

# 2019 年度 証券ゼミナール大会

5

## 第 6 テーマ

### 「増大する企業の内部留保と証券市場」

10

甲南大学 大塚ゼミ 北村班

15

北村 茉子      若林 健治      田中 未来  
堤 海斗      山畑 良太

20

2019 年 10 月

## <目次>

|    |                             |    |
|----|-----------------------------|----|
|    | はじめに .....                  | 3  |
|    | <第1章> 証券市場の現状 .....         | 4  |
|    | 第1節 「資金調達」と「資金運用」 .....     | 4  |
| 5  | 第2節 証券市場の役割 .....           | 6  |
|    | 第3節 取引所のあり方 .....           | 7  |
|    | 第4節 主な金融商品 .....            | 8  |
|    | 第5節 株主市場の現状 .....           | 9  |
|    | <第2章> 内部留保の現状 .....         | 10 |
| 10 | 第1節 内部留保率と営業利益の推移 .....     | 10 |
|    | 第2節 内部留保の推移 .....           | 10 |
|    | 第3節 海外比較 .....              | 19 |
|    | 第4節 内部留保額増加の影響 .....        | 22 |
|    | 第5節 まとめ .....               | 23 |
| 15 | <第3章> 内部留保が証券市場に与える影響 ..... | 25 |
|    | 第1節 企業の内部留保増加は問題か .....     | 25 |
|    | 第2節 配当政策 .....              | 25 |
|    | 第1項 配当政策に関するMM理論 .....      | 26 |
|    | 第2項 配当政策が投資政策に及ぼす影響 .....   | 27 |
| 20 | 第3項 非対称情報下の配当政策 .....       | 28 |
|    | 第3節 まとめ .....               | 29 |
|    | <第4章> コーポレートガバナンス .....     | 30 |
|    | 第1節 株主還元策 .....             | 30 |
|    | 第1項 コーポレートガバナンスとは .....     | 30 |
| 25 | 第2項 企業がとるべき株主還元策 .....      | 30 |
|    | 第3項 日本型コーポレートガバナンス .....    | 33 |
|    | 第4項 アメリカ型コーポレートガバナンス .....  | 33 |
|    | 第5項 まとめ .....               | 34 |
|    | 結論 .....                    | 34 |
| 30 | 参考文献 .....                  | 35 |

## はじめに

今回のテーマである増大する内部留保と証券市場について、内部留保の増大がどのような問題に繋がっているのかを研究した。内部留保が新規実物投資に向けられ、企業価値が上がり株主利益が上昇することが優良な流れではあるが、

- 5 内部留保がモラルハザードへ使われてる問題点などが挙げられる。本来、当期純利益は配当と内部留保へと使われるべきだが、内部留保は利益剰余金として割り当てられるため、内部留保が増大することで本当に株主側には利益があるのか。内部留保が増大することで ROA の低下はどうなるのか、などさまざまな意見や思考がある。
- 10 様々な観点から、証券市場の活性化を達成するための内部留保額や内部留保の利用方法を理想的な状態を設定してそのための方策を研究していきたいと思う。

## ＜第 1 章＞証券市場の現状

### ○証券市場とは

金融市場とは、貸し手である「資金余剰主体」と借り手である「資金不足主体」が資金の融通を行う場であり、仲介手段により「直接金融」と「間接金融」

- 5 の二つに分類される。資金を必要とする企業や国などが、銀行などの第三者を介入させずに、社債・株式・公債を発行して、必要な資金を証券市場を通じ直接貸し手から調達することを直接金融、企業や政府が必要な資金を、銀行などの金融機関からの借り入れで調達することを間接金融という。

10

### 第 1 節 「資金調達」と「資金運用」

- 15 証券市場は、経済活動の一つである「資金調達」と「資金運用」を行うために存在している。したがって、最初にそれらの意味とその機能について説明を行う。我々は、様々な経済活動を行って所得を得る。「資産運用」とは持っている資産、現金、不動産、株、債券などを管理・運用して、リターン・資産を増やすことである。このように将来における金銭的な見返りを期待して資金を
- 20 活用することである。身近なところでも「資産運用」をしている人は少なくないだろう。資産を増やすという意味では、定期預金や保険なども資産運用といえる。定期預金は少ないながらも、預金をする事で金利を受け取ることができるので、資産運用の一つである。一方、「資金運用」主体から資金を融通してもらうことを「資金調達」と呼ぶ。なお、「資金運用」主体と「資金調達」
- 25 主体を結び付けることには、様々な困難が伴う。最初に挙げられるのが、両者間の情報の非対称性である。つまり、お互いのことがわからなければ、資金を融通し合うことは難しい。次に両者の必要とする資金ニーズの違いがある。例えば、「資金運用」主体が安全な投資先を求めている一方、「資金調達」主体が一攫千金的なものばかりといった場合である。そして、最後に指摘されるのが換金性である。「資金運用」主体が即座に資金へと変えられることを望むの
- 30

に対して、「資金調達」主体が長期間の融通を受けたがっているかもしれない。  
このような困難さを緩和するために、証券および証券市場を利用した「資金運用」および「資金調達」は有効な手段なのである。

## 第 2 節 証券市場の役割

証券市場は、その機能の違いによって発行市場と流通市場に分類される。発行市場は、国や企業などの資金調達主体が証券を発行し、それを資金と引き換えに資金運用主体が購入する市場である。流通市場は、ある資金運用主体が保有する証券を他の資金運用主体に売却するための市場である。

それぞれの市場における具体的な取引方法は、市場や取り扱う証券の種類の違いによって様々である。発行市場の場合は、資金調達主体との間で売り出し価格などの発行条件の取り決めを行った上で、証券会社が資金運用主体に対して販売を行う。一方、株式の流通市場の場合は、売買注文を取引所に集中させた上で、定められたルールに従って取引を行うことが多い。債券の流通市場については、証券会社を通じて取引を成立させるのが一般的である。いずれの場合においても、取引を行うコストについて低減しやすい方法を経済的に選択していると思われる。発行市場と流通市場は、お互いに無関係なのではなく、密接な関係がある。誰から取得するかという違いや申し込みの手順など取引形態に違いはあるが、価格形成においては相互に関係している。発行市場がなければ、流通市場に出回る証券はなくなり、流通市場がなければ、投資家は購入した証券を安心して換金する手段がなくなるため、活発な株式や債券の発行が行われなくなる。同時に、2つの市場が上手く機能することで、様々な証券の価格が正常に形成され、取引が円滑に行われるようになる。

第 3 節 取引所のあり方

証券取引所は、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を、自ら開設する市場に集中させることにより、大量の需給を統合させ、株式等の市場流通性を高めるとともに公正な価格形成を図るという役割を担っている。我が国には、株式の売買を行う市場を持つ証券取引所が東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合した日本証券取引所・名古屋・福岡・札幌の四か所に存在している。なかでも東京証券取引所は、日本最大の証券取引所となっている。

図 1 取引所における売買株と上場会社数

| 取引所              | 売買高（千株）    | 上場会社数（社） |
|------------------|------------|----------|
| 第一部              | 28,196,119 | 2153     |
| 第二部              | 1,268,378  | 485      |
| マザーズ             | 993,390    | 299      |
| JASDAQ スタダード     | 974,202    | 673      |
| JASDAQ グロース      | 154,415    | 37       |
| Tokyo Pro Market | 82,900     | 32       |
| 合計               | 31,669,404 | 3679     |

出典：

売買高は 2019 年 9 月時点での累計値、上場会社数は 2018 年 10 月 8 日時点の累計値

図 1 から、日本における証券取引は東証第一が占めていることがわかる。

## 第4節 主な金融商品

### ① 債券

債券とは、国をはじめ、地方公共団体・政府関係機関・事業会社・金融機関などが、資金調達のためにお金を借りた証拠として、元本の返済や利子の支払いなどを約束して発行する証券のことを言う。公社債と呼ばれることもある。5 保有期間中は定期的に利息（利子）を受け取ることができ、満期（償還時）になると元本（額面金額）が戻ってくるのが基本的な仕組みである。ただし債券には信用リスクがあります。発行体が財政破綻や経営破綻に陥ると、元本が戻らない可能性がある。

