにためこむ」傾向が顕著に強くなっていることが明らかとなった。

こうした現象の背景を探るため、筆者らはさらに、どのような財務状況にある企業がより「使わずにためこむ」傾向を有しているかを分析している。その結果、①売掛金の少ない企業ほど現金ためこみ傾向が強いこと、②販売先顧客の質（信用スコア）が高い企業ほど現金ため込み傾向が弱いことが報告されている。

このうち①は企業金融面で有利な立場にある企業のほうが現金をため込もうとすることを示しており、やや解釈が難しい。ただこの点を含め本研究の結果は概して「不利な立場にある企業が仕方なく（あるいは不安に駆られて）、リターンので低い現金をため込む」という旧来のイメージとは違うものとなっている。むしろ企業は現金蓄積を積極的に捉えており、「元から現金をため込みたいと願っていたが、やっとその余裕ができたから喜んでため込む」というイメージのほうがよくフィットする。我々は企業の現金需要動機に関する見方を変えなくてはならないのかもしれない。

これに対して②の結果は、取引相手に不安があるとき企業は現金を取っておこうとするという、これまでの予備的現金保有の考え方と整合的である。この傾向がこのような大規模データから確認できたことも本章の価値ある貢献である。

第6章 “Firm-level Uncertainty and Cash Holding: Theory and Firm-level Empirical Evidence” (Aubhik Khan、千賀達朗)

本章の分析対象は日本の上場企業の現金保有行動である。まず本章は統計をもとにこれら企業に関する3つの事実を提示している。①債務比率（対総資産）が1993～2017年にかけて一貫して低下傾向にあること、②現金比率（やはり対総資産）は低下傾向にあったが、2000年から反転して持続的に上昇していること、③売上高成長率のばらつき（ボラティリティ）は2000年頃上昇し、その後高止まっていること。

続いて本章ではこれらの3つの事実と整合的な一般均衡モデルが提示されている。その最大の特徴は企業が自社固有の確率的ショックを受けると仮定されていることである。また各企業は倒産してしまうリスクに直面している。このように企業の異質性を考慮に入れた新しいモデルを用いることで、1つの経済の中に同じ時点で負債を抱えている企業もあれば現金をため込んでいる企業もいる、という現実的な姿を描写することができる。本モデルによる計算結果は、不確実性の程度が高まるほど（つまり自社固有ショックの分散が大きくなるほど）企業の現金需要は高まることを示している。また、生産のための固定費用が増加する場合にも現金需要は増加する。

こうしたモデルの含意は現実と整合的なのだろうか？これを検証するため、筆者らは次

に、企業レベルデータを用いて企業の現金保有行動に関する実証分析を行っている。データソースは Compustat である。その結果、売上高成長率や収益のボラティリティの高まりは企業の現金保有行動を促進することが示されている。このように本章の結果は、2000 年代に観察された不確実性の増大が企業の現金需要の高まりの背後にあったことを示唆するものとなっている。

これまでの日本企業を巡る学界の議論の中にも、インフォーマルな形では、不確実性の高まりが企業の現金需要を増やすのではないかという説が唱えられることはあった。それに対し本章の大きな貢献は、そのような仮説が一般均衡モデルでも理論的に支持されうるということを証明して見せた点にある。さらにはマイクロデータの厳密な分析を通じて、そのような効果が実際の上場企業にも生じていることを示した点でも価値ある論考となっている。

研究から浮かび上がってくるメッセージ

以上、6本の力のこもった論文を紹介してきたが、そこから現実経済についてどんなメッセージを読み取ることができるだろうか。また、どのような政策的含意を導出できるだろうか。個々の章はあくまで学術研究を企図したものであるため、当然ながら、分析結果から確実に言えることとそうでないことを峻別し、後者については断定的で強引なものの方を避けることになる。ただ、1つの研究から、何の留保条件も付けずに確実に言えることは必ずしも多くない。特に統計分析の結果については点推定値の周りに標準誤差が存在することから、なおさらである。そこでプロジェクトの最後に筆者の皆さん方には、学術研究の厳密さからは少し自由になって、今回の研究から得られた知見をもとに類推できそうな含意について筆者に伝えていただくことをお願いした。それらのインプットと筆者自身が各章から感じ取ったことから、次のような教訓が浮かび上がってくる。

- (1) 家計と企業の支出行動は確かに保守化・消極化しつつある。そして構造変化が生じた時期としては、2000 年代半ばころが有力である……冒頭でも述べたように我々は、プロジェクト開始段階では、消極化の流れはもっと早くから底流として存在していた可能性も考慮していた。しかし各章の分析結果を見ると、具体的なタイミングは章によって異なるものの、2000 年~2010 年くらいに家計の遺産動機は高まり（第 1 章）、長期金利から住宅ローン金利への波及効果は弱まり（第 2 章）、設備投資の平均的 q に対する感応度は弱まり（第 3 章）、企業の現金保有傾向は強まった（第 5 章、第 6 章）と見られる。したがってどうやら、支出の消極化は 2000 年代半ばころから深刻化した新たな政策課題ととらえてよさそうである。
- (2) 支出の消極化においては、将来不安がなにごしかの役割を果たしている……ここで

