

5

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」

10

明治大学 勝ゼミナール 平山班

目次

	はじめに	3
	第 1 章 内部留保について	4
	1.1 内部留保の現状	4
5	1.2.内部留保はどうあるべきか	5
	1.3.企業規模別で見た内部留保の変動	6
	1.3.1.全企業	6
	1.3.2.資産規模 10 億円以上の大企業	7
	1.3.3.1 億円以上 10 億円未満の中堅企業	7
10	1.3.4.5 千万円以上 1 億円未満の中小企業	8
	1.4. 内部留保はなぜ増大したのか	9
	1.4.1.企業収益の増大	9
	1.4.2.人件費の削減	10
	1.4.3.法人税の減税	10
15	第 2 章 企業側からした内部留保の立ち位置	11
	2.1. 企業の安定性を示すこと	11
	2.2.企業間の信頼関係の構築に役立つこと	12
	2.3.賃金上昇などに内部留保を使うメリットがないこと	12
	第 3 章 内部留保が証券市場に与える影響	12
20	3.1. 配当金額を増加させた場合	14
	3.2. 内部留保を自社株買いに回した場合	14
	3.3. 内部留保を M&A に回した場合	15
	3.3.1.成功事例	17
	3.3.2.失敗事例	18
25	第 4 章 今後のあるべき内部留保の削減法	18
	4.1. 社会の関心を高めること	18
	4.2. 内部留保への課税（台湾、アメリカ、韓国）	19
	4.2.1.台湾の課税制度	19
	4.2.2.アメリカの課税制度	20
30	4.2.3.韓国の課税制度	20

第 5 章	証券市場を活性化するための内部留保の活用	21
5.1.	株主還元策から投資の流れを増やす	21
5.2.	ESG 投資の G の分野に内部留保の項目を追加する	22
5.3.	新たな保険商品の販売	23
5.4.	M&A に対する減税処置	24
5	おわりに	25
	参考文献・URL	26

はじめに

10 我が国では 2013 年のアベノミクス導入以降名目 GDP は順調に拡大し、企業収益も増大を続けている。一方で、企業の内部留保（利益剰余金）は 463 兆円（2018 年度）と、拡大を続けている。こうした内部留保の拡大について、設備投資や賃金に回されず、経済にマイナスの影響を与えるのではないかとの指摘もある。

15 一方世界各国でも内部留保の使途に関して議論が活性化している。アメリカでは内部留保の減額化が進み、韓国では内部留保に関する法律が試験的に施行された。これに対し日本は、世界でトップクラスの額の内部留保を保有しているしながら、法整備や企業間での取り組みは行われていないと言っても過言でない。また、日本の経済規模は世界トップクラスであるが、「貯蓄から投資へ」の
20 掛け声のもと様々な施策が打たれているが、国内の証券市場は必ずしも活性化していない

本稿では増加を続ける内部留保について現状を分析し、それをどのように敬愛化成果に結びつけるのか、そして証券市場の活性化のために何か利用できないか、という問題意識のもと、証券市場の活発化と日本経済の発展をもたらす
25 施策について考察することを目的とする。

第 1 章では内部留保の現状を分析・考察する。次に第 2 章で企業側の内部留保の存在と企業規模別の変化について検討し、第 3 章では内部留保が証券市場に与える影響を吟味する。第 4 章では内部留保の削減方法を分析し、結論として第 5 章では証券市場活性化のための施策をまとめる

第1章 内部留保について

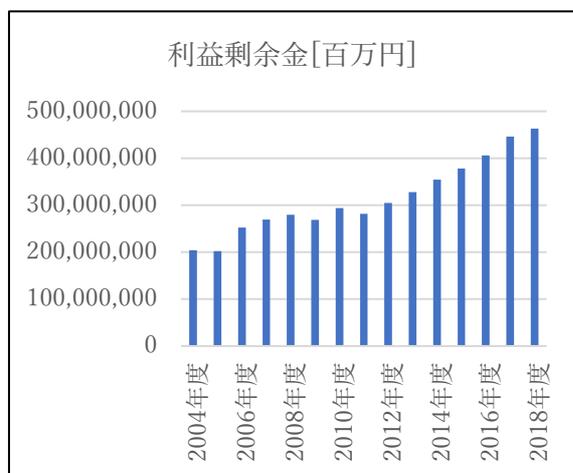
まず内部留保の意味と日本企業の内部留保の現状について検討すれば以下の通りである。

5 1.1 内部留保の現状

内部留保とは何だろうか。内部留保は一般的に企業が稼いだ利益から社外流出分(配当など)を除いたものを指す。具体的には①損益計算書(PL)上で算出される企業に残る最終利益という意味の「社内留保」と②その蓄積として貸借対照表に計上される利益剰余金の2つを指す。しばしば企業が後述するようにBS資産項目上の現金保有と混同されるが、本稿では利益剰余金を内部留保とする。

財務省法人企業統計によれば、2018年度には日本国内の内部留保(利益剰余金)は463兆円を記録し、過去7年連続で増加し続けている。

図1 内部留保(利益剰余金)の推移(単位:100万円)



15 <出所> 財務省法人企業統計(2018)を基に筆者作成

一般に内部留保について、企業が現金を保有しているとみられることが多いが、ここで重要になるのは内部留保が必ずしも現預金として保有しているわけではないということである。内部留保は利益剰余金の意味を持つと述べたが、この負債サイドの利益剰余金は、設備や土地など様々な形態で存在し、これら設備、土地、現預金は貸借対照表の資産側に計上される。このように利益剰余

金と現預金は一致せず、現預金が内部留保を意味しないため、内部留保額が大きい企業が現金として持つ資金が多いということにはならない。

1.2. 内部留保はどうあるべきか

- 5 すでに指摘したように内部留保は一段と拡大を続けているが、これについては設備投資により将来の収益を拡大していくことや、株主への配当として資本家などに還元するべきでないか、あるいは停滞を続ける賃金を受賞させるべきではないか、などが指摘されている。