### 10 ② 株式

株式とは、株式会社が資金調達のために、出資者（株主）に対して発行する証券のことである。原則として、株式会社が存続する限り払い戻されない。したがって、株式を換金する場合は、市場で売却する必要である。購入時より株15 価が値上がりしたタイミングで売却すれば値上がり益を得られる。しかし、発行した企業が倒産すれば株式は無価値になり、投資元本が失われる危険性があることには注意が必要である。メリットとして、株主総会に出席して会社の運営に参加できる議決権を得られることがある。また、株主優待制度のある企業の株主になれば、株主優待の特典を受けられる。

### ③ 投資信託

20 投資信託とは、多くの投資家から資金を集めて大きな資金とし、株式や債券などで運用する金融商品である。。投資した成果は投資家に帰属する。少額から投資が可能であり、多くの投資信託は1万円程度から購入を始めている。さらに、個人では多くの時間と知識が必要となる金融取引ですが、投資信託は、運用のプロであるファンドマネージャーが各ファンドの運用方針に従って投資25 判断から取引までを投資家に代わって行ってくれる。そして、運用の基本は分散投資だが、投資信託では商品の選択肢が豊富で、投資信託内でも複数の銘柄



で運用がなされているため、商品・銘柄、地域、通貨の分散が手軽に行える。  
さらに、投信積み立てを利用すれば、時間の分散も手軽に行える。

#### ④ 年金保険

- 年金・保険には、主に年金保険、終身保険がある。年金保険には、主に、
- 5 契約時に将来受け取る年金額が決まっている定額年金保険、運用実績に応じて将来受け取る年金額が変動する投資型年金保険がある。年金保険は、老後資金の準備として有効な選択肢の一つである

### 第5節 株主市場の現状

10

株式市場というと、企業が資金を調達する場だという印象が強いが、株式を  
売り出して資金を調達し、設備投資などに振り向けて将来の利益成長を目指す  
イメージである。しかし、自社の株式を買うということは、投資家が持っている  
株式を取得するために企業が現金を使うので、株主に現金を渡す「配当」と  
15 ほぼ同じ経済効果がある。

違いは、配当は株式を持っている投資家に株数に比例した現金を渡すのに対し  
て、自社株買いは市場で株式を売った投資家に現金を渡すことだ。配当の場  
合、株価は配当分だけ下がるが、自社株買いの場合、株価は配当落ちしない理  
屈だ。現金が欲しい株主だけ、保有株の一部を売れる。

20

企業が多額の現金を蓄えていると、倒産リスクが低下するが、自己資本の利  
用効率は悪くなる。現金を株主に返すと、倒産リスクが上昇する一方で、資本  
の利用効率が上がり、これまでの社債の持ち主や銀行の保有していた価値の一  
部が株主に移転するので、株価が上昇しやすい。

25

世界の株式市場で、自社株買いが増えている。その理由は、産業の中心が重厚  
長大からサービスや情報加工に移って、資金の設備投資などへの投資先が少  
なくなっていることがあるが、それ以上に、経営者が自社株のストック・オプ  
ションを持ち、自分自身の報酬を増やすために自社株買いに力を入れる傾向が強

まっている。株主による経営者の買収が成功しているのが、米国を中心とする世界の株式市場の現状である。

日本企業は米企業の後を追っている状況である。日本企業は手元資金が豊富なので、社債バブルは起きそうではない分、資本効率の改善が求められる。

5

## ＜第2章＞内部留保の現状

### 第1節 内部留保率と利益余剰金

- 10 内部留保とは、企業が得た利益の中から株主への配当金などに回さずに、会社内部に残した利益が蓄積したものをいう。貸借対照表では、内部留保とは表されずに純資産という位置付けで表される。そのことから、内部留保とは利益余剰金だと認識され、現金が停滞しているという誤解が起こっていることが指摘されている現状がある。内部留保は、現金だけを表すものではないので、単に
- 15 賃上げや設備投資にお金を回すというように考えても、内部留保は減るというわけではなく、むしろ株主の不満が溜まる懸念があるだろう。内部留保は株主の配当に回すこと、または投資に回すことで将来配当が高まるだろうということから株主への還元が好ましいのではないかと考える。したがって、内部留保とは単に利益余剰金といったように現金が余っている状態を示しているわけ
- 20 はないので、内部留保が増えるということが一概に正しいことではないだろうという前提で考えていく。

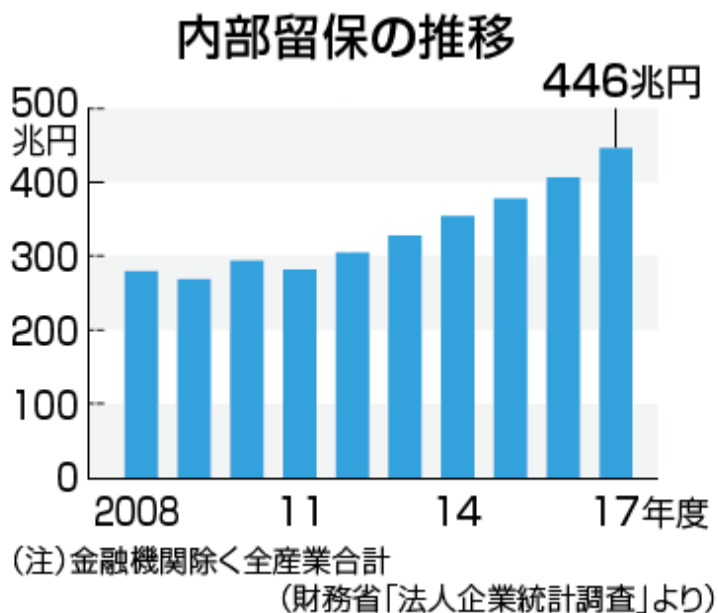
25

### 第2節 内部留保の推移

財務省が発表した法人企業統計調査によると、企業が利益から税金や配当を差し引いた上で積み立てた「内部留保」（金融機関を除く全産業）は、201

7年度末で446兆4844億円となった。（図表1）景気回復を背景に企業業績が好調なため、前年度末から9.9%増え、6年連続で過去最高を更新した。設備投資も増えたが、内部留保の伸びの方が大きく、さらなる設備投資や賃上げを求める声が強まるとみられる。

- 5 設備投資は前年度比5.8%増の45兆4475億円で、比較可能な01年度以降の最高を更新した。ただ、内部留保が増える割には設備投資の伸びが小さいとの指摘がある。



（図表1）

10

・時事ドットコム

[https://www.jiji.com/jc/graphics?p=ve\\_eco\\_company20180903j-05-w390](https://www.jiji.com/jc/graphics?p=ve_eco_company20180903j-05-w390)

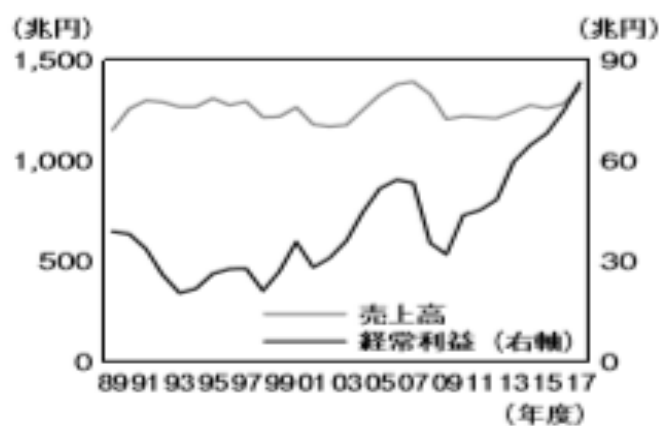
平成元年（1989年）以降の企業のバランスシート（貸借対照表）の長期推移について。

