

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」

明治大学 鳥居ゼミナール

太田班

石川 胡田 太田 鈴木 日置

目次

	はじめに	2
	第1章 内部留保について	4
	第1節 内部留保と証券市場	4
5	1項 内部留保の定義	4
	2項 内部留保の推移	5
	3項 証券市場とその役割	8
	第2節 内部留保の現状	10
10	1項 内部留保の使い道	10
	2項 内部留保の海外比較	12
	第3節 内部留保への批判	15
	1項 内部留保の増加に対する批判	15
	2項 内部留保は減らすべきなのか	17
	3項 内部留保に対する誤解	18
15	第2章 現預金の活用状況	21
	第1節 現預金の現状	エラー! ブックマークが定義されていません。
	1項 先行研究	エラー! ブックマークが定義されていません。
	2項 上場企業の分析	エラー! ブックマークが定義されていません。
	第3章 企業と投資家の間に存在するギャップ	28
20	第1節 手元資金の水準に対する企業と投資家の間での認識のギャップ	29
	第2節 内部留保の理想的な状態	30
	第3節 企業と投資家の間のギャップをどう埋めていくか	31
	終わりに	31
	引用文献	33
25	参考文献	33

はじめに

近年日本企業の内部留保額は 2000 年前後を境に急激に増加し始め、現在までその傾向は続いている。特にアベノミクスが始まって以降はその傾向が一層顕著になっている。この現状に対し、政府の麻生太郎財務大臣は 2017 年 9 月 28 日の全国証券大会の講演において、

「企業の内部留保のなかで現預金の多くなっていることが問題だ」と指摘し、消極的な企業

5 活動が経済の好循環を妨げかねないと主張している。そして、経済を活性化させるためには、設備投資や賃上げ、配当により積極的に回すべきだという考えを示している。それに加え、内部留保に課税や震災復興費に内部留保を利用するなど内部留保を企業の社会活動に利用しようなどの声も上がっている。しかし、本年 9 月 2 日に財務省の「法人企業統計」において発表されたように、日本企業の内部留保額は過去最高額を 7 年連続で更新し、463 兆 1308
10 億円にのぼった。このような消極的な企業活動が蔓延している状態では、経済の好循環を妨げてしまう。多くの研究者や政府関係者が内部留保の増加を批判しているにもかかわらず、このような結果になっているのはなぜだろうか。企業側が内部留保を利用しないのはなぜだろうか。一般的に内部留保は批判されているが、その認識は正しいのだろうか。機関投資家は企業側の意図を理解できているだろうか。

15 そこで、私たちは内部留保が増加している原因を突き止めるため、企業の内部留保の活用方法を明らかにし、内部留保の理想的な状態を設定し、その状態を達成するための方策を作成する。そして、企業側の意図を機関投資家に理解してもらうことで、企業の発展が円滑になり、企業規模の増加や経済発展につながっていくと考える。

1 章では、多くの学者やマスコミが批判している内部留保とはどのようなものなのかを
20 明らかにしていく。

2 章では、内部留保（現金）の活用状況をキャッシュフローをもとに調べ、現在の状況を明らかにしていく。

3 章では、先行研究結果と前章の内容を踏まえ、企業と機関投資家の内部留保に関する考え方の違いを明らかにしたうえで、なぜそのような状況が生まれてしまったのか明らかに
25 していく。

4 章では、3 章で明らかにした考え方の違いをどのように埋めていくか私たちの考えを提言する。

第1章 内部留保について

第1節 内部留保と証券市場

1項 内部留保の定義

内部留保というのは明確に定義されたものではない。そのため内部留保に対する誤解も多く、内部留保の本質を掴むことを難しくしてしまっている。

勝悦子(2016)は、内部留保の概念には二つあり、内部留保をフローの中で捉えたものと、ストックの視点で捉えたものがあるとしている。フローの視点から見ると、「内部留保とは、営業活動および金融活動から得られた当期純利益から、税および配当金等社外に流出したものを除いたものである。」としている。一方、ストックの視点から見ると、「企業の貸借対照表の『純資産』の部にある『利益剰余金』に該当する。」としている。