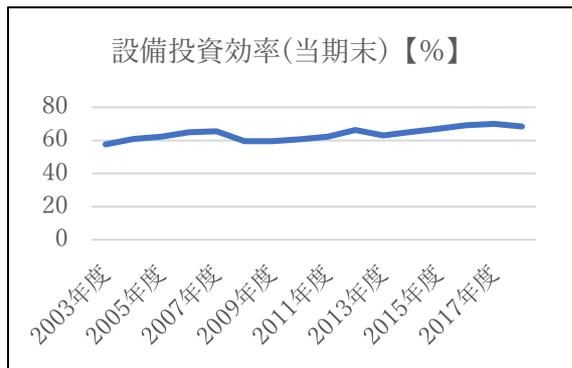
10 実際の内部留保は、2000年代から生産的な投資に充用されることはなく非生産的な投資として金融資本主義を加速させる方向へと投下される傾向にある。ここであげる生産的な投資とは有形固定資産に現れる設備投資のことなどを指し、非生産的な投資とは流動資産中の現金預金及び有価証券と固定資産の投資有価証券に現れる。つまり、設備投資が伸び悩む一方で金融投資が急増しているのが現状である。

- 15 設備投資効率とは、付加価値額と経営目的に投じられている有形固定資産の比率であり、設備投資の効率を表す指標である。設備投資効率が大きいと、有形固定資産に対する付加価値額が大きく、設備が有効に活用されていることを示す。設備投資効率が小さいと、有形固定資産に対する付加価値額が小さく、設備が十分には活用されていないことを示す。内部留保は増加し続けている
20 が、設備投資は伸び悩み、横ばいの状態が続いていることがわかる（図2参照）。

 以上概観したように、現在の内部留保は金融投資のための蓄積と捉えられるので、生産的な観点からみると現代の内部留保の増大は過剰であるといえるだろう。

25

30 図 2 設備投資効率の推移 (%)



< 出所 > 図表 1 と同じ

(注) 設備投資効率 = (付加価値額 / 平均有形固定資産) × 100 (%)

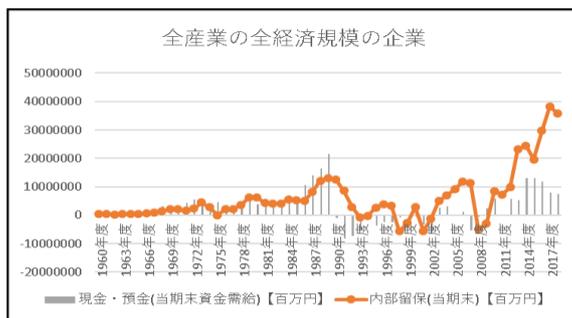
5 1.3. 企業規模別で見た内部留保の変動

次に内部留保・現金預金の推移について企業の規模別に分析し、内部留保活用のための足掛かりとする¹。

1.3.1. 全企業

10 図 3 から分かるように、全企業で内部留保は 2008 年に一時減少したが、その後年々上昇している。リーマンショック時には急激に減少したが、先ほど述べた企業のリスク回避による現象であると考えられる。これは、現金預金の減少でも説明がつくと考えられる。その後も内部留保は増加している。これは第 1 章で述べた増加要因が関係していると考えられる。

図 3 全産業の内部留保と現金・預金額の推移



15

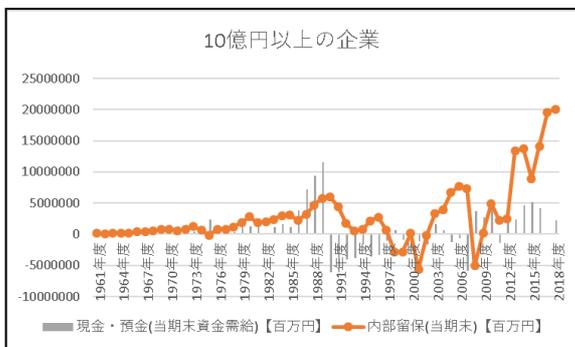
< 出所 > 図 1 と同じ

¹ 第 2 章で使用する数値は財務省が公表する法人企業統計を使用

1.3.2. 資産規模 10 億円以上の大企業

図 4 からわかるように、規模別で見ると、経済規模の大きい 10 億円以上の企業は大幅に内部留保が増大しているが、必ずしも現金預金が増加しているとは言えない。一方で現金預金額は一定水位を維持した状態であり、大幅な増加をもたらしているとは言えない。10 億円以上の経済規模の企業では、コーポレートガバナンスが強化²される中で現金保有の回避と、有効な活用を志向したことによるものと考えられる。現預金に関しては 10 億円以上の経済規模の企業を参考に今後、各企業は対応が必要となると考えられる。

10 図 4 10 億円以上の経営規模の企業における内部留保と現金・預金額の推移



< 出所 > 図 1 と同じ。

1.3.3.1 億円以上 10 億円未満の中堅企業

図 5 によれば、中堅企業の推移をみても内部留保は増加傾向を示している。増加率としては 10 億円以上の企業と比較すると大差ない。更には、10 億円以上の経済規模の企業は現金預金額が一定以上超えていないが、1 億円以上 10 億円未満の企業はリーマンショック以降増加傾向を示している。これは不況時のリスク回避として現金預金で保有する傾向が強まっていると考えられる。更には全体的に内部留保が増加していることから、現代の不安定な経済事情などの影響で内部留保の必要性が高まっているとも考えられる。

² アベノミクスのなかでの、2014 年のステュワードシップコードの導入、2015 年のコーポレートガバナンスコードの導入など。

図 5 1 億円以上 10 億円未満の中堅企業における内部留保と現金・預金額の推移



5

< 出所 > 図 1 と同じ

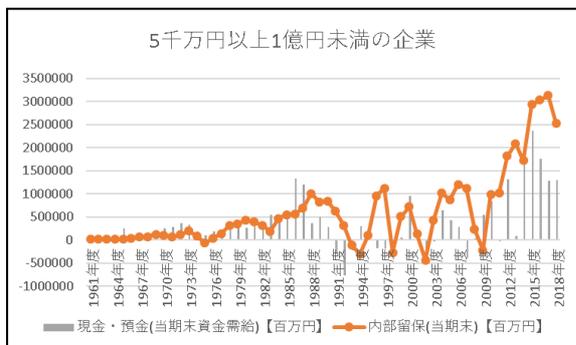
1.3.4.5 千万円以上 1 億円未満の中小企業

10 中小企業と呼ばれる企業が分布する規模では経済規模が小さいこともあり、以前の企業と比較すると数値の変動が激しい。しかし共通していることはリーマンショック以降、拡大していることである。更に現金預金額が内部留保と同等の額を示していることから、経済規模が縮小するにつれて現金預金額は上昇し、内部留保を現金で保持する傾向にあると言える。これは、中小企業は資金を効率的に投資などに活用できていないこと、運転資金について内部留保に依存する傾向があることが考えられる。更には不況時になると、大企業と比べ中小企業の方が金融機関からの態度が厳しくなってしまう。そのことから大企業と比較して不況時に対する備えを行っていると考えられる。(図 6 参照)