15

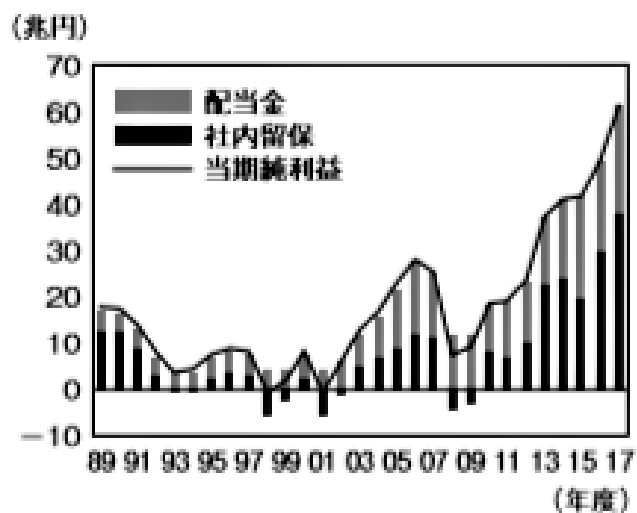
収益と内部留保

まず日本企業の売上高及び企業収益（経常利益）を確認してみると、売上高はほぼ横ばいで推移している一方、経常利益は近年増加傾向にあり、2013年度以降過去最高を更新し続けている。（図表1）

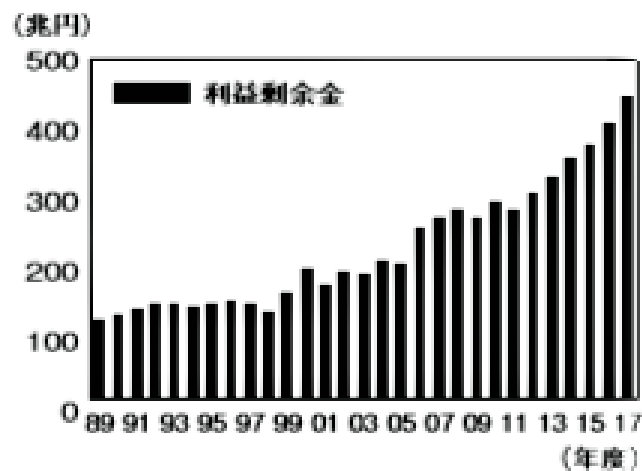
コーポレートガバナンス改革等を背景に企業が株主還元を積極化しているなかで、株主への配当金は足下増加トレンドにあるが、企業収益の範囲内となっていることから、企業の内部留保（貸借対照表の利益剰余金）も増加している。（図表2・3）



10 図表1 売上/利益の推移



図表 2 配当金の推移



5 図表 3 内部留保額の推移

出典：企業の財務構造の推移より筆者作成（図表 1 ～図表 3）

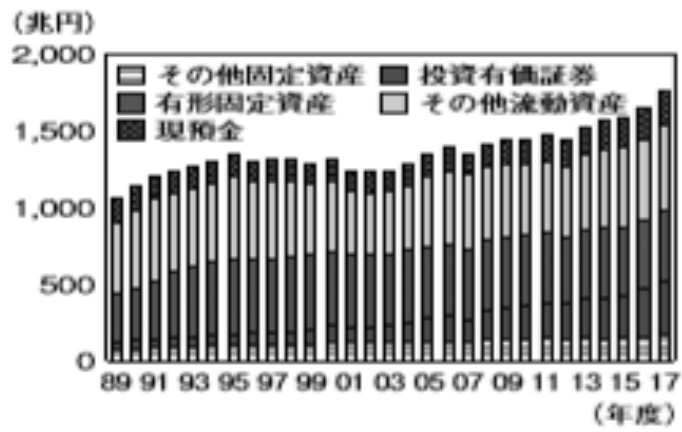
## 10 企業の財務構造の変遷

バランスシートの変遷を確認すると、まず資産側では 90 年代後半以降やや縮小傾向にあったが、2003 年度以降増加傾向にあり、特に現預金や投資有価証券が伸びている。

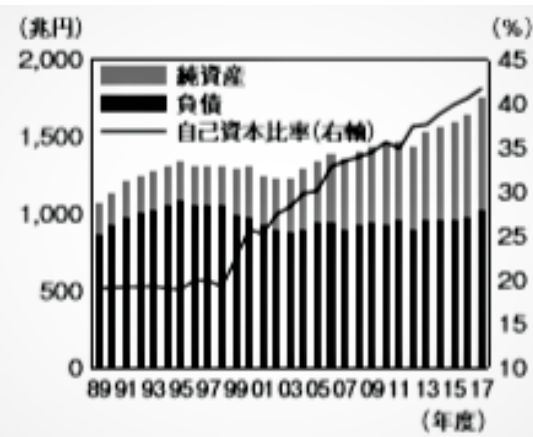
一方、総資産の拡大に対応する資金調達サイドから見ると、高水準の企業収益を背景とした内部留保の増加が資産の増加に大きく寄与していることが分かる。収益の蓄積が進んだことで自己資本比率は改善しており、企業の財務基盤が強化されていることが分かる。

借入残高の推移を詳しく確認してみると、総借入金額は 1995 年をピークに減少し 2000 年頃からほぼ横ばい。構成をみると、長期金利の低下等を背景に徐々に負債の長期化が進んでおり、長期借入金割合が上昇している。また、事情から得られるキャッシュフローの何倍の純借入（総借入金額から現預

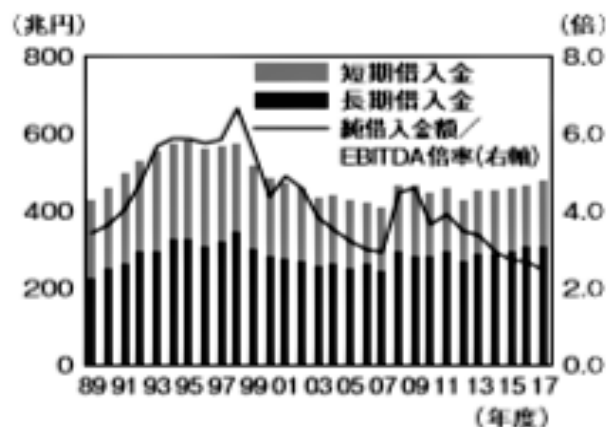
金額を除いた額）を行っているかを示す指標の一つである純借入金額／E B I  
T D A 倍率も、足下ピーク時の 1／3 程と大きく低下している。



図表 4 総資産の推移



図表 5 負債／純資産の推移



図表 6 借入残高の推移

出典：企業の財務構造の推移より筆者作成（図表 4 ～図表 6）

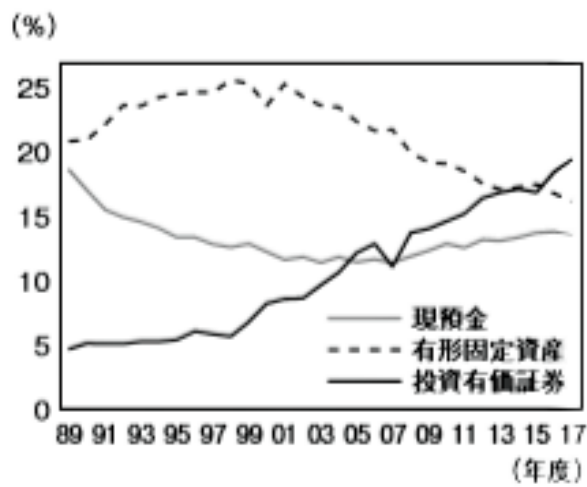
5

### 増加する投資有価証券

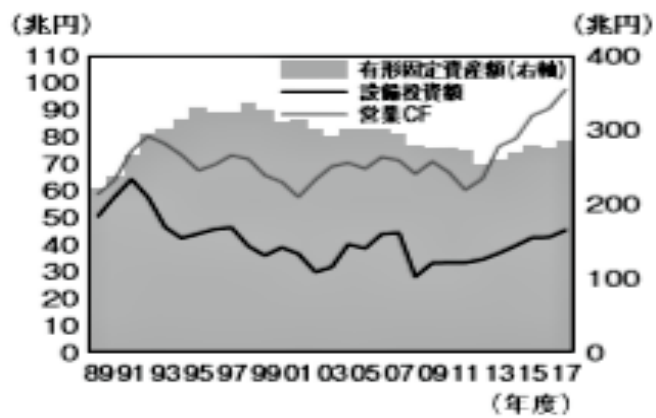
資産部分について主要資産の構成比の推移を確認すると、2000年頃から有価固定資産の割合が低下する一方、投資有価証券の比率が大きく上昇しており、国内での設備投資から海外関係者等を通じた海外事業への投資やM&Aへ資金を振り向けてきた傾向がうかがえる。（図表 7）