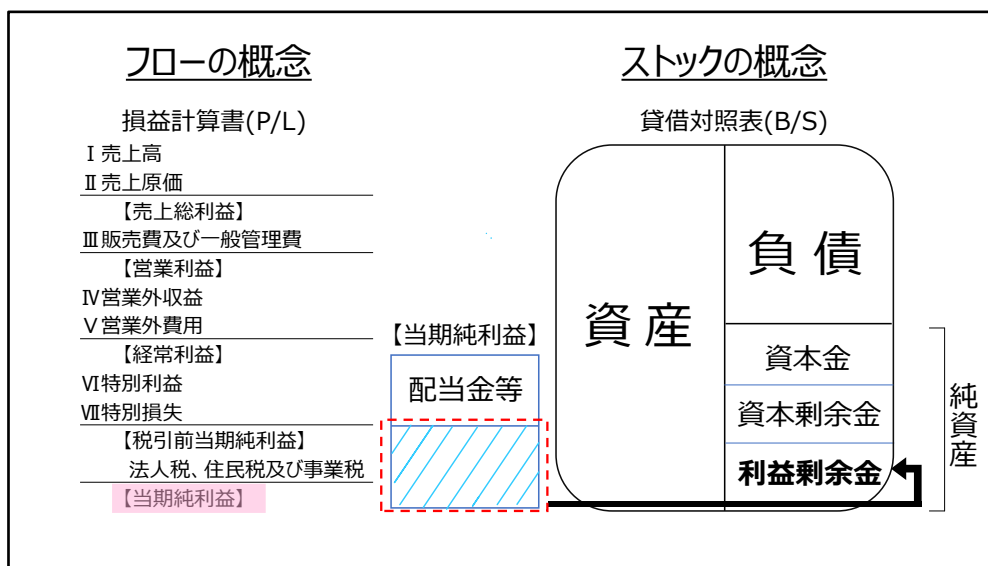
利益剰余金とは、一つの会計期間における損益計算書で算出した当期純利益から配当金等を差し引いたものであり、企業が生み出した利益を積み立てたお金で、企業内部に蓄積されたものを指す。そして、これは次期に繰り越され、次期以降に企業が活動するための資金として蓄積される、あるいは有効に活用される。

図表 1-0-1 貸借対照表における利益剰余金の分類

貸借対照表(B/S)	
資産の部 現金・預金 商品 売掛金 短期貸付金 有価証券 建物 工具機具備品 車両運搬具	負債の部 買掛金 短期借入金 長期借入金
	純資産の部 資本金 利益剰余金

出典：EURECAPU「貸借対照表とは何かをわかりやすく図で解説」より筆者作成

図表 1-2 内部留保のフローとストックの概念



筆者作成

- 5 利益剰余金は利益準備金、積立金、繰越利益剰余金の三つで構成されている。利益準備金は利益準備金の中でも配当の財源となるために積み立てられたもののことを指す。積立金は特定の目的のために積み立てたもののことを指し、株主総会や取締役会の決議に基づき積み立てられたものである。積立金に該当する勘定としては新築積立金のように使用目的がはっきりしているものや、特に使用目的を表さない別途積立金がある。繰越利益剰余金は利益剰余金から利益準備金と積立金を差し引いたものであり、その他の企業の利益の蓄積部分である。
- 10

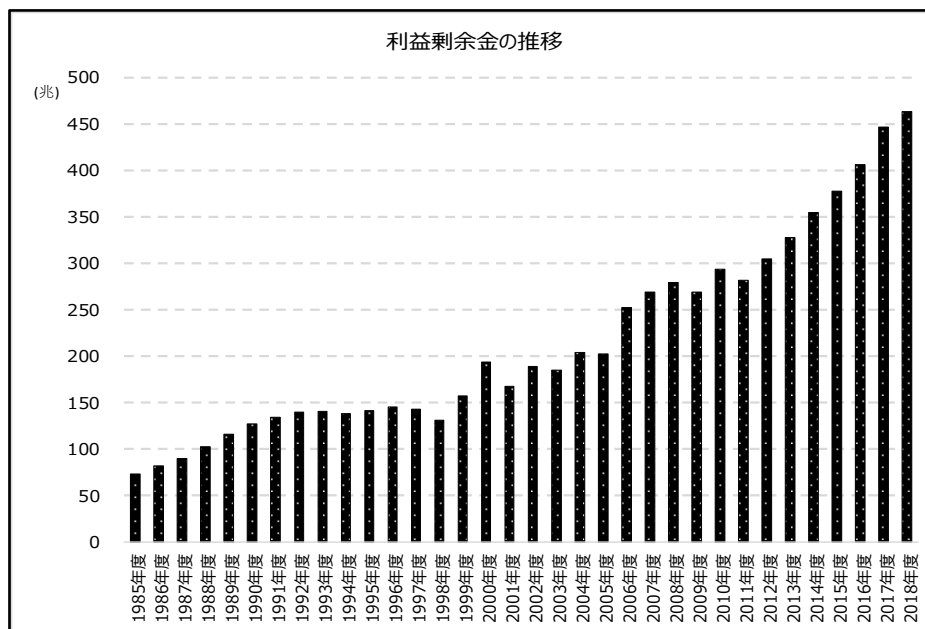
2 項 内部留保の推移

- 下の図は内部留保の時系列のグラフである。勝悦子 (2014)は、日本の上場企業が内部留保を増加させている時期は二つあると紹介している。一つ目は1980年代後半のバブル景気の時代である。バブル経済が始まる前年の1985年からバブル経済が崩壊する1991年にかけて、73兆円から134兆円へと61兆円増加している。二つ目は2002年から始まったいざなぎ景気である。いざなぎ景気が始まる2002年から世界的不況をもたらしたリーマンショックが発生した2008年にかけて、189兆円から279兆円へと90兆円増加している。一方内部留保を減らしているのは1997年のアジア通貨危機が引き起こした不況、2001年のITバブルが崩壊した時期、リーマンショックの時期である。アジア通貨危機が起きた1997年か
- 15
- 20

