

2019 年度 証券ゼミナール大会

第 6 テーマ

「増大する企業の内部留保と証券市場」

中央大学 井村ゼミナール



目次

	はじめに	4
	第 I 章 過剰防衛の日本企業	6
	～「ブラックホール化」と内部留保の利用可能性～	6
5	第 1 節 売上高低迷下での史上最高益	6
	(1) 増収増益の収益構造	6
	(2) 史上最高益の要因	7
	(3) まとめ	12
	第 2 節 海外へ向かう日本企業～内需の中小企業、外需の大企業～	12
10	(1) 日本企業の在庫投資・設備投資の推移	13
	(2) 加速する海外投資	15
	(3) 過大な手元流動性	18
	(4) 外需依存の日本企業～海外主導の企業活動～	19
	第 3 節 過大な内部留保の累積	19
15	(1) 負債比率の低下	20
	(2) 純資産の増加	21
	第 4 節 内部留保の利用可能性	23
	第 II 章 「官製相場」化と株式市場の歪み	24
	第 1 節 公的機関主導の株価	24
20	(1) 日経平均の急上昇と東証一部単純平均株価の低迷	24
	(2) 海外投資家の受け皿となった公的機関	26
	(3) 市場の裏で糸を引く公的機関	27
	①市場の先陣を切る日本銀行	27
	②相場形成の補強をする GPIF	30
25	第 2 節 株式市場の歪みと求められる金融正常化	33
	(1) 公的機関が株式市場の歪みを助長	33
	(2) 目的を実現できないでいる日本銀行の ETF 買い	35
	第 3 節 官製相場からの脱却に向けて	37

第Ⅲ章	提言：投資・分配の促進と日本経済の構造改革課題	37
第1節	内部留保マネジメント	37
	(1) 被雇用者（賃金）の分配	38
	(2) 配当性向の引き上げによる株価維持	38
5	第2節 金融正常化への道	43
	第3節 日本経済の軌道修正	46
	本章の提言	48
	むすびにかえて	49
	参考文献、URL	50

10

15

20

25

30

はじめに

2008年に、100年に1度の規模とも言われるリーマンショックがアメリカで発生し、世界の金融緩和として景気悪化となり、それに対応して、大規模な金融緩和が行われるなど、世界経済に大きく影響を及ぼした。

- 5 そのリーマンショックから10年。現在でも、米中貿易戦争が勃発、さらには長期化して、再び世界的な景気停滞の兆候が主要国で現れている。そして、現在、世界中で利下げが観測されて、アメリカの10年国債が3%台から1.5%にまで低下し、欧州でもドイツの10年国債がマイナス金利となった。同時に、アルゼンチンやトルコの通貨が下落するなど、新興国通貨が著しく下落した。ECB
- 10 では3年半ぶりの金融緩和決定が為されるなど、米中貿易戦争の長期化は世界の金融市場に影響を及ぼしている。

- このような世界情勢の中、日本では、安倍政権下でアベノミクスが断行され、2013年度から日本銀行が異次元金融緩和を継続している。この金融緩和によって、国債やリスク性資産を大規模に購入して、マイナス金利の導入や超短期金利の操作が行われた。さらに、この金融緩和の中で、日本銀行はETFを通じた
- 15 大規模な購入も進めており、現在でも保有額を増やし続けている。その結果、上場企業の4社に1社で、日本銀行が筆頭株主となって、株式市場におけるプレゼンスを高めてきた。さらには、この日本銀行のETFの購入に追随して、GPIFも株式購入を進め、現在では、日本銀行とGPIFを合わせて、時価総額65兆円
- 20 に達する株式を保有しており、上場企業の時価の10%にあたる株式をこの2機関のみで保有している。このような市場は世界で類例を見ない異常な状態であると言わねばならない。

- 日本企業も、バブル崩壊やリーマンショックなどの過去の経験から、リスクを回避しようとする動きが強まり、在庫圧縮やコストカットを強化して、収益
- 25 は増加させているものの、賃上げ、株主への分配、国内投資を行わず、内部留保を増大させている。そして、内部留保額は450兆円を超える規模にまで増大した。

- 本論文では、リーマンショック前後からアベノミクスの諸政策を念頭におき、日本企業が現在に至るまで内部留保を増大させた背景と要因を明らかにする。
- 30 そのために、本論文は、日本企業の財務構造の変化のとくちょうを明らかにす

る。その上で日本の株式市場の現状や課題を検討する。そして、日本企業がこれまで増大させてきた内部留保の活用の可否や利用方法を、金融正常化への方策を交えて、提言する。さらには、国内投資を通して、日本経済をマクロ的視点で捉えて、日本経済の構造改革課題についても述べていることにしたい。

- 5 特に、現在の日本経済は、過度の外需依存体制、大企業偏重、東京一極集中による歪んだ構図が浮かび上がっており、このような構造から脱却することが必要不可欠であると考ええる。

以下、第Ⅰ章では、第1節で収益構造、第2節で資金運用構造、第3節で資金調達構造について言及し、第4節で内部留保の活用の可否について述べる。

- 10 第Ⅱ章では、第1節で株価動向と、株価形成を主導した日本銀行や GPIF の株式購入について言及し、第2節で株式市場の歪みについて述べる。

その上で、第Ⅲ章で、第1節日本企業が内部留保をどのように活用すべきかについて、第2節で株式市場の歪みの是正について、第3節で日本経済全体の活性化の方途について検討することにした。

15

20

25

30

第 I 章 過剰防衛の日本企業

～「ブラックホール化」と内部留保の利用可能性～

本章では、法人企業統計調査年報・季報を利用することによってリーマンショック以降の日本経済の変化を追う。そして、その変化のもとでの日本企業の

5 収益構造、資金運用構造、資金調達構造の特徴の変化を明らかにしたうえで内部留保の利用可能性を検討してみよう。

第 1 節 売上高低迷下での史上最高益

日本企業の内部留保額は 2018 年末に 463 兆 1,308 億円にのぼり、7 年連続で

10 過去最高額を更新している。内部留保は利益剰余金として、貸借対照表に計上されるものであり、当期純利益から配当金といった処分額を差し引いた残りを積み立てたものである。

近年において内部留保が増大しているのはリーマンショック以降、増大してきた純利益によるものである。本節では売上高が低迷しつつも、2018 年度に史上最高水準に達した要因、背景を検討しながら収益構造の変化の特徴を明らかにする。そのうえで内部留保の活用可否の提言につなげるものとする。

15

(1) 増収増益の収益構造

リーマンショック以降、日本企業の売上高は低迷している。その要因としては緩やかに回復してはいるものの未だに脱却できずにいるデフレによる影響が大きいと考えられる。しかし売上高は低迷しているものの、2009 年以降から緩やかに増加してきている。早川英男（2016）によれば、「QQE（量的質的金融緩和政策）の成果である円安によってもたらされた輸出採算の向上が輸出企業の

20 収益を改善した。さらに企業活動のグローバル化が進んだことで海外事業収益

25 の円評価額が円安によって膨らみ、企業収益を押し上げた」¹とあるため、円安が 1 つの売上高回復の要因と考えられる。

しかし、円安によってもたらされるのは恩恵だけではなく、原材料を輸入して経営している輸入企業にとっては円安による輸入物価の高騰は損失をもたら

¹ 早川英男（2016）p.59 より引用。

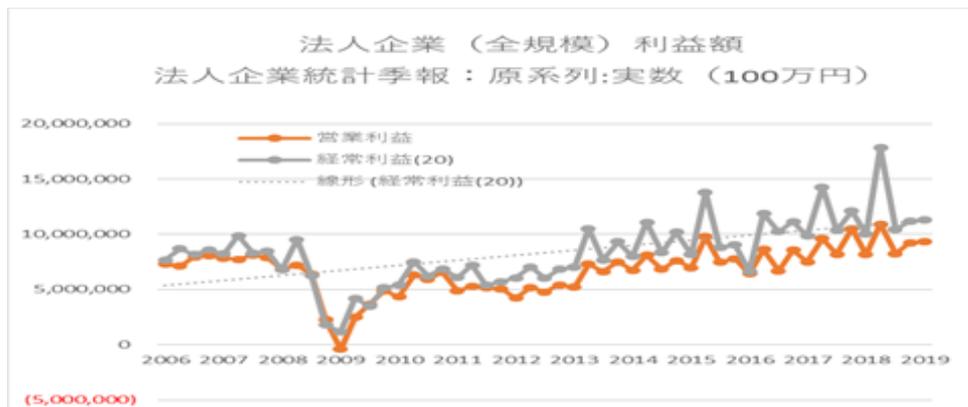
す。そのため円安による日本企業の収益改善は一部相殺される。² これにより、日本企業の売上高は緩やかな増加にとどまっていると考えられる。このような増収増益の収益構造によって第1節のタイトルのようにリーマンショック後の売上高低迷の状況においても史上最高益が実現された。

5

図表 1-1 売上高の推移³



図表 1-2 利益額の推移⁴



10

(2) 史上最高益の要因

そして史上最高益を実現した背景には4つの大きな要因があると考えられる。1つ目は原価率の低下である。売上高に対する売上原価の割合は大企業、中小企業問わず、減少傾向にあり、その理由としてはまず原油安による原油、天然

² 小栗崇資(2016)p.62より引用。

³ 財務省『法人企業統計』より作成。

⁴ 『同上』より作成。

ガスを中心とした燃料輸入コストが減少したことが挙げられる。さらに「原油安の効果は特にその影響を受けやすい品目（ガソリン等の石炭石油製品や電力など）の投入比率の比較的大きい運輸業や商業、建設業などの利益改善に寄与している。」⁵ 他にも外需が拡大していることを受けて、大企業を中心に海外進出を行い、現地のニーズに合わせた生産効率を向上させていることも原価率の低下に貢献していると考えられる。

図表 1-3 大企業の売上高原価率の推移⁶



10 図表 1-4 中小企業の売上高原価率の推移⁷



⁵ 徳田秀信（2015）p.4より引用。

⁶ 財務省『法人企業統計』より作成。

⁷ 『同上』より作成。

史上最高益 2 つ目の要因はコスト比率の削減の根底で進行する人件費の抑制である。人件費はリーマンショック後の 2009 年から減少しており、売上高に対する人件費率は大企業と中小企業で比較すると、大企業の人件費率は基本的に横ばいであるのに対し、中小企業の人件費率は 2014 年から減少している。これにより中小企業のほうが人件費の抑制により利益改善が進歩したといえる。また労働分配率は歴史的な低水準を記録し続けている上に非正規雇用は依然として拡大しつつあり、賃上げは大企業においても低調である。⁸

この人件費の抑制により販売費および一般管理費が削減された。そして人件費の抑制も原価率の低下と同様に営業利益の増加に貢献したと考えられる。

10

図表 1-5 大企業の人件費の推移⁹



図表 1-6 中小企業の人件費の推移¹⁰



⁸ 小栗崇資（2016）p.66 より引用。

⁹ 財務省『法人企業統計』より作成。

¹⁰ 『同上』より作成。

3 つ目は金融収支の黒字幅の拡大である。金融収支は本業である営業活動による収支ではなく金融活動によるものである。

黒字幅が拡大した要因の1つは日本企業の海外志向の強まりによって海外子会社投資が急増し、その収益である配当、利息収益が急増したことによる。

5 2018年の日本の対外直接投資は、前年比8.5%減の1,591億ドルであった。「過去最高を記録した2016年、これに次ぐ2017年には及ばないものの過去3番目に多く、そして高水準を維持し対外直接投資が世界で1位となった。」¹¹

10 また、海外志向が強まったのは国内の人口減少による市場縮小や外需の拡大、日本の法人税率が海外の国々と比べて高いといったことも指摘されている。こうした国内に見切りをつけ海外で収益拡大を目指すだけでなく、海外子会社株を保有しそこからの配当金を期待して金融収益を上げる構造が形成されている。

さらに、営業外費用に当たる支払利息もグラフを見てもわかるように大企業はリーマンショック以降から減少していて、中小企業も2011年以降、減少している。これにより営業外費用の削減が進展しており、これも近年の金融収支の15 黒字幅の拡大の要因として考えられる。

