

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



立教大学 池田ゼミナール 塚越班

## 目次

|                           |    |
|---------------------------|----|
| はじめに .....                | 3  |
| 第一章 内部留保の定義と背景 .....      | 4  |
| 第一節 本論における内部留保の定義 .....   | 4  |
| 第二節 内部留保の各項目の説明 .....     | 5  |
| 第一項 利益剰余金 .....           | 5  |
| 第二項 資本剰余金 .....           | 6  |
| 第三項 引当金 .....             | 7  |
| 第四項 自己株式 .....            | 7  |
| 第五項 土地や有価証券の評価差額 .....    | 7  |
| 第三節 内部留保顕在化の経緯 .....      | 8  |
| 第四節 法人税と内部留保の関係性 .....    | 10 |
| 第五節 内部留保がもたらす社会的影響 .....  | 10 |
| 第二章 日本企業における内部留保の現状 ..... | 11 |
| 第一節 財閥解体からの歴史 .....       | 11 |
| 第二節 内部留保の分析 .....         | 12 |
| 第一項 総資本及び資産構成の推移 .....    | 12 |
| 第二項 実質内部留保分析 .....        | 13 |
| 第三項 企業規模別内部留保分析 .....     | 14 |
| 第四項 業界分析 .....            | 17 |
| 第三章 海外比較 .....            | 17 |
| 第四章 理想的な状態・あるべき姿 .....    | 19 |
| 第一節 リスク管理 .....           | 19 |
| 第二節 資金調達 .....            | 21 |
| 第三節 株主還元 .....            | 25 |
| 第五章 提案 .....              | 28 |
| 第一節 投資有価証券の保有割合に関して ..... | 28 |
| 第二節 税制面に関して .....         | 29 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 第一項 研究開発費についての優遇 .....         | 30 |
| 第二項 配当金増額を条件とした法人税に関する優遇 ..... | 33 |
| おわりに .....                     | 36 |
| 参考文献 .....                     | 37 |

## はじめに

近年、企業が溜め込む内部留保は増大している。財務省の「法人企業調査」によると、日本企業の内部留保額は 2017 年末に 446 兆 4844 億円にのぼり、6 年連続で過去最高額を記録している。この急激な増加は、企業のリスク管理の  
5 観点から生じているが、その結果日本経済、そして証券市場への悪影響をももたらしている。

日本経済への悪影響としては、企業が内部留保を資金調達手段として利用することで銀行への借り入れ需要が極めて低くなること、そして設備投資額の増加額が内部留保の増価額に追いついていないことが原因として挙げられる。それによりお金が市場に回らなくなることで日本銀行の金融政策や政府の経済政策に悪影響をもたらしているのである。  
10

また、企業内部に資金が蓄積することで同様に証券市場にも資金の循環が生まれずに、悪影響をもたらす。

しかし、前述したように企業はバブル経済の崩壊やリーマンショックによる損害を踏まえてリスクを回避するようになったため、一概に全て市場に回すべきであるとは限らない。そこで、必要以上に溜め込まれている内部留保を利用することで、株主・企業・政府にとって理想的な内部留保の活用方法について検討していく。  
15

本論の構成は以下のとおりである。第一章では本論において取り扱う内部留保の定義を決め、内部留保がもたらす社会的影響に言及する。第二章では内部留保の分析を企業規模や業界の範囲で詳しく調査する。第三章では海外比較としてアメリカを例に出し、日本との比較を行う。第四章ではリスク管理、資金調達、株主還元の三つの観点から内部留保の理想的な状態について検討する。第五章ではこれまでの章の内容を踏まえ、企業の内部留保を適切な状態に設定  
20  
25 するための方策を示す。

## 第一章 内部留保の定義と背景

この章では、本論で扱う内部留保について定義づけしていく。また、内部留保が問題視されるようになった経緯についても触れていく。

### 5 第一節 本論における内部留保の定義

内部留保とは、企業が資本増殖を図り、企業間競争の中で資本蓄積を行っていることを会計学的に示したもので、企業が得た利益のうち社外流出させずに社内留保した分である。資本蓄積とは、剰余価値を再び資本として用いることを指し、企業が獲得した利益を社内に蓄積することである。資本蓄積を会計学的に示したものはあるものの、会計用語として内部留保という言葉は存在せず、内部留保について議論する際に、その定義が曖昧になっている。本論では「内部留保の研究」(小栗、谷江、山口、2015)を参考に、この社内留保金を大きく二つに分解して考える。社内留保金は、企業の会計上公表されている狭義の公表内部留保と、会計上からは一見して捉えることが難しい、広義の実質内部留保に分類される。

狭義の公表内部留保においては、企業が実現した利益の中から利益分配後に企業内部に蓄積されたものを指す。貸借対照表における純資産のうち、利益剰余金、利益準備金、その他の利益準備金が公表内部留保である。

広義の実質内部留保においては、隠れた利益の蓄積を含んだ社内留保金を指す。これらは資本剰余金と大きく括ることができ、資本の増加に伴い発生する資本準備金と、その他の資本剰余金に分類される。加えて、長期負債性引当金や自己株式なども含まれる。また、資金性のない評価性利益留保として、土地や有価証券の評価差額も広義の内部留保として扱うことができる。なお、特別法上の引当金・準備金における利益留保に関しては、特定の業界・業種の企業でしか問題視することができないため、本論で扱う内部留保の範囲から除外する。

さらに、より広義の実質内部留保には資金の内部留保として扱われる減価償却累計額や減損損失累計額が含まれるが、「内部留保の研究」(小栗、谷江、山口、2015)同様にデータの収集が困難であることを理由に本論においてはこれら二点の項目に関しては考慮しない。

よって、本論で定める内部留保の範囲は以下の表のようになる。

|           |                                                                                        |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 広義の実質内部留保 | 狭義の公表内部留保<br>○利益剰余金<br>・利益準備金<br>・その他利益剰余金<br>積立金<br>繰越利益剰余金                           |
|           | ○資本剰余金<br>・資本準備金<br>・その他資本剰余金<br>○引当金<br>・貸倒引当金<br>・長期負債性引当金<br>○自己株式<br>○土地や有価証券の評価差額 |

## 5 第二節 内部留保の各項目の説明

先の第一節において本論における内部留保の範囲を決定したが、ここでは各項目について詳しく触れていく。

### 第一項 利益剰余金

- 10 利益剰余金は損益取引によって生じる剰余金であり、利益を源泉とする。利益剰余金は「利益準備金」と「その他利益剰余金」で構成されている。その他利益剰余金には、任意積立金と繰越利益剰余金がある。

- 利益準備金は会社法によって積立が義務付けられている、法定準備金である。配当金として株主に還元する際に、財務基盤強化を目的として、配当金額の 10  
15 分の 1 を積み立てなくてはならない。

その他利益剰余金のうち、任意積立金は株主総会の決議に基づき、任意に積み立てられた利益留保のことを指す。具体的には海外投資等損失準備金、技術研究積立金、配当平均積立金、災害損失積立金などの特定の目的がある目的積立金と、特定の目的のない無目的積立金は別途積立金を例に挙げることができる。

これらの積立の後に繰越利益剰余金が計上されていく。未処分の利益は全てここに計上され、来期に持ち越される。

## 第二項 資本剰余金

10 資本剰余金は資本取引から生じる剰余金のことを指し、「資本準備金」と「その他資本剰余金」に分類される。

資本準備金は企業の財務活動を通して証券市場から獲得した法定準備金であり、プレミアムの利益部分を積み立てたものである。主なものに株式払込剰余金、合併差益、株式交換差益などが挙げられる。株式払込剰余金が資本準備金  
15 の中でも大部分を占めている。これは株式によって株主から得た資金の中で資本金に組み入れなかった部分を指す。株式発行による財務活動を通じて獲得した実質的な利益であり、資本化したものにあたるため、株主が権利行使できない部分になる。新会社法において、配当原資として資本準備金の利用が認められたことから資本準備金は制度的に認められた利益の留保と考えることができる。  
20

その他資本剰余金では資本金及び資本準備金減少差益、自己株式処分差益などが主な項目として挙げられる。資本金及び資本準備金減少差益は資本準備金の取り崩しによって生じる剰余金のことを指している。自己株式処分差益は自己株式の売買差益のことを指す。

25 資本準備金と利益剰余金の合計額が資本金の4分の1を超えた場合、資本準備金の取り崩しが可能となったため、利益留保と同様の性質を持つ。資本と利益の区別をつけることが非常に難しくなっている。

### 第三項 引当金

引当金は、将来発生する可能性のある費用や、損失に備えるための準備金である。内部留保と考えられる引当金は貸倒引当金と長期負債性引当金が挙げられる。

- 5 貸倒引当金は売上債権、貸付金などの債権のうちから資産を評価し、貸し倒れになるとの予測に基づき一定の割合を計上することで設定される引当金のことを指す。費用計上時には貸し倒れは発生していない上に実際に貸し倒れが発生するのは設定額の一部にすぎないことが多いため、流動性の有無に関わらず、あくまでも見積もりによって生じる利益留保であると考えられる。
- 10 長期負債性引当金には製品保証引当金や返品調整引当金、退職給付引当金などが挙げられる。当該引当金においても、設定額に対しての実際の利用額が一部にすぎない上に、将来発生する可能性がある費用としての計上をしている性質上、支出時期や支出額における不確定要素も強く、利益の内部留保にあたる可以考虑することができる。

15

### 第四項 自己株式

- 自社による自己株式の取得も、余裕資金によって購入されたものであると考えられるため、姿を変えた内部資金であると捉えることができる。自己株式の売買によって生じる自己株式処分差益はその他資本剰余金に振り替えられ、配
- 20 当原資にも転化できる。ただし、売買によって処分差損が生じた場合はその他利益剰余金からの補填が行われるため、このような場合においては内部留保の取り崩しが行われたと判断できることは留意しておきたい。

### 第五項 土地や有価証券の評価差額

- 25 土地や有価証券には資産の含み益を大きく含んでいるため、その一部に時価評価が適用される。売却を行った際に評価差益を換金できるため、内部留保として扱うことができると考えられる。

- 土地再評価法に基づいて計上される土地再評価差額金は、事業用土地の時価評価によって帳簿価額を改定することによって求められる。純資産の部に計上
- 30 することになっている。



有価証券は金融資産であるが、売買目的有価証券、その他有価証券においては時価評価の適用対象となるため、これらの時価評価により生じた評価損益は有価証券評価損益として計上される。満期保有目的債券や子会社及び関連会社株式は原価評価で行われる。時価評価によって生じる、その他有価証券評価差額金は純資産の部に計上される。

土地再評価差額金やその他有価証券評価差額金における、評価換金差額等では含み益と共に計上が可能となるため、内部留保であると判断できる。ただし、自己株式同様に差額がマイナスになった場合においては内部留保を取り崩した判断ができることは留意しておきたい。