設備投資の動向をみると、キャッシュフローの伸びと比べると緩やかな伸びとなっているが、近年増加基調にあり、リーマン・ショック前の水準まで回復している。ストック面でも、1998年度以降有形固定資産は減少しており、設備投資を減価償却の範囲内に留めてきた傾向がうかがえるが、近年は増加に転じている。（図表 8）

投資有価証券の増加の一部に寄与していると考えられる M&A の金額の推移をみると、1990年代末頃から企業の M&A が活発化していることが分かる。内訳をみると、2000年代中頃から海外企業への M&A が拡大してきたことがうかがえる。（図表 9）

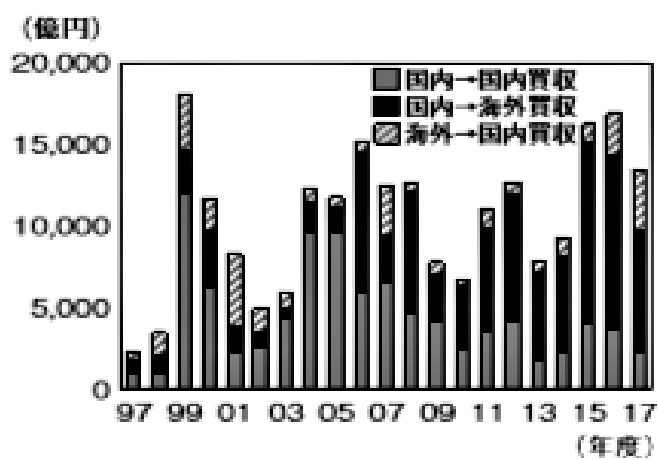


図表 7 総資産に占める資産割合



図表 8 設備投資/CF の推移

5



図表 9 M&A 金額の推移



出典：企業の財務構造の推移より筆者作成（図表 7 ～図表 9）

## 5 今後の展開

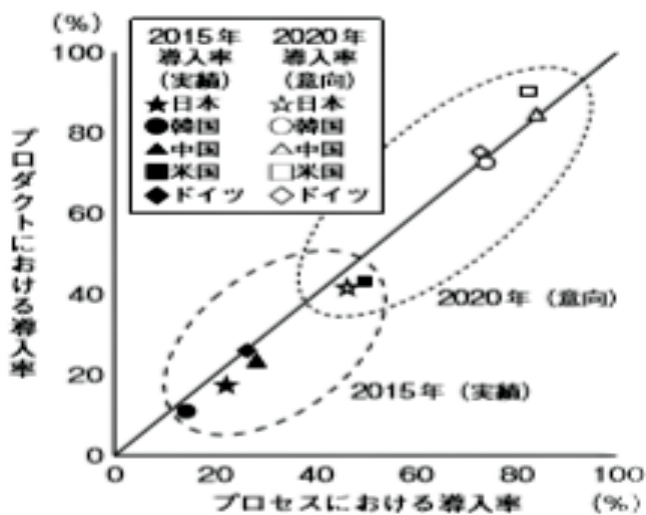
足下の設備投資拡大の背景の一部として、規模拡大を目指す M&A 等の成長投資のみならず、労働生産性の向上や人手不足解消に向け、AI や IoT 等の技術革新への投資が加速していることがあげられる。（図表 10） こうした動きは従業員を雑務から解放し、より生産性の高い、高度な知識を持つ業務へシフトさせることができ、労働者還元にもつながるであろう。

他国と比べて日本企業はいまだ IoT 等の導入率・導入志向が低く、米国や中国等導入を進める国々の企業に対し効率性を高め競争力を維持するためにも、今後 AI や IoT 等の積極的な導入が期待される。（図表 11）

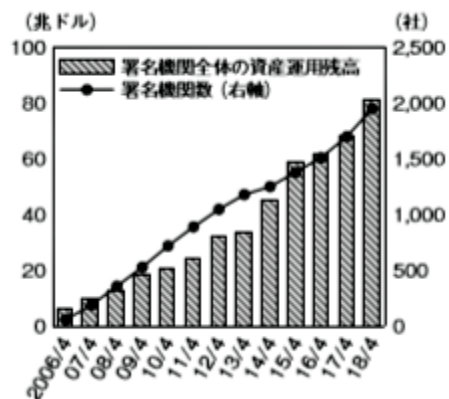
更に、海外投資家を発端として ESG 投資といった概念が注目を浴びている。（図表 12） 企業は利益を生み出すだけでなく、社会・環境において重要な役割を果たすことが求められており、今後、資金の使い道が高いリターンをもたらす投資にだけ向かうとは限らなくなり、新しい分析指数が必要になる時代も来るかもしれない。