結果、この金融収支の黒字幅の拡大が大幅な経常利益の増加をもたらし、史上最高益に貢献していると言える。

図表 1-7 大企業の支払利息の推移¹²



20

¹¹ JETRO ホームページより引用。

¹² 財務省『法人企業統計』より作成。

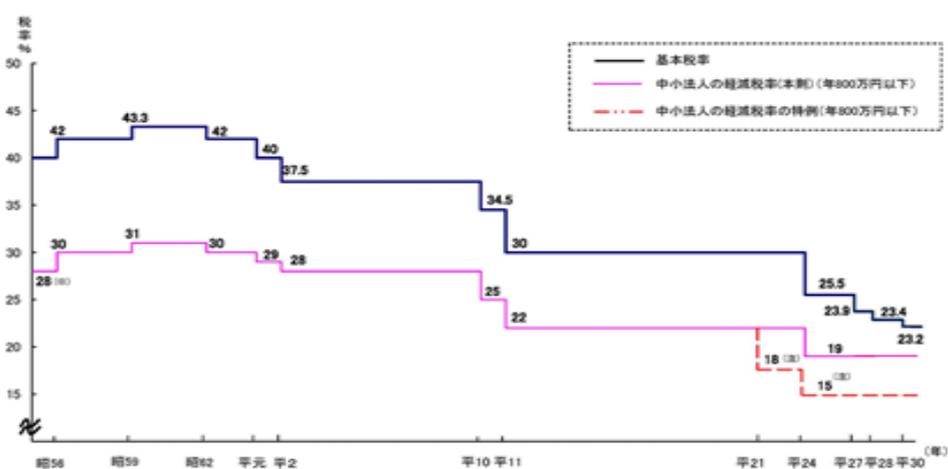
図表 1-8 中小企業の支払利息の推移¹³



最後の4つ目の要因は法人税率の引き下げおよび租税回避である。2012年に基本税率は23.9%、軽減税率は19%に引き下げられた。その後も、基本税率は2回引き下げられ、現在は23.2%で落ち着いている。この税率引き下げは日本企業の当期純利益の増加をもたらすものであったが、日本の企業はさらに法人税を減らすためにタックスヘイブン（租税回避地）に子会社を持つことで租税回避を強めてきた。

10

図表 1-9 法人課税に関する基本的な資料¹⁴



¹³ 『同上』より作成。

¹⁴ 財務省ホームページより引用。

(3)まとめ

以上をまとめると、原油安による原価率の低下、人件費の抑制、金融収支の黒字幅の拡大、法人税率の引き下げおよび租税回避という大きな4つの要因により経常利益、ひいては純利益の増加がもたらされた。

5 また、「円安による日本企業の収益改善に加えて、原油安による交易条件効果を大部分の企業がブラックホールのように吸収したため、純利益が史上最高水準になったのである。」¹⁵

10 そして、近年には、世界景気の回復を反映した売上高の緩やかな回復という増収増益の収益構造の下、内部留保は7年連続で最高額を更新している。しかし、今年度以降は消費税の増税や米中貿易戦争の影響により売上高が減少し、利益も最高益からは落ち込むと考えられるが、本節で述べてきた大きな4つの最高益の要因や今や約6割にまでのぼった日本企業の海外売上高比率を見てもわかるように外需拡大に対応した海外進出などを行うことで日本企業の利益水準はマイナスになることはなく、高い状態を維持できると考えられる。¹⁶

15 そのため現在まで積み立てられた内部留保は十分に活用することができるものだと考えられる。

第2節 海外へ向かう日本企業～内需の中小企業、外需の大企業～

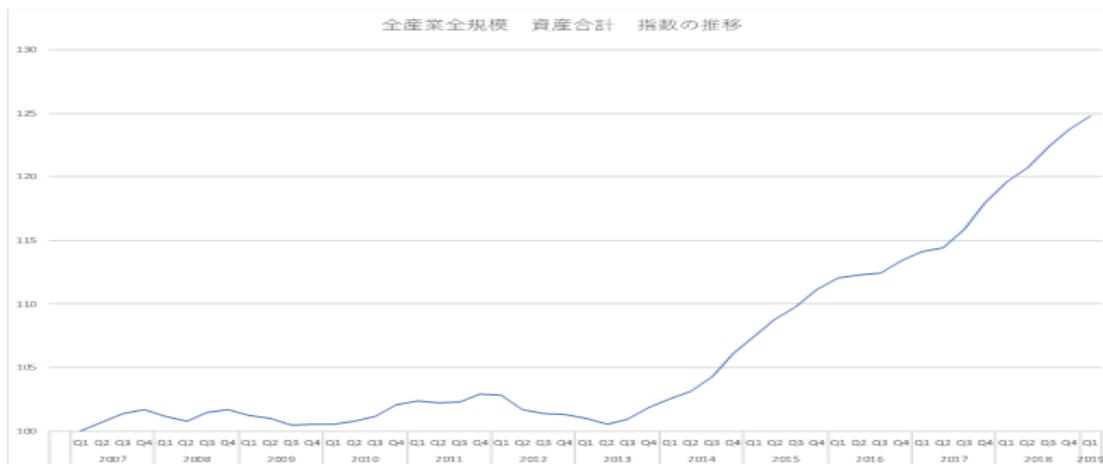
20 第2節では、第1章「売上低迷下での史上最高益」の収益構造より、リーマンショックからアベノミクス期での期間において、日本企業の資金運用の特徴を大企業・中小企業比較し、検討してみよう。

25 第1節で述べた、日本企業の収益構造の変化は原価率の低下、人件費の抑制、金融収支の拡大、法人税の引き下げ、及び租税回避によるものであり、その結果利益剰余金の積み立てにより過去最高の内部留保額となった。その結果、日本の資産合計は、ここ10年で約25%増加したのである。

¹⁵ 早川英男（2016）p.103より引用。

¹⁶ JETRO ホームページを参照。

図表 1 - 10 総資産の推移¹⁷



(1) 日本企業の在庫投資・設備投資の推移

5 日本企業は、この節のはじめにも言及したが、大企業を中心にその資産は拡大している。しかし、第1節でも、紹介した通りその実態は、増収増益というものである。なぜ、資産が増加しているにもかかわらず、設備投資や在庫投資を含む国内投資が減少しているのだろうか。

10 在庫投資について見ると、2008年には、増加したものの、企業はそれ以降在庫を大幅に圧縮した。また消費税増税後である2014年には、国内景気が冷え込んだため在庫は大きく増加し、直近の水準では米中貿易戦争の影響でモノが売れない状況が続いており2018年から増加しているという動向になっている。

15 中小企業と大企業の在庫投資を比較すると在庫投資は、2008年のリーマンショック前の時期には大きく増加している。その後企業が仕入れを大幅に抑え、在庫は2011年から2013年まで大きく圧縮された。直近の2019年においてもその水準は2008年と比較し4割ほど低い水準となっている。そして2018年からの米中貿易戦争による影響により中小企業・大企業ともに在庫が増加しており、世界的な景気悪化の影響が現れていることがわかる。

¹⁷ 財務省『法人企業統計』より作成。

図表 1-11 在庫投資の推移¹⁸

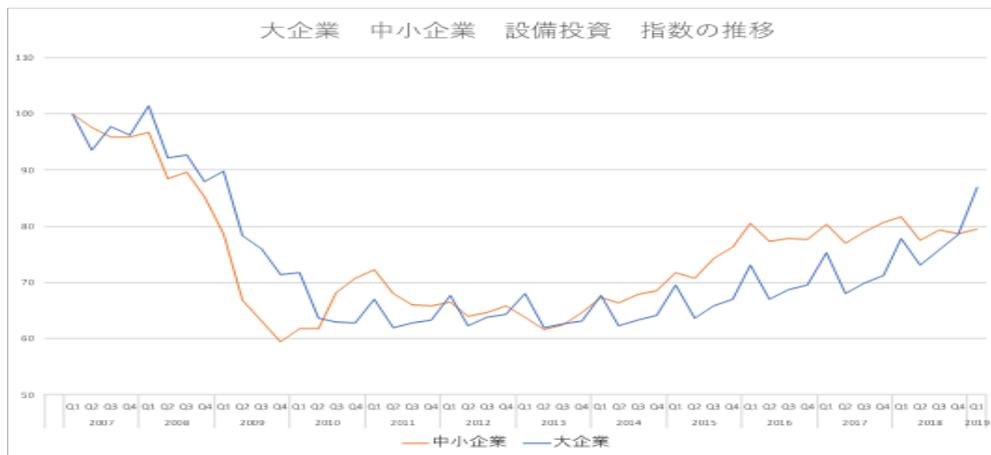


設備投資は、約 10 年間で全体として見てみると停滞状態が続いている。

- 5 大企業、中小企業を比較すると、2010 年まで設備投資は急激に減少した。また、設備投資は一見リーマンショック以降伸びてきているように見えるが、2007 年と比較すると、その水準は 90 を下回った未だ低い水準に過ぎない。また、これらはほとんどが新たな産業拡大のための設備投資ではない。まず、老朽化した設備の更新のための投資であり、さらに、人件費削減のための自動化、省力化のための投資である。現在日本ロボット工業会によれば、2018 年度のロボット総出荷台額は 9,300 億円にも上り受注、生産、出荷台数、そしてその額ともに過去最高の数字を叩き出している。つまりは、新たな雇用を生み出さない人件費削減のための投資である。加えて、リーマンショック前の水準と比較すると設備投資の水準は未だ低い水準と言わざるを得ない。
- 10
- 15 日本国内で国内投資が減衰し、内需が低迷している中、日本企業は海外へと目を向け外需への依存とシフトしていったのである

¹⁸ 『同上』より作成。

図表 1-12 設備投資の推移¹⁹



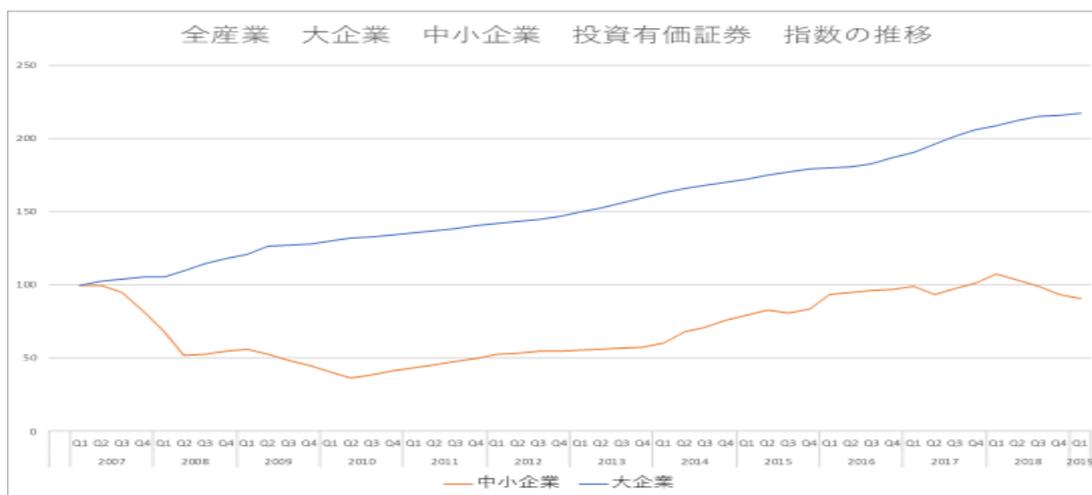
(2) 加速する海外投資

5 ここ 10 年間で日本の投資有価証券は顕著に増加している。投資有価証券は主として、子会社、または関連子会社の株式の長期保有を目的とした有価証券を指す。

投資有価証券の推移を大企業、中小企業で比較してみると圧倒的にその水準に差が生まれる。

10

図表 1-13 投資有価証券の推移²⁰

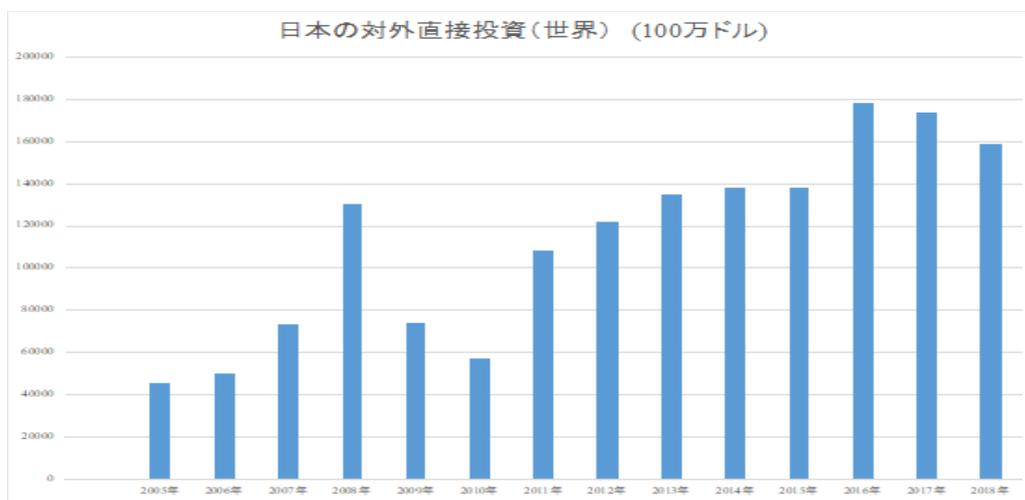


¹⁹ 『同上』より作成。

²⁰ 『同上』より作成。

子会社投資をしている大企業は 2007 年と比較し約 2 倍の水準に増加しているにもかかわらず、中小企業はほとんど増加していない。日本企業の投資有価証券の増加は大企業によるものであるということになるのだが、ここまで大企業が中小企業と比較し投資有価証券の規模を拡大させているのは、日本の海外直接投資額が年々増加していることが深く関わっている。外需依存の高い大企業が海外への関連子会社投資を行っているためである。