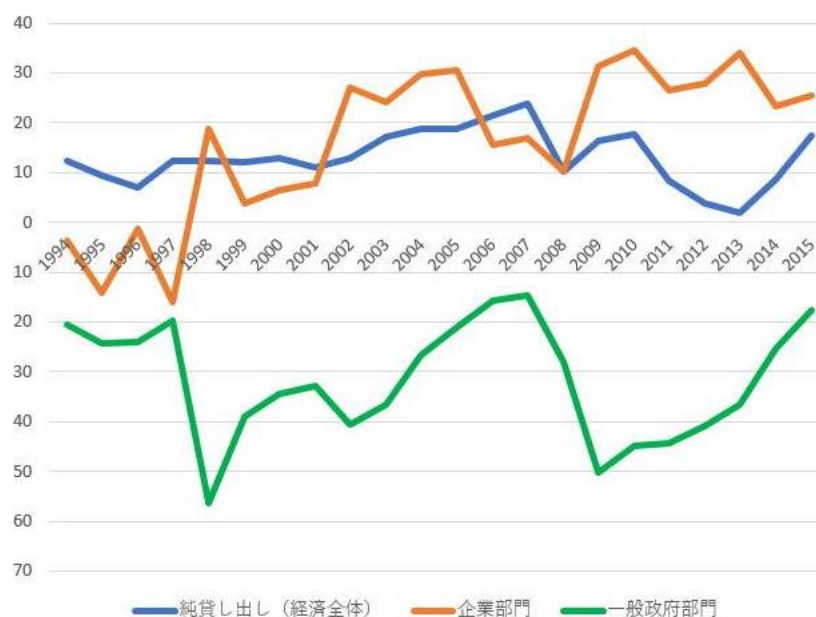
### 第三節 内部留保顕在化の経緯

内部留保が注目された一つの事実としては 2016 年度の「内部留保」が初めて 400 兆円を超えたことが財務省の発表により明らかになったことである。内部留保である利益剰余金の多くは設備などの実物資産に転換されて保有されているべきであるが、内部留保の増加幅に対して設備投資額の増加が追いついていない現状がある。

また、下図のように内閣府による「制度部門別の純貸し出し（兆円）」から、1997 年までは 16 兆円の借り入れ超過であったことがわかる。それが 1998 年には 18 兆円以上の貸し出し超過に転じたのは、1997 年末からの金融危機が関係している。この金融危機では、銀行が融資を打ち切ったために、企業が自己資本を極端に増やしたことが原因であると考えられるのである。

さらに、その後は不良債権の処理が終わり、貯蓄超過が減る一方で、2008 年のリーマンショックを機に再び増えていき、現在に至っているのである。

図 1－1：制度部門別純貸し出し（兆円）



出所：内閣府

- ところで、この貯蓄超過には、人口の減少や生産性の低下、さらには新興国の追い上げなどが密接に関わっているが、企業が金を借りずに貯蓄しているため、企業の成長が現れないのは納得のいくことである。

つまり、アベノミクスで日銀がどれだけマネタリーベースを増やしていても企業は余ったお金を投資せず、銀行に預け、銀行は国債を買っているという状況なのである。

- また、この内部留保を問題視することにより、個別資本（企業）の資本蓄積のありのままの実態を明らかにすることができる。企業が過剰な内部留保をすることは危険であり、リストラによる人件費の大幅な削減が労働分配率を下落する中で内部留保は急増するなどによる利益分配の不公平さを明らかにする必要がある。

- 内部留保の実態としては、自動車メーカーにおける内部留保の増大が一つあげられる。2008年の秋以降、トヨタ自動車やソニーなど日本を代表する製造業は、大幅に人員を減らしたり、賃金をカットしていった一方で、財務基盤を強化したり、配当を重視し続けているのである。その後2009年3月期決算では赤字の企業が相次ぐ中、利益から配当金などを引いた内部留保の合計額は増大する一方で、過去の好景気による利益が、人件費に回されることなく企業内部に

溜め込まれてしまっているのである。こうした事実からも明らかである通り、企業はお金を溜め込む傾向にあり、成長するには程遠いことになってしまっているのである。

#### 5 第四節 法人税と内部留保の関係性

法人税の減税は日本における内部留保を増加させた要因の一つとして考えることができる。日本における法人税率は1984年における43.3%から1990年37.5%、1998年34.5%、1999年30.0%、2012年25.5%、2015年23.9%と低下の一途を辿っている。

- 10 近年の世界各国の傾向から見ると、法人税は引き下げの傾向が見られる。法人税の減税によって国内外からの国内への投資需要を高め、経済の活性化が期待できる。実際に考えられるメリットとしては純利益の増加による企業立地、企業競争による事業高度化、労働者賃金や人材開発費への投資、国内企業の海外移転による産業空洞化の防止、海外企業から国内への投資の拡大などが挙げ
- 15 られる。

- しかしながら国内においてはこのようなメリットが享受されず、減税分のお金が内部留保に充てられていることが考えられる。長期的に考えれば内部留保が設備投資の増強や研究開発費等の拡大によって株価の上昇を促すことも考えられるが、先に述べた通り設備投資額が内部留保の上昇額に追いついていない
- 20 のが現状である。

#### 第五節 内部留保がもたらす社会的影響

- 内部留保の増加は社会的に大きな影響力をもたらす。日本の経済政策、金融政策においては、企業や家計に定着したデフレマインドの払拭と2%のインフ
- 25 レ目標の達成、有効需要の創出や民間投資の喚起によって、最終的にはGDP600兆円を目指すことが掲げられる。

- 日銀による金融緩和はインフレを起こすために行われており、金利政策において中央銀行からの資金供給が盛んに行われている。しかしながら政策効果の予想に反してインフレは発生していないのが現状である。お金の流通量を根本
- 30 的に多くする政策を打っているのにそれを企業が活用できずに内部留保として

ため込んでいる事実があるため、企業の内部留保はお金の市場への流通を妨げ、政策の足かせになっているとも考えることができる。

こうした事実を踏まえると、内部留保の解消や活用先の検討は企業から市場へのお金の流通を創出することにより日本にインフレをもたらし、GDP600兆円

5 の目標を達成するための近道であると判断できる。

## 第二章 日本企業における内部留保の現状

この章では、まず内部留保を多く有する大企業の形成史として財閥解体に触

10 れ、続いて、高度経済成長期以降の日本の企業における総資本及び資産構成の推移を見ていく。その後、実質内部留保に関連する項目について検討し、内部留保の規模別や業界別の状況について述べていく。

### 第一節 財閥解体からの歴史

15 日本において、大企業は第二次世界大戦前の財閥が形成する企業関係を基に成長を遂げてきた。戦後はGHQによって過度経済力排除政策が施され、財閥が軍国主義の根本を支えているとし、アメリカなどの連合国側からの解体を進められた。安田案を基にした財閥解体案は以下の四項目である。

- ・持株会社所有の有価証券やあらゆる企業に対する所有権・管理・利権を示す
- 20 商標を、日本政府が設ける機関に移管する
- ・弁財は、10年間の譲渡・換価を禁じた登録国債で支払う。
- ・三井、岩崎、住友、安田四家構成員、持株会社取締役・監査役からの追放
- ・持株会社は傘下企業に対する指令権・管理権の行使を禁止

これを受け、マッカーサーの修正ののち、実際の施行へと至った。それに伴

25 ってほとんど実物取引が行われていなかった企業の株式が個人投資家に販売されるようになった。

戦後まもなく、解体された財閥をもとに六大企業集団を形成した。メインバンクである銀行を中心として社長会を組織し、バブル崩壊までの間の関係性を維持し続けてきた。メインバンク制度の利用により、日本企業は高い負債比率

30 を維持し、成長を続けていた。当時のメインバンクによる融資は、そのほかの

手段による資金調達よりも比較的安価に行うことができ、なおかつ簡単な資金調達手段であったことが理由として挙げられる。

このような高度経済成長期から現在に至るまで、さまざまな要因により資本構成と内部留保は変化をし続けてきた。以降、資本構成と内部留保の変遷につ

5 いて詳しく見ていきたい。

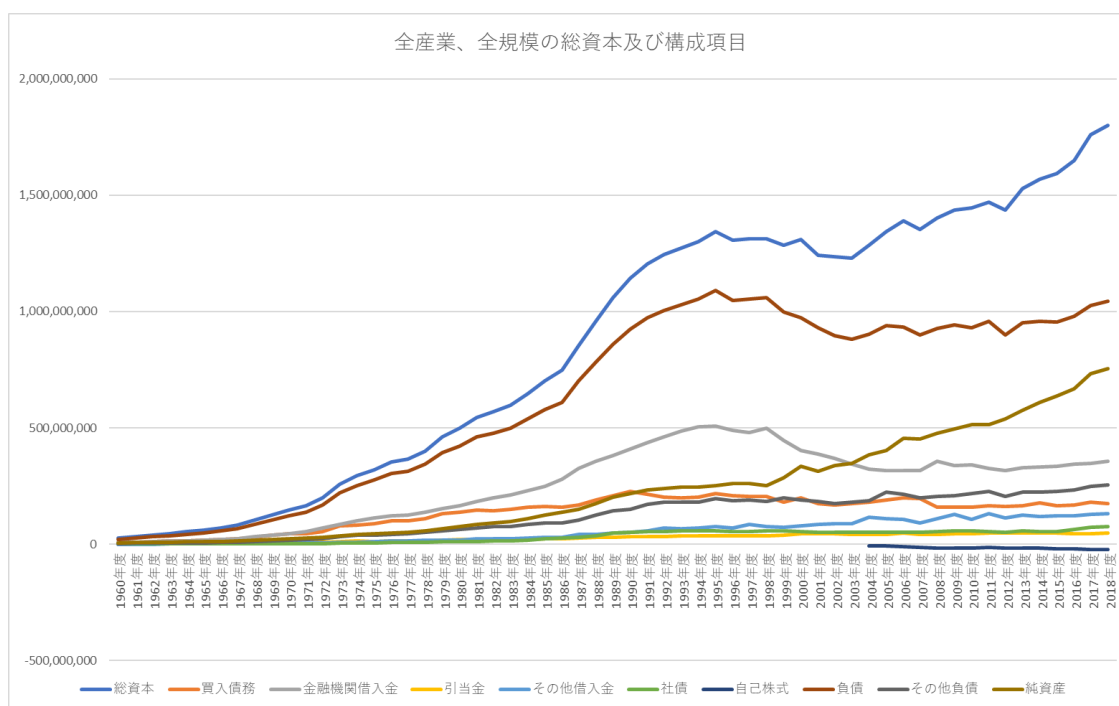
## 第二節 内部留保の分析

### 第一項 総資本及び資産構成の推移

内部留保の分析に先立って、法人企業統計をもとに日本の企業における総資本及び資産構成の推移を検討していく。

10

図 2－1：全産業、全規模の総資本及び構成項目(単位；百万)



15

出所：法人企業統計

1960 年以降 1995 年までの間、総資本の成長が見られる。同時に負債の額も伸びていることから、総資本の成長には負債の拡大が欠かせないものであったことが推測される。負債と金融機関借入金が同様の動きを見せていることから、