20 以上のように企業の規模により傾向が異なるが、これらを踏まえながら、内部留保をいかに証券市場に活用されるようにできるか論じていく。

25

図 6 5千万円以上1億円未満の経済規模の企業における内部留保と現金・預金額の推移



< 出所 > 図 1 と同じ。

5

1.4. 内部留保はなぜ増大したのか

内部留保が7年連続で増加し続けている大きな要因として以下のポイントが挙げられる。

1.4.1. 企業収益の増大

10 第一に、近年企業収益が継続的に増大していることが挙げられる。図表7によれば2008年のリーマンショック後全企業の経常収益は大きく減少したものの、その後継続的に増大していることが分かる。とりわけ、2013年以降のアベノミクスの影響で、金融政策が施行された。結果、円安が進行し、各企業の成長に影響した。また石油価格の安定やアメリカなどの経済大国の成長も追い風となり、3倍近くの成長をもたらした。(図7参照)この成長があったからこそ、

15 内部留保が上昇していったのではないかと考える

図 7 経常利益の推移 (単位: 100 万円)



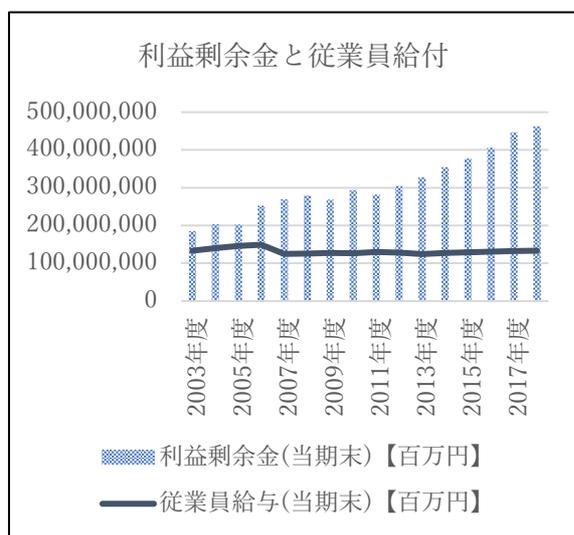
< 出所 > 図 1 と同じ。

20

1.4.2. 人件費の削減

5 人件費は企業にとっての絶対的な支出である。近年、企業は正規雇用を減らし、非正規雇用を増やすことで人件費の削減を行ってきた。これは単なる不景気による支出削減ではない。大企業は人件費削減と同時に輸出や海外進出によって利益を拡大し、史上最高利益を生み出してきた。結果、内部留保は増加し続ける一方、2007年度以降から従業員給付が大きく増加する事は無かった。よって、人件費削減で生み出した企業収益の上昇分を含め莫大な利益が従業員給付の形で還元されていないことがわかる（図8参照）。

図8 利益剰余金と従業員給付の推移



10

< 出所 > 図表 1 と同じ

1.4.3. 法人税の減税

15 法人税とは法人が事業を通じて得た所得に対する税金のことである。法人税³は1984年の43.3%をピークに下がり続け、2018年には29.74%にまで減少した。法人税率の引き下げは、消費税の導入及び消費増税と一体となって進められ、増税により消費が落ち込んだ場合に備え、企業側の生産的投資を促進する形が取られていた。しかし消費税導入や増税による消費の激減や生産的投資の増加は起こらず、その利益分のほとんどが内部留保にまわった。

³ 法人実行税率（国税・地方税）

実際にどれ程人件費の削減分と法人税の減税分が内部留保に回っているか計算すると 43.6 兆円～57.4 兆円（2015 年度）にも上る。最大値となる 57.4 兆円においては、人件費削減と法人税減税の合計分だけで利益剰余金の増加分 58.1 兆円の 98.9%にも達することになる。

5

第 2 章 企業側から見た内部留保の立ち位置

次に内部留保を保持する企業側の便益についてまとめ、分析していく。内部留保は近年増加傾向にあるものの、適切な使用がなされていないことについて示してきた。しかし 1 章で述べたのは、あくまで国全体としての見方である。

10 本章では企業側から見た内部留保の実態を検討する。

日本の企業は古くから内部留保を多く保有する傾向にある。これは企業側に内部留保を保有することのメリットが以下のように 3 つ存在していると考えられる。

2.1. 企業の安定性を示すこと

15 第三者が企業経営を分析するときに収益の安定性は非常に重要である。投資の際に収集する情報で株主優待情報（49.3%）に次ぐものとして、過去 5 年間の財務情報（46.0%）が挙げられている。⁴企業は収益の維持を目指し経営を行うことで、資本家による投資を促進させようとしている。それではなぜ内部留保の保持が厚ければ企業の安定性が増大すると言えるのだろうか。

20 仮に日本や世界中でリーマンショック並みの不況になったとしよう。不況下では各産業が赤字を示し、必然的に企業の収益は赤字化すると考えられる。しかし内部留保を多く保有していると、内部留保を活用し、赤字部門に投資することで不況時であっても一定数の黒字指数を示すことができる。

25 内部留保を保有していない企業は多額の負債や継続的な赤字によって倒産の恐れがある。しかし、内部留保を多額に保有している企業は内部留保を負債にあてることで倒産のリスク回避に繋がる。内部留保の額が多いほどリスク回避の効果は大きくなる。

⁴ 『個人投資家の投資意識と IR ニーズに関するアンケート』（日本 IR 協議会、2010 年）

リーマンショックによって多数の企業が倒産した経験がある以上、企業のリスク回避の傾向は強くなっている。以上のことから企業の内部留保は企業の安定性を示し、間接的に投資家に投資を促すことができる。近年の内部留保の増加は企業側から見るとメリットの多いものである。

5

2.2. 企業間の信頼関係の構築に役立つこと

企業は企業間で取引をしながら存続・成長する。しかし取引相手の経営状況が悪化し、事業が遂行されなければ企業赤字に繋がる。現在日本国内には420万社存在する。⁵この多くの企業の中で生き抜くには企業赤字は避けなければならぬ。そのため経営陣はいかに赤字を出さないかを考える。よって企業は取引をするとき相手企業の経営状況も考慮しながら取引を行う。経営状況を判別するときには先ほどの投資家のように相手企業の財務情報を活用している。先ほど述べた内部留保のメリット「企業の安定性」は今後の取引が正常に行われる保証ともなり、比較的容易に取引を行える。「取引は信頼関係が重要だ」と考えられている以上、内部留保保有による企業の保証は交易を促進させ、企業成長に繋がると考えられる。