図表 1-14 日本の対外直接投資の推移²¹



10

日本の対外直接投資は、年々増加しており、2016 年をピークとしている。これは 2005 年と比較すると、約 4 倍の水準となっている。近年、日本企業の海外直接投資額は、顕著に増加しており、一方設備投資などの主要な国内投資は停滞している。

15

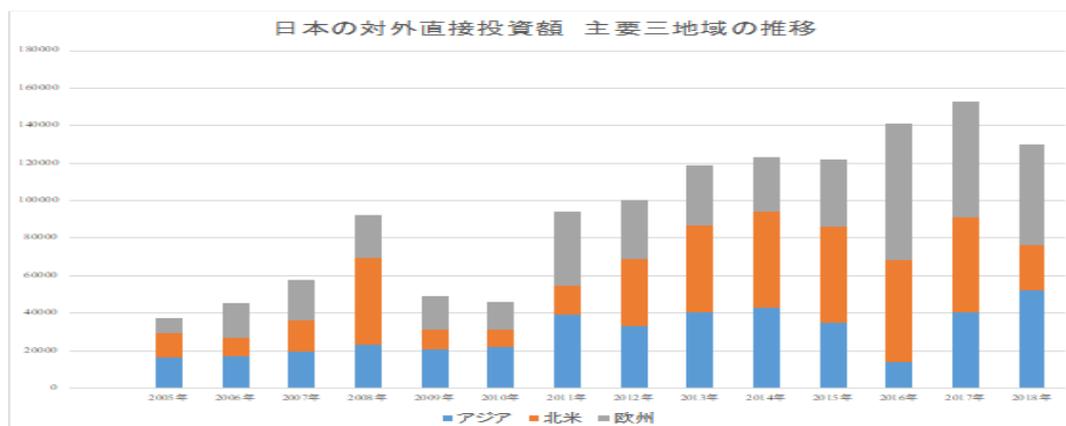
よって、この大企業の投資有価証券は、海外進出を目的とした海外の関連子会社などの株式取得がほとんどを占めていると考えられ、外需依存率の高い大企業が海外への関連子会社投資を行っていることが日本の対外直接投資額を増加させていると考えられる。一方、内需への依存率が大企業と比較し高い中小企業は国内市場低迷下において投資有価証券の水準は低いままなのである。

20

また、この海外直接投資先の地域にも変化が現れている。

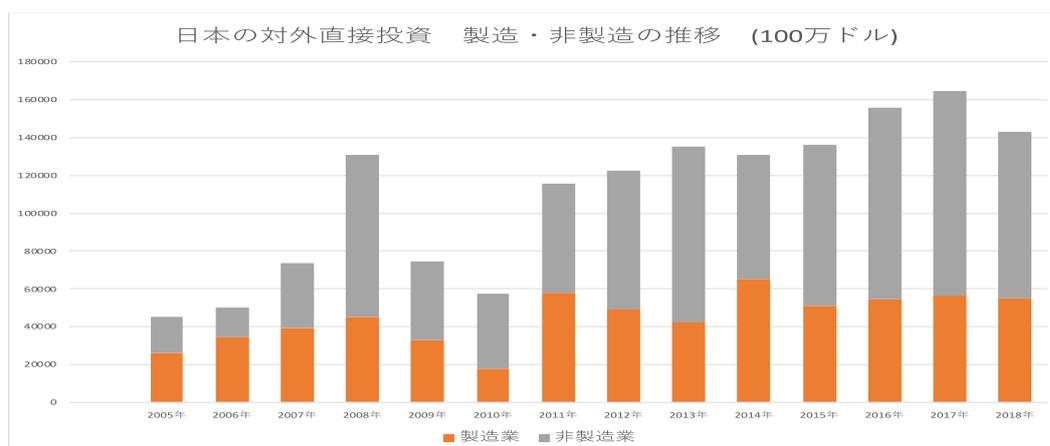
²¹ JETRO ホームページより作成。

図表 1-15 日本の対外直接投資 地域別推移²²



2016 年の日中関係悪化から、大きく減少したアジアへの対外直接投資だが、2018 年には過去最高水準にまで回復している。これは実は中国への直接投資額が回復したわけではなくアジア NIES への直接投資額が増加した。リーマンショック前（2007 年）の中国への直接投資額は、62 億ドルに過ぎなかったが、2018 年では 107 億ドルであった。しかしアジア NIES の投資額は 60 億ドルから 2018 年では 240 億ドルと中国への投資額の約 2.5 倍まで増加したのだ。これは、日本企業の海外進出が中国から他の地域、特にアジア NIES にシフトしていることの表れである。

図表 1-16 日本の対外直接投資 業種別推移²³



²² 『同上』より作成。

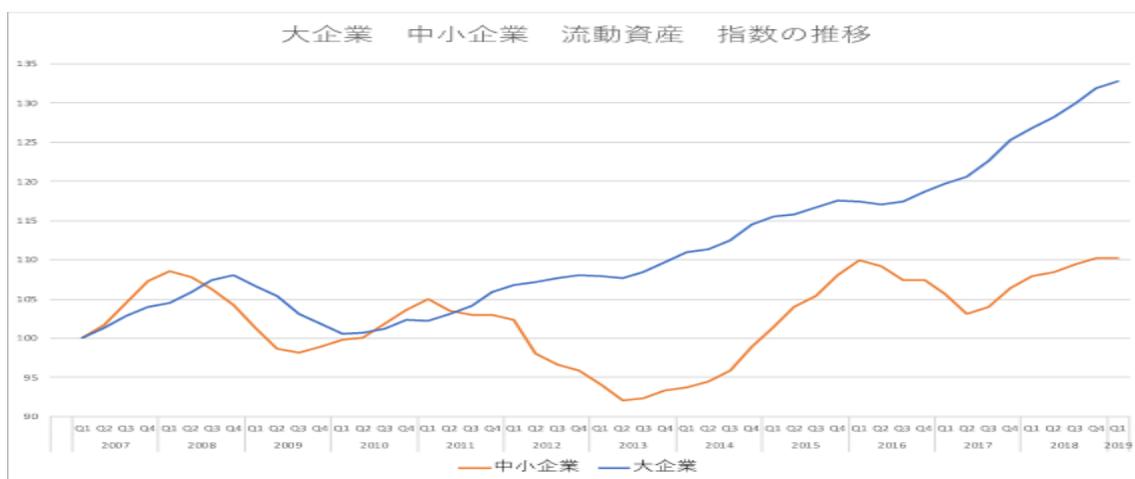
²³ 『同上』より作成。

また、海外直接投資では業種別構成にも変化が現れている。2005年には、製造業の割合が多かったが、2018年は、非製造業の対外直接投資が製造業のそれを上回るに至った。この背景には今まで生産拠点に過ぎなかった、海外（主に中国などの生産拠点国として大きなシェアを占めていた国）が日本企業の内需の減少そして外需への依存からサービス・財の販売拠点へと進歩していったと考えられる。

(3) 過大な手元流動性

大企業を中心とした子会社投資で顕著なのが、海外での M&A である。これは、海外への資金投下がなされている代わりに設備投資などの国内投資がほとんどなされていないことを示す。つまり、圧倒的にキャッシュを保有する日本企業だがその資金は設備投資などの国内投資にはほとんど向かわず、代わりに海外への事業拡大などへ資金投下が進み、その結果第1節でも言及した本業ではない金融収支の増加がなされている。そのため手元流動生資金に関しても以下の図に示されているように外需依存率の高い大企業が大きく手元流動性資産を増加させている。2007年と比較し、大企業では30%ほど増加し、一方、中小企業は10%ほどしか増加していないのである。

図表 1-17 流動資産の推移²⁴



20

²⁴ 財務省『法人企業統計』より作成。

(4) 外需依存の日本企業～海外主導の企業活動～

上記の通り、大企業中心に日本企業は内部留保や手元流動性などの潤沢な資金を海外へと回し、それにより日本の市場縮小の加速、外需への依存率の高まりを進めている。これにより日本の国内市場の活性化を促すような企業活動は
5 低迷している。また第1節でも言及したが、金融収支による増益が見られている。これは、海外が生産拠点から財・サービスの販売拠点となっておりそこで上げた収益を日本企業へと換元しているという形をとっているからである。

近年、国内景気は回復傾向にあるとしながらも、その実態は外需の増加、インバウンド効果による影響に過ぎず、本来日本の消費を支えるはずであった国民の消費は、低迷したままなのである。少子高齢化なども国内需要の低下につ
10 ながっているが、外需依存率が高まると、外需が低迷した途端、企業活動も落ち込むため、手元流動性を活用しこれを国内投資の拡大へまわす事で、外需が低迷した場合、内需による企業活動が可能になる。よって大企業中心に内部留保の活用方法の一つとして国内投資の拡大が挙げられる。

そして、大企業を中心とした日本企業は、日本の外需依存率を高めているため、大企業と比較し内需依存率の高い中小企業と比べ手元流動性資産、投資有
15 価証券共に大企業は圧倒的な差をつけている。そのため大企業を中心とした国内投資は急務である。

20 第3節 過大な内部留保の累積

リーマンショック以降の法人企業統計を見ると、負債圧縮が進み、純資産(自己資本)比率は増加していることがまず顕著に見える。資金調達の構成は大きく自己資本(純資産)にシフトしており、株式での調達と内部留保の増加があげられる。

第2節で示したように、日本企業の資金運用構造の特徴をみると、設備投資や在庫投資といった国内投資が停滞している。他方、資金運用は対外直接投資が増加しており、外需依存型の日本経済の実態が明らかになった。また、手元流動性資金は250兆円に及び、増加傾向にある。このような資金運用動向を踏
25 まえて、資金調達動向を検討しよう。

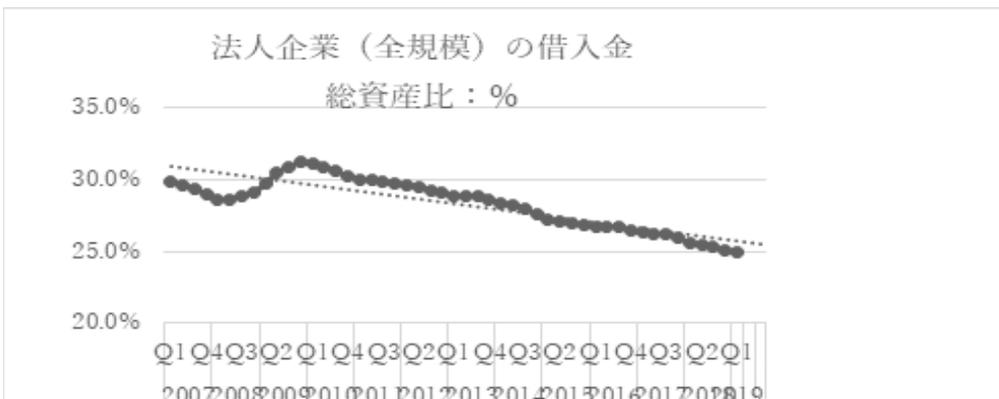
30

(1)負債比率の低下

まず、負債比率の低下が見られる。法人企業統計より、全規模での法人企業の借入金比率は減少傾向にあると言える。第2節より 2007 年から現在にかけて負債・純資産合計は 25%増加しているが、日本企業全体として負債総額の伸びは大きくないため、負債比率は低下している。超低金利政策下のもとで比較的、借入れのしやすい環境であるが、そもそもの資金需要が低迷しているため、企業の有利子負債である借入金を減少させていることが見てとれる。

特にリーマンショック時を大企業と中小企業に分けて見ると、大企業は輸出関連企業を中心に負債(借入金)を急速に増加させたことが分かる。大企業はリスク対応のための資金調達として、リーマンショック時に借入金を利用して10 いたことがわかる。一方、中小企業の負債(借入金)は微減に止まっており、その後も減少傾向にある。