ら翌年の 1998 年にかけて、143 兆円から 131 兆円へと 12 兆円減少している。また、IT バブルが崩壊した 2001 年には、前年の 194 兆円から 168 兆円へと 26 兆円減少している。同様に、リーマンショックの 2008 年から翌年の 2009 年にかけて、280 兆円から 269 兆円へと 11 兆円減少している。そして、リーマンショック以降の 2009 年頃から現在に至るまでは急激

5 に増加しており、リーマンショック後の 2009 年から 2018 年にかけて 269 兆円から 463 兆円へと 194 兆円も増加している。リーマンショック以降に内部留保が増えているのは、アベノミクスにより企業の業績が回復したことが要因として考えられる。

図表 1-3 利益剰余金の推移



(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

また、小栗(2017)は資本金 10 億円以上の約 5000 社の大企業(金融を除く全産業)の 1971

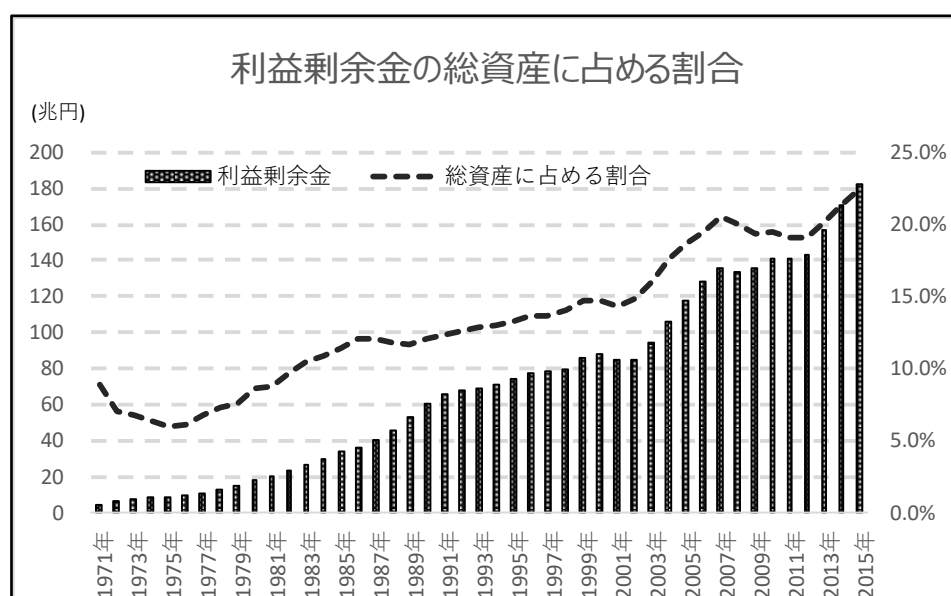
15 年から 2015 年の総資産に占める内部留保の割合を研究している。国立国会図書館の鈴木(2014)はこの大企業は法人企業統計の利益剰余金の額の全体の 6 割を占めているとしている。下の図はそれをグラフ化したものである。小栗(2017)ではこれを 15 年ずつに区切って見ている。そして、下の表(番号)は 15 年ずつに区切った場合の内部留保が総資産に占める割合の変化と増加ポイントを示している。

1971～1985 年度の間に 8.9%から 11.4%に増加しており、2.5 ポイント増加している。この時期は石油危機による高度成長から低成長の以降を経て、再び景気回復に入る段階である。70 年代は呈せ長から抜け出すことができず、内部留保が減少しているが、80 年代は景気が回復し、バブル直前まで内部留保が増加している。

- 5 1986～2000 年度には 12.0%から 14.7%に増加しており、2.7 ポイント増加している。この時期はバブル経済の隆盛とその崩壊後の不況の段階である。意外なことに増加ポイントが 2.7 ポイントと、1971～1985 年度の間の 2.5 ポイントと同じ程度の増加になっている。図を見てみると、1986 年から 1990 年度のバブル期には内部留保の割合の変化はなく、1990 年から 2000 年度の不況の時期に、12.3%から 14.7%へと増加している。このことから、バブル景気の時期は約 5000 社の大企業に関しては利益の分配を盛んに行い、バブル崩壊後の不況の時期は利益を分配せず、企業の内部にため込む傾向が強くなったと考えられる。
- 10