10

15

2.3. 賃金上昇などに内部留保を使うメリットがないこと

仮に内部留保を賃金上昇に活用したとしよう。賃金は上昇し、労働者の効用は上昇すると考えられる。しかし企業側からすると賃金を上昇させた分、同等の利益を減少させてしまう。内部留保内の割り当てた額が多額であるほど利潤は減少し、会計学上は収益の激減を意味することになる。一方で内部留保を使わずに経営活動を行うと、収益も安定し企業の信頼獲得に繋がる。以上のメリットから企業は内部留保を積極的に活用せず保有する傾向にあると考えられる。

20

25

第3章 内部留保が証券市場に与える影響

3章では内部留保と証券市場の関係性について考察してみよう。一見関係性

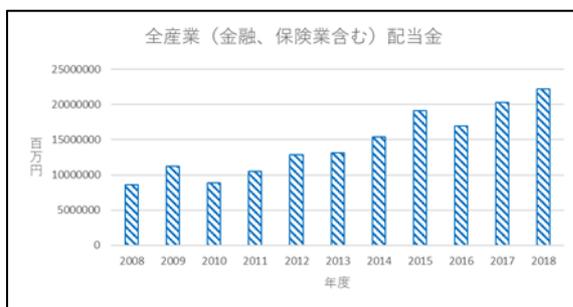
⁵ 経済産業省「工業統計表」(2006) 参照

のない分野であるが、実際は投資の変動と深く関わっていることが分かった。

5 一般に、内部留保が増大すれば、証券市場からの資金調達を必要としないため、証券市場の活性化を阻害する要因ともなりうる。一方で、内部留保を株主還元として活用することも可能である。株主還元とは純利益や過去の利益の蓄積の一部を株主に配当として現金などで返すことである。配当とは純利益から内部留保を差し引いたものである。

10 従って、内部留保を考える上で株主還元と内部留保の比率が度々株主たちの間で話題に上がるのである。株主還元の増減が内部留保を変化させ証券市場への投資意欲や投資額など様々な影響を与えると考えられる。図9からも分かるように2008年のリーマンショック以降、株主配当総額は年々増加傾向にあり、2018年には約22兆円にも及ぶ。

図9 全産業（金融業、保険業を含む）の配当金（当期末）の推移（単位：100万円）



15 <出所> 財務省（2018）「法人企業統計」を基に筆者作成

20 内部留保の増大のもと、近年の配当金の増加傾向があるものの、さらなる株主還元が期待されているのだ。しかし、企業のリスク管理の面から見ると内部留保が増加したからと言って単純に配当を増加させ、内部留保を減らすことは困難である（第2章参照）。使わない資金ならば配当に回してほしいと希望する株主とリスク管理の為に貯めておきたい企業の対立は平行線をたどっており証券市場の活性化も阻害している。以上を踏まえて、内部留保が証券市場に与える影響を3つのパターンに分けて検討すると以下の通りである

25

3.1. 配当金額を増加させた場合

株主の配当が増加すれば内部留保も減り株主も満足し資金が潤沢になる。投資家は他の投資を行い証券市場は活性化するだろうと考えられる。また、配当額が多くなると企業の評価も高くなり今まで投資してなかった投資家も投資をする可能性が高まる。投資が増加すると企業も大きく成長する事ができる。

しかしながら、配当増加は企業の現金保有額が少なくなることを意味し、前述したように企業のリスク管理面では不安定になる。不安定な企業とみなされると企業の価値が下がり、株価も下落する可能性が考えられる。一方で、当該企業の株価が下がるだけであって他の企業への投資が増加する可能性も十分に考えられるため、必ずしも証券市場の活性化が阻害されることはないと言える。

3.2. 内部留保を自社株買いに回した場合

自社株買いとは企業が発行した株式をその企業が買い戻すことである。内部留保を自社株買いに回した場合は、2つの側面に影響を及ぼす。1つ目は株価である。株式を買い戻す際にその代金を企業が株主に支払うことになり、株主還元につながる。同時に、市場に出回るその企業の株式が少なくなるため、株価が上昇する。株価が上昇するとその企業の価値が上昇し投資意欲が増し、証券市場が活性化すると考えられる。しかし、自社株買いを行う際は企業側が投資家に投資を促進させるため、企業価値を本来よりも高く見せようとするとも考えられる。つまり、株価を釣り上げることによって投資家に誤った情報を提供している可能性もある。その後、企業が釣り上げただけの成果を出せば問題はないが、企業はその株価に見合った利益を上げられず株価が下がることも考えられる。自社株買いの資金と株価の下落による二重の損失が起こりうる。この現象が起こると負のスパイラルに陥り、活性化は困難になる。2つ目はROEである。ROEとはReturn On Equityの略で自己資本利益率のことである。これは企業の資本効率を測る上で使用される指標で、自己資本に対する純利益の割合である。自己資本とは、株主が提供した資本である資本金とこれまでの利益の中で社内に蓄積された剰余金の合計である。

つまり、株主が企業に託した資本に対して、どれだけの利益を上げられるのかという投資収益性を表す指標である。ROEは以下の算式で表すことができる。

$$\text{ROE}(\%) = \text{当期純利益} \div \text{自己資本} \times 100$$

5 証券市場を活性化することと ROE との関係を考える。前述した通り ROE は企業の資本効率を測る上で使用される指標であるため、多くの投資家が投資をする際に注視している。投資家の立場から見ると、ROEが高い会社は「自分が投資した資金をうまく使って効率よく稼いでいる会社」であることが分かる。逆に、ROEが低い会社は「効率の悪い会社」であると判断することができ、投資対象として外す可能性が高まる。一般的には、ROEが10%から10 20%程度であれば優良企業であると判断される。しかし、世界的に見ても日本のROEは低い。2018年度の米英の企業の平均は15%だが、東証一部上場企業の平均は9.8%である。つまり、日本企業は資本を十分に使って儲けることができているという事だ。これでは、投資家たちの資金が海外の企業に流れてしまい日本の企業に回ってこない。ROEを上昇させることが投資家の投資意欲を促進させ証券市場の活性化に繋がる。そこで、内部留保などの余剰資金を自社株買いに回して算式の分母にあたる自己資本を減らすという方法が考えられる。その他の方法についても考察する。前述したROEの算式を分解してみる。