図表 1 0 lot 投資の推移



5 図表 1 1 lot 導入の国際比較

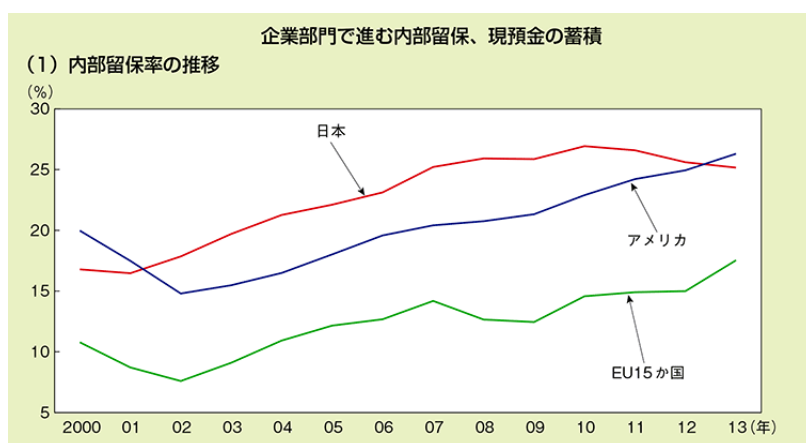


図表 1 2 PRI の署名機関数と資産運用残高の推移

出典：企業の財務構造の推移より筆者作成（図表 1 0 ～図表 1 2）

### 5 第 3 節 海外比較

内部留保と言うのは日本だけで増えているわけではなく、世界共通で増加していることがわかる。（図表 2）アメリカも EU もすべて右肩上がりが増えてい



（図表 2）平成 2 7 年度 年次経済財政報告 より引用

つまり日本だけで企業が内部保留を蓄積しているわけではなく、世界の流れというわけである。また日本の企業が儉約家ということでもない。

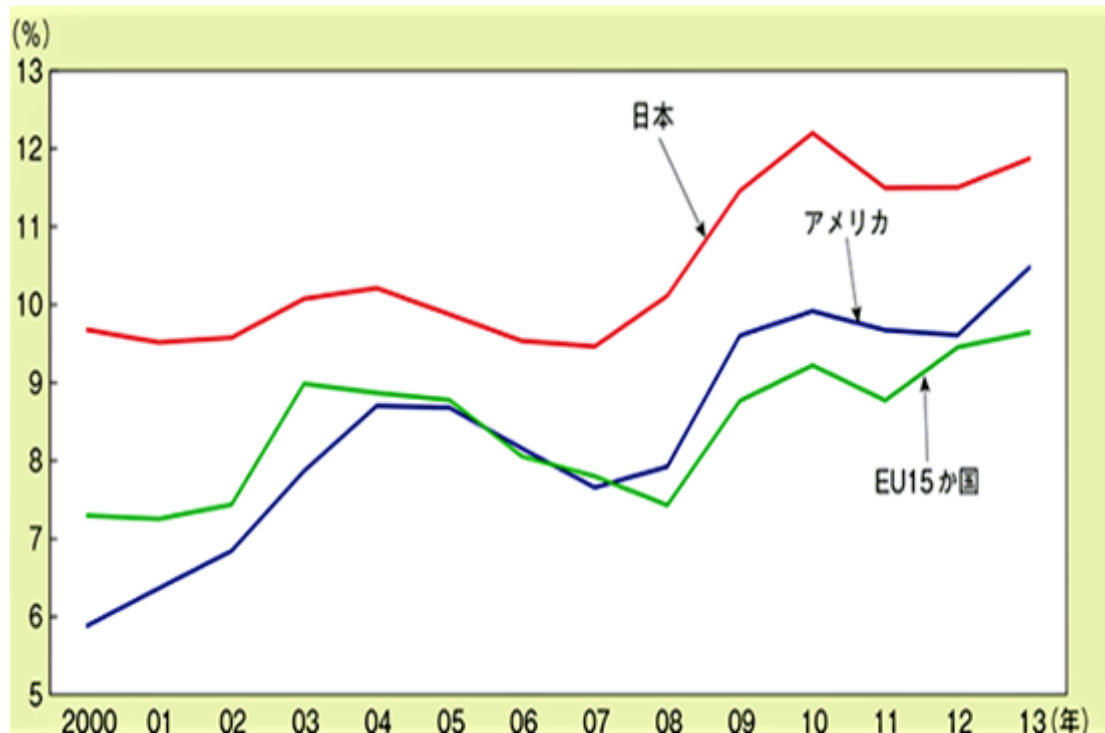
#### 日本は現金預金の割合が多い

日本の特徴として、内部保留の中でも現金預金の割合が多いという特徴がある。下記の図 1 で分かるように、現金預金の割合がアメリカ・EU と比較して多

率が増えたわけではなく、2000年頃から多く、過去から比率は高かったといえる。

5

図 1 現 預 金 比 率 の 推 移



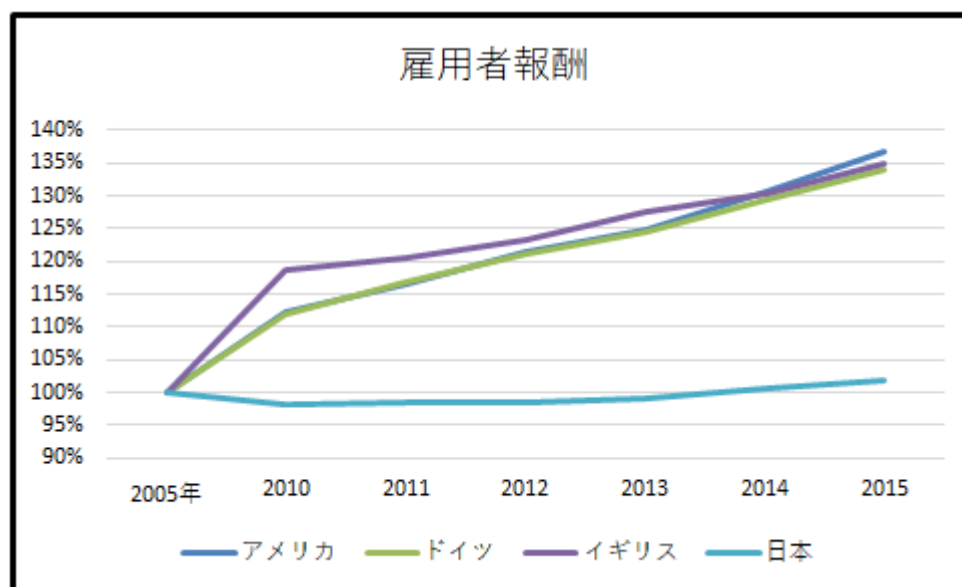
10

#### 15 賃金を上げる前に経済成長が必要

日本の労働者全員が一年に受け取る金額、雇用者報酬は2016年で約270兆円、400兆円あればおよそ1年半くらいの給与を一時的に手にはできるが、企業の貯めているお金を労働者に吐き出させたとしても、それが貯蓄に回

5 っでは意味がない。更に一時的なものだから、何度も労働者に配ることはできない。そこで賃金を上げる最適な方法としてそれが経済成長。下記の図 2 を見ると雇用者報酬は、日本は 2 0 0 5 年と比較して、ほとんど上がっていないが、それと比較してドイツ・イギリス・アメリカなどは雇用者報酬が 2 0 0 5 年と比較して 3 0 % 以上伸びている。2 0 0 5 年に年収 3 0 0 万円だった人が、2 0 1 5 年には年収 4 0 0 万円程度まで上がっている計算となる。

図 2 雇用者報酬

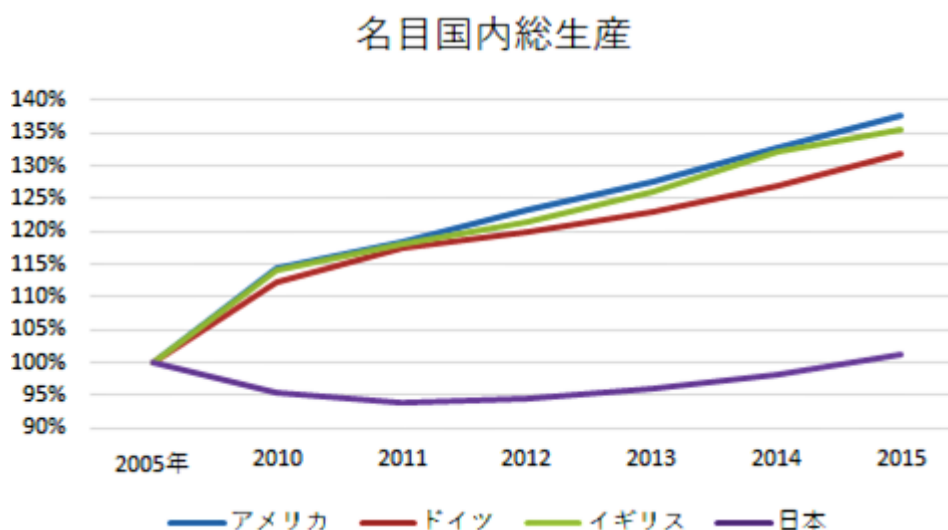


10

下記の図 3 をみると日本は経済成長していない。2 0 0 5 年を基準とした場合、経済が大きくなり、対する他国はおよそ 3 0 ~ 4 0 % 近い経済成長を成し遂げている。つまり、賃金を上げるなら経済成長をするしかない。

15

図 3 各目国内生産量



出典：企業の内部留保は世界中で増えている より引用

5

#### 第 4 節 内部留保額増加の影響

内部留保の増加を問題視する背景には、企業の現預金保有が増加する一方で、設備投資や人件費が伸び悩んでいることがあるようだ。しかし、設備投資や人件費の伸び悩みが問題になるとしても、例えば設備投資や人件費を大きく増やさず、生産性の向上などにより利益を増やせる企業は、優良企業として評価され得る。重要なのは、企業が現預金を有効に活用できているのか、手元資金の水準が適切であるか、という点だろう。現預金は現在ほとんど金利が付かず、保有しているだけでは収益を生み出せない状況にある。運転資金などある程度の現預金を保有することは必要だが、過剰に保有すると、相対的に収益を生まない資産を多く抱えることになる。

こうした内部留保の積み上げは ROE（株主資本利益率）を引き下げ、企業の株価にとってのマイナス要因となる可能性がある。たまた利益を企業が投資することによって利益の増加をもたらしているなら、問題はないのですが、内部留保の増大が利益増加に結びついていない場合は内部留保することで ROE が低

下してしまうわけである。日本の経営者の多くは、「内部留保として資金を積み立てていくことで健全性が保たれる」と思っているのですが、これによって ROE の低下（投資的価値の低下）をもたらす株価を下げてしまうわけである。

- 5 株価の下落は買収リスクの増大だけでなく、資金調達が必要になった時の資本コストの増大を意味し、確かにキャッシュを積み立てることは財務上の健全性にはつながるが、過剰なキャッシュポジションを投資家が評価することはないだろう。

## 10 第5節 まとめ

- 日本は内部留保の伸び率に対して設備投資や賃上げの伸びが低く伸び率増加を求める指摘がある。売上高は毎年ほぼ横ばいで推移している一方で経常利益は増加傾向にある。企業の財務構造の変遷は、資産側では増加傾向にあり、特に現金預金や投資有価証券が良い。一方で、資金調達側から見ると内部留保の増加が資産の増加に大きく寄与している。収益が蓄積されると自己資本比率は改善され、企業の財務基盤が強化されることがわかった。
- 15