- 2001～2015 年度には内部留保の割合が 14.3%から 22.4%になり、ポイントでいうと 8.1 ポイントも増加している。上記の 2 つの期では内部留保の割合の増加が 2 ポイント台だったことと比較すると、8.1 ポイントというのは 3 倍強の増加となり、2001～2015 年度の間に急激に内部留保が総資産に占める割合が増加していることが分かる。
- 15

図表 1-4 利益剰余金の総資産に占める割合



(注) 全産業(金融を除く)の数値

- 20 (出所) 小栗崇資「大企業における内部留保の構造とその活用」より筆者作成

図表 1-5 内部留保が総資産に占める割合の増加ポイント

期間	内部留保の割合 の変化	増加ポイント
1971～1985 年度	8.9%→11.4%	2.5 ポイント
1986～2000 年度	12.0%→14.7%	2.7 ポイント
2001～2015 年度	14.3%→22.4%	8.1 ポイント

(出所)小栗崇資「大企業における内部留保の構造とその活用」より筆者作成

3 項 証券市場とその役割

- 5 証券市場とは、有価証券の発行が行われる発行市場とそれらの売買が行われる流通市場の総称のことであり、対象証券から株式市場と債券市場などに分けられる。株式市場は株式の取引が行われる市場のことであり、債券市場は公社債の取引が行われる市場のことである。

- 10 株式市場は発行市場と流通市場で構成されている。発行市場は企業等が資金調達をするために増資し、株式を発行すると、投資家側がそれに応じて資金提供をすることができる市場のことである。また、流通市場は、既に発行・流通している株式を、投資家と投資家の間でその時々の時価で金融商品取引所で売買される市場である。

- 15 一方、債券市場では国債、地方債、社債等が取引されており、これによって資金調達を行っている。社債に注目すると、株式会社だけでなく、合名会社、合資会社、合同会社も社債を発行し、資金調達を行うことができる。

- 20 株式市場と異なる点は、株式が出資された金銭を出資者に返済することは不要だが、社債の場合は、社債を購入した債権者に対し期日に元本を返済しなければならない、という点が挙げられる。また、株式で資金調達した場合は、株主に配当を支払い、その額も利益等に応じて変動するが、社債の場合は業績に関係なく当初に設定した利率によって計算された利息を社債権者に支払わなければならない。しかし、社債権者に議決権はないため、株主のように議決権行使という形で企業の経営に参加することはできない。

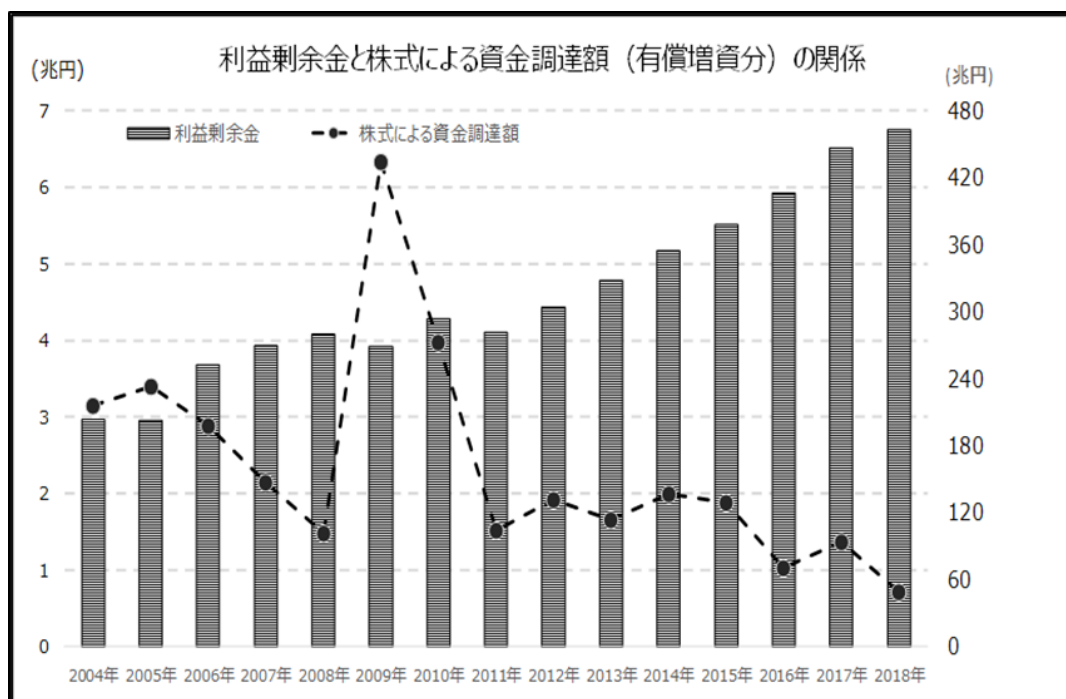
以上のように、証券市場を構成する株式市場と債券市場には違いはあるが、どちらも企業が資金調達を行う場である。つまり、証券市場は企業の資金需要を満たす役割を持っている。