$$20 \quad \text{ROE}(\%) = \text{売上高純利益率} \times \text{純資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

$$\text{売上高純利益率} = \text{当期純利益} \div \text{売上高}$$

$$\text{純資産回転率} = \text{売上高} \div \text{総資産}$$

$$\text{財務レバレッジ} = \text{総資産} \div \text{自己資本}$$

上記の算式から、ROEを向上させるには「売上高純利益率」「純資産回転率」

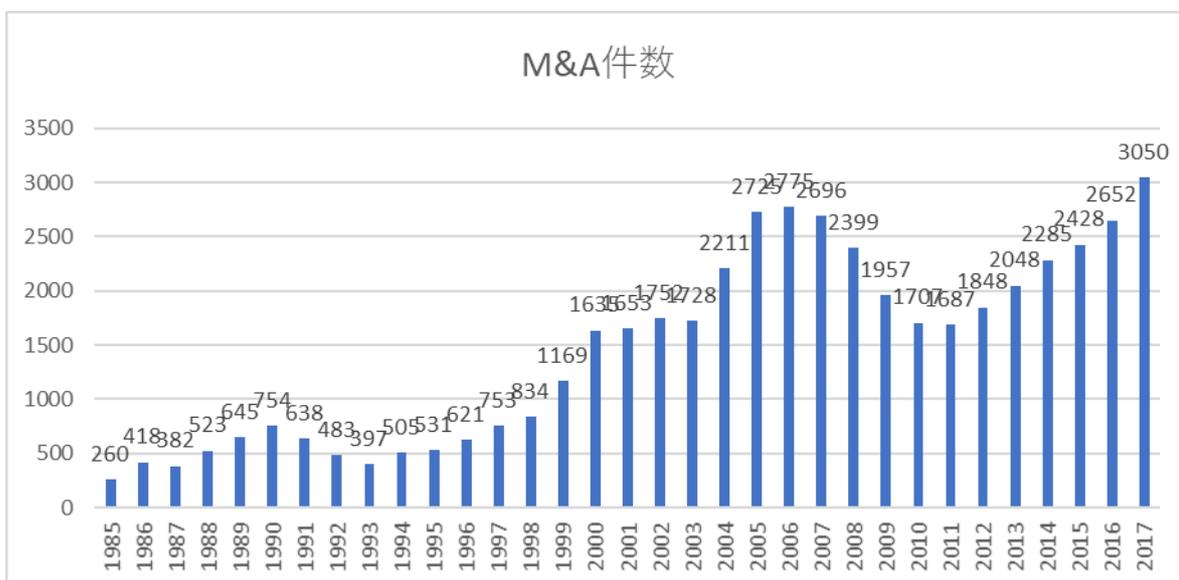
25 「財務レバレッジ」を上げることが必要だ。それぞれ、売上原価などのコスト管理の徹底、不良資産の削減、株主還元による自己資本の膨張抑制などで改善することができる。このように、内部留保を自社株買いに回すことにより企業の評価が上がり証券市場の活性化に繋がる。

30 3.3. 内部留保を M&A に回した場合

M&A とは企業買収のことである。M&A は多額の費用を要しハイリスクなため、負債が経営を圧迫する可能性のある他人資本ではなく、なるべく自己資本で補うべきと考えられている。M&A の件数は年々増加しており、2017年には3000件を超え過去最高となっている。著しい少子高齢化に伴って国内市場は縮小し、労働人口は大幅に減少する。このような現状において、M&A は企業がこれから生き残るための有用な経営戦略の1つになると考える。あくまで公表されている範囲ではあるが、実際に日本における M&A は活発化していると考えられる。(図 10 参照)。

5

図 10 M&A 件数の推移



10

＜出所＞経済産業省（2018）「中小企業白書」を基に筆者作成

そもそも M&A の目的を買収企業と被買収企業、それぞれの立場から説明する。まず、買収企業つまり買い手側としての目的は3つある。1つ目は、同業の企業や、エリア外の同業の企業を買収し多くの製品を作り製造にかかる費用を抑え規模の経済を実現させるためである。2つ目は、自社の川上や川下の企業を買収し、資源の調達や研究開発を強化することによって、企業の垂直統合を図るためである。3つ目は、既存の企業や事業を買収し、新規参入にかかる費用や時間などを抑えるため、つまり多角化経営を図るためである。次に、被買収企業つまり売り手側としての目的である。1つ目は、子会社や事業の一部を切り離して、新しい会社を作るいわゆるカーブアウトを

15

20

行うためである。これによって、事業の選択を行い、人材や設備、売却した際に得た利益を重要な事業に集中して投資することが可能になる。2つ目は、事業継承を行い、第三者へ会社を譲ることで会社の承継を行うためである。3つ目は、大企業のグループ企業になることで資本を得て、会社を存続させるためである。以上を踏まえたうえで、M&Aが証券市場に与える影響とその実際の成功例と失敗例を挙げていく。

株価よりも高い値段でM&Aが行われた場合を考えると、売り手側（被買収企業）の株価は上昇する。買収された会社はそれだけの価値があるのでプレミアム価格がつく。一方、買い手側（買収企業）はM&Aに対する市場の評価によって株価が上下のどちらにも動くと考えられる。一般的には新しい事業などを立ち上げた場合、会社の規模や売り上げが飛躍するイメージがあるため株価は上昇する。しかし、大企業同士でのM&Aを行うとかえって株価を下げることがある。

3.3.1. 成功事例

まずは、成功例の事例を挙げる。M&Aは一般的にリスクがあり、失敗する可能性が高いというイメージがある。しかし、日本の多くの企業のM&Aは中小型国内案件が多く、「小さく買って、大きく育てる」M&Aが日本のM&Aの現状と言えるだろう。その中でも、M&Aを行い成長した実績を持つ企業がJTだ。JTは、1999年にアメリカのRJRナビスコのアメ리카国外たばこ事業を、2007年にはイギリスのギャラハーをM&Aにより獲得した。RJRナビスコホールディングスはたばこをはじめビスケット奈園食料品の製造・販売を行う会社である。もう1つのイギリスのギャラハーは、ヨーロッパやアフリカ、中央アジアを中心にたばこの製造・販売事業を展開していた。買収当時は、紙たばこの販売数が世界第5位に位置していた大企業である。JTの目的は市場とシェアの拡大であり、海外の既存の企業を買収することで、ブランド力や販売網などを共有し、コストの削減や自社ブランドとの組み合わせによって経営の拡大を図った。その後も、2018年にはロシア4位のたばこメーカーのドンスコイ・タバックに加えてロシアとギリシャの2社を約1900億円かけて買収した。JTはロシア市場で3割強のシェアを握る最大手であり、さらに事業基盤の強化を行った。ロシアは、中国、インドネシアに続く世界