投資有価証券の増加については、国内での設備投資から海外事業への投資や M&A へ資金を振り向けた傾向があり、海外企業への M&A が拡大してきた。

- 内部留保は海外と比較すると日本だけが増加したわけではなく世界共通で増加している。つまり世界の流れというわけである。また日本は現金預金が多く、海外と比較しても多い。
- 20

賃金を上げるための最適な方法は経済成長が必要なことがわかった。日本は経済成長しておらず、賃金を上げるために経済成長する最適な方法を見つけることがカギとなる。

- 25 内部留保増加の影響は、設備投資や人件費の問題に関わっており、ただ優良企業は、人件費や設備投資を増やさず、生産性の向上などで利益を増やせる企業である。重要なのは、現金預金を有効活用できているか、手元資金の水準が適切であるか、である。

内部留保の積み上げは ROE を引き下げ株価にとってマイナス要因となる可能性があり、内部留保の増加が利益増加に結び付いていない場合は、ROE が低下してしまう要因となる。内部留保として資金を積み立てることで健全性が保たれることはなく、それにより ROE が低下することで株価が下がる。

- 5 今後の展開として、他国と比べて日本はいまだ lot 等の導入率や志向が低く、海外との効率性を高め、競争率を維持するためにも、AI や lot 等の積極的な導入が期待され、ESG 投資も注目されており、社会や環境において重要な役割を果たすことを求められる。今後の資金の使い道が高いリターンをもたらすとは限らず、新しい分析指数が必要となるかもしれない。



### ＜第 3 章＞内部留保が証券市場に与える影響

#### 第 1 節 企業の内部留保増加は問題か

2017 年度の法人企業統計で、利益剰余金が 446 兆円と過去最高になったと報じられたが、企業の内部留保が増え続けている傾向は問題があるのか。最近、

5 企業の内部留保が増加している理由はアベノミクスによって企業収益が好調だからであり、企業が不調よりも好調のほうが良いに決まっており、これを問題という企業は、その企業収益が労働者に分配されていないということになる。労働者に分配されていなかったのは、長引くデフレで失業者が多く、賃金が上昇しなかったからである。賃金上昇にはまず、金融緩和によって失業者を減少

10 させる必要がある。賃金が上がらないと批判する人ほど、まず金融緩和というマクロ経済学の初歩すらわかっていないことに苦笑を禁じ得ない。アベノミクスで失業者は下限まで近づいてきたので、最近賃金も上昇し始めている。今のマクロ経済政策をさらに強化すれば、有価証券への投資が人への投資となり、賃金が本格的に上昇し始め、同時に企業環境が好調であれば、有価証券投資より

15 りも自社の設備投資のほうが収益が良くなるので、流れが転機するだろう。

このような意味では、内部留保の増加はことさら問題視する必要はなく、おのずと解決されるべき現象である。

#### 第 2 節 配当政策

20 配当政策とは、企業が稼得した純利益のうち、どれだけを配当金として株主に支払いどれだせを企業内部に留保して再投資の原資とするかについての意思決定のことである。

この政策は投資政策や資金調達政策と並ぶ代表的な財務政策の一つとみなされているが、その理由は内部資金調達の側面もあるなど、単なる剰余金の分配

25 政策にとどまらないからである。それに加えて、外部資金調達のための新株発行により不特定多数の外部株主に自社株が分散所有されている上場企業にとつ

て、自社の配当政策に対する外部の大株主の皆さん意向を無視することはできない。株主との利害対立を回避してうる配当方針を決定することも当然必要となる。

## 5 第1項 配当政策に関する MM 理論

配当政策が株主の利益にどのような影響を及ぼすかを考える出発点として、「投資計画が決まっており、資本構成も変えないとすれば、配当政策は株価に影響を与えない」という配当政策に関する MM 理論を説明する。

必要な資金を内部留保でまかなう場合、企業は、利益のうち、投資に必要な資金を内部留保にまわすので、その分、配当を少なくしなければならない。もし配当を増やすなら、内部留保は減るので、その分を何らかの形で外部資金により調達することになる。この際、資本構成が変化しないためには、負債ではなく株主資本での調達、すなわち増資でおこなうことになる。すなわち、企業がある投資計画（投資政策）を決めており、資本構成も変えないとすると、配当と内部留保の割合を決めること（配当政策）は、株主資本調達のうちの内部留保と増資の割合を決めることと同じである。

### ①配当金額を増やすという配当政策をとった場合

投資政策（投資計画）を変えないなら、投資に必要な資金は、新たに株式を発行する増資でまかなわなければならない。増資をすれば株式数が増える。投資により、将来のキャッシュフローが拡大し、企業価値すなわち株式時価総額は増加するが、株式数が増えているので、株式時価総額を株式数で割った株価はあまり上昇しない。したがって、キャピタルゲインは②のケースより少なくなる。つまり、株主にとって、配当は増えるがキャピタルゲインはあまり増えない。

### 25 ②配当金額を減らすという配当政策をとった場合

投資に必要な資金は、内部留保で十分まかなえるので、増資の必要はなくなり、株式数は変わらない。投資により、将来のキャッシュフローが拡大し、企業価値すなわち株式時価総額は増加するので、増加した株式時価総額を株式数で割った株価は、株式数が変わらない分、①のケースより上昇する。よって、

5 株主にとって、配当は減るが、より多くのキャピタルゲインの受け取りが可能となる。株主が受け取る報酬は、配当だけではなくキャピタルゲインも含まれる。①と②のケースを考えると、配当金額を増やすという配当政策をとっても、配当金額を減らすという配当政策をとっても、配当とキャピタルゲインの合計金額は変わらないということになる。したがって、株主の利益は、配当政策によって影響を受けないことになる。すなわち、現在の株価は、配当の大小

10 によっては変わらないという結論になる。以上の説明で、企業価値が増加するのは、プラスの正味現在価値をもつ投資を行ったからである。

## 第2項 配当政策が投資政策に及ぼす影響

前節で説明した配当政策に関するMM理論は、投資政策を含め、企業の実

15 の生産活動に違いがなければ、配当政策などの財務政策を変えても、企業価値を高めることはできないということを意味している。もしMM理論（の仮定）が成立せず、配当政策が異なる場合には企業の投資政策も異なる（投資計画が変わる）のであれば、配当政策は企業価値に大きな影響を及ぼすことになる。

(1)配当を押さえた方が望ましい場合ー内部資金の有利性 MM理論は、配当

20 を増やすことにより投資資金が不足したら、適正な株価で増資することより、投資資金を調達できることを仮定している。しかし、たとえば、増資などの外部資金調達コストが割高である場合に、配当を増やすという配当政策をとるために内部留保を減らすと、投資に必要な資金が不足してしまい、有利な投資を行えないという事態が発生する可能性がある。

25 (2)配当を高めた方が望ましい場合ーフリーキャッシュフローの株主への分配 企業が生み出したキャッシュフローのうち、企業内部でプラスの正味現在価値をもつすべての投資を実行するのに必要な資金を上回る資金を、フリーキ

キャッシュフローという。経営者が配当を抑えて内部資金を必要以上に蓄積し、それを採算に合わないような投資や資産の獲得に使えば、資本効率は低下し、非効率的経営におちいってしまう可能性がある。このような場合は、利益を配当してしまう方が望ましい。現実には、配当政策はこうした問題を考慮して

5 決定される。

### 第3項 非対称情報下の配当政策

#### ①株式のエージェンシーコスト

企業が外部資金を資本市場から導入して、それを利用した営業活動を行うとき、  
10 資本提供者と経営者の間には、いわゆるエージェンシー関係が成立していると考えることができる。経営者は資本市場から導入した外部資金の使用に関する意思決定軽減を委譲され、営業活動を行う。ここでの外部資金の代表的なものとして、株式、および社債を考えることができる。すなわち、そこには経営者と株主の間、および経営者と負債権者の間のエージェンシー関係が発生してい  
15 ることになる。

株主と経営者(エージェント)の間には様々な利害の不一致が発生する。例えば、株主が経営効率すなわち高い ROE を求めるのに対し、企業規模で報酬が決まる経営陣がいるとすると、経営陣は効率性よりも規模を重視して、非効率な事業拡大を繰り返すということが考えられる。社会においては、こうした所有者  
20 と実行者が存在するケースでは、それを防ぐ手立てとしてコスト(エージェンシーコスト)が発生している。