- 25 しかし、近年は証券市場を構成する株式市場の役割が変化している。これには 1990 年以降に台頭した機関投資家の影響がある。1990 年代以降株式所有構造が変化し、機関投資家

が株式所有率を増加させた。それに伴い、機関投資家は委託者の期待に応えるために、投資先企業に運用業績を上げ、株価を向上させるように求めた。そして、機関投資家が投資先企業を選別する際に、ROA や EVA 等の指標が重視されるようになった。一般社団法人生命保険協会が行っている調査である「株主価値向上に向けた取り組みについて」の 2017 年の調査では、「経営目標として企業が重視することが望ましい指標」として、ROE と答えた企業が企業は 49.1% で 3 位、投資家が 82.8% で 1 位であり、企業、投資家共に ROE 等の指標を重視していることが分かる。

図表 1-9 は利益剰余金と株式による資金調達額(有償増資分)の関係を示している。株式による資金調達額に注目すると、2004 年以降減少している。それに対し、内部留保は 2004 年以降増加している。このことから、企業は内部留保で資金を確保できているため、株式市場で資金調達を行わなくなっていると考えられる。以上のことから、株式市場は資金調達の場としての役割から、機関投資家に評価される役割へと変化していると考えられる。そこで、私たちは企業価値を向上させ、株式の取引が頻繁に行われる状態を証券市場が活性化した状態と定義する。