第 3 位のたばこ市場であり、JT は買収によってロシアにおけるシェアを 4 割に引き上げ首位を確固たるものにする考えだ。また、2016 年にはアメリカのレイノルズ・アメリカンのブランドを約 6000 億円で買収し、以降は M&A によってフィリピンやインドネシア、エチオピアなどの新興国参入を続けてきた。こうした新興国への参入もあり、海外たばこ事業は堅調である。2017 年の海外たばこ事業の売上高は 1 兆 2376 億円と前期比で 3% 増加し、国内事業の約 2 倍の規模にまで成長した。2018 年 12 月期には前期比 7% 増の 1 兆 3123 億円まで拡大した。

5

3.3.2. 失敗事例

10

次に、失敗例を挙げる。前述した通り M&A は多額の費用が掛かるため、資金が用意できず多額の借入金（他人資本）で買収をしている場合は巨額の資金が動くため株価が下がる。事例として武田薬品工業によるアイルランド製薬大手シャイアーの買収が挙げられる。同社は国内最大総額の約 460 億ポンド（約 6 兆 8000 億円）でシャイアーを買収した。その結果、武田薬品工業は日本から初めての世界売上高ランキングトップ 10 に入る見通しだ。しかし、武田薬品は 2008 年リカのミレニウム・フォーマシューティカル社、2011 年にスイスのナイコメッド社、2017 年にアメリカのアリア社などの大型買収を繰り返しており、1 兆円の有利子負債を抱えている。今回の買収で新たに 3 兆円の借り入れを行う上に、買収を重ねてきたシャイアーの有利子負債 2 兆円も飲み込むことになり、その負債額は 6 兆円に膨らみ巨額の現役損失を計上するリスクをはらむ。結果として巨額負債による財務悪化が意識され 2018 年 3 月から 12 月まで株価は約 3 割下落した。

15

20

25

このように、M&A は多額の資金を有するため失敗するリスクもあるが、企業ひいては日本経済、証券市場が成長するために効果的な施策であることが分かる。

第 4 章 今後のあるべき内部留保の削減法

これまで述べてきた現状を踏まえ、内部留保を削減させる方法として以下の 2 つを提案する。

30

4.1. 社会の関心を高めること

内部留保の社会への還元を求める声を高め、それによる企業側への圧力を強くする。労働者や国民の欲求が高まれば、賃上げや雇用・労働条件の改善、下請け中小企業取引条件改善の動きがみられ、そこに内部留保が活用されることになる。また、世論の変化によって政府の政策を転換させ、内部留保を国内の新規投資に振り向けさせ、新たな雇用・産業生み出すことも可能であると考える。

4.2. 内部留保への課税（台湾、アメリカ、韓国）

次に提案する施策は内部留保への課税である。

日本の現状の税制は法人への課税と株主個人への配当所得に対する課税の二段階課税システムを作ってきた。しかし、実際はほとんどが内部留保にまわるのが事態であり、その分は配当とし個人所得の課税が行われることはない。つまり、一段階目の法人課税で終わってしまい内部留保の減少に津案がっていない。特に日本はこれまで海外と比べて配当性向が低いと言われており、配当されずに内部留保となる割合は相対的に大きいと考えられる。

日本企業の中で同族会社の内部留保への課税は、同族会社の役員が個人レベルでの分配利益に対する課税を避けるために行われる租税回避操作を防ぐための処置である。この内部留保課税は、一段階目で終わることの多い同族会社の留保利益に二段階目の課税を課すものといえる。それらを手掛かりに内部留保課税について考えることは極めて重要である。

4.2.1. 台湾の課税制度

内部留保への課税を実行している台湾・アメリカ・韓国の課税制度を説明する。台湾では1998年から毎期の内部留保増加額に10%の課税が課された。法人税が低い代わりに、内部留保にまわる分に追加課税をしている。この内部留保課税は二段階目の配当課税の代わりとなるものである。台湾では内部留保課税を避けるために配当性向を高める企業も増大しており、その結果、アジアの証券市場の中では配当利回りの良い銘柄として台湾企業の株式は注目されている。証券市場の活性化は台湾経済全体の景気を向上させる形となっているが、それは内部留保課税のもたらす効果の一つであるということが出来る。

4.2.2. アメリカの課税制度

5 アメリカでは「Accumulated Earnings Tax (AET)」という内部留保課税制度が適用されている。租税回避目的で法人企業が過剰な内部留保を行った場合に対して、20%の懲罰税と呼ばれる課税が課される。単に法人に大きな内部留保があるということだけで課税されるものではなく、法人が株主の課税を回避するという意図を持って過剰な留保をしているという認定によって適用される。内部留保課税は租税論的に見ても妥当な課税方法の一つであると言える。

4.2.3. 韓国の課税制度

10 さらに韓国では法人留保金課税制度である投資・共生協力促進制度が新設された。2018年1月1日以降に開始した事業年度から特定の企業に対して適用される。所得金額の多い特定の企業に対して課税されるものであるが、設備投資や賃金を増やすことにより支払税額が減少する仕組みである（図11参照）。

15 図 11 韓国の法人留保金課税制度

	従来の法人 留保金課税制度	新法人 留保金課税制度
課税方式 A	[当該年度の調整課税所得 × 80% - (投資 + 賃金増加 + 配当金等)] × 11%	[当該年度の調整課税所得 × (60%~80%) - (投資 + 賃金増加等)] × 22%
課税方式 B	[当該年度の調整課税所得 × 30% - (賃金増加 + 配当金等)] × 11%	[当該年度の調整課税所得 × (10%~20%) - (賃金増加等)] × 22%