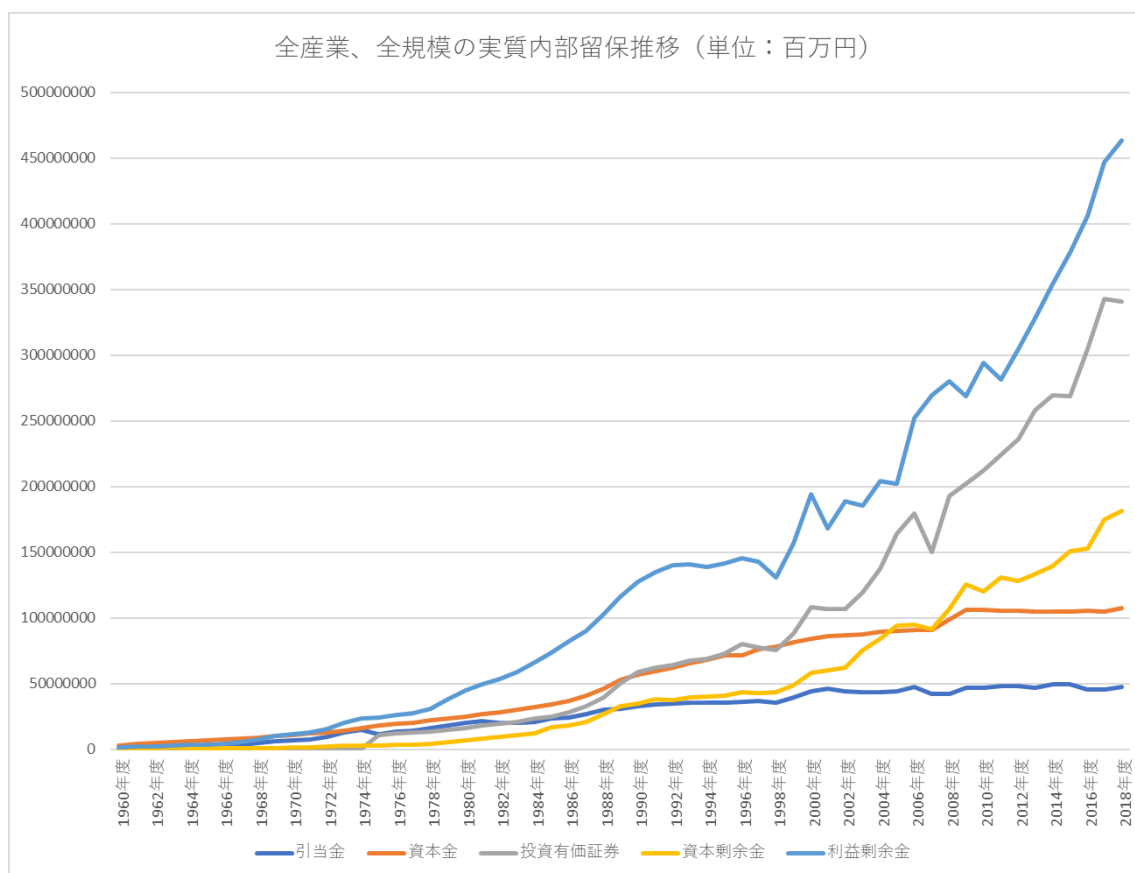
1995 年までは金融機関に依存した負債による総資本の成長であったと考察する。負債は 1995 年で最高額の 1091 兆円に達し、金融機関借入金においても 1995 年で最高額の 509 兆円に達している。1996 年度以降は負債、金融機関借入金の両者共に縮小傾向を見せていく。それに応じるように 1996 年から 2003 年までの間に総資本の縮小傾向が見られるが、2004 年度以降成長へと向かっている。

しかしながら、負債及び金融機関借入金は 2003 年度以降ほぼ横ばいであることから、2004 年度以降の総資本の成長は負債に依存しないものであると考えられる。2004 年度以降の総資本の成長は、負債ではなく純資産によるものであると考えられる。実際に 2004 年度以降の総資本と純資産は同様の上昇傾向が見られる。さらに、2003 年には金融機関借入金と純資産の数値の逆転が起こっており、負債に依存しない、純資産による成長へと移行してきたことがわかる。

## 第二項 実質内部留保分析

純資産増加による総資本の成長が近年における傾向であることがわかった上で、実質内部留保に関連する項目について分析を行っていく。

図 2－2：全産業、全規模の実質内部留保推移(単位；百万円)



出所：法人企業統計より作成

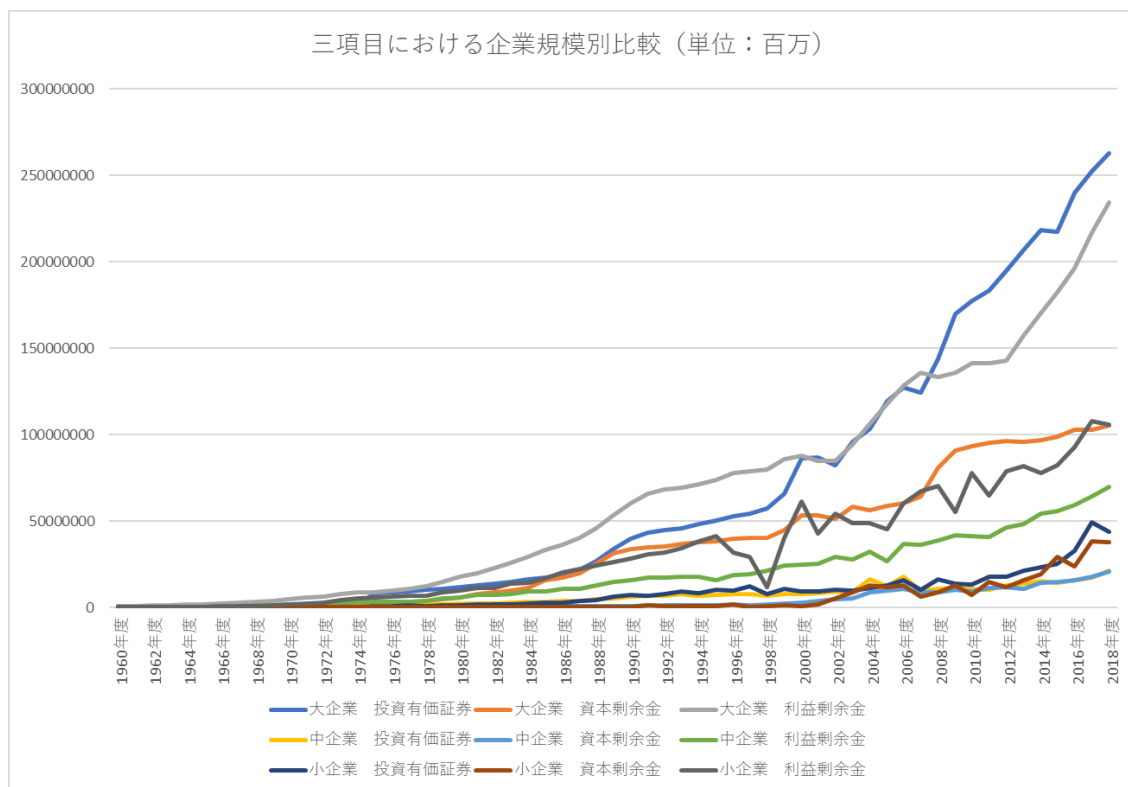
- 5 このグラフの推移から、2000年あたりからの利益剰余金、投資有価証券、資本金剰余金の上り幅が大きいことが分かる。今回は比較のために資本金も推移のグラフに取り入れたが、2000年代後半あたりから資本金剰余金が資本金額を上回って逆転している。また、引当金は2000年代に入ってからほぼ横ばいの動きを見せているが、これは税制改正によって損金算入ができなくなったことが要因
- 10 として挙げることができる。よって、金融保険業を除く全体の企業の内部留保において問題視すべき点は利益剰余金、投資有価証券、資本金剰余金の三点であると我々は考える。

### 第三項 企業規模別内部留保分析

- 15 問題視すべき項目が把握できたところで、企業規模別に内部留保の分析をしていく。ここでは資本金の額に応じて、資本金10億円以上の企業を大企業、5000

万円から 10 億円を中企業、5000 万円以下を小企業と定義する。先に指摘した三項目について規模別に表したグラフが以下の通りである。

5 図 2－3：三項目における企業規模別比較(単位；百万)

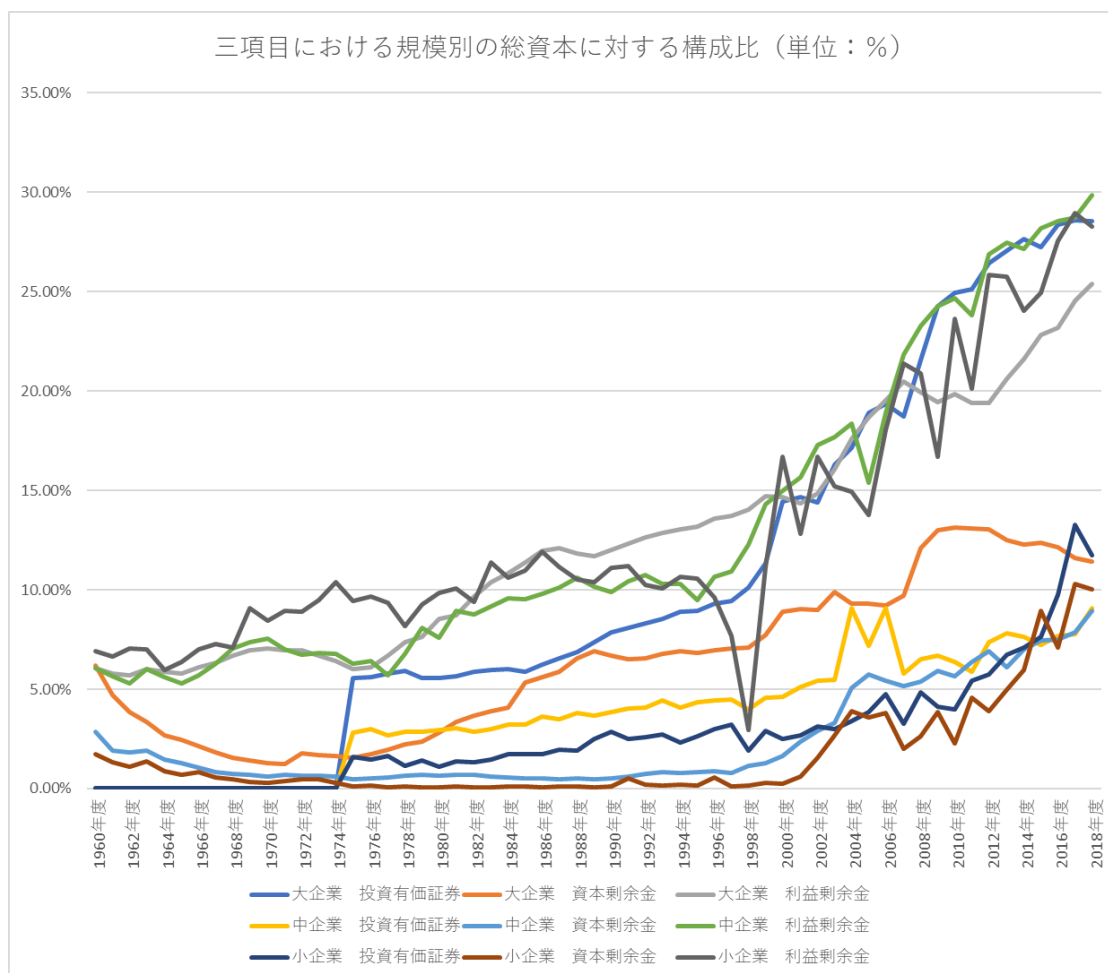


出所：法人企業統計より作成

- まず着目したいのが大企業である。各項目とも年々の増加傾向がみられるが、
- 10 特に投資有価証券と利益剰余金の逆転が見られることが特徴的である。中企業においては利益剰余金が増加傾向を見せているものの、大企業の上り幅に比較するとそこまで目立ったものではない。投資有価証券と資本剰余金は緩やかな増加傾向がみられるが、これも特筆するほど目立ったものではないことが分かる。小企業においては、三項目共に 2000 年代からの増加傾向を続けている。
- 15 しかしながら額面だけで判断することは企業規模や企業数の違いから安直であると判断できるため、構成比についても見ていきたい。以下の表は各項目において、各規模の企業の総資本で割って構成比を算出したものである。