図表 1-6 利益剰余金と株式による資金調達額(有償融資)の関係



(出所)利益剰余金は財務省「法人企業統計」より筆者作成

株式による資金調達額は日本証券業協会「FACT BOOK2019」より筆者作成

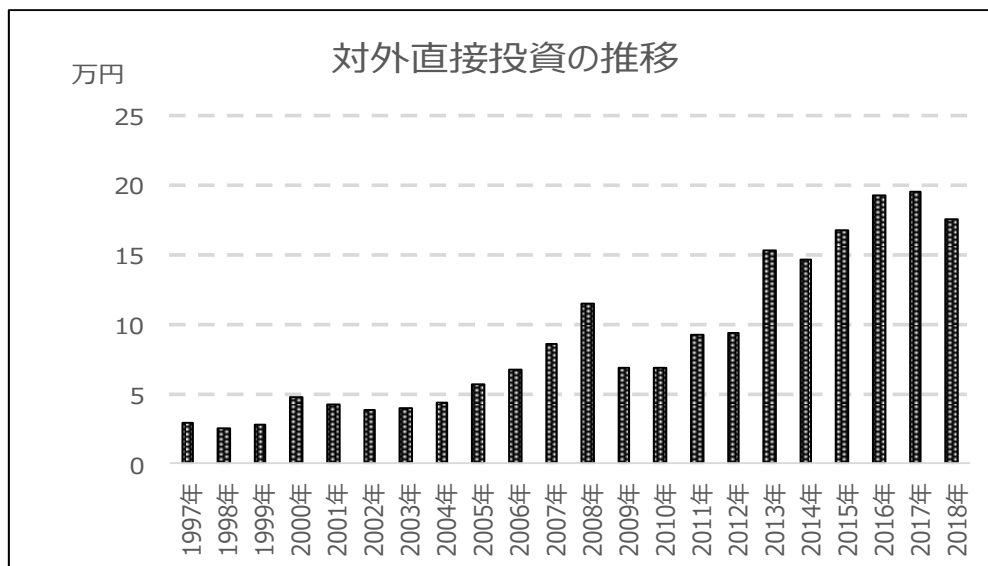
第2節 内部留保の現状

1項 内部留保の使い道

近年の日本企業の内部留保の使い道としては、主に設備投資、対外直接投資、配当がある。その中でも、近年の内部留保の使い道としては対外直接投資が積極的になりつつある。

- 5 設備投資は1980年代にかけては減価償却費を上回る規模で積極的に行われてきた。しかし、1998年頃から減価償却費内で行われるようになり、現在では設備維持のための投資が中心に行われている。その理由としてはリーマンショック等の影響で世界経済が不透明化しており、事業計画の見通しが立てにくいことや、国内の投資収益の低下や、国内の投資先が見つけないことなどがあげられる。
- 10 設備投資は減少している一方、対外直接投資は積極的に行われ活発化している。企業が保有する資産の中で投資有価証券（株式）割合が大きく増加している。投資有価証券とは、貸借対照表における資産の部の「投資その他の資産」のひとつである。満期保有目的の長期保有債券や、子会社株式・関連株式といった市場性のない関係会社の株式、市場での価格がない有価証券などを指す。主に、短期所有目的なら有価証券、長期所有目的なら投資有価証券
- 15 と分類される。投資有価証券は売買目的としてではなく、企業の政策的に保有されている。対外直接投資は主にIN-OUT型M&Aのことを指す。M&AにはIN-IN型、IN-OUT型、OUT-IN型の3種類がある。IN-OUT型M&Aとは、国内企業による海外企業の買収のことである。図表(番号)は対外直接投資の推移を表す図である。これを見ると、対外直接投資が積極的に行われていることが分かる。活発化している理由は、国内における設備投資とは反対に海外需
- 20 要が高まっており、投資先が多く存在していることである。国内投資よりも、新興国などの期待が見込める企業への投資やM&Aを優先するこの状況は、日本のみならず他の先進国にも多く見られることができる。これにより、投資有価証券の割合が増加していると考えられる。対外直接投資は多くの企業が内部留保含む手元資金と外部からの借り入れを利用して行っている。

図表 1-7 対外直接投資の推移



(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

5

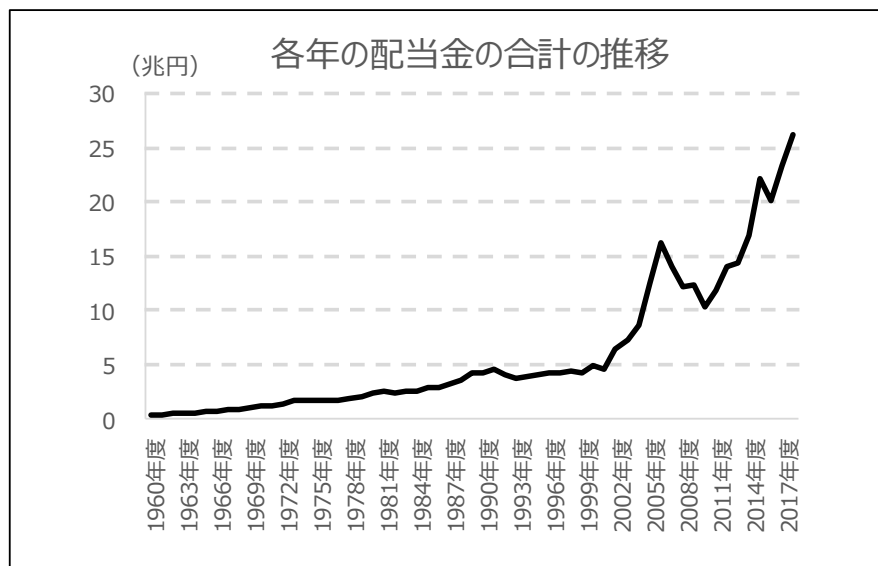
図表 1 - 8 は各年の配当金の合計の推移を表す図である。これを見ると、1960 年代から 2000 年頃までは少しずつ増額しているが、2000 年頃から 2017 年にかけて急激に増加している。これは機関投資家や物言う株主の台頭によって、企業がより株主還元を重視し始めたからだと考えられる。しかし、日本企業はアメリカと比較すると配当額は低いと言われている。

10

そして、税引き後の当期純利益から配当を差し引いた額が内部留保として企業内に蓄えられている。

15

図表 1-8 各年の配当金の合計の推移



(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

5

2 項 内部留保の海外比較

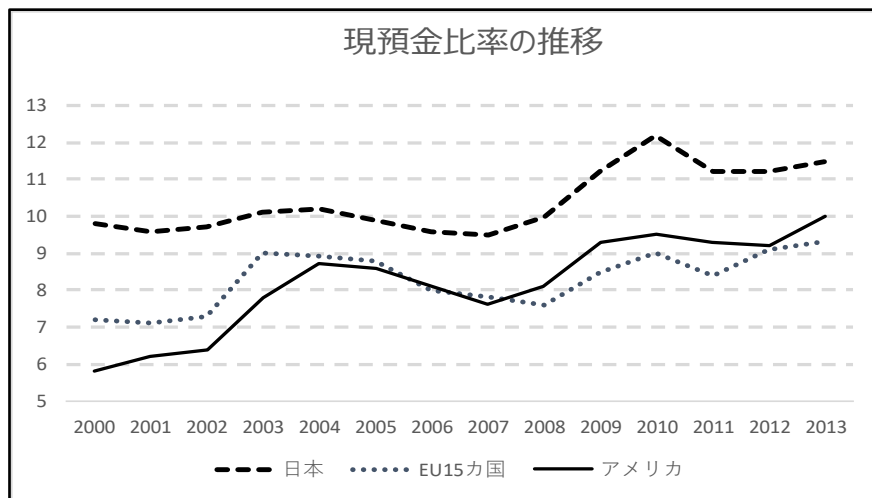
内部留保を世界の国々と比較すると内部留保が増大しているのは日本だけではなく、世界全体で増加している。鈴木(2014)は、そもそも諸外国では企業の内部留保ではなく、現預金の多寡について論じられることが多く、内部留保の海外比較は少ないとしている。理由として内部留保は設備投資等に充てられる場合があるなど簡単に取り崩せるものではないため、資本効率の点で問題としているのは内部留保よりもむしろ現預金の多寡であると考えられる。