経営者は自己利益を追い求めたり、将来に備えるために蓄えたりすることがあるため、株主の意向である、企業価値の最大化に沿うような行動を取るとは限らない。経営者が自己の利益を追求する例として、過大な交際費を支出したり  
25 企業資産を私物化したりすることがある。このように、内部留保が増えることによって、株式発行が減少し、株式のエージェンシーコストが削減する。

#### ②フリーキャッシュフロー仮説

上記に述べた通り、経営者は余剰資金を必ずしも株主価値最大化のために用い

るとは限らず、拡大志向のために非効率な投資案件に過剰投資を行ったり、私  
的便益のために必要以上に福利厚生施設に支出を行う可能性がある。フリー  
キャッシュフロー仮説とは、そのような余剰資金を有する企業が、配当や自社  
株買いを通じてそれを株主に還元することによって、経営者と株主の利害対立  
5 に絡んだエージェンシー問題を回避することができるという議論である。

### ③シグナリング仮説

企業の情報は、株主よりも経営者の方が知っていると考えられる。このとき、  
企業の将来業績に関する情報を十分知らない株主が、増配や自社株買いを経営  
10 者の将来業績に対する自信の表明であると解釈すると、株価が上昇すると考え  
られる。これを、シグナリング仮説と呼ぶ。

株式市場において、経営者は配当を通じて将来利益に関する見通しを投資家に  
伝達している。将来の好業績に自信がある場合は増配をし、業績悪化が予想さ  
れる場合は減配をする。投資家はこのことを経験的に知っているため、配当を  
15 重要な情報として認識し、株価が変動する。増配アナウンスはさらに経営者の  
確信を伝えるため、過去リターンが高い企業で増配アナウンス後の株価の上昇  
は大きいことが示唆される。配当は、経営者と投資家の間に存在する情報の非  
対称性を緩和する役割を担っている。増配という経営者からのシグナルによっ  
て、市場が認識する株式価値が上昇したから株価が上昇すると考えられる

20

## 第3節 まとめ

まず内部留保の増加は問題であるかどうかを前置きとして MM 理論、エージェ  
ンシー理論、フリーキャッシュフロー仮説、シグナリング仮説に触れながら内  
25 部留保の使い道を考えてきた。第4章でも内部留保と株主還元策について述べ  
るが、内部留保を投資または株主への配当金として回すことで、どちらも株主  
の利益に変わり、証券市場の活性化につながるだろうと考える。投資や配当金  
の増加といったように、株主へ還元して証券市場を活性化することは企業にも  
プラスであり、経済の活性化にもつながるだろう。将来の投資機会や資金調達

計画を考慮した上で適切な配当政策を策定し、それを投資家に対して伝達していくことで情報の非対称性を解消するように努めることが最も重要である。

## ＜第4章＞コーポレートガバナンス

### 第1節 株主還元策

#### 5 第1項 コーポレートガバナンスとは

内部留保の効率的な利用方法として株主還元である配当政策の見直しを挙げたいと思う。そのためにも、コーポレートガバナンスの強化が必要だと考える。

10 コーポレートガバナンスとは、「企業統治」と訳されるが、「会社投資をしている株主に利益が得られるように企業が経営されているかを監視するという考え方」という意味をもつ。その一方でコーポレートガバナンスは、株主の利害関係だけに注目するのではなく、「従業員、顧客、取引先の金融機関などの株主を含むステーク・ホルダーそれぞれの利害関係を守りながら企業を運営するために、企業が効率的に運営されているかどうかを監視する仕組み」とい  
15 う意味で解釈されることもある。

そして、リスクとリターンの配分はどうなっているかといった企業経営をめぐる一連の合意事項である。リスクとリターンの問題に関しては、「配分の管理体制」のなかで、重要な要素である。

#### 第2項 企業がとるべき株主還元策

- 20 ① 総還元性向の上昇 株主還元には大きく分けて、配当と自社株買いがある。  
○ 配当

配当とは、企業が利益を出したときに、その一部を株主に還元することである。年に1度や2度など決められた時期に、現金を受け取ることができる。特別に大きな利益が出た年や、創立20周年など企業の記念の年には、普通の