図 2 - 4 : 三項目における規模別の総資本に対する構成比(単位 ; %)



出所：法人企業統計より作成

5

このグラフからわかるように、2000年代に入ってから企業規模の大きさに関係なく利益剰余金の構成比が高くなっている。先に問題視した投資有価証券については、小企業が2010年以降急激な上り幅を見せているが、大企業においては2000年代に入ってから長期的に増加傾向を見せているため問題視できる。大

10 企業の資本剰余金を除いては全体的に2000年代に入ってから構成比が高くなってきていることから、これら三項目は内部留保蓄積に貢献している三項目であると言えるだろう。

#### 第四項 業界分析

ではこの三項目について、業界別に構成比を分析していきたい。下の表は2018年度における業界別に各項目を総資本で割り、算出した構成比である。

5

表 2 - 5 : 2 0 1 8 年度の業界別の構成比

|              | 投資有価証券 | 資本剰余金 | 利益剰余金 |
|--------------|--------|-------|-------|
| 化学           | 31.2%  | 14.7% | 34.4% |
| 石油・石炭        | 11.6%  | 4.5%  | 16.2% |
| 食料品          | 16.6%  | 7.8%  | 34.2% |
| 自動車          | 30.8%  | 6.3%  | 42.7% |
| 建設業          | 7.7%   | 6.3%  | 28.6% |
| 卸売・小売        | 10.5%  | 4.3%  | 25.2% |
| 不動産          | 10.8%  | 7.5%  | 21.8% |
| 情報通信業        | 17.3%  | 15.4% | 32.5% |
| サービス業        | 37.6%  | 20.9% | 20.6% |
| 純粋持株会社       | 55.7%  | 23.3% | 21.5% |
| 全産業（金融保険業除く） | 19.0%  | 10.1% | 25.7% |

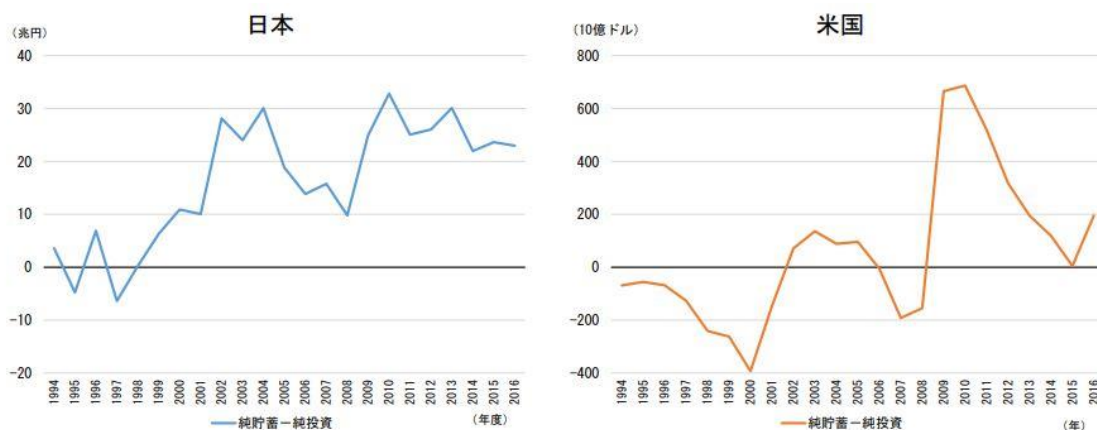
出所：法人企業統計より作成

- これを見ると投資有価証券を占める割合が大きいのは化学、自動車、サービス、純粋持株会社などの業界であることが分かる。純粋持株会社は株式を持つこと自体を事業目的としているため、当然投資有価証券の占める割合も大きくなることが推測されるが、その他の業界に関しては明らかな過剰保有であると我々は考える。資本剰余金は全産業と比べると、化学、情報通信、サービス、純粋持株会社が大きく占めている。利益剰余金は自動車業界が特に 42.7%と大きく割合を占め、化学、食品、情報通信が 30%を超える割合で保有していることが分かった。総合的に見て内部留保を多くため込んでいる業界は、化学、食料品、自動車、情報通信、サービス、純粋持株会社である。

#### 20 第三章 海外比較

ここでは内部留保の貯め方について、米国との比較を行い、検討していく。

図 3－1：純貯蓄から純投資をマイナスしたもの日米比較



出所：<https://www.mof.go.jp/pri/summary/topics/cy2018/201806h.pdf>

上図は純貯蓄から純投資をマイナスしたものを日米比較したものである。日本は大幅な貯蓄超過が続いており、投資よりも貯蓄を優先判断していると考えられる。対してアメリカは振れ幅があるものの、リーマンショック後の貯蓄超過を除いては全体的に貯蓄よりも投資に資金を回していることが分かる。日本の貯蓄過剰は 2000 年代に入って顕著にみられるため、これらは先に述べた利益剰余金等の過剰留保が原因となっていると言える。

図 3－2：日米における実質無借金企業の割合

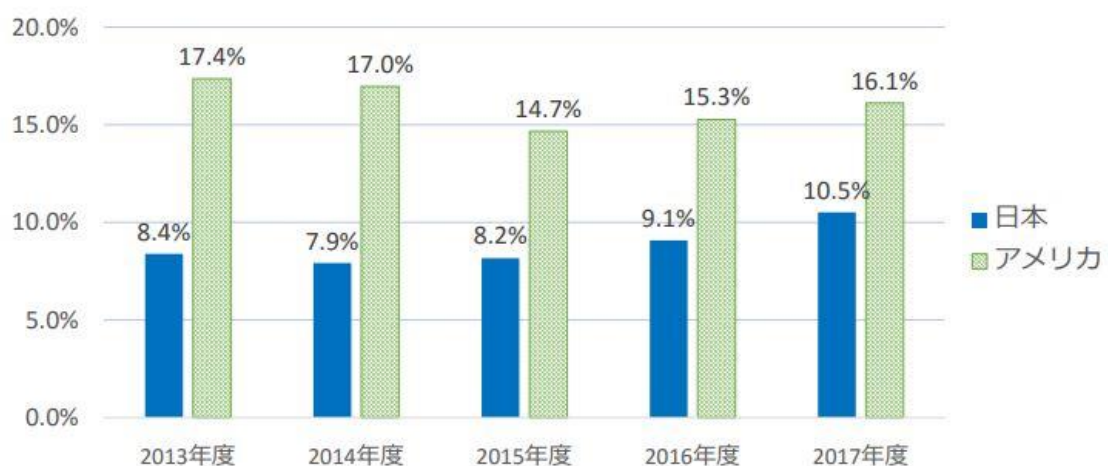


出所：<https://www.mof.go.jp/pri/summary/topics/cy2018/201806h.pdf>

上図は日米における実質無借金企業の割合について示したものである。日本においては実質無借金企業が増加傾向にあることが分かるのに対し、アメリカにおいては逆に減少傾向にあることが分かる。図3-2と図3-3より、日本企業はアメリカ企業と比較して過剰に現預金を保有している可能性が示唆される。

また、内部留保が投資資金としての活用をされず、増大を続けるとROEの低下につながる。設備投資などの施策が行われず、企業規模をそのままに自己資本が増加することで利益率の低下を招くためである。下図は日米のROEを比較したものである。日本においては若干の上昇がみられるものの、アメリカほどの高いROEではなく、低い水準での推移であることが分かる。

図3-3：日米のROEの比較



出所：<https://www.mof.go.jp/pri/summary/topics/cy2018/201806h.pdf>

## 第四章 理想的な状態・あるべき姿

ここでは内部留保の理想的な状態について、リスク管理、資金調達、株主還元の三つの観点から考察していく。

### 第一節 リスク管理

ここではリスク管理の観点から内部留保の理想的な状態について見ていく。

リーマンショック後、法人企業統計では企業の内部留保が過去最高を更新した。これは今後企業が同じような景気後退に備え利益を内部留保に回す傾向が強い  
ためである。これらの内部留保は企業の倒産リスクや急遽必要になる引当金等  
に対して充てる、予備的動機で貯められているものであるから守りの内部留保  
とする。

守りの内部留保に関して、最初に引当金について触れていく。引当金は将来  
の特定の支出や損失に備え設けられるものである。引当金は退職給付引当金な  
ど広い産業に設けられるものもあれば業種によって設けられるものもある。製  
造業の製品保証引当金はその一つである。これは、製品等を販売したときの保  
証書なので、一定期間無償サービスで修理する保証を行っている場合、期末に  
当期の売上高にかかる将来の修理費を見積もり、これを当期の費用として計上  
する時に生ずるものである。また、リコールを行う際にも使用される。リコー  
ルは規模が広範囲にわたり、金額的にも影響が大きくなる可能性がある。ここ  
ではトヨタ自動車に注目する。一般的に製品保証引当金の計上は、売上高に対  
して過去の発生状況を見て見積もりを行う。トヨタ自動車では2009年から2010  
年にかけて大規模リコールがあった。リコール以前製品保証引当金は売上げ  
の1.7%~2.3%を計上していたがリコールを受けて4.4%~5.0%とした。取り  
崩し率を見るとリコール時を除き75%~80%を安定的に推移している。対して、  
同業者である日産自動車は取り崩し率が20%から55%となっている。よってこ  
の項目は内部留保の重要な構成要素であることが分かる。しかし、大規模なリ  
コールがいつ起きるか分からない点からすると余裕を持つことは必須であると  
考えられる。