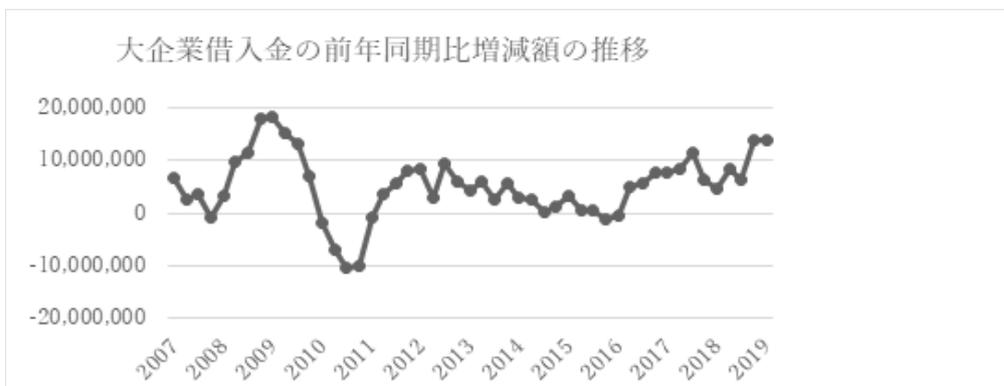
図表 1-18 法人企業の借入金の推移²⁵



15

²⁵ 『同上』より作成。

図表 1-19 大企業借入金の前年同期比増減額の推移²⁶



図表 1-20 中小企業借入金の前年同期比増減額の推移²⁷



5

(2) 純資産の増加

法人企業統計を見ると、株式による資金調達額(資本金と資本剰余金の合計)は2007年の約180兆円から2019年には256兆円に増加し、40%も上昇が見られる。また構成比でみると1.5ポイントの上昇を示している。

10 特に大企業と中小企業を分けてみると、リーマンショック以降、大企業の株式調達比率は上昇しているが、中小企業は低迷している。このことより、大企業の株式調達の増加が資金調達における株式シフトの主軸となったといえる。

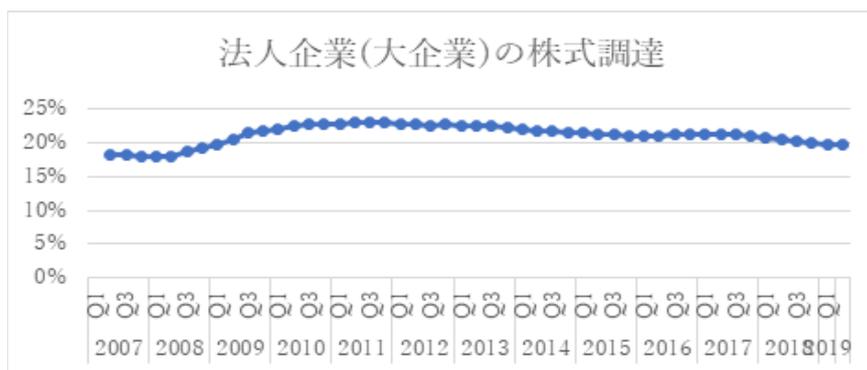
次に、利益剰余金が増加している。利益剰余金とは、損益計算書(PL)上の当期純利益から株主への配当を控除したものであり、その累積である内部留保は

²⁶ 『同上』より作成。

²⁷ 『同上』より作成。

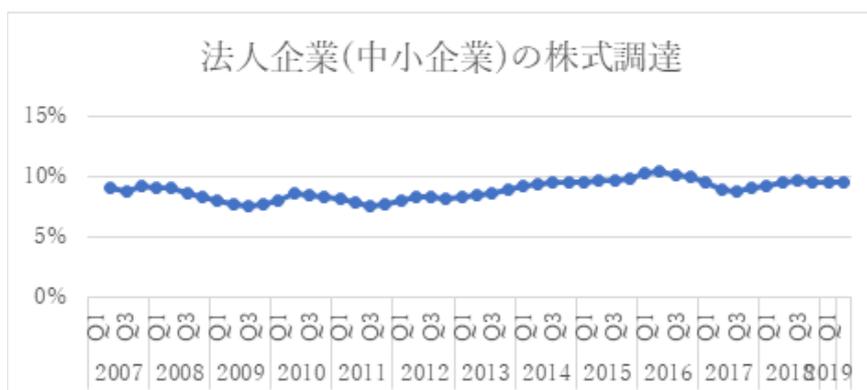
2018年度末(2019年3月末)には7年連続過去最高の463兆1,308億円となった。この要因には、リーマンショック以降の増収増益の収益構造が考えられる。

図表 1-21 法人企業(大企業)の株式調達推移²⁸



5

図表 1-22 法人企業(中小企業)の株式調達推移²⁹



図表 1-23 法人企業(全規模)の内部留保推移³⁰



²⁸ 『同上』より作成。

²⁹ 『同上』より作成。

³⁰ 『同上』より作成。

資金調達構造としては、負債圧縮、純資産（自己資本比率）の増加がリーマンショック以降の資金調達動向の特徴であると言える。また、大企業と中小企業を比較すると、資金調達構造では、外需依存型の大企業と内需依存型の中小企業との格差が見られた。

第4節 内部留保の利用可能性

まず本章は、内部留保の利用可能性を法人企業統計調査年報・季報を使用することによって明らかにするものであるが、内部留保は活用しうると言える。

10 法人企業（全規模）の株式・内部留保のグラフより、リーマンショック時の10年に1度の金融危機でさえ、日本企業は内部留保に手をつけていないため、内部留保を活用することは可能であると考えられる。

また、日本企業は売上低迷下にも関わらず円安による企業収益の改善や原価率の低下、人件費の抑制、金融収支の黒字幅拡大、法人税率の引き下げおよび

15 史上最高益を更新し、その内部留保は在庫投資の圧縮に加えて、設備投資の減少により過去最高の約463兆円に及んでいる。リーマンショック時のリスク対応として、日本企業は内部留保ではなく借入金を利用したこともあり、これらの理由から内部留保は十分に活用しうるものだと考えられる。

企業全体の資金需要の低下を背景として負債圧縮が進む一方で手元流動性資金は増加していることを受けて、2007年から近年における企業の金余り構造が明らかになった。それに加えて、内部留保も年々増加していることから、企業は資金を抱え込み、投資や分配を疎かにしていると言える。そこで内部留保の活用方法として投資と分配、配当を挙げる。まず、なぜ企業の国内投資が弱まっているのかというと、国内需要の縮小が要因として挙げられ、結果として企

25 業の外需依存が高まっているといえる。だが、これは外需低迷した途端に企業活動の縮小、ひいては日本経済の停滞を招く恐れもあるため、過度な外需依存は避けるべきであり、内需にも目を向ける必要がある。そして万が一の外需低迷に備えて内需拡大のための国内投資に内部留保を活用すべきである。

また、分配面では被雇用者への給付の切り下げが、国内の消費マインドの低下をもたらすといえ、人件費の引き上げを行うことで、内需の拡大、日本企業

30

の成長につなげることができる。

さらに、配当も第Ⅲ章でも触れるが、配当性向を引き上げるためにも株主に分配すべきである。

5 以上より、企業は現在の外需拡大への対応は維持しつつ、なおかつ内需を疎かにしないためにも自身の資金を国内投資や分配に回すべきであり、そのために内部留保を活用すべきだと考える。

第Ⅱ章 「官製相場」化と株式市場の歪み

10 第Ⅰ章の日本企業の財務構造の分析に基づいて、株式市場はどう変遷してきたのだろうか。特に、アベノミクスの異次元金融緩和政策の下で株価形成はどのように変貌してきたのだろうか。

本章では、証券市場、特に株式市場に焦点を当てて、日本の株価トレンドを分析し、日本銀行や公的年金基金などの公的機関が株価形成に与えた影響について検討してみよう。

15

第Ⅰ節 公的機関主導の株価

(1) 日経平均の急上昇と東証一部単純平均株価の低迷

20 まず初めに、2013年から異次元金融緩和政策が実施されて以降、日本の株価はどう変化してきたのか見てみたいと思う。ここでは、日経平均株価と東証一部

図表 2-1 日経平均株価の推移³¹



³¹ YAHOO! JAPAN ファイナンスより引用。

2012年12月に第2次安倍内閣が発足し、2013年に日本銀行の黒田東彦総裁の下で量的・質的金融緩和政策が実施されて以降、日経平均株価は8,000円割れ水準から現在に至るまで3倍弱の水準に上昇したのである。2012年末（2013年3月末）は10,000円前後であったが、現在は21,000円台を維持している。

5

図表 2-2 東証一部の単純株価平均の推移³²



10 他方、東証一部の単純株価平均を見ると、2010年以降一株当たり純利益が黒字に回復した後も、また異次元緩和期においても、200円台～300円台を推移しており、日経平均とは大きな乖離を示している。

以上のように、日経平均株価のみ上昇しており、日経平均株価と東証一部の単純株価平均に乖離が見られる。なぜ、日経平均株価は2012年以降、上昇してきており、2つの株価指標に乖離が見られるのだろうか。

15 まず、日経平均株価に組み込まれる225の銘柄は、東証一部上場の中から市場流動性やセクターバランスをもとに選定されるため、株価パフォーマンスが良い銘柄である。また、「日経平均株価は、構成銘柄の株価について日本固有の株式制度を反映し、「みなし額面50円換算」した株価を合計したうえで、「除

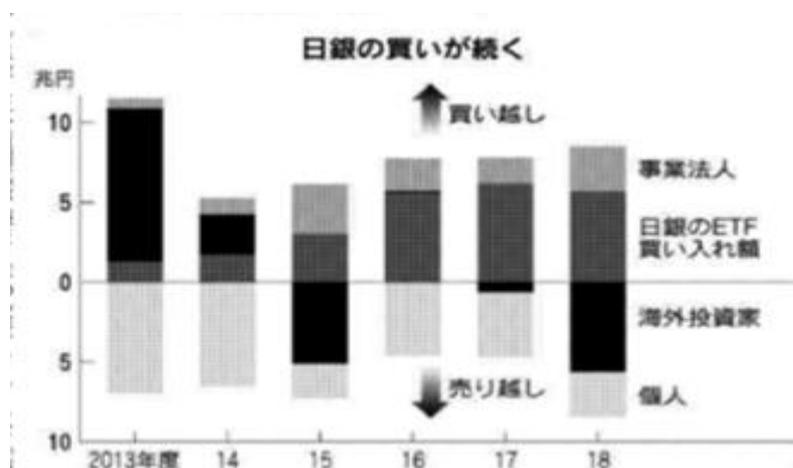
³² 日本取引所グループのホームページのデータより作成。

数」で割って算出する。」³³ この除数は、株式分割などで値が修正され、指数の連続性を維持している。反対に、東証一部の単純株価平均では、東証一部に上場したものの、株価パフォーマンスが低迷している企業もある。

さらに、日本銀行などの公的機関の買いによって、株価が引き上げられている。公的機関の買いについてこれから見ていこう。

(2) 海外投資家の受け皿となった公的機関

図表 2-3 日本の株式需給³⁴



10

株式の投資部門別売買動向に従って株式需給を見ると、まず、2013年度に海外投資家が大きく買い越していったが、2014年の消費税率の引き上げをほぼ境として、2015年度には大きな売り越しに転じた。そして、その後は売り越された株式を上場投資信託（ETF）買いで日本銀行が買うようになり、現在は日本銀行が一番の買い主体になっている。つまり、日本銀行のリスク性資産の購入の大規模化は 2014年度の消費税 8%引き上げ後に売り越した海外投資家の受け皿となったことを示している。

15

現在も、「米中貿易戦争などを背景に海外投資家は日本の株式を売り越しているが、日本銀行がほぼ同額の買いで相殺している。」³⁵ と言える。

20

このような状況は日本銀行が海外投資家の動きに翻弄されており、海外投資

³³ 日経平均株価算出要領（2017）p.7 日本経済新聞社より引用。

³⁴ 『日本経済新聞』 2019年4月5日付。

³⁵ 『同上』より引用。

家の株式売却の受け皿になっていると言っても良い。「海外投資家の売りを日本銀行が一手に受け止めるいびつな構図が鮮明になっている」³⁶ のである。

また、日本銀行と同時に、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）も株式を購入し続けている。日本銀行と GPIF が株式購入について、どのように行動し

5 てきたのか次の項から見ることにする。

(3) 市場の裏で糸を引く公的機関

①市場の先陣を切る日本銀行

図表 2-4 日本銀行の政策³⁷

【非伝統的金融政策】		【日銀総裁と在任期間】
(1) ゼロ金利政策 ⇒政策金利の引き下げ	99年2月～00年8月	速水 優 98年3月～03年3月
(2) 量的緩和政策 ⇒政策金利の引き下げ	01年3月～06年3月	福井 俊彦 03年3月～08年3月
(3) 包括的緩和政策 ⇒多様な資産の買い入れ	10年10月～13年4月	白川 方明 08年4月～13年3月
(4) 量的・質的金融緩和 (QQE) 政策 ⇒期待の転換	13年4月～16年1月	黒田 東彦 13年4月～現在
(5) マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策 ⇒マイナス金利の導入	16年1月～16年9月	
(6) 長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策 ⇒イールドカーブ・コントロールの導入	16年9月～現在	