<出所> EY 税理士法人(2018)「Japan tax alert」の記事より筆者作成

投資や賃金が増加した分、課税金額が低くなれば、投資の促進や賃金の上昇などに内部留保の活用がされると考えられる。韓国のような工夫をした内

部留保課税によって、そこから生まれる財源を経済全体への活用や、また台湾のような証券市場の活性化へとつながる効果を期待することもできるのではないかと考えられる。

5 第5章 証券市場を活性化するための内部留保の活用

これまでの分析を踏まえ、証券市場を活性化するために内部留保を如何に使うかについて考え、実際の活用法を纏めていきたい。

まず証券市場の活性化の定義から考えたい。そもそも活性化とは「沈滞していた機能が活発に働くようになること。また、そのようにすること。」(広辞苑)という意味である。つまり証券市場の活性化とは、「証券市場において、沈滞・停滞していた機能が」活発に働くようになること。また、そのようにすること。」という定義になる。これを前提とし、私たちは3つの施策を考えた。

5.1. 株主還元策から投資の流れを増やす

前述したように株主還元策とは、純利益や過去の利益の蓄積の一部を株主に配当を返すことである。3章でも述べた通り、現在、内部留保・配当額ともに増加傾向ではあるが、株主たちは現状の配当額に満足せずさらなる増額を望んでいる。企業が株主還元を積極的に行うことで、内部留保が減り、配当が増え株主の資金が潤沢になり更なる投資を行いやすい状況を作ることができる。私たちはこの状況を企業や政府が意図的に作り出すことで、それが証券市場の活性化に直結すると考えた。つまり、「株主還元策→株主の資金が増える→別の株の売買が行われる→証券市場の活性化」という流れが生まれるのだ。そこで、私たちは企業がある一定の割合の内部留保を配当に回した場合、政府が企業に課す法人税を減税するという施策を考えた。4章で述べた通り、韓国では、内部留保を設備投資や賃金に回すことによって支払い税額が減税する制度が取り入れられている(図9参照)が、その中には投資を行わない労働者なども対象になる。そのため、よりダイレクトに株主への投資を促進するため、配当に着目した。すでに、投資をすることが定着している株主たちへの優遇は、もともと投資を行っていた企業はもちろんのこと資金に余裕ができ今まで投資をしたことがない企業にも投資をする機

会が増えることが期待できる。これは、株主だけでなく企業としても支払い税額の減少とさらなる資金の獲得という2つのメリットがある。政府は税収が減少するが、長期的に見て日本の証券市場の活発化に繋がるためデメリットばかりではない。このように企業の内部留保による株主還元策の促進を基

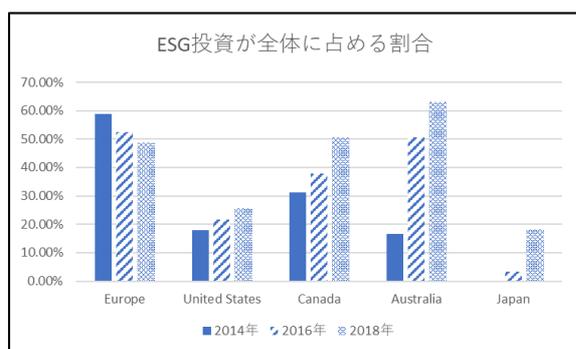
5

5.2. ESG投資のGの分野に内部留保の項目を追加する

近年 ESG 投資の流れが加速している。図 12 は ESG 投資が全体に占める割合の推移をグラフにしたものだ。

10

図 12 ESG投資額が占める割合の推移



<出所> GSIA(2018) “2018 Global Sustainable Investment Review” を基に筆者作成

15

そもそも ESG とは、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の頭文字を取ったものである。ESG とは環境、社会、ガバナンスの3つの要素に十分に配慮を行うことが必要だ、というような脈絡で用いられる。配慮を行う主語が投資家なら、「ESG 投資」という用語になり、主語が企業なら「ESG 経営」という用語になる。

20

今日、企業の長期的な成長のためには、ESG が示すこの三つの観点が必要だという考え方が広まっており、そういった企業に投資をする流れが強まってきていることが上記のグラフを見るとわかるだろう。ESG の観点が薄い企業は大きなリスクを抱えた企業であり、長期的な成長ができない企業だということを意味するので、企業は ESG 経営をせざるをえない。

25

そこで私たちは ESG 投資の G(ガバナンス)の分野に内部留保の項目を追加するという施策を考えた。現在、Gの分野では「法令遵守」「社会取締役の独立性」「情報開示」などが重視されているが、内部留保が過度に多い企業、またそこへの懸念を感じさせるような企業は ESG 経営が出来ていないという認識になる。これにより、企業は ESG 経営を進めるにあたって内部留保の活用を見直すことを余儀なくされる。なぜなら ESG の観点で薄いと長期的な成長が望めず、大きなリスクを抱えていると投資家からみなされ、投資額が減るからだ。投資額の減少は企業が長期的な経営をすることができなくなることに繋がる。企業はこの状況は何としてでも回避しなくてはならない。この施策により、内部留保が直接的に証券市場に回るかどうかは確かではないが、経済が回ることに繋がることを期待される。

5.3. 新たな保険商品の販売

先ほども述べたように、企業の内部留保が増えていく理由の一つとしてリスク回避が挙げられる。政府としては、内部留保が増え続けることは経済の停滞につながりかねないので望ましくない。ただ企業も長期的に経営をしていく上でリスクを回避したいという思いがある。これが政府と企業の内部留保の増加をめぐる対立の大きな原因の一つだ。なので、政府が単純に内部留保を証券市場に回すよう促してもあまり意味がないのだ。そのため企業が少しでも内部留保を証券市場に回すために、新たな保険商品に販売が効果的と考えた。

現在、日本投資者保護基金のような仕組みはある。日本投資者保護基金とは、万が一、何らかの事情で証券市場が破綻し、分別管理の義務に違反したことによって、プロの投資者を除く一般のお客様の資産の返還が円滑に行われない場合に、返還できない方々への資産について、日本投資者保護基金が一人当たり上限 1000 万円まで補償をするというものだ。こういった投資者を保護する制度を充実させるとともに、内部留保を証券市場に回した時に起こるリスクに対しての保険を提案する。例えば、「内部留保を証券市場に回し、そこで生じた損益が投資額の半分以上を超える場合には一部補償する」といった具合だ。保険会社からすれば、「政府」と「内部留保を抱える企業」の

二つの顧客を手に入れることが出来、さらに両方から保険商品に関する出資を得ることで、企業の負担額も減る。これにより、少しでも内部留保を証券市場に回すことへ前向きになる企業が増えると考えた。政府や保険会社が中心となってより B to B 向けの、そして内部留保を証券市場に回すことによって起きるリスクにのみ働く保険を作るべきだ。