「不安」という漠然とした用語を使ったが、その中身は2つ（最低でも）に分けて考えなくてはならない。1つ目が将来の成長期待の低下、つまり将来の家計所得や企業収益の「期待値」（1次モーメント）の下方修正である。2つ目がボラティリティないしは「不確実性」（2次モーメント、あるいはテールリスクのような概念も含まれるかもしれない）の増大である。本報告書の分析結果は両者とも支出行動の消極化に寄与したことを示唆している。それぞれの果たした役割について次に考察したい。

- (3) 将来世代にまたがる長期的な成長期待の低下が高齢者家計の消費支出行動の消極化に寄与した……第1章は家計所得に関する成長期待の低下が消費支出を抑える働きをしていることを示唆している。ここで注意すべきは、将来所得というときに、高齢者は必ずしも自分たちの所得の心配だけしているわけではないということである。高齢者は子ども世代の将来所得が低下したと感じており、その心配がトリガーとなってそれまで潜伏していた遺産動機が発動された。そしてこのことが彼らの消費を抑制しているようである。したがって高齢者の消費を喚起するには彼ら自身の現在・将来所得だけ（年金の充実などによって）確保すれば事足りるわけではなく、中長期的な経済成長を促進して将来世代の労働所得低下懸念を払しょくすることも重要である。
- (4) 成長期待の低迷が企業の設備投資を抑制した……第3章はトービンの q に表れる将来の成長期待が、現在の企業収益ほどには上昇していないこと、これが設備投資に慎重姿勢が残る一つの背景であることを示している。中長期的な経済成長が促進されれば設備投資も活発化するであろう。
- (5) 不確実性の高まりが設備投資を抑制している……第6章は不確実性が企業の投資にとってマイナス要因となることを理論的に明らかにした。同章の実証分析の結果もそのような見方と整合的である。一方で、企業が直面する不確実性の程度が2000年代から高止まっていることがデータから示唆されており、このことが実際に投資を抑制した可能性がある。また第3章の結果からは、仮に成長期待が好転したとしても、不確実性が高い状況下では、企業の設備投資はあまり積極化しないことがうかがえる。
- (6) サプライチェーン上のミクロレベルの不確実性にも注意が必要である……不確実性が問題になるのはそれがマクロレベルで高まったときだけではない。第5章は販売先顧客の信用スコアという、サプライチェーン上のミクロレベルでの不安の高まりが企業の予備的な現金需要動機を高めることを示している。そのような行動変化の影響はマクロレベルにも及ぶ可能性がある。
- (7) マクロ経済政策の効果は制度的要因によって変わりうる……第2章は日本では長期の国債金利から住宅ローン金利への波及効果が弱いこと、そしてそのことがこの経路を通じた金融政策の効果を弱めていることを示唆している。そしてその背後には日本独特の住宅ローン市場の特性があることが論じられた。このように同じような政策でも国や制度によって効果は異なりうる。政策効果を予想する際にも、ある国の経験をそのまま別の国に当てはめるようなアプローチには慎重でなくてはならない。また第

2 章の結果は、制度改革によってマクロ経済政策の効果を高めることができる可能性を示唆している。

- (8) マクロ経済政策においても家計・企業の異質性に目配りが必要である……第 5 章は現金保有増加が必ずしもすべての企業で一様に生じているわけではないことを明らかにしている。現金をため込む傾向を見せる企業には少なくとも 2 タイプある。1 つは業績や企業金融の状況が良好で、それを積極的に現金積み増しの機会として利用している企業であり、いわば「攻めの現金保有」を行っているグループである。もう 1 つは取引相手の質に不安を感じるなどの理由で予備的動機に基づいて現金を確保しておこうとする企業、つまり消極的な理由に基づく「守りの現金保有」を行っている企業である。これら 2 つのグループは反応するインセンティブも異なるし、取るべき政策もおそらく異なってくるので、きめの細かい政策対応が必要である。また第 1 章は遺産動機の重要性を強調したが、高齢者にも遺産動機を持つ家計と持たない家計があるはずであり、同じ政策への反応も異なったものになると予想される。
- (9) 企業の海外直接投資の成果を悲観すべきでない……これまで日本企業による海外事業の大型買収については、期待されたほどの成果が上がっていないのではないかと、いう懐疑的な声が上がっていた。しかし一部の事例からくる印象に引きずられることなく多くのケースを精査した第 4 章の分析結果はこうした悲観論を支持するものではなかった。このことから、海外事業買収は成長を志向する日本企業にとって 1 つの有望な選択肢としてとらえるべきである。