10

下の図より、日本は諸外国と比べて現預金の保有率が高いことがわかる。しかし、この状況は最近の出来事ではなく、グラフからもわかるように 2000 年からすでに多い。また、日本以外の諸外国も現預金は増加傾向にあるため、現預金の増加は日本だけではなく、世界全体の問題であると考えられる。

15

図表 1-9 現預金比率の推移

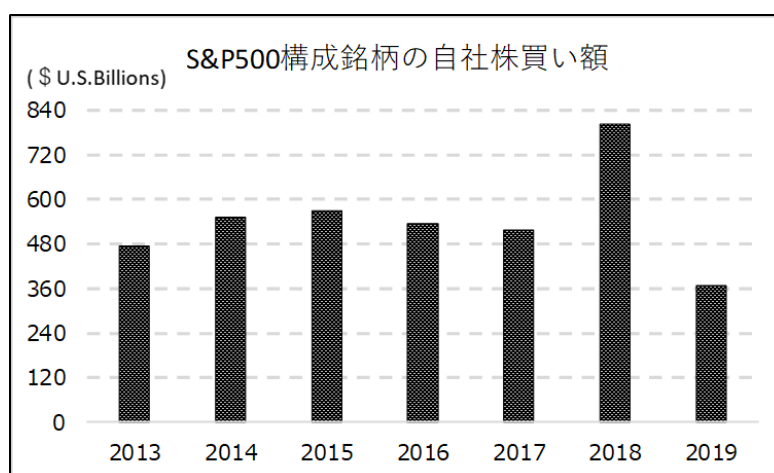


(出所)「平成 27 年度年次経済財政報告」より筆者作成

- 5 アメリカでは内部留保を削減するために主に賃上げ、配当、自社株買い、設備投資等を行っている。アメリカでは 2017 年末にトランプ政権による大型税制改革が行われた。この「トランプ減税」によって雇用増や賃上げを決めた企業が 100 社を超えた。例としては、米アップルは 2 万人を新規雇用、小売業のウォルマート・ストアーズは最低時給を 10 ドルから 11 ドルに引き上げ、通信のコムキャストは 1000 ドルのボーナスを 10 万人以上に支給するなど積極的な賃上げが挙げられる。
- 10 しかし、特にアメリカでは内部留保を配当や自社株買いなどの株主還元を活用する傾向にある。近年のアメリカでは記録的水準の自社株買いが行われている。2018 年の 10 月以降にアメリカ企業が発表した自社株買いの総額は 2600 億ドル（約 28 兆 2230 億円）である。米アップルは 2018 年度に 595 億ドルの純利益を稼ぎ出したが、それを上回る規模の 727 億
- 15 ドルを自社株買いに回した。その他に 2018 年度に自社株買いを増やした企業の上位にはバンク・オブ・アメリカやウェルズ・ファーゴなどの銀行も挙げられる。このように、自社株買いが急激に行われるようになった背景には米国の税制改革で海外留保利益のレパトリ減税で米国に還流した資金が自社株買いに向かったことにある。レパトリ減税は、国外（外国）にある余剰資金（利益）を国内（本国）に還流させる際に課す税金を減税することである。
- 20 しかし、積極的な株主還元を行っているのにもかかわらず、上の図のようにアメリカの現金保有比率は増加傾向にある。理由としては内部留保の削減以上に企業利益が上昇している