(資料) 日本銀行

10

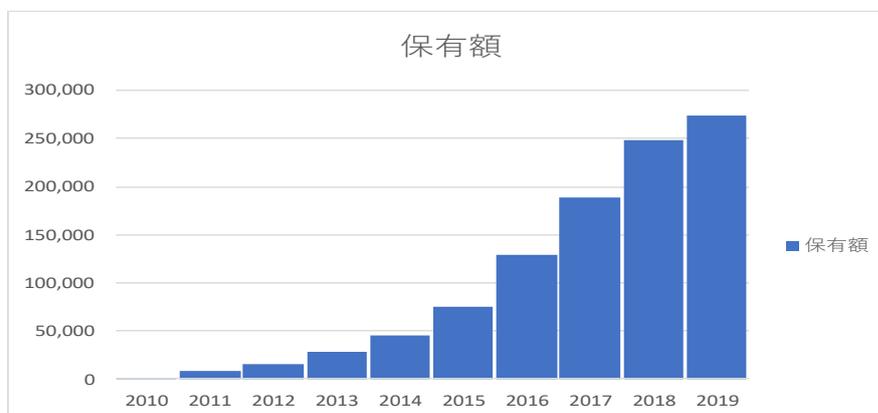
日本銀行は岩田・左三川（2018）が詳細にまとめている様に、2000年代に入
って本格的な「非伝統的金融緩和政策」を採用してきた。特に、黒田総裁の下
で、2013年4月から行われた量的・質的金融緩和政策や2016年2月からのマ
15 イナス金利政策、さらには同年9月から行われている長短金利操作付き量的・
質的金融緩和政策は、現在の株式市場に大きく影響を及ぼしている。また、こ
れらの政策が進行するにつれて、日本銀行は上場投資信託（以下ETF）やJ-REIT
の持分の買い入れ額増額や買い入れ対象を広げている。

20

³⁶ 『同上』より引用。

³⁷ 岩田一政・左三川郁子（2018）p. 70より引用。

図表 2-5 日本銀行の ETF 保有額の推移³⁸



5

日本銀行による ETF 購入は 2010 年度から始まったわけであるが、現在に至るまで購入額は増加し続けており、2016 年度には年間 6 兆円を超える規模まで購入株を拡大させている。これに基づいて、日本銀行は ETF の購入額を毎年増やし続けているためである。しかし、ETF 購入が始まった当初の 2010 年度では、

10

ETF の購入はあくまでも臨時の措置として買い入れ限度額も 4,500 億円と設定されていた。それにもかかわらず、毎年のように買い入れ方針は見直されて、現在も年間 6 兆円のペースで購入されている。その結果として、日本銀行の ETF の保有額は、直近の 2019 年 9 月時点で 27 兆円にまで膨れ上がっている。

また、日本銀行は ETF の購入タイミングを明らかにしてはいないが、岩田・

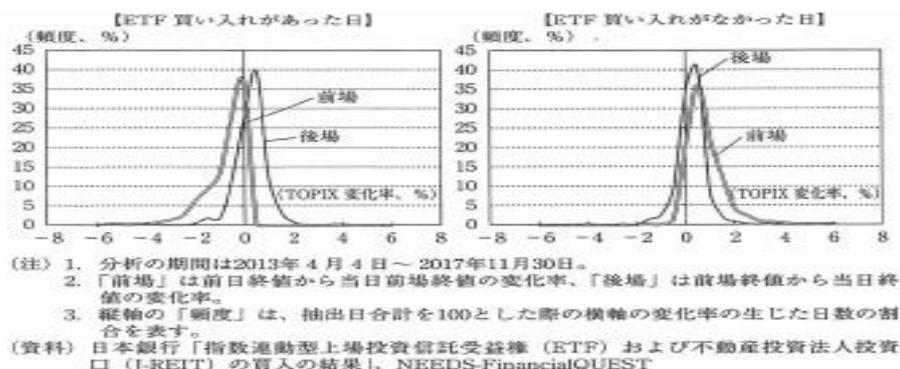
15

左三川（2018）によれば、買いの見られる時は株式市場の前場で株価が下がった時に後場で ETF の買い入れを実施して株価の上昇が見られる事が統計的に確認されている。

20

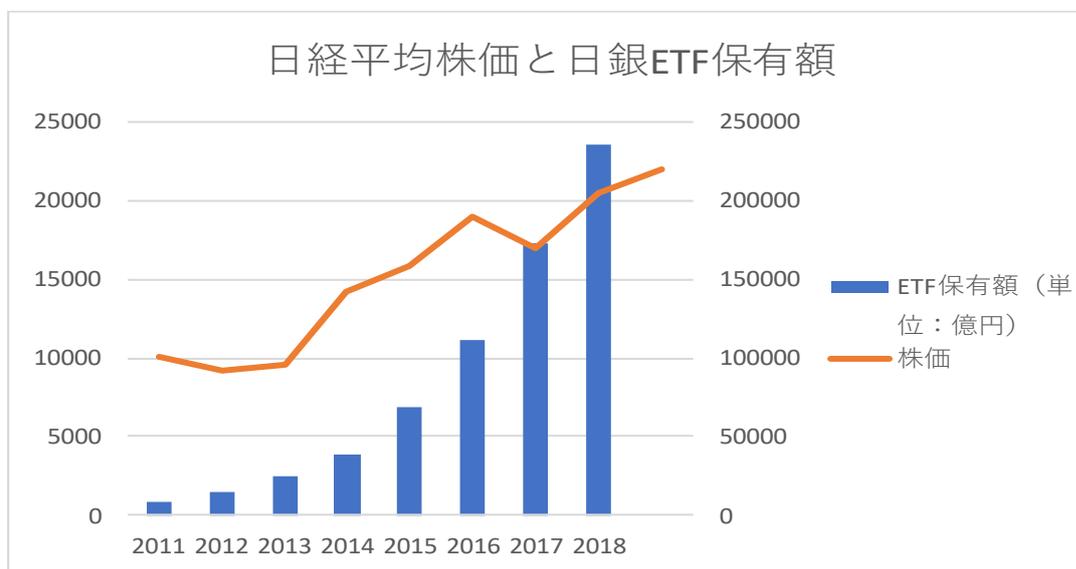
³⁸ 日本銀行勘定より作成。

図表 2-6 ETF 購入日の前場と後場³⁹



日本銀行のETF買い入れがあった日となかった日を見比べても分かるように、
 5 買い入れがあった日の後場は、株価の値上がり率は前場に比べて大きい。毎日の売買では微々たるものにもかかわらず、また市場売買時に対する比重は必ずしも大きくないが、日本銀行が買いを入れると、市場において他の投資家が追随する形で買いに入り株価が上昇する。

10 図表 2-7 日経平均株価と日本銀行のETF購入



図表 2-7 から分かるように、2010 年度から始まったETF購入の規模は年々

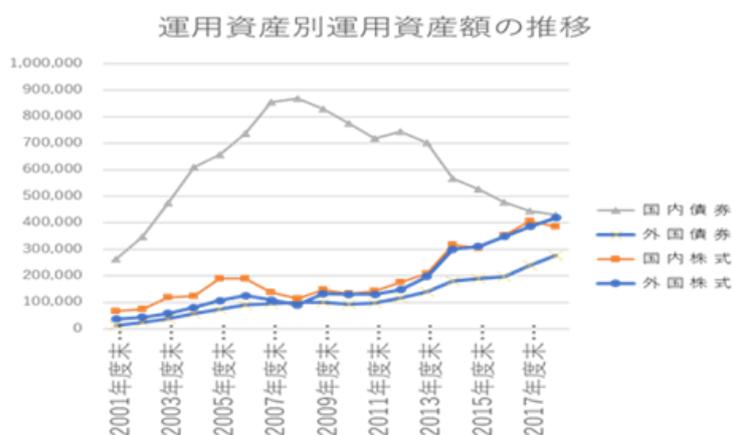
³⁹ 岩田一政・左三川郁子 (2018) p. 159 より引用。

増加しており、同時に日経平均株価も上昇している。そのため、日本銀行の ETF 購入は株価の上昇に大きく寄与している。この日経平均株価上昇の動きと日本銀行の ETF 購入との間の関係を見ると、日本銀行の株式購入は少なくとも株価を下支えする役割を果たしてきた。

5

②相場形成の補強をする GPIF

図表 2-8 GPIF の運用資産額⁴⁰



10

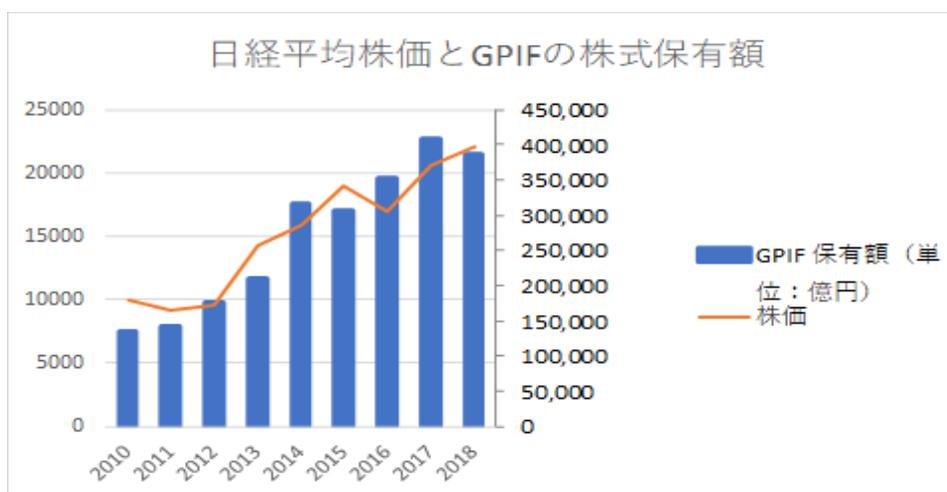
GPIF (Government Pension Investment Fund) とは厚生年金保険事業及び国民年金事業の安定に資することを目的としている組織。年金積立金管理運用独立行政法人の略称。2018 年度運用資産残高は 159 兆 2,154 億円と世界最大級の投資ファンドである。

15 GPIF による国内株式の運用は 2014 年 10 月のポートフォリオ改定により割合を 12% から 25% に引き上げ、運用額も約 13 兆円から約 30 兆円へと増加した。一方で、当初運用資産額の 60% を占めていた国内債券は 35% にまで削減された。

20

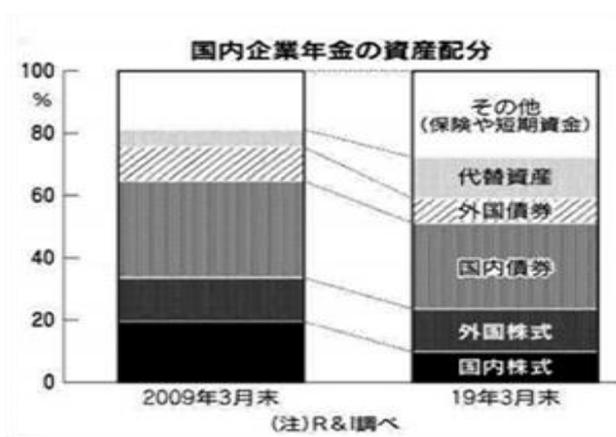
⁴⁰ GPIF ホームページより作成。

図表 2-9 日経平均株価 GPIF の株式購入の関係性



ポートフォリオ改定前後の GPIF の国内株式運用額の増減を見ると、ポートフォリオ改定を行った 2014 年に大きく増加しており、2015 年に株価の下落により一度減少した後 2018 年まで再び増加している。また、日経平均株価と間の相関が見られる。