次にゼネコンにみられる倒産リスクに関する内部留保を見ていく。1990年代  
のバブル崩壊後、多くのゼネコンは大量に仕込んだ不動産価格の暴落や赤字工  
事が追い打ちとなり、負債が一気に膨らんだ。そのとき財務体質の改善に使用  
したのが積み上げていた内部留保である。ゼネコンは受注産業である以上、民  
間の投資意欲の浮き沈みにより工事量に差異が生じる。よってゼネコンは景気  
の煽りを受けやすいことが分かる。大手ゼネコン4社の内部留保は5年で2.6  
倍になっている。これはゼネコンが赤字工事などを抱える事態になっても、自  
力で耐えうる財務体制を作っていきたいという気概を見受けられる。このよう

に内部留保はリスクが大きい業界では不可欠なものであると考えられた。

## 第二節 資金調達

次に、内部留保の理想的なあり方について資金調達手段という観点から考える。  
5

内部留保の利用用途についてリスク管理という点からも考察したが、それを守りの利用方法とするならば、逆に攻める側として将来の投資機会への備えとしての利用方法が資金調達である。

また、先に述べた通り、大企業の内部留保のなかで最も増加している項目は  
10 投資有価証券である。日本は企業が生産工程の最適化を図るために、複数国にまたがって財やサービスの供給・調達を行うグローバル・バリュー・チェーンが遅れていた。その遅れを取り戻すために日本企業は積極的に M&A を行った。日本の企業は雇用者の給与や株主への配当に充てるのではなく M&A を優先させているように見て取れる。

15 従業員の給与水準は、労働市場の需給や労働生産性で決まる。今、日本は労働力不足なので需要は上がっている。よって企業が重要視しなくても徐々に上昇する見込みだ。しかし、日本企業の利益率は低い。伊藤レポート(2014)の2012年の国際比較データによると日本の平均 ROE は 5.3% である。対してアメリカは 22.6%、ヨーロッパは 15.0% であり日本企業の 3~4 倍である。これより日本企業の ROE の水準は、グローバルスタンダードを大きく下回っていることが  
20 分かる。日本企業が対外競争力を強化し、利益率を上げるためにも M&A 戦略は優先されている。さらに M&A は性質上リスクが大きい。企業は新規市場の開拓や事業拡大を見込んで M&A を行うが、実行するためには相応の資金が必要となる。その資金調達手段として、近年大企業は企業の内部留保を利用しているの  
25 である。実際内部留保の増加に比例して投資有価証券の割合も増加しており、それらは多く M&A 等を通して保有した株式を計上したものである。M&A に利用されるのは、他の資金調達方法ではなく内部留保の使用が多い。M&A が成功すれば株価も上昇し、株主への還元も大きくなる。

具体例として、2014 年にサントリーホールディングスが米国の手蒸留酒メーカーである  
30 ーカーであるビーム社を約 1 兆 6700 億円で買収した例を挙げると、その資金の

うちの1兆1000億円ほどは銀行から借り入れたが、残りは自己資本を利用して  
いる。その結果、買収実施後の企業の現金は半分以上に激減しているが、この  
買収によってサントリーは蒸留酒メーカーとして世界ランキングにおいて10  
位から3位へと上がることを達成した。この買収は銀行の借り入れとともに、  
5 リスクの低い内部留保を資金調達手段として一部利用していて、余剰資金の活  
用方法として資本効率を高める望ましい方法と思われる。

しかし、他の資金調達手段を利用せずに大部分の資金を内部留保に頼りきっ  
てしまう状況は良いとは言えない。企業が内部留保を溜め込みそれを資金源と  
することで、銀行からの借り入れ需要が極めて低くなり、企業と銀行の両者が  
10 お金を内部に溜め込むという状況に陥り、日銀が金融緩和政策を行なっている  
にも関わらず市場に資金が出回らない、よって経済政策の目標であるインフレ  
2%から遠ざかるという結果になるのである。

そしてそれを防ぐためには内部留保のみに頼らずその他の資金調達方法を行  
うことが重要となるため、以下では企業が事業拡大等を行う際に利用できる資  
15 金調達方法についてまとめていく。

資金調達方法は大きく分けて

- ①負債を増やす
- ②資本を増やす
- ③資産の換金

20 の3つである。

①の負債を増やす方法に関しては、銀行からの借入金・国の公的融資・社債  
等があり、前者2つは企業の信用力を厳格に審査するためにベンチャー起業に  
向いているとは言えないが、信用を獲得している大企業にとっては有効な資金  
調達方法と言える。また上記したように現在銀行の預貸率下落が問題視されて  
25 いるため、借入金の需要が増えることでその問題解決にも繋げることができる。

次に、③の資産の換金については、(1)資産売却(2)ファクタリング(3)事業売却  
等の種類があり、(1)は不要な資産を売却して資金調達することであるが、行う  
層はそもそも余剰資産を持っている企業に限られる。(2)は販売した商品の代金  
を顧客から受け取る権利である売却債権を売却する方法であり、企業ではなく  
30 売却債権の信用性が審査されるため、銀行から借り入れることができなかった

債務超過や赤字企業も利用することができる。

そして、②の資本を増やす方法については、株式を発行して資金を手に入れる方法であり、これを行うことで証券市場の活性化が見込めると考えられる。

しかし増資することは企業と株主の関係性を大きく変化させることもあるため、

5 有償増資を対象としてそのメリットデメリットについて言及していく。

まず、増資するメリットを、大きく分けて3つ挙げる。

①財務基盤の強化

②信用力向上

③支援者の増加

10 ①については、新株発行が銀行からの融資等と異なり返済不要であるということに起因しており、資金が減少する可能性がないということが重要である。仮に資金が十分に足りていても、負債を抱えている状態では返済のためにそこから資金が減っていくことが想定されるため、返済の必要のない資本金が多い会社の方がより強い財務基盤であると言えるのである。

15 ②に関しても同じように、返済不要であるという資本金の特徴が起因している。返済不要であるということは①のように出資を受ける側から見るとメリットであるが、出資する株主の目線から見ると、回収困難であるというデメリットとも言える。それにも関わらず投資家が出資するのは、出資先に利息以上の利益をもたらす成長可能性を見出し、株式の価値の上昇を見込むからである。

20 つまりリスクに関わらず投資する価値のある企業、というように信用力が向上していくのである。

③については、企業にとって利益を向上させうる相手を新規株主とすることで、成長につながるということである。例えば、新規株主が得意先の場合、配当や株式売却益を目的として売上向上の可能性が見込める。仕入先も同様に商  
25 品やサービスを優先的に提供してくれる可能性がある。役職員の場合も、自身

このように新株を発行することによるメリットを見てきたが、デメリットも存在する。最大のデメリットとして挙げられるのは、経営者（既存株主）の持ち株割合が減少するということである。株式会社は株式の持ち合い割合によっ  
30 て権利を定めているため、それが減少するということは議決権が減少するとい



うことである。これにより新株発行後は以前より経営者の自由がきかなくなる。未上場企業にとって新株の発行価格を決定するのが困難なことや、返済不要の代わりに高い配当利回りを要求される可能性がある等、資金調達手段としての新株発行にはメリットの反面様々なデメリットも存在するため、経営を妨げられないよう議決制限株式を発行する等、工夫が必要である。

経営権を妨げられることを防ぐ資金調達方法としては、資金調達方法の種類で挙げた①の負債を増やす方法もまた挙げられる。社債はメリットとして、社債権者に議決権がないために経営に干渉されないということや、資金の用途が限定されていないため自由に利用しやすいということがある。また、社債は償還期間を長期に設定することで、その期間は利子の支払いのみで済むため、銀行等金融機関で融資を受けるよりも金利の負担が軽いこともメリットの一つである。対して、債権者に返済する必要があるというのが大きなデメリットと言える。償還も見込んだ積み立てや、事務手続き、管理コストの負担もデメリットの一つである。

また、資本を増やす資金調達方法という趣旨とは少しずれるが、株式の量を増やすことで成功した企業の例として、オリエンタルランドが挙げられる。オリエンタルランドの株価はこの6年で6倍、2年間で2倍以上になっており、上場以来高値を更新し続けている。その成功の要因の1つとして、株式分割が考えられる。オリエンタルランドは2015年4月1日に1株を4株に分割することを発表し、当時株を購入するのに最低300万円必要だったところが、75万円で購入できるようになった。株式分割には、このように株価の価格が下がることで今まで手が出せなかった個人投資家等が購入し株主数が増える、そして、発行済株式数が増加することで投資家の売買が行いやすくなり流動性が高まり、証券市場への参入を容易にするという2つのメリットがある。オリエンタルランドは、分割前まで「毎年100万まで」という枠から外れていた「NISA」について、分割したことにより枠内で購入できるようになり、個人投資家の増加がより見込めるようになった。

株式分割のデメリットとしては、株主総会の案内にかかる印刷代・郵送代など、株主管理コストの上昇や、それまで最低取引単位の株を持っていた株主の持ち株数が倍になることで保有銘柄の一部売却を行うことによる、株価の下落

圧力、が考えられる。

以上、企業の資金調達について様々な方法を見てきたが、リスクが少ないという点では企業の内部留保を資金源にすることは一概に悪いとは言えない。しかし最初に述べたように企業が自己資本ばかりに頼ることで、市場にお金が回らなくなり経済状況の悪化をもたらし、証券市場の活性化を妨げることに繋がる。そのため、負債を増やす方法・資本を増やす方法を補完する形で自身の内部留保を上手く利用することができれば、最善策であると言える。

### 第三節 株主還元

10 内部留保の増大について議論される際に、株主還元策がしばしば話題に上がる。本節では株主還元策について述べていく。

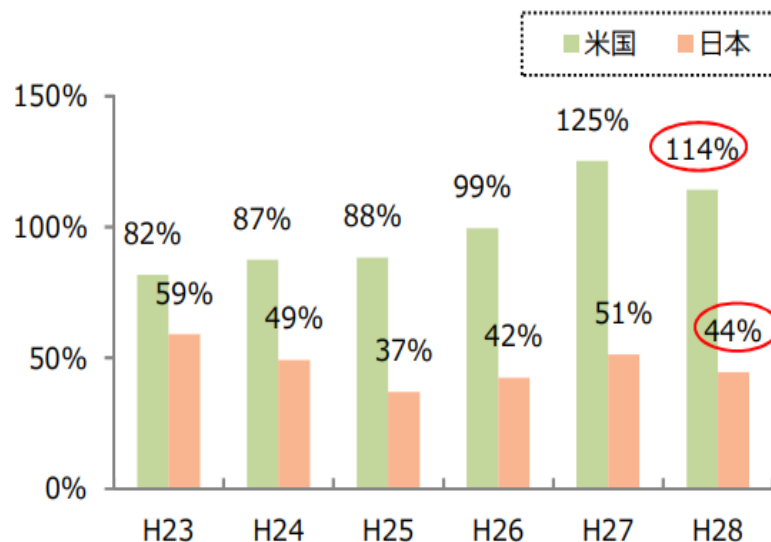
株式会社とはそもそも、株式を有した株主から資金を調達し、株主からの委任を受けた経営者が事業運営を行い、利益を株主に配当していく会社形態のことを指す。そのため、株主は株式会社の意思決定を行うための株主総会に参加し、企業の事業内容や役員選出などを行う。しかしながら日本においては機関投資家や持ち合い株式、個人での株式保有割合の限界などの点から、「物言わぬ株主」と呼ばれる、株主総会においても意見を言わない、あるいは意見を持たない株主の存在が注目されてきた。本来、株式会社の利益は株主のものであるため、企業は利益を社内に留保するのではなく、株主に積極的に分配していくか、新たに利益を作るために事業や設備に投資していくことが理想である。先に述べたように企業が利益を社内に留保している現状が今問題視されているが、それはこの物言わぬ株主が原因であるとも考えられる。「総会屋」という言葉が世界共通語になっていることから株式会社と株主の関係は日本独特の形態にあると言える。その背景には戦後築いてきた六大企業集団による株式の相互持合いにあると考えられる。相互持合いは配当を目的とするよりも安定株主としての機能や取引関係の維持を目的として行われてきた。これにより一般株主がどうしても軽視されてしまい、相対的な配当率の低下を招き、内部留保へと回されてきたとも考えることができる。