配当とは別に特別配当や記念配当がある場合もある。一方で、業績が悪いなど企業の都合によって、配当が行われないこともある。

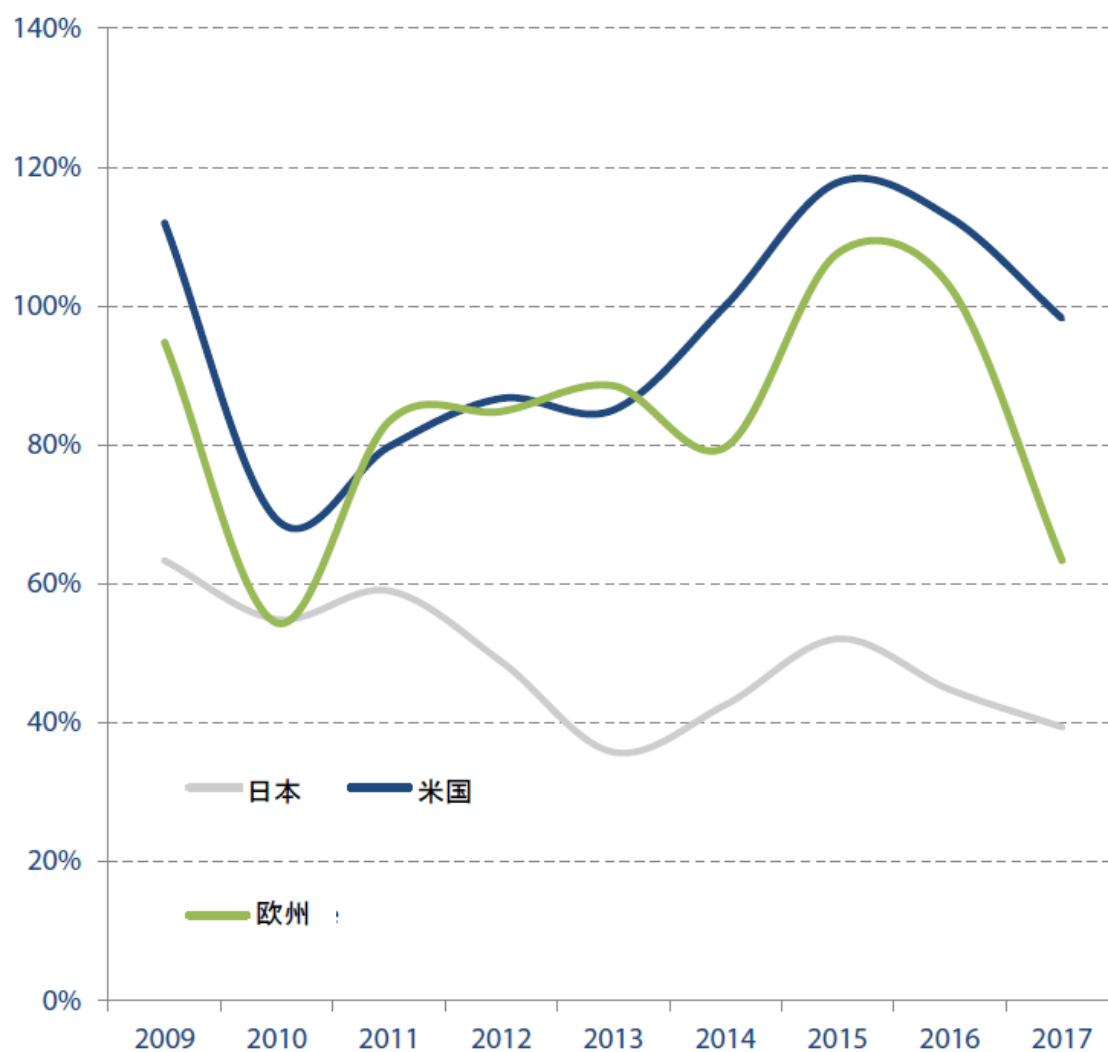
## ○ 自社株買い

- 5 自社株買いとは、企業が利益の一部を使って、自社の株式を買うことである。 買い取った株式を消却すると市場に流通する株式数が減るため、1株当たりの価値を高める効果がある。そうすると株価の上昇も期待できることから、自社株買いは株主還元になると考えられている。なお、企業が自社株買いをするときは、「自社の株価が安い」と考えている可能性がある。この動きを、経営陣が市場に「今が買い時ですよ」とメッセージを送っていると捉える人も
- 10 いるようだ。総還元性向を上昇する理由は、いくつかある。まず1つは、日本の慣例的に行われていた安定配当と異なり、業績にある程度連動した配当が行えるということである。安定配当は本来配当に回すべき残余利益が存在しなくても配当を出す可能性があるのに加え、収益性仮説に基づくと、営業外利益の増収にも反応して配当は出される傾向にある。企業の安定的な成長と
- 15 いう観点で見るとするのならば、企業に対し、不適切な配当は避けるべきである。総還元性向という指標は業績に連動するので、業績が低迷している時に過度な配当を出さずに企業経営を行えるのである。もう1つの理由は指標としての統一性である。配当性向に関しても似たことが言えるが、総還元性向として企業が打ち出すことにより、企業間の比較が用意になり、投資家としても投資対象の検討が行い易くなるというメリットが存在する。
- 20

## ② 株主優待制度の充実

- 株主優待とは、株式を発行している企業が自社の株式を一定数以上持つ株主に、自社の商品やサービスなどを贈ることである。企業の株を購入することは人気投票のようなものである。企業からすると株主優待は、自社に投票して
- 25 くれたことへの感謝の気持ちを表し、自社の情報を届ける良い機会になっている。現在の投資の新たな流れとして小額投資非課税制度(NISA)が証券業界で叫ばれている。新たな投資のプレーヤーをマーケットに入れることにより、株式

市場を活性化させようとしている。もちろん、この流れには先述したとおり株主優待の知名度の向上も手伝って、比較的順調にプレーヤーの数は推移しているように思われる。つまり、株主優待を NISA に適応する形で提供している企業は、個人株主の増加を促し、より健全な企業運営の形態に近づけることができる。また、証券マーケット全体からしても、より多くの新規参入者を市場に迎えることになり、市場の活性化が促される。



【図 1】日米欧の株主還元性向(配当および自社株買い)の推移

<https://www.nikkoam.com/institutional/articles/2018/06/where-are-we-with-corporate-governance-in-japan> より引用



### 第3項 日本型コーポレートガバナンス

- 5 日本型コーポレートガバナンスの特徴は、終身雇用制とあいまって「従業員主権」の色彩が濃いことがまず挙げられる。そして、経営者の任免が経営者自身によって行われることが多い。その他にも、経営者が社内から選ばれることが多いこと、株主以外のステーク・ホルダー、特に取引先や銀行（中でもメインバンク）が経営に対する発言権を持つことが多いこと、株主の持ち合いが行われ、株式の分散化が抑えられてきたために、特定の大株主の意向が経営に大きく反映されることが挙げられる。
- 10

### 第4項 アメリカ型コーポレートガバナンス

- アメリカ型コーポレートガバナンスの特徴は、株主至上主義であり、株主の利益を代表する取締役会が経営者を選ぶこと。そして、経営者が外部から招聘されるケースが比較的多いこと、株主の利益を代表する取締役会と企業の執行部門の分離が明確であることが挙げられる。日米いずれも企業行動の正当性を問うことが目的として始まったが、今日いずれの国も企業行動の効率性を高めることが主要な目的となっているといえる。また、コーポレートガバナンスの主体は各国によって様々である。。日本は平時には経営者による自己統治、有事はメインバンクによる債権者主権に基づくコーポレートガバナンスであり、アメリカは伝統的に株主主権のもとに展開され、ドイツではユニバーサルバンクが株主と債権者の二面性を持って平時、有事共にコーポレートガバナンスを展開してきた。しかし近年、外国人株主の増加によって各国とも企業の構造が変化し、このような主権関係は変化しつつあると考えられる。
- 15
- 20

## 第5項 まとめ

内部留保の効率的な利用方法として株主還元である配当政策の見直しのためにも、コーポレートガバナンスの強化が必要であり、経営者による自己統治、有事はメインバンクによる債権者主権に基づく日本型コーポレートガバナンスや伝統的に株主主権のもとに展開されるアメリカ型コーポレートガバナンスがある。配当政策としては企業が利益を出したときに、その一部を株主に還元する配当や、企業が利益の一部を使って、自社の株式を買う自社株買いがある。そして株式を発行している企業が自社の株式を一定数以上持つ株主に、自社の商品やサービスなどを贈る株主優待がある。

## 結論

様々な研究考察の結果、内部留保の増大はROA（収益性）を低下させ、なおかつ将来配当の低下をもたらす。そのため株価の低下に繋がることがわかった。また、内部留保の増大は企業の安定性に繋がりそれにより流動比率が上昇、負債金利を低下させ、資本コストを減らすことで企業価値が上昇することもわかった。しかし、このような方法を活用する企業が果たしてどれくらいあるのかといわれるとそう多くはなく、モラルハザードにより利益が低迷する企業が多数見受けられることもわかった。そのようなことを防ぐためにも、ガバナンスの強化で市場の悪化やフリーキャッシュフロー仮設などを新しく企業内での制度が必要などではと考えた。株主にとって内部留保と配当は無差別なものなので、株主側としても企業との取引の際には、十分な企業研究と知識が必要であるという考えにも至った。

企業側も株主側にもより良い利益を得るためには、それぞれの企業との取引やそれに対しての知識、エージェントの強化などさまざまなことが言えるが、まずは両者がどのようにすれば最適な取引ができるかを研究してから実践する

ことで互いの最適な方法での利益を得れるのではないかという結論に至った。

## 参考文献

- 5 グラフィック経営財務 境 睦・落合考彦

経営財務論 ――不確実性、エージェンシー・コスト および日本的経営――  
三訂版 小山明宏 著 創成社

- 10 日本のコーポレートガバナンスの現状

<https://www.nikkoam.com/institutional/articles/2018/06/where-are-we-with-corporate-governance-in-japan>

日本取引所グループ

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

内部留保をわかっていない人に教えた超基本  
<https://toyokeizai.net/articles/-/193444>

- 20 コーポレート・ガバナンス

<https://bizhint.jp/keyword/160040>

内部留保を溜めて株価が上がらない日本企業

<https://wedge.ismedia.jp/articles/-/2409>

- 25

企業の財務構造の長期推移

[https://www.mof.go.jp/public\\_relations/finance/201901/201901k.pdf#search=%27%E4%BC%81%E6%A5%AD%E3%81%AE%E8%B2%A1%E5%8B%99%E6%A7%8B%E9%80%A0%E3%81%A8%E9%95%B7%E6%9C%9F%E6%8E%A8%E7%A7%BB%27](https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/201901/201901k.pdf#search=%27%E4%BC%81%E6%A5%AD%E3%81%AE%E8%B2%A1%E5%8B%99%E6%A7%8B%E9%80%A0%E3%81%A8%E9%95%B7%E6%9C%9F%E6%8E%A8%E7%A7%BB%27)

5

企業の内部留保は世界中で増えている

[agora-web.jp/archives/2028095-2.htm](http://agora-web.jp/archives/2028095-2.htm)

エージェンシーコストとは 依頼人と請負人に生じる利益相反

10 [https://www.nsspirit-cashf2.com/career\\_article](https://www.nsspirit-cashf2.com/career_article)

内部留保問題の解

[https://manabow.com/sl/result/18/pdf/18\\_07.pdf](https://manabow.com/sl/result/18/pdf/18_07.pdf)

15 配当のシグナリング仮説に関する実証研究：藤月会論集  
第24号

[https://repository.kulib.kyoto-](https://repository.kulib.kyoto-u.ac.jp/dspace/bitstream/2433/195993/1/zemi2015.pdf)

[u.ac.jp/dspace/bitstream/2433/195993/1/zemi2015.pdf](https://repository.kulib.kyoto-u.ac.jp/dspace/bitstream/2433/195993/1/zemi2015.pdf)