図表 2-10 企業年金のポートフォリオの推移⁴¹



10

以上の様な公的年金による株価の下支えは国内企業年金の購入運用行動とも対照的である。国内企業年金の運用資産ポートフォリオは国内株式の運用額を減

⁴¹ 『日本経済新聞』 2019年6月1日付。

らしているが、このことはより広範な国民の財産である、公的年金の資産運用が日本銀行に追随する形である。

図表 2-11 運用手法内訳⁴²

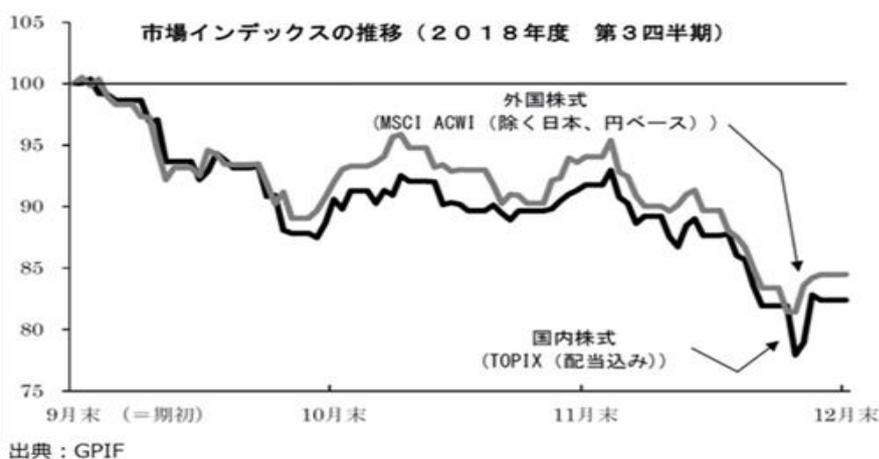


5

GPIF の基本的な資産運用方針であるパッシブ運用とは、投資信託などの運用手法による分類のひとつで、運用目標とされるベンチマーク（日経平均株価や TOPIX などの指標）に連動する運用成果を目指す運用手法のことであり、

- 10 投資戦略の立案やその戦略に基づく投資対象の選定などを行うことなく、機械的に運用できる分、販売手数料や信託報酬などのコストは少なく済むというメリットがある。

図表 2-12 市場インデックスの推移と GPIF の損失⁴³



15

⁴² GPIF ホームページより引用。

⁴³ 『同上』より引用。

このような中、2009 年度末から 2019 年度末にかけて、市場価格を示す市場インデックスが大きく下がり、それに伴い国内株式で 7 兆 6,556 億円、外国株式で 6 兆 8,582 億円の損失が発生しており、株価下支えのための公的マネーの動員と国民の年金資産の保全との間の関係をどのように考えるかが問われることになっている。

第 2 節 株式市場の歪みと求められる金融正常化

(1) 公的機関が株式市場の歪みを助長

第 1 節において、日本銀行は前場で株価が下がった時に、買いを入れて株価を維持する役割を担っていることを述べた。

それに伴って、日本銀行が保有する ETF は 27 兆円となり、およそ年間 6 兆円を購入している GPIF は約 40 兆円保有している。日本銀行と GPIF を合わせると、公的部門の株式の保有額は 65 兆円に上り、TOPIX の時価総額（700 兆円弱）の 10%を超えるものとなっている。

このような状態は海外では類例を見ない公的機関の株式市場におけるオーバープレゼンスであると言えるだろう。

株式市場を形成しているのは日本銀行だけでなく、世界最大の機関投資家である GPIF がパッシブ運用で追随している形になる。パッシブ運用とは投資信託などの運用手法による分類の一つで、運用目標とされるベンチマークに連動する運用成果を目指す運用手法である。「パッシブ運用の投資家は指数構成銘柄をまとめて購入するため、流動性が低い銘柄ほど株価が実力以上に上がりやすくなっている（岡三証券の阿部健児チーフストラテジスト）。東証 1 部に上場さえしていれば、TOPIX 連動型のパッシブ投資家に自動的に買ってもらえるため、企業の経営規律が緩みかねない。」⁴⁴

よって日本銀行と、パッシブ運用によって日本銀行の買いと連動している GPIF と投資家が追随する関係性を見ることが可能である。

黒田総裁は、2017 年 10 月の定例会見において、長期国債買い入れのめどとしている 80 兆円と、ETF の買い入れ方針である 6 兆円の性質の異なる点を強調

⁴⁴ 『日本経済新聞』 2019 年 3 月 28 日付。

した。長期国債の買い入れは 40 兆円に減らしたものの、ETF の買い入れを減らすことは言明していない。日本銀行の ETF 大量購入には、以下のような多くの副作用がみられる。

5 第 1 に、株価形成を歪めて、価格発見機能を低下させる点である。一般に、
株価上昇は資産効果を働かせ、株式所有者の消費を拡大し、マクロ的にも需要
を押し上げる効果がある。しかし、日本銀行のような人為的な ETF 大量購入の
よって株価が押し上げられると株価形成を歪めてしまう恐れがあり、企業の経
営実態を正しく反映しなくなる可能性がある。日本銀行が ETF の購入を通して
10 間接的に買い入れる割合が高い銘柄ほど業績に関わりなく株価が割高になる傾
向がある。

第 2 に、日本銀行の大量購入で浮動株が減ると、市場の流動性を低下させる
点だ。日本銀行が購入している ETF は長期保有が前提であるため、浮動株が減
少すると、株式の流動性低下につながる可能性がある。実際に、衣料品店のユニ
クロなどを傘下に持つファーストリテイリングの浮動株ベースでみると日本
15 銀行が 88.3% を保有している。

第 3 に、企業のガバナンスを悪化させ、経営規律を弱める点だ。

「株価には企業経営を監視する機能があると考えられる。しかし、日本銀行
が ETF を買い続けることにより、企業にとっては物言わぬ株主が増えること
になり、コーポレートガバナンスの面では経営規律を弱めかねない。」⁴⁵ つまり、
20 経営者側が株価を通じて経営課題に気づくのを遅らせるリスクだ。

また、日本銀行は ETF を通じて間接的に株式を保有しているため、議決権行
使の所在があやふやになるため、企業ガバナンス上に空白ができる恐れがある。

第 4 に、日本銀行自身に影響するリスクとして、日本銀行の財務健全性を脅
かす点がある。

25 「決算期末に保有 ETF が値下がりすると、日本銀行は引当金を積む必要こと
になり、その分利益が削られる。また、同じ値下がり率でも、ETF の保有額が
大きければ必要な引当金も増えるため、それだけ日本銀行の利益を削られるこ

⁴⁵ 岩田一政・左三川郁子（2018）p. 167 より引用。

とになる。」⁴⁶

図表 2-13 株価下落に伴う日本銀行への影響⁴⁷

株価水準	日銀への影響	必要な対応
1万8400円前後	ETFが簿価割れ	時価が簿価を下回った分に引当金計上
1万7700円前後	赤字転落	減損処理が必要。1兆円規模なら赤字転落も
1万1700円前後	債務超過	累積赤字が自己資本(8兆円)を上回ると債務超過に。政府による損失補填の可能性も

(注)JPモルガン証券による直近の試算

5

日経平均株価が1万8400円を下回ると、ETFが簿価割れしてしまい、その分引当金を計上しなければならなくなってしまう。さらに、株価が1万7700円を下回ると、赤字に転落してしまう。つまり、ETFの保有を継続することは日本銀行自身の収益を大きく揺るがす可能性がある。

10

(2) 目的を実現できないでいる日本銀行のETF買い

これらのような副作用やリスクがあるにもかかわらず、なぜ日本銀行はETF買いを継続しているのだろうか。日本銀行がETF買いを継続する最大の目的は、リスクプレミアムへの働きかけである。リスクプレミアムとは、投資家が求める超過収益のことであり、配当利回りと国債利回りの差額で求めることができる。リスクプレミアムが高いということは、株式が高リスクであるということの意味する。日本銀行はETFの購入によって、「株価=配当÷(国債金利+リスクプレミアム)」の関係から、株価の引き上げを通じてリスクプレミアムの引き下げに働きかけようとしている。

15

⁴⁶ 岩田一政・左三川郁子(2018) p.169より引用。

⁴⁷ 『日本経済新聞』 2019年2月18日付。

図表 2-14 リスクプレミアムの推移⁴⁸



しかし、現実には図表 2-13 から分かるように東証一部上場企業の単純株価
 5 ベースで見たリスクプレミアムすなわち配当利回りと国債利回りの差はむしろ
 拡大傾向にある。日本銀行はリスクプレミアムの圧縮という目的を果たせてい
 ないのも関わらず、ETF の購入を継続していたことが分かる。

このリスクプレミアムの拡大より、投資家が要求する株式の要求利回りが高
 くなっていることが分かる。少なくとも利回りベースで見た株価は抑制され、
 10 上値を重くしていることが分かる。また、投資家は、株価は本来さらに上昇す
 ると考えている。さらに、上記の式よりリスクプレミアムが抑えられることが
 できれば、株価は上昇するという関係性が見られる。現在、日経平均株価は上
 昇しているが、投資家は高い利回りを要求していることより、現在の日経平均
 15 株価は企業が株主等への配当・分配を引き上げて形成されたものではなく、公
 的機関の買いによって支えられており、株式市場が投資家の信頼を得られてい
 ない側面を浮かびあがらせている。さらに、このリスクプレミアムの高さは大量
 の株式を保有する日本銀行や GPIF にとってリスクでもある。むしろ公的機
 関が買いを入れるのではなく、企業が配当・分配を増やすことによって、リス
 クプレミアムが縮小し、株価を引き上げることを考えなければならない。

20

⁴⁸ 日本取引所グループのホームページのデータより作成。

第3節 官製相場からの脱却に向けて

第1節より日本の株価は、企業による配当・分配の拡大によって引き上げられたものではなく、日本銀行や GPIF の人為的な介入によって引き上げられていることが分かった。言い換えれば、現在の日経平均株価の水準を保つために、

5 日本銀行も GPIF も動員されてきたとも言える。また、公的機関による株式購入は多くの副作用があり、同時に日本銀行の ETF 購入の目的であるリスクプレミアムの圧縮も果たせていない。

このような株式市場は、決して正常ではなく、歪んだ市場であると言わざるをえない。株式市場と日本企業がそれぞれ自律性を持つためにも、この「官製

10 相場化」した市場からの脱却が必要不可欠である。

そのため、日本銀行の ETF の購入や GPIF の株式購入は即座にやめるべきである。公的機関が株式購入をやめることがオーバープレゼンスの是正や金融正常化につながるであろう。

次章において、官製相場からの脱却の方法について、企業の内部留保の利用

15 方法を含めて述べていく。

第Ⅲ章 提言：投資・分配の促進と日本経済の構造改革課題

第Ⅱ章では、現在の株式市場は、日銀や GPIF 等の公的機関によって株価が支

20 えられている官製相場化された市場の歪みが見られている事を述べた。

また、第Ⅰ章では、内部留保額は 463 兆 1,308 億円に達しているが、この内部留保は活用することが可能であることが示された。

その内部留保の活用方法として、被雇用者への分配、企業の配当性向引き上げ、投資の増大があげられる。

本章では、内部留保の活用方法と株式市場の歪みの是正の方法、さらにはマ

25 クロの視点で見た日本経済の構造改革について提言したいと思う。

第1節 内部留保マネジメント

上記でも述べたように、現在の日本企業には多額の内部留保が存在している

30 わけだが、その内部留保の活用方法として、被雇用者への分配、企業の配当性

向引き上げ、投資の増大があげられる。この節では、被雇用者への分配と配当性向の引き上げについて見ていきたいと思う。

(1) 被雇用者（賃金）の分配

5 まず、被雇用者への分配として、賃上げについて見ていく。

安倍政権も被雇用者への賃金を 3%引き上げることが掲げている。そこでここでも被雇用者への分配を 3%引き上げることとする。また、賃上げのシミュレーションを行うにあたって、法人企業統計のデータを利用することとし、さらに、資本金 10 億円以上の大企業と資本金が 1000 万円から 1 億円の中小企業を分けて行う。

10

大企業について見ると、2018 年度の大企業の人件費合計は 55 兆円である。ここから 3%引き上げると、1.7 兆円が引き上げ分となる。

中小企業について見ると、2018 年度の中小企業の人件費合計は 92 兆円である。ここから 3%引き上げると、2.7 兆円が引き上げ分となる。

15 リーマンショック後過去 10 年間の平均的な利益水準を見ても、決して無理な負担ではない。

人件費の引き上げ分は当期純利益をその分削減するため、必ずしも内部留保を直接利用するわけではないが、マクロ的には好ましい効果がある。また最終的には被雇用者への分配も内部留保の活用策になり得る。

20

(2) 配当性向の引き上げによる株価維持

次に、株主への分配について見ていく。配当額の引き上げによって、株価はどのように維持しうるのかをシミュレートしてみよう。

25

図表 3-1 当期純利益の推移⁴⁹



図表 3-2 配当金の推移⁵⁰



5 図表 3-3 配当性向の推移⁵¹



シミュレーションの前に、図表 3-3 を見ると、現在の配当性向は 40%程度

⁴⁹ 財務省『法人企業統計』より作成。

⁵⁰ 『同上』より作成。

⁵¹ 『同上』より作成。

であるが、2010年度から2012年度の配当性向は55～60%と非常に高い水準にあることに触れておきたい。この理由は、日本企業は利益が出なくても配当を行う、安定配当政策をとっているためである。図表3-1を見ると、企業の当期純利益は現在の水準よりも低く、その中でも株主へ配当をしっかりと行っているため、配当性向は高いのである。