その論拠に、アメリカでの株式会社と株主の関係性を見て比較していきたい。

30 日米企業の総還元性向の推移を比較したのが以下の図である。アメリカと日本

では総還元性向の差は明らかである。さらに、日本では配当金がもらえるのは年に1回か2回であるが、米国株では年に4回配当金が入るものが多い。

図4-1：日米企業の総還元性向の推移



出所) 生命保険協会調べ

(日本) TOPIX 構成企業 (赤字企業含む)

(米国) S&P500 構成企業 (赤字企業を含む、暦年ベース)

5

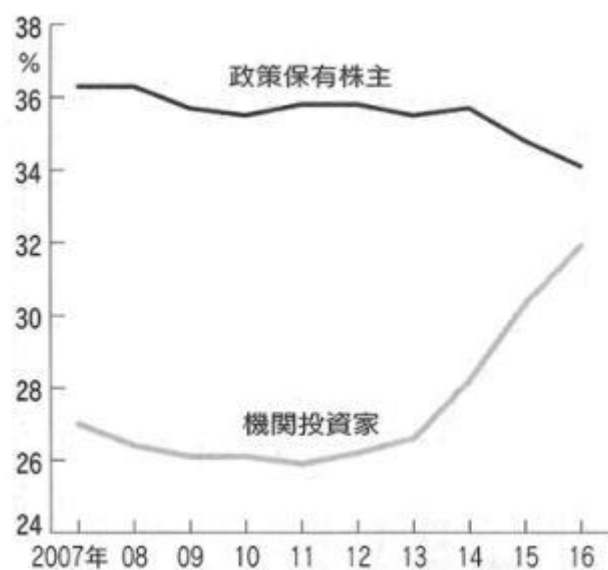
出所：<https://www.chiriwotsumu.com/entry/haitouseikou>

このような総還元性向の差が生じるのは日本企業が株主を重視した経営を行っていないことに加えて株式の持ち合い、物言わぬ株主の増加による投資家の  
10 配当への期待の低下が要因であると考えられる。

ここで問題視される株式の持ち合いとは、個人株主と同様に存在する法人株主のことである。この法人株主が株式を相互に持ち合い、グループ会社やホールディングスで株主を所有している状況が多く見られる。これによって経営権への口出しを大株主の企業が行った際に、自社の経営権にも口出しされるとい  
15 うリスクを伴うようになり、結果として互いの企業や経営者自身の保身を図り、株主総会において経営権や企業方針についての口出しや議論が活発に行われなくなったことが推測される。また、個人投資家と比較しても法人株主は資金を持っている場合が多いため、議決権はほとんど法人株主が所有しているといっ

でも過言ではない状況にある。コーポレートガバナンスコードにより解消されつつあるものの、下図のように政策保有株主による株式の保有割合がいまだに高いことも問題視される。アメリカのように、株主比率に個人投資家が多い国では活発に議論が行われ、経営方針や企業方針、利益分配についても話し合いが行われるが、日本においてはこのような議論が行われるのは稀なケースである。

図 4－2：政策保有株主による株式の保有割合



出所： <https://www.mof.go.jp/pri/summary/topics/cy2018/201806h.pdf>

上で述べたように、日本においては個人投資家が持つ株式の割合は少ない。そのため、議決権に影響を持つような個人投資家どころか、個人投資家が集まったところで議決権には何も影響がでないような状態にある。本来株主のものである株式会社も、日本においてはその認識が極めて低いことが考えられる。

また、株主と企業間において、内部留保をいかに自社株買いや配当へ移行していくかという議論がたびたび持ち上がる。自社株買いは企業が自社の株式を買い戻すことで一株当たりの株価の上昇を誘引する還元策である。この買戻しにより発行済み株式数の総数が減ることによって一株当たりの資産価値の上昇が発生する。経営権の確保や M&A への防御策であるとも捉えることができ、前向きに検討していくべきである。

一方で、自社株買いは形を変えた内部留保に過ぎないといった意見や、自社株買いに内部留保を充てることで設備投資等の他の有効な活用先への投資を妨げるなどの批判的な意見も少なくはない。

## 5 第五章 提案

### 第一節 投資有価証券の保有割合に関して

先に述べたように、投資有価証券の保有額の多さが問題視されている。企業が保有する投資有価証券の増加は、経常利益における本業の営業利益以外の収益につながっている。そして、そのような本業以外の財務活動や投資活動から得る利益の割合は近年増加している。原因として、受取配当金益金不算入制度という、企業が国内の他社の株式を保有している場合、その受取配当金を課税益金に計上しなくて良いという制度の税制が挙げられる。この税制を利用してほぼ税金を支払わずに各企業の利益から配当金を手に入れ、内部留保とすることが可能となり、内部留保を溜め込んでいる大企業はそのように受取配当金を収入源としている場合が多いのである。

増加している投資有価証券の利用方法において、M&A 等の業務提携のように純粹に企業の発展を目的として投資有価証券を利用している場合もある。しかし、中には企業同士が自身の内部留保の安定のために他社の株式を多数保有して持ち株会社となる傾向の企業も多数あり、私たちはその持ち合っている株式の部分証券市場の活性化を阻害しているのではないかと問題視している。持ち株会社とは、他社の株式を所有することでその会社を管理下に置く企業のことであり、ホールディングスカンパニーとも呼ばれる。

持ち合い株式には企業安定による買収回避・両者間の結束力強化等のメリットがあるが、自社の株式の大半を他社が保有することで他社に議決権が握られ、経営者の意向が直接反映されなくなるというデメリットがある。事態が悪化すれば、一気に株価が暴落する可能性もある。また、企業同士でやりとりが完結してしまうことで、他の個人株主が軽視され、業績が悪くとも株価が下がろうとも経営方針に口を挟まない投資家、いわゆる物言わぬ株主を増加させる。証券市場の活性化のためには個人株主がより証券市場に参入し、積極的な物言う株主になることが必要であるため、この個人株主軽視につながる持ち合い株式

は解消されるべきであると言える。

5 実際、2015年に、持ち合い株式を利用するにあたってより合理的な理由が必要とされるコーポレートガバナンスコードが新しく導入され、近年株式の持ち合いは解消されつつある。さらに、2018年6月からは改定されたものが適用された。その中の第一章の株主の権利・平等性の確保の原則1－4では、上場会社が政府保有株式として上場株式を取得する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきであるとした。また、毎年の取締役会では個別の政策保有株式について、保有目的が適切であるかどうかの精査と検証内容の開示が必要であると明記した。これにより、かつての漠然とした理由による持ち合い株の保有の解消につながったといえるであろう。

15 我々は、このグループ経営による持ち合い株式を問題視している。これが解消することで個人株主の参入増加、そして資金調達手段を介さない利益留保から新株発行等負債を増やす資金調達手段につながり、証券市場へと資金が流出していくと考える。

そこで我々は、必要以上に他社の株を購入することで持ち合い株の状態で内部留保を蓄えることを防ぐため、投資有価証券の割合を制限することを提案する。第二章で見たように、内部留保の中でも投資有価証券の構成割合の多い、資本金10億円以上の大企業を対象とし、投資有価証券の割合を総資本の20%と制限し、それ以上保有することを禁止とする。

これにより、20%を超えて保有していた他者の株を手放すことで、その部分を自社株の購入に促す。自社株の保有量が増加することで株価が上がり、株主還元につながることを目的とする。

## 25 第二節 税制面に関して

企業が内部留保として利益剰余金等を必要以上に保有することで、先に述べた用に投資有価証券の購入に利用して持ち株会社となる企業が増加し、証券市場への資金の循環が阻害されている。また、多くの内部留保が企業に蓄積されることで、所得から投資や消費を行うという日本経済の好循環を阻害していると言える。そのため、証券市場の活性化・日本経済発展のため、企業内部で留

まっている蓄積された内部留保を各方面に流出させていくことが課題となる。

そこで我々は、企業が研究開発、株主への配当に内部留保を利用するよう、税制の優遇を提案する。

## 5 第一項 研究開発費についての優遇

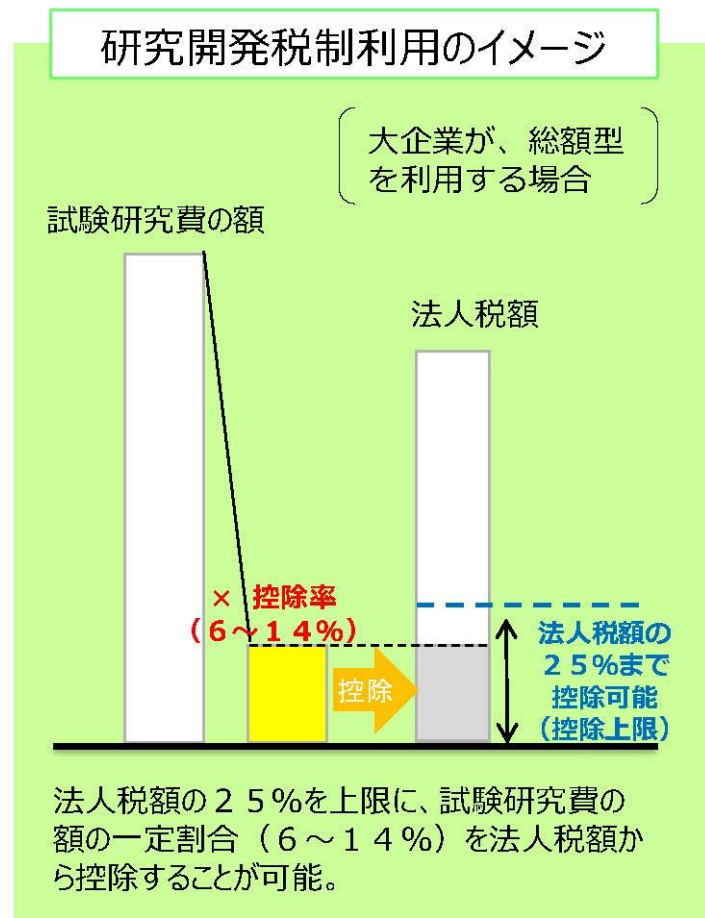
企業の内部留保増加額に比例して企業が設備投資にかける割合が増加していないことが問題視されているが、これは近年大企業が日本国内よりも賃金や地価が安価な海外に設備投資する傾向にあることが挙げられる。そのため、設備投資にかかる税を優遇するよりも根本的な、グローバル化に対応した日本企業の競争環境の整備が必要である。そこで、研究開発投資における税制の拡充を提案する。