5.4. M&A に対する減税処置

三章で前述した通り M&A は内部留保と密接に関係している。経営者が選ぶ内部留保の活用先として、M&A と株主還元 of いずれもが 44.8%⁶に達した。多くの経営者が内部留保の活用先として M&A をあげていることがわかる。さらに M&A を成功させている企業は ROE が高くなる傾向にある。

アメリカでは大企業が新技術を取り込むために、次々にスタートアップ企業の M&A を行っているため、シリコンバレーでは、ベンチャー・キャピタルから出資を受けたスタートアップ企業の 9 割が他の会社を買収されている。さらに投資家も積極的に創業間もない企業や大学の研究者に出資をし、企業を支援して成長させる好循環が存在する。日本の ROE の低さはスタートアップ企業の成長や発足がしづらいことが一つの原因であると言われており、三章で前述した通り、アメリカは日本の ROE の平均より 5.8%を上回る。

そこで、私たちは増大する内部留保の M&A への活用を促進させる方法として、M&A の減税措置を考えた。減税は新規事業への投資を対象にする。現在の日本にはスタートアップ企業への投資の優遇措置はないため、市場開拓や新規ビジネスを生み出す企業などへの投資を促すと考えられる。M&A の減税を行うことで、企業が M&A に積極的に取り組みやすい環境をつくり、増大する内部留保を有効に活用して新規事業の成長を促す。また、企業の ROE を高め、結果的に日本企業がグローバルでの競争力と展開力を高めることに大きく貢献するだろう。

⁶ 日本経済新聞社「社長 100 人アンケート」(2015 年 12 月 21 日)

おわりに

以上概観してきたように、私たちは内部留保とは社会にとって必ずしも悪影響を及ぼすものであるとは考えていない。内部留保とは企業が成長するための土台となり、さらにリスク回避のためには必要不可欠な存在であると考えている。

5 また企業が長期的に経営をし、尚且つ利益を出し続けるためには必要であり、全てを否定することはできない。上記で述べたように内部留保は「企業の安定性を示すこと」や「企業間の信頼関係の構築に役立つこと」など企業側のメリットも大きい。しかし現在の日本国内の内部留保額は以上であるとも考える。私たちは過剰に保有されている内部留保を適切な額まで削減する事、そして削減した分が証券市場に回ることが現在の日本国内で必要な取り組みであると考えた。日本の成長をもたらすために注目されている証券市場と内部留保の掛け合わせは「今後の日本を成長させる」といった社会にとって重大なインパクトになると考える。

15 今回論じた施策は、直接的に証券市場に影響をもたらすと保証できるものではないが、間接的ないし数年後の日本経済の成長をもたらす施策であると考えている。特に2点目と3点目の施策に注目していただきたい。2点目の施策で述べた「ESG投資のGの分野に内部留保の項目を追加する」といった施策は、現在の日本の証券市場のトレンドに関わる部分である。大企業になればなるほどESG投資のようなトレンドには敏感であり、どの企業も取り組んでいる話題であるため即効性且つ高効果が期待できると考えられる。

25 また3点目の施策である「新たな保険商品の販売」は政府、企業、保険会社という3つの組織から成るビジネスモデルである。つまりマルチサイドプラットフォームであるためこれもトレンドを抑えていると言えよう。今、多くの企業がマルチサイドプラットフォームによって利益を出していることは言うまでもないだろう。Airbnbを例に出すと、最初は借りる側と貸す側の2サイドでビジネスを始めた。交渉が成立すると、価格の15%がチャージされる。この内訳は借りる側から12%、貸す側から3%だ。しかし、8年ほど前から部屋が荒らされてしまうなどのトラブルが起き、保険会社という第三のサイドを巻き込んだ。これにより2サイドが3サイドになったのだ。また、貸し借りの稼働状況をマップにし、その情報をリアルタイムで更新し、レストラン、商店街などと

言ったローカルビジネスと共有することで送客に繋がり、4 サイドになることが可能だ。さらに、観光産業と繋がれば、逆に送客してもらうことも可能である。これにより、2 サイドでのビジネスだったものが 5 サイドになる。こういったように、現在ではマルチサイドプラットフォームは企業の事業拡大には必要なのだ。

上記のようなトレンドを抑えた施策の考案に精を出した。またこれらの施策は政府が関わりながら実行していく必要がある。これにより企業と政府が密接に関わり合う望ましい状況を作ることに関わると考えた。

さらに現在の日本では産業規模ごとに内部留保の所有状態は変化し、内部留保の重要性が変化している。私たちはこの産業規模が違っていても公平に行われるような施策の考案に注力した。株主還元策や ESG 投資、新たな保険の発売など、どの企業規模であっても気軽に取り組める施策を打ち出した。全企業が取り組むことで中小企業を含めた日本全体の成長につながると考えられよう。

15

参考文献・URL

- 石野雄一（2007）『ざっくりわかるファイナンス』光文社
- 太田珠美（2018）「内部留保が増えることは問題なのか？」『大和総研金融資本市場』
- 20 ● 太田洋子/張替一彰/小西健一郎/野村證券 金融工学研究センター（2011）『企業価値向上の事業投資戦略』ダイヤモンド社
- 小栗崇資/谷江武士/山口不二夫（2015 年）『内部留保の研究』唯学書房
- 木村直人（2018）『これならわかる 決算書キホン 50 〈2018 年版〉』中央経済社
- 25 ● 坂本恒夫/鳥居陽介（2018）『企業財務と証券市場の研究』中央経済社
- シバタナオキ（2017）『MBA より簡単で英語より大切な決算を読む習慣』日経 BP
- 上念司（2018）『経団連と増税政治家が壊す本当は世界一の日本経済』講談社
- 30 ● GSIA “2018 Global Sustainable Investment Review”

- 「JT、ロシア 4 位を 1900 億円で買収 現地で首位固め」『日本経済新聞』、2018 年 3 月 16 日、電子版
- 経済産業省（2018）2018 年版中小企業白書

5 ● <https://sustainablejapan.jp/2019/04/02/gsir-gsia-2018/38613>

● <https://www.e-stat.go.jp/>

● <https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm>

● <https://www.eytax.jp/tax->

library/newsletters/pdf/japan_tax_alert_25_Jan_2018_j.pdf

10 ● <https://www.dir.co.jp/report/research/capital->

mkt/securities/20180220_012756.pdf)

● <https://www.eytax.jp/tax->

library/newsletters/pdf/japan_tax_alert_25_Jan_2018_j.pdf#search=%

[27](#)

15