2010年度から2018年度の当期純利益の平均値は39兆円であり、配当額の平均は17兆円である。2010年度から2018年度の配当利回りの平均は1.76%であり、単純株価平均は269円である。また、配当利回り=1株当たり配当額÷株価×100の式より、1株当たりの配当額を算出すると、4.7円となる。

10 現在の日本企業の配当性向は30%～40%程度であるが、欧米企業は50～60%であり、日本企業の配当性向は世界的に見て低い。株主還元の観点からも、配当性向を引き上げることは求められる。配当性向を欧米並みの60%まで引き上げた時に、株価はどのように変化するのだろうか。

15 配当性向を60%まで引き上げた時に配当額の平均は23兆円まで増加して、同時に、1株当たりの配当額は6.4円にまで増加する。

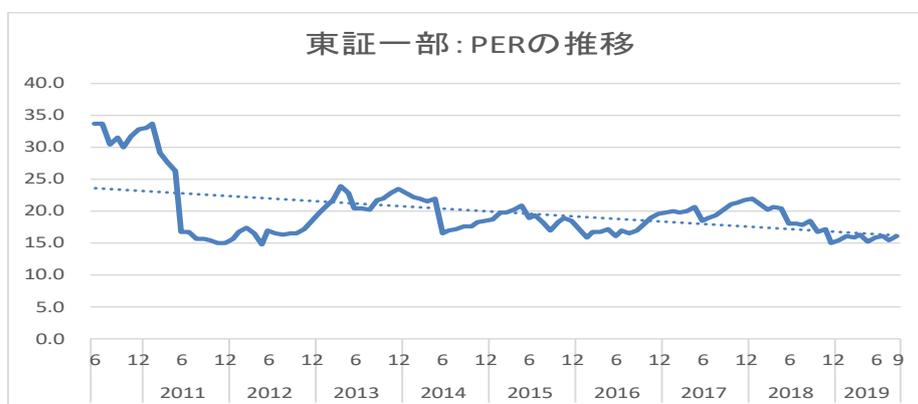
この配当額引き上げ分の6兆円を内部留保から活用する。

これらの数値を利用して、理論株価=1株当たり配当額÷(国債利回り+リスクプレミアム)より、配当性向を60%まで引き上げた時に、269円の株価はどこまで上昇するかをしてみる。2010年度から2018年度の10年国債利回りは、0.5%であり、リスクプレミアムは、1.26%となる。そして、理論株価=6.4÷(0.5+1.26)=364となるため、配当性向を60%にまで引き上げると、株価は269円から364円へと上昇する。

以上のように、配当性向を引き上げることが、株価の上昇につながる一つのシミュレーションが可能となる。

25 第Ⅱ章でも述べたように、日本銀行は前場で株価が下落すると、ETFの買いを入れて、後場の株価を維持させており、このような市場は投資家の信頼を得られていない。しかし、シミュレーションの結果が示すように、配当性向の引き上げによって株価は上昇しより実態のある企業価値を形成することにつながる。そのため、今後、企業が株主への分配をしっかりと行うことで、日本銀行の
30 ETFの購入は不要になる。

図表 3-4 東証一部の PER の推移⁵²



5 株価の上昇と同時に、PER（株価収益率）も上昇する。株価が何倍まで買われたかを示す指標であり、「株価÷一株当たり利益」の倍率で求められる。

図表 3-4 が示すように、2010 年度や 2011 年度は、企業の当期純利益が低かったため、PER も 30～35 倍と高い水準にあったが、現在は 15 倍程度に留まっている。米国では、18 倍程度であるため、日本の PER は本来の水準からすると
10 低く、この PER の水準からも現在の株価が割安であることが分かる。

しかし、配当性向を引き上げて株価が上昇することによって、PER も上昇する。ここでもシミュレーションをしてみよう。2010 年度から 2018 年度の東証一部の 1 株当たり利益の平均値は 16.7 円である。この数値に基づいて、現状の PER を米国並みの 18 倍で株価を考えると単純株価平均でも 301 円になり、株価
15 維持、上昇が考えられる。

以上の検討を通じて、公的機関による株式購入をやめて、企業の配当を引き上げることで、株価も維持できて、株主投資家からの信頼が得られれば、まともな株価形成が可能になり、官製市場からの脱却を行うことができるだろう。

また、日本銀行や GPIF が株式を購入して、リスクプレミアムが上昇するとすれば、株主への分配を増やすことで、魅力のある投資対象として内実を形成することにつながる。逆に、歪みの元凶とさえなっていた日本銀行や GPIF の買いはやめることができる。

⁵² 日本取引所グループのホームページのデータより作成。

自社株買いも株主還元を考えるうえで、企業にとって重要なことであると言えるが、自社株買いについては、議論の余地があると言える。確かに、自社株買いを行うことで、企業の ROE は上昇し、株価も上昇し、さらなる増資につながるかもしれない。

- 5 しかし、マクロの視点で捉えると、株式市場において、自社株買いは企業が資金を投資家に返す場となっており、赤字であっても、借金をして、一部の株主のために自社の株式を購入して、無理して株価を釣り上げようとする企業もある。実際に、「米国市場では実質債務超過の企業が約 230 社あり、このうち 80 社近くが自社株買いをしている。」⁵³との指摘もある。

10

図表 3-5 上場銘柄の時価総額分布⁵⁴

	1部	2部	マザーズ	ジャスダック
50億円未満	18	156	51	301
50-100億円	132	138	67	194
100-300億円	493	168	89	185
300-500億円	263	32	24	43
500-1000億円	353	14	10	13
1000-5000億円	519	7	6	9
5000億円-1兆円	138	1	0	3
1-5兆円	129	1	0	0
5-10兆円	14	0	0	0
10兆円以上	3	0	0	0
銘柄数	2062	517	247	748

(注1) 時価総額分布は2017年12月末現在。

(注2) TOKYO PRO Market については50億円未満が22銘柄。

【出所】東京証券取引所。

- 15 他方日本企業の株価については、マイクロキャップと呼ばれる IPO=上場後の株価が初値を下回る傾向が指摘されている問題がある。「マイクロキャップとは、時価総額が 100 億円に満たない銘柄」で 100 億円を超える企業は、「IPO 後の株価・業績の長期パフォーマンスが低迷傾向にある。」⁵⁵ 岡村秀夫 (2018) によれば、マザーズやジャスダック市場では時価総額の高い銘柄が少ないことが指摘されている。

- 20 新規上場後に株価が低迷した企業は、自社の株価を引き上げるために自社株買いをする傾向がある。

⁵³ 『日本経済新聞』 2019年10月13日付。

⁵⁴ 岡村秀夫 (2018) p. 63 より引用。

⁵⁵ 『同上』より引用。

現在、日本では、法人企業統計で見て 24 兆円の規模まで自社株買いが進んでいるが、自社株買いは純資産控除項目として掲載される。継続的に自社株買いを行って事実上の減資行為が起こっていること自体が歪んだ市場であると言える。

- 5 自社株買いを行わなくても、配当性向を引き上げて、株価を上昇させることで、株主への還元は満たされるだろう。

企業、株主、株式市場全体の全体を踏まえた上で、自社株買いをさらに進めていくことが良いのかについてはまだ検討の必要があるだろう。

10 第 2 節 金融正常化への道

第 II 章において、現在の日本の株式市場は公的機関による人為的介入によって支えられており、株価も日本銀行による ETF の購入によって下支えされてきたことを述べてきた。

また、第 1 節より、配当性向の引き上げによって、株価の維持につながる。

- 15 そのため、日本銀行が ETF の購入をやめても、企業が配当を増やすことによって、株価は維持できると考えられる。

そこでこの節では、日本銀行が ETF の購入をやめて、現在保有している 27 兆円の大量の ETF を処分する方法について提言したい。

20 (1) 日銀の ETF 持分の銀行等保有株式取得機構への移管

日本銀行が保有している ETF をバランスシートから切り離す方法として、市中銀行を通して、ETF を市場に売却することが考えられる。しかし、27 兆円もの大量の ETF を一気に売却すると株価の下落に力がかかることになる。

- 25 さらに、第 II 章で前述した日本銀行自身のリスクでは、日経平均 1 万 8400 円を下回ると日本銀行が含み損を生じ、株価の下落に比例して多額の引当金を用意しなければならない。そのため、株価の下落によって、日本銀行が損失を計上してから対応するのでは遅く、ETF を早急にバランスシートから切り離し、金融の正常化を進める必要がある。いかにソフトランディングが可能だろうか。

- 30 そこで、外部の機関を設立して、そこに ETF を移すという選択肢も考えられる。現在、そのモデルとして、「銀行等保有株式取得機構」が存在している。

銀行等保有株式取得機構は、1990年代後半の橋本内閣時代の金融ビッグバンをきっかけに設立された。

つまり、銀行の合併が進められて、相互持ち合い株の比率が10%となり、銀行保有株比率5%という独占禁止法に接触してしまうことになる。

- 5 また、余分な株式が外国人投資家に買われないようにするためにも、銀行等保有株式取得機構が設立されるようになったのである。

「銀行等保有株式取得機構は市場を介さず時価でETFを引き受けることができるため、日本銀行は株式市場の影響を抑えながら出口戦略を進めることができる。」⁵⁶

- 10 また、同様の機能を持つ機関外部の機関を複数設立して、ETFの処分を図ることも考えられるが、銀行等保有株式取得機構の株式買い取り実績は、2018年度で1,100億円程度であり、同様の機関を別に設立しても無駄なコストもかかり、また多くの時間を要することが考えられる。

- 15 しかし、このまま日本銀行がETFの保有を継続することや、市中銀行に譲渡して市中銀行が保有することもリスクがある。

そこで我々は、現在定められている株式の保有制限を改正して、銀行等保有株式取得機構などの外部の機関に一気に譲渡して、特別勘定で扱い、日本銀行のETFを処分できるようにすることを提案する。そのために必要な資金は多額の内部留保を抱え込む企業から出資を募って、資金を調達する。

- 20 そして、出資を行った企業に対しては、軽減などの優遇措置をとることで企業にとっても損失を被ることがなくなるだろう。

このような制度を設けることで、日本銀行のETFの処分が可能になり、株式市場におけるオーバープレゼンスも是正できる。同時に、企業の中に溜まっている内部留保も活用することができる。

- 25 日本銀行だけでなく、GPIFも40兆円程度の株式を保有しており、GPIFの保有株式の処分についても考えなければならない。

⁵⁶ 岩田一政・左三川郁子（2018）p.190より引用。

(2) GPIF のポートフォリオ運用政策の常態への復帰

GPIF については、運用ポートフォリオを国内債券 60%、国内株式 12%、外国債券 9%、外国株式 9%、そしてオルタナティブ資産 10%に変更する。

5 まず、GPIF はポートフォリオの国内債券の割合を国債市場の正常化を前提として 25%から 60%まで戻す。第 2 章で述べたように、GPIF は 2014 年度にポートフォリオの改正を行い、国内債券や外国資産の保有比率を下げて、国内株式の保有比率を高めたわけであるが、現状のままで GPIF が現在保有する株式の処分のためにポートフォリオを改定前に戻すと、かえって問題が発生する。国内債券の保有比率を高めると、マイナス金利の影響によって、GPIF が損失を被
10 ることになる。同時に、外国株式や外国債券は国内株式や国内債券と比較してリスクが高いため、外国資産の保有比率を高めることはできない。

そのため日本銀行の異次元金融緩和を解消し、国債購入をやめて、国債利回りを GPIF の運用目標に適う水準まで引き上げてから日本国債の運用を増加させることが考えられる。

15 また国内株式の運用割合は 12%とし、基本的な運用方針は ESG 株のパッシブ運用とする。ESG 株については、第 3 節で詳しく述べることとする。次に、外国債券、外国株式についてはその割合をそれぞれ 9%とする。最後に、オルタナティブ資産について、これは割合を 10%とする。オルタナティブ資産は、「伝統的資産とリスク・リターン属性が異なるため、分散投資の観点から投資の有
20 用性があるとの観点に立って GPIF において、現在の中期計画において、基本ポートフォリオの 5%を上限としてオルタナティブ資産への投資を行うこととされており、」⁵⁷ 平成 26 年度には厚労相の認可もなされている。