私たちは、研究開発投資を行う際の税の引き下げによって、企業が余分な利益剰余金を資金源として研究開発に積極的に投資することにより、溜め込まれている内部留保の解消、および証券市場の活性化に繋がると考える。

また、税制優遇に惹かれ、内部留保以外の資金調達手段として負債を抱えて研究開発する企業が増えることで、銀行の借り入れ需要が高まる。それにより市場へ資金が出回り、経済に好影響がもたらされると考える。

研究開発税制とは、政府が日本企業の成長力・国際競争力を向上させることを目的として、企業が研究開発を行った場合に法人税から、試験研究費の額に税額控除割合（6-14%）を乗じた額を免除できる制度である。

図 5 - 1 : 研究開発税制利用のイメージ



出所：経済産業省「研究開発税制の概要」

[https://www.meti.go.jp/policy/tech\\_promotion/tax/31kennkyukaihatutaxgaiyou10.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/tech_promotion/tax/31kennkyukaihatutaxgaiyou10.pdf)

5

※<sub>1</sub> 総額型…試験研究費の総額の一定割合を法人税から控除できる制度。

控除額＝試験研究費の額×控除率（6-14%）※<sub>2</sub> 年間の時限措置。恒久措置は10%まで。

控除上限；法人税額の25%

# 10 【控除率】

・増減試験研究費割合（増減試験研究費※<sub>2</sub>の額の当該比較試験研究費に対する割合）；8%超

…9.9%＋（増減研究費割合-8%）×0.3（最大14%）

・増減試験研究費割合；約-14%以上8%以下



…9.9%-(8%-増減研究費割合)×0.175

・増減試験研究費割合；約-14%未満

…6%一律

・当該事業年度が設立事業年度であるとき、又は比較試験研究費の額が0であ

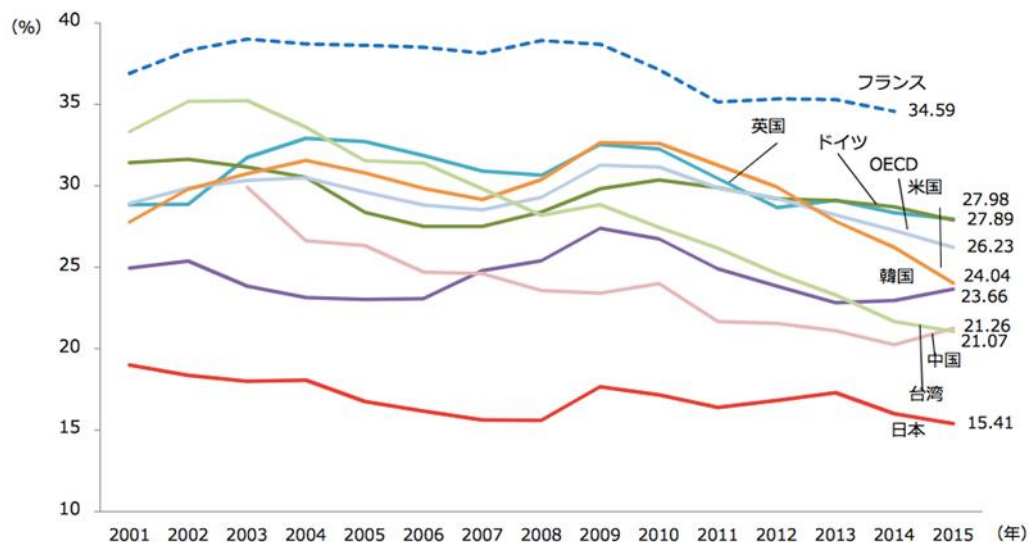
5 るときの控除率は8.5%

※<sub>2</sub>増減試験研究費…試験研究費の額-比較試験研究費※<sub>3</sub>の額。

※<sub>3</sub>比較試験研究費…前3年以内に開始した各事業年度において損金の額に算入される試験研究費の額を平均した額。

10 主要国の研究開発費の政府負担割合を比較して見ると、他国に比べて日本が大きく遅れをとっていることが分かる。しかし、研究開発投資への意欲は他国と同様日本企業も近年増加しているため、政策を拡充することで企業が内部留保を研究開発投資に利用し、日本経済の好循環につながる可能性がある。

15 図5-2：主要国の研究開発費の政府負担割合の比較



出典) 経済産業省 p4

20 なお、今回の研究開発税制には、研究開発投資の「質」と「量」を支援するため、オープンイノベーション型の控除上限の引上げ・上乘せ措置の延長等や、平均売上金額に占める試験研究費の割合に応じた控除率・控除上限の上乗せな

どがなされている。これまでの私たちの議論では、主として大企業が内部留保を溜め込んでいる傾向にあり、それらを研究開発投資に向けさせるべきであるという観点から、以下のような税制の拡充を提案する。

- 5     ・ 狭義の公表内部留保である利益剰余金の減少率に応じて、大企業の控除率・控除上限を上乗せする。
- ・ 控除率・控除上限の上乗せの数字については、中小企業に対する措置（中小企業技術基盤強化税制）の控除率の 12～17%を目安とする。
- 10    また、税額控除制度(国税)における「中小企業者等」の定義は以下である。
- (ア)   常時使用する従業員数が 1,000 人以下の個人
- (イ)   資本金もしくは出資金が 1 億円以下の法人
- (ウ)   資本または出資のない法人のうち常時使用する従業員数が 1,000 人以下の法人

15

以上 2 点において税制を拡充することで、大企業の内部留保を研究開発に効率的に活用させ、企業の内部留保として止まっているお金を市場に流出させることで経済発展につなげる。また、余分な利益剰余金を研究開発投資に利用することにより、先に問題点として挙げた持ち株会社等に利用される投資有価証券の割合が減り、証券市場の活性化に繋がると考えられえる。

20

## 第二項 配当金増額を条件とした法人税に関する優遇

日本における配当金の比率が低いことや配当回数が少ないことは先に述べてきたとおりである。また、会社法によって分配金に関する規制が設けられていることから、過度な分配金の増額を企業が独自に判断することは難しい。企業が配当金を安易に増やすことは株主にとっては大きなメリットを享受するが、企業と政府にとっては相互のメリットを見出すことが難しい。

25

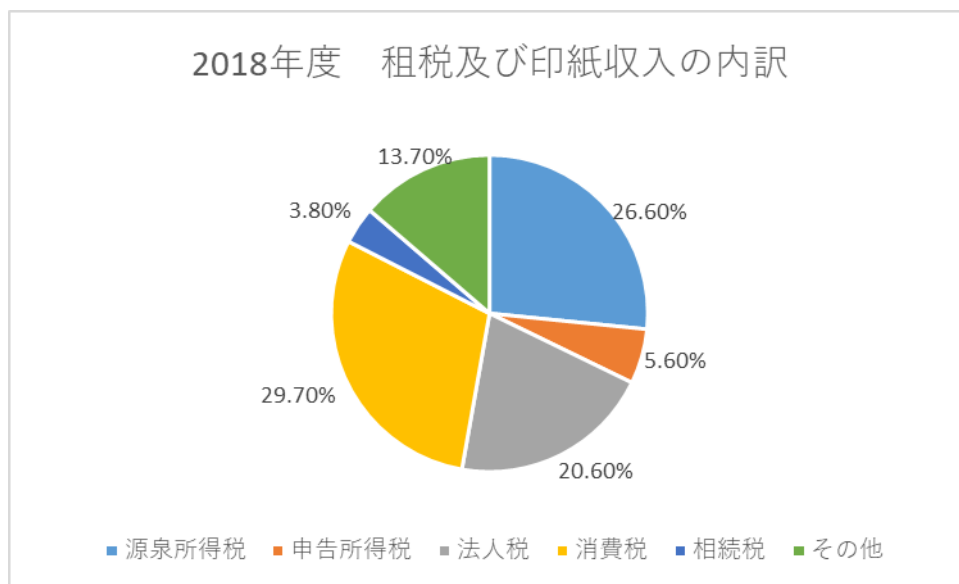
そこで我々は配当金の増額を条件とした法人税の減税に関する政策の設立について提案する。内部留保を単に解消するのではなく、株主、企業、政府という三つの観点から企業の持つ内部留保を市場へ流入させていく方策を考える。

30

政府が政策として配当金の増額を条件とした法人税の減税を掲げた場合、企業は法人税減税のメリット享受のための配当金の増額を試みる事が予測できる。株主は配当金が多い企業に投資したいという気持ちが働く。この時点で、内部留保の一部が市場に流入したと言える。さらに、株主は多くの配当金を出す企業を求め、流出した配当金を再投資に回したり、消費へと転換させたりしていくことが推測される。仮に再投資に回った際には、株主は更なる配当金の獲得を達成し、企業にとっては配当金増額によって多くの投資家を獲得し、結果的に他企業との差別化や競争力の増加のためにも配当金の増加を実施せざるを得ない状態が市場全体に生まれ、株価の上昇に貢献する。株価の上昇は企業価値を高めることにも繋がる。消費へと回った際にも政府としては経済循環の観点から非常に肯定的に捉えることができるはずであり、デフレマインドの払拭やインフレに貢献できる結果になると考えられる。

ここで問題となるのが政府の税収財源としての法人税の問題であると考えられる。実際に、国税庁が公開する「国税庁レポート 2018」によると、租税及び印紙収入の内訳において法人税 20.6%を占めており、政府にとって欠かせない財源となっていることがわかる。