これまで、「投資信託や、ファンド・オブ・ファンズを通じた投資、LPS（リミテッド・パートナーシップ）における LP（有限責任組合員）を投資手法に追
25 加」⁵⁸ などを行ってきた。

現在、「オルタナティブ資産の積立金全体に占める割合は 0.35%」⁵⁹と小さいが、GPIF における運用体制の整備は進んでいる。「平成 26 年 4 月にオルタナテ

⁵⁷ 厚生労働省（2019）p. 11 より引用。

⁵⁸ 『同上』より引用。

⁵⁹ 厚生労働省（2019）p. 12 より引用。

ィブ投資を担当する独立した機関を設置し、専門性の向上を図るため、オルタナティブ投資及び運用リスク管理の専門人材の採用を推進している。」⁶⁰

オルタナティブ資産の持つ課題である透明性の確保については、投資の現況をインターネット等で公開やPDCAの徹底等が対策として考えられる。

5 このようにして、GPIFについても国内株式の保有比率を減らしていく。

日本銀行、GPIF共に株式を株価が下がらない形で、処分して、金融の正常化を図っていくことが我々の基本的スタンスである。

第3節 日本経済の軌道修正

10 これまで、日本企業の内部留保が増大した背景や要因、証券市場の歪みを明らかにしてきた。ここでは、日本経済をマクロの視点で捉えて、日本経済を活性化させるために、投資について見ていきたいと思う。

日本経済が活性化して、雇用も所得も増進させるには、投資も求められる。

15 しかし、第I章でも述べられたように、現在の日本企業は設備投資や在庫投資も含めて、国内投資が停滞している。

そのため、日本企業がリーマンショック級の損失にも耐えうる内部留保を国内投資に誘導することが求められる。また、ここでは日本企業がESG投資を推進できるようにしたい。

そのための方策をここで2つ挙げることにする。

20 1つ目は、第2節で述べた日本銀行保有のETFを上記の保有機構に組み込む銘柄として、ESG投資を行っている企業を優先することである。2つ目は、ESG投資への税制優遇の強化である。

この2つの政策を推し進めて、日本企業が内部留保をESG投資に活用するように誘導することが求められる。

25 GPIFもESG投資への取り組みを行っている。

「GPIFが、長期にわたって安定した収益を獲得するためには、投資先の個々の企業の価値が持続的に高まり、ひいては資本市場全体が持続的・安定的に成

⁶⁰ 2019年7月1日現在、オルタナティブ投資室18名の陣容となっている
『同上』より引用。

長することが重要である。そして、資本市場は長期で見ると環境問題や社会問題の影響から逃れられないので、こうした問題が資本市場に与える負の影響を減らすことが、投資リターンを持続的に追求するうえでは不可欠であると言える。ESGの要素に配慮した投資は長期的にリスク調整後のリターンを改善する効果があると期待できる。」⁶¹ という GPIF の運用方針に則り、GPIF が採用する ESG 指数の基準を満たした株式に投資することをより一層推進する。

ESG に関する GPIF の動きは既に始まっており、「国内外株式を対象とした ESG 指数の選定(2017 年度に 3 指数、2018 年度に 2 指数を選定)」⁶² を行い、この ESG 指数に基づくパッシブ運用を開始(2019 年度末時点で約 3.5 兆円)している。そして、ESG 投資によって内部留保を活用するにあたって、内需を促進するような投資、中小企業や地方に向けて投資を促進することが必要であろう。

図表 3-6 日本企業の業種・地域別売上高⁶³

(単位：%)

業種 [集計社数]	国内	海外	地域別			
			米州	欧州	アジア 大洋州	その他
製造業 [154]	40.6 (+0.7)	59.4 (△0.7)	26.7 (△0.3)	8.5 (△0.2)	19.3 (△0.0)	4.8 (△0.2)
輸送機械 [41]	39.6 (+0.9)	60.4 (△0.9)	29.5 (△0.5)	8.2 (△0.3)	17.6 (+0.1)	5.1 (△0.2)
機械・電気製品 [59]	38.0 (△0.5)	62.0 (+0.5)	19.0 (+0.4)	10.7 (+0.6)	28.2 (△0.5)	4.0 (+0.1)
産業用機械 [33]	36.2 (△0.8)	63.8 (+0.8)	22.1 (+0.4)	12.4 (+0.7)	25.8 (+0.1)	3.6 (△0.4)
電気機器 [23]	39.9 (+0.0)	60.1 (△0.0)	16.5 (+0.2)	9.3 (+0.3)	29.7 (△1.0)	4.6 (+0.5)
素材・素材加工品 [38]	49.5 (△0.2)	50.5 (+0.2)	11.9 (+0.2)	9.9 (+0.2)	25.8 (△0.4)	2.8 (+0.1)
非製造業 [28]	44.6 (△0.0)	55.4 (+0.0)	7.7 (+0.9)	6.3 (+0.9)	20.7 (△2.1)	20.7 (+0.4)

[注] ①製造業はアータベース SPEEDA 大分類の輸送機械、機械・電気製品、素材・素材加工品、医薬・バイオ、食料・生活用品から成る。非製造業は建設・不動産、小売、消費者サービス、外食・中食、広告・情報通信サービス、法人サービス、中間流通、金融、運輸サービス、資源・エネルギー。②産業用機械は、同中分類の産業用/生産用/業務用/重工業機械製造、その他産業用機械製造。電気機器は情報通信/民生用電子機器製造、半導体関連/その他電子部品・デバイス製造。③下段のカッコ内は2017年度(2018年度と同じ企業を集計)の売上高比率からの増減。④網掛けは前年度から比率が上昇した国・地域。
[資料] SPEEDA および各社決算資料などから作成

15

現在の日本企業は、第 I 章でも述べたように、海外への投資を増やしている

⁶¹ GPIF ホームページより引用。

⁶² 厚生労働省(2019) p. 8 より引用。

⁶³ JETRO ホームページより引用。

わけであるが、その結果として、日本企業の海外での売上高比率は6割に達しており、日本国内での売上高比率を上回っている。

業種別に見ても、製造業、非製造業ともに、国内の売上高よりも海外での売上高の比率の方が上回っている。この状態のままでは、海外の政治や経済情勢によって、大きく日本経済の状況が左右されることになるため、この外需依存体制からの脱却は必要不可欠である。

また、現存する日本企業の内、99%以上が中小企業である。それにもかかわらず、製造業での売上高の内、6割以上が5000社余りの大企業の売上高で構成されており、大企業と中小企業との間に大きな格差があることが考えられる。

さらに、現在の日本では、東京一極集中が起こっており、地方の疲弊が見られる。東京一極集中は現在も進んでおり、地方経済のさらなる停滞も予想される。そのため、地方経済の発展も早急に求められるだろう。

国内投資を活発化させて、内需促進、中小企業への投資、地方への投資を行うことで、日本経済全体をより良い方向へと導くことが求められる。

15

本章の提言

第1節において、内部留保を利用して、被雇用者への分配、配当性向の引き上げによる株主への分配について述べてきた。そして、配当性向の引き上げを引き上げることによって、公的機関による株式購入を行わなくても株価を維持させることが可能であり、第2節で、日本銀行の保有ETFの処分の方法について提言してきた。

また第3節では、内部留保を国内投資、特にESG投資に活用させるための方策やその効果について述べてきた。

現在の日本企業には、多額の内部留保が存在していることはこれまで何度も述べてきたが、この多額の内部留保を上手く活用することで、金融の正常化を実行でき、健全な株式市場を形成できる。また、国内投資を促進して、雇用や所得も増進させることができ、同時に、海外の国々に頼らない自律した日本経済を作っていくこともできる。

以上より、リスクに対応しながらラストリゾートとしての内部留保の活用によって、日本経済全体の活性化を図ることを提言したい。

30

むすびにかえて

本稿ではまず、日本企業は多額の内部留保を増大させ続けており、株式市場においても公的機関がプレゼンスを高めており、現在の株式市場は歪んでいることについて述べた。

5 第 I 章では、日本企業はこれまで、売上高は低迷していたものの、人件費抑制によるコストカットや在庫圧縮に伴い、収益は増加させており、増収とともに、投資を国内ではなく、海外へと向けている。さらに、資金調達では、内部留保を増大させている中で、借入金を減らしており、また、リーマンショック級の不況が起こっても、耐えるほどの内部留保を保有しているため、内部留保を活用できることを説明した。

10 第 II 章では、証券市場、特に株式市場に焦点をあて、日経平均株価と単純平均株価の数値の乖離を示しつつ、株価を形成する存在として日本銀行の ETF 買いと GPIF の株式購入に焦点を当て、公的機関が多額の株式を保有するリスクと歪みについて説明した。その中で、日本銀行の ETF の購入の目的は、リスクプレミアムの縮小であるが、この目的を果たすことすらもできていないことを指摘し、金融正常化のために、公的機関の株式購入を今すぐにでもやめるべきであると主張した。

20 第 III 章では、内部留保の活用方法として、賃金の底上げとシミュレーションを踏まえて配当性向の引き上げによって、株価は維持しうることを述べた。また、日本銀行が ETF の購入をやめて、同時に現在保有している ETF を処分させるために、銀行等保有株式取得機構の存在を挙げ、この機関に移して官製相場からの脱却を進めることを提案した。

25 さらに、国内投資の必要性についても述べ、ESG 投資を通して、外需依存体制、大企業中心、東京一極集中の構造から、内需、中小企業、地方を促進して日本経済全体の転換について言及した。

今後の日本経済発展のためには、大企業だけでなく、中小企業の成長・発展が不可欠であり、また、外需依存ではなく、国内での自立性を高めることも求められる。

30 株式市場においても、金融の正常化を図るために、公的機関の株式購入によって株価を維持するのではなく、企業が株主への分配を強化して、維持・形成

をしていくことが必要不可欠である。

そのためにも、これまでのように、企業が内部留保をため続けるのではなく、活用していくことが必要であると考える。

5

参考文献、URL

- ・ 早川英男 (2016)『金融政策の「誤解」』 慶応義塾大学出版会
- ・ 小栗崇資 (2016)「大企業は最高益－海外 M&A で再編・強化」 『経済』2016
10 年 2 月号 NO. 245 新日本出版社
- ・ 公益財団法人 日本証券経済研究所 (2018)『図説 日本の証券市場』
- ・ 岩田一政・左三川郁子 (2018)『金融正常化へのジレンマ』 日本経済研究センター
- ・ 小幡績 (2014)『GPIF 世界最大の機関投資家』 東洋経済新報社
- 15 ・ 岡村秀夫 (2018) 第 3 章「IPO とマイクロキャップ」 『変貌する金融と証券業』 証券経営研究会
- ・ 財務省ホームページ
<https://www.mof.go.jp/>
2019 年 10 月 3 日アクセス
- 20 ・ 財務省『法人企業統計』
<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm>
2019 年 10 月 16 日アクセス」
- ・ みずほ総合研究所 徳田秀信 (2015)「原油安・円安の波及効果の整理」
[https://www.mizuho-](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r150401japan1.pdf)
25 [ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r150401japan1.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r150401japan1.pdf)
2019 年 10 月 20 日アクセス
- ・ 大和総研 太田珠美 (2017)「公的機関の株式保有動向」
[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20170110_011575.html)
30 [mkt/asset/20170110_011575.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20170110_011575.html)
2019 年 10 月 10 日アクセス

・厚生労働省（2019） 「GPIFの次期中期目標等に関する議論の進め方について」

<https://www.mhlw.go.jp/content/12501000/000554819.pdf>

2019年10月21日アクセス

5 ・ジェトロホームページ

<https://www.jetro.go.jp/>

2019年10月20日アクセス

・YAHOO! JAPAN ファイナンス

<https://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/chart/?code=998407.0>

10 2019年10月21日アクセス

・日本取引所グループホームページ

<https://www.jpx.co.jp/>

2019年10月19日アクセス

・日経平均株価算出要綱

15 https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei_stock_average_guidebook_jp.pdf

2019年10月23日アクセス

・日本銀行ホームページ

<http://www.boj.or.jp/>

20 2019年10月16日アクセス

・日本銀行データベース

<https://www.stat-search.boj.or.jp/>

2019年10月17日アクセス

・年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ

25 <https://www.gpif.go.jp/>

2019年10月22日アクセス

・GPIF 2018年度業務概況書

https://www.gpif.go.jp/operation/annual2018_report_q4.pdf

2019年9月25日アクセス

30

- ・ 日経テレコン

<https://t21.nikkei.co.jp/g3/CMNDF11.do>

2019年10月23日アクセス

- ・ 日経 NEEDS-FinancialQUEST

5 http://finquest.nikkeidb.or.jp/ver2/ip_chuo/

2019年10月2日アクセス