図 5 - 3 : 租税及び印紙収入の内訳

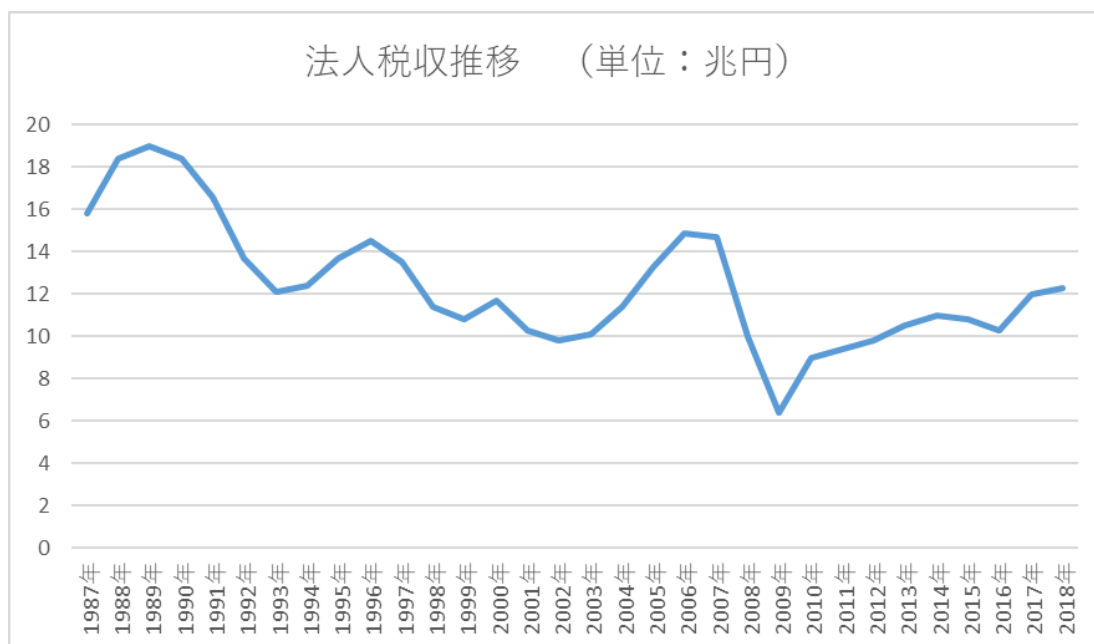


出所 : <https://www.mof.go.jp/pri/summary/topics/cy2018/201806h.pdf>

先に述べてきたように、日本の法人税に関しては歴史的に引き下げの経緯があり、各国の法人税引き下げの流れを受けて同様に日本においても引き下げを行ってきていた。引き下げを行った後も法人税収は以下のグラフのように増加している。これは法人税パラドックスによるものであると考えられる。

5

図 5 - 4 : 法人税収推移(単位 ; 兆円)



出所 : <https://www.mof.go.jp/pri/summary/topics/cy2018/201806h.pdf>

10 これを踏まえると、日本においては法人税の引き下げを行った際にも、一定の期間を経て法人税収の回復の兆しを見せていくことがわかる。法人税引き下げの流れがある中で、敢えて一度過去の法人税額である 25.5%への引き上げと同時に、配当金増額を条件として現在の法人税率である 23.9%以下への引き下げ優遇という制度の導入により、法人税収は安定していくと我々は予想する。

15 この制度の導入によって配当増額の有無に関わらず、実質の企業側の負担額をほぼ同等にする。それにより、いわゆるタックスヘイブン等の租税回避地における法人税の回避を行う企業は配当増額が困難となり、企業価値の低下を制裁として与えることができると考える。

さらには投資家層の上昇による NISA の活用による資金の市場流入並びに  
20 NISA 枠をはみ出した層における所得税収も同時に見込むことができ、証券市場

についての活性化を見込むと同時に、税収に関する安定も保証できると考える。

## おわりに

企業の内部留保増大には戦後からバブル崩壊、現在に至るまで様々な背景があることが分かった。内部留保があったことによって経済不況の際に倒産を免れた企業もあることから、一概に内部留保そのものを否定し、内部留保の切り崩しを推奨していくことは避けるべきである。これからは今後の日本経済の発展のため、企業、株主、政府がそれぞれ適切な内部留保の状態を把握し、過剰な内部留保に関しては活用先の検討をしていくべきである。

- 10 我々は企業が持つ投資有価証券の保有額が増加していることから、保有割合の規制に関する提案を行った。企業が活用先のない資金を投資有価証券に充てることで企業同士での株主としての存在感が大きくなり、配当金も非課税という大きなメリットを享受することで本業以外での収益を上げようとしている構造が分かった。これに関して規制を設け、自社株買いの推進を同時に行うことで株価の下落は抑えることができ、かつ株主にも還元されていくメカニズムの構築を可能にした。

- 20 税制面では研究開発費にアプローチすることでより一層グローバルな競争力を企業が獲得しやすい環境を整え、内部留保の明確な活用先を提示した。利益剰余金の減少率に応じて控除率を上乗せできるという条件により、積極的に利益剰余金を研究開発費に充てることができる。また、配当金の増額を条件として法人税の減税措置を行うことで、積極的に株主還元が行われていくことに期待したい。

- 25 以上の我々の提案により、株主、企業、政府がより一層内部留保に関心に向け、各企業が適切な判断を取って行動することで長期的な日本経済や証券市場の拡大に繋がると考える。

## 参考文献

- ・ 藤田宏 (2015)『財界戦略とアベノミクス-内部留保はどう使われる』本の泉社
- ・ 福田慎一(2018)『21 世紀の長期停滞論』平凡社
- 5   ・ 福田拓哉(2018)『経営者が知らない資金調達の方法』幻冬舎
- ・ 田中佑児(2018)『これだけは知っておきたい M&A の常識』中央経済社
- ・ 福島清彦 (2016)『日本経済の「質」はなぜ世界最高なのか』PHP 新書
- ・ 湊雄二(2014)『M&A 成長戦略の教科書』日本経済新聞出版社
- ・ 小栗崇資・谷江武士・山口不二夫(2015)『内部留保の研究』唯学書房
- 10   ・ 小栗崇資・谷江武士(2010)『内部留保の経営分析』学習の友社
- ・ 宇仁宏幸(1998)『構造変化と資本蓄積』有斐閣
- ・ 神門剛(2004)『図解留保金課税の実務』財経詳報社
- ・ (2019)『日本企業の株主構造と M&A-ガバナンスの担い手を再考する』日本経済新聞社との共同研究『M&A と資本市場』研究会報告書
- 15   ・ 大橋敬三/クリストファー・R・ヘルム (1995)『株主代表訴訟-会社は誰のものか』中公新書
- ・ 浅田統一郎/坂田幸繁/薮田雅弘 (2005)『21 世紀の経営と経済』中央大学出版部
- ・ 豊福裕二『資本主義の現在-資本蓄積の変容とその社会的影響』文理閣
- 20
- ・ 大和総研「欧米企業の現預金保有が増加している背景」＜  
[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180412\\_020047.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180412_020047.pdf)＞2019 年 10 月 15 日
- 25   ・ 藤田勉「日本企業の内部留保余剰説の誤解」＜  
<http://www.camri.or.jp/files/libs/1102/201806041717576780.pdf>＞2019 年 10 月 15 日
- ・ JPX 日本取引所グループ「改訂コーポレートガバナンスコードの公表」＜  
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20180601.html>＞2019 年 10 月 7 日
- 30   ・ 熊野英生「内部留保課税の難点」＜

- [http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/monthly/pdf/1712\\_9.pdf](http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/monthly/pdf/1712_9.pdf)>2019 年 9 月 24 日
- ・ LUMINOUS CONSULTING 「株式持ち合いが問題視される本当の理由」 <  
<https://luminous-con.com/blog/corporategovernance.html>>2019 年 9 月 19 日
- 5 日
- ・ 労働総研クォーターリー「アメリカにおける内部留保金課税法制」 <  
<http://jti-web.net/wordpress/wp-content/uploads/2019/04/4e2b1028e6859a999fe8d4dbdbdf467f.pdf>>2019 年 9 月 19 日
- ・ 東洋経済オンライン「希望の党の政策『内部留保課税』がヤバすぎる」 <  
10 <https://toyokeizai.net/articles/-/192702>>2019 年 9 月 19 日
- ・ Money Forward Bizpedia 「法人税減税による 4 つのメリット」 <  
<https://biz.moneyforward.com/blog/14110/>>2019 年 9 月 19 日
- ・ EY 新日本有限責任管理法人「減価償却の概要」 <  
15 <https://www.shinnihon.or.jp/corporate-accounting/commentary/tangible-fixed-assets/2017-01-23.html>>2019 年 5 月 19 日
- ・ 大和総研「内部留保が増えることは問題なのか」 <  
[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180220\\_012756.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180220_012756.pdf)>2019 年 6 月 11 日
- ・ みずほ総合研究所「日本企業は『内部留保』の水準を見直す時だ」 <  
20 <https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/opinion/eyes/pdf/eyes170915.pdf>>2019 年 6 月 11 日
- ・ 長周新聞「大企業の内部留保 460 兆円に-為替や金融への依存強め」 <  
<https://www.chosyu-journal.jp/seijikeizai/4712>>2019 年 6 月 11 日
- ・ 経済産業省産業技術環境部「研究開発税制の概要」 <  
25 [https://www.meti.go.jp/policy/tech\\_promotion/tax/kennkyukaihatutaxgaio8.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/tech_promotion/tax/kennkyukaihatutaxgaio8.pdf)>2019 年 10 月 2 日
- ・ リース事業協会「設備投資減税に関するご案内」 <  
[https://www.leasing.or.jp/studies/docs/toshigenzei\\_setsubi2019.pdf](https://www.leasing.or.jp/studies/docs/toshigenzei_setsubi2019.pdf) >  
2019 年 10 月 2 日
- 30 ・ NIKKEI STYLE 「何のための内部留保か-活用論の落とし穴」 <

<https://style.nikkei.com/article/DGXMZ024029720Z21C17A1000000/> > 2019 年 9 月 30 日

・一般財団法人土地総合研究所「2017 年度法人企業統計から-積み上がる内部留保額<[http://www.lij.jp/news/research\\_memo/20181101\\_9.pdf](http://www.lij.jp/news/research_memo/20181101_9.pdf)>2019 年 9

5 月 30 日

・東洋経済 ONLINE「内部留保を分かってない人に教えた超基本」<<https://toyokeizai.net/articles/amp/193444?display=>>2019 年 9 月 30 日

・ニッセイ基礎研究所「まるわかり内部留保問題～内部留保の分析と課題解決に 向 け た 考 察 」 <

10 <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=57300&pno=3&more=1?site=nli>>2019 年 10 月 13 日

・若林良之助(日本証券経済研究所)(2004)「企業の資金調達構造の変化について」

・M&A 総合研究所「資金調達方法」<<https://mastory.jp/資金調達方法>>2019

15 年 10 月 13 日

・資金調達 Lab「企業の資金調達における動向を徹底解説する！」<<https://shikinchoutatsu-lab.jp/shikinchoutatsu/1511/>>2019 年 10 月 13 日

・SAMURAI crowdfunding「社債発行を行うメリットとデメリット」<<https://samurai-crowd.com/column/finance/debenture.html>>2019 年 10 月 9

20 日

・舞浜新聞 Hatena「どうしてオリエンタルランドは株式を分割するの？」<<https://maihama.hateblo.jp/entry/2015/02/27/100000>>2019 年 10 月 9 日

・雅の株「企業が『株式分割』をするメリットデメリット！市場に与える影響とは」<<http://miyabi-kabu.info/2018/05/01/bunkatsu/>>2019 年 10 月 9 日

25 ・ZUU online「株式分割のメリットとデメリット-保有銘柄の分割が決まったらどうすればいい？」<<https://zuuonline.com/archives/132840>>2019 年 10 月 9 日

・Rakuten お金の総合案内「財閥解体はなぜ行われたのか」<[https://money.rakuten.co.jp/woman/article/2019/article\\_0011/](https://money.rakuten.co.jp/woman/article/2019/article_0011/)>2019 年

30 10 月 18 日