からであると考えられる。下の図のように S&P500 指数は増加傾向にあり、アメリカの企業業績が好調であることを示している。

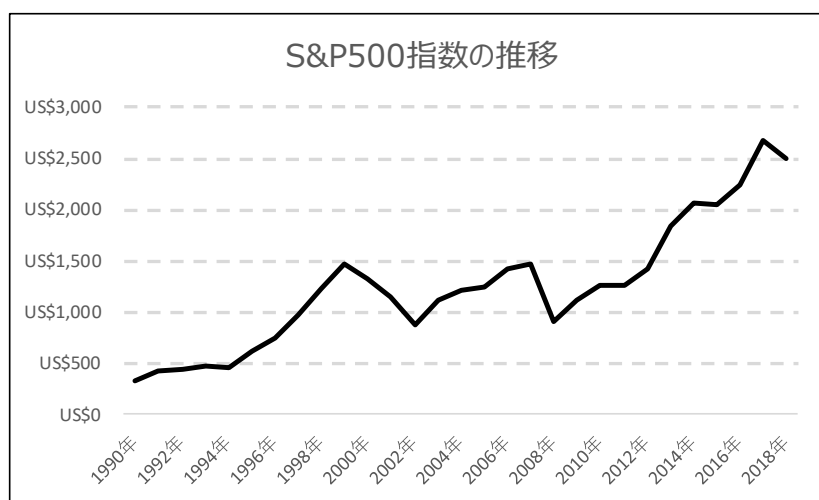
図表 1-10 S&500 構成銘柄の自社株買い額の推移



(注 1) 2019 年は 6 月 30 日時点の自社株買い額

(出所) 株式マーケットデータより筆者作成

図表 1-11 S&P500 指数の推移



(注 1) 2019 年は 6 月 30 日時点の自社株買い額

(出所) 株式マーケットデータより筆者作成

この自社株買いの加速はアメリカだけでなく、世界全体で起きている。配当と自社株買いの合計額は 2018 年度に過去最高の 2 兆 3786 億ドル (約 265 兆円) である。これは、足元で

は減速気味に見える世界経済であるが、世界全体の企業業績が増加傾向にあることを示している。QUICK・ファクトセットで継続比較可能な世界 100 カ国、約 1 万 5 千社を集計した結果によると日米欧の企業業績は過去最高水準であり、利益増を背景に企業は株主還元を増やしている。

- 5 もちろん日本でも自社株買いの件数や額は年々増加傾向にある。2019 年度の自社株買い計画額は 5 月 21 日時点で、約 3 兆 4000 億円と前年同期比 9 割増であった。資本効率を改善するために、株主還元策を見直している企業が増えていることが考えられる。長年投資家やアナリストは日本企業が株主還元を出し惜しむ一方で、キャッシュや証券を必要以上にため込んでいるという批判をしてきたが、2015 年のコーポレートガバナンス・コードの導入や物言う株主の増加により、企業側も株主還元を力を入れるようになったのではないだろうか。アメリカほどの規模ではないが、日本はこの先株主還元の割合がさらに増加していくと予想できる。

- 10 また、日本と同じアジアである韓国でも財閥グループの儲けすぎによる内部留保の増加が問題視されている。そこで韓国は 2015 年から 3 年間内部留保課税制度を導入した。設備投資と賃金増加額、株式配当の合計が 8 割を達しない部分については、10%を追加課税するという内容である。約 1000 社を対象に課税されたが、投資や賃金は増えず、配当のみが増加した。結果として、韓国経済の活性化には繋がらなかった。日本でも内部留保課税については賛否両論ではあるが、先ほど述べた韓国の事例や二重課税に対する批判など多くの問題があるため、導入するのは現実的ではないと考えられる。

- 20 このように、世界各国では様々な方法で内部留保の削減に向けて取り組んでいるが、未だ解決できている国はなく、日本だけの問題ではないのである。

第 3 節 内部留保への批判

1 項 内部留保の増加に対する批判

- 25 内部留保は政治家や研究者等の多くの人々が批判している。批判の中には、「もっと賃金を上げるべき」というものや、「もっと配当に回すべき」、「設備投資額を増やすべき」というものがある。自民党の麻生太郎財務大臣は 2017 年度の法人企業統計で金融・保険業を除く企業の内部留保にあたる利益剰余金が 446 兆円に上っていることが判明した翌日の 2018 年 9 月 4 日に、記者会見で「あれだけ貯めて何をするのか。給料が伸びたといっても 2 ケタに達していないし、労働分配率も下がっている」と発言しており、賃金をもっと支払うべきだと

考えていることが分かる。また、安倍晋三首相はことあるたびに賃上げや設備投資を企業トップに求めている。

しかし、内部留保そのものを批判している研究はほとんどなく、専門家の多くは「内部留保に占める現預金の割合が多い」と批判している。麻生財務大臣も 2017 年 9 月 28 日に、全

国証券大会で行われた講演において「企業の内部留保のなかで現預金の多くなっているこ

とが問題だ」と発言している。現預金は貸借対照表の資産の部に計上されるものであり、将

来において必要となるものをすぐさま購入できるという性質がある。しかし、一方では通常

その収益性は低いという性質も持ち合わせている。企業の内部留保が増加している現在、日

本の企業は資金余剰である。福田(2017)はこれを日本の企業の財務の健全性が高まったこ

との裏返しでもある一方で、その余剰資金の多くは収益性の低い現預金で保有されている

ケースがほとんどであるため、日本の企業の ROE の低下の原因ともなっていると指摘して

いる。株式市場の役割が、機関投資家が指標を使って企業を評価する場へと変化しているた

め、現預金の保有による ROE の低下は株式市場の活性化、そして、証券市場の活性化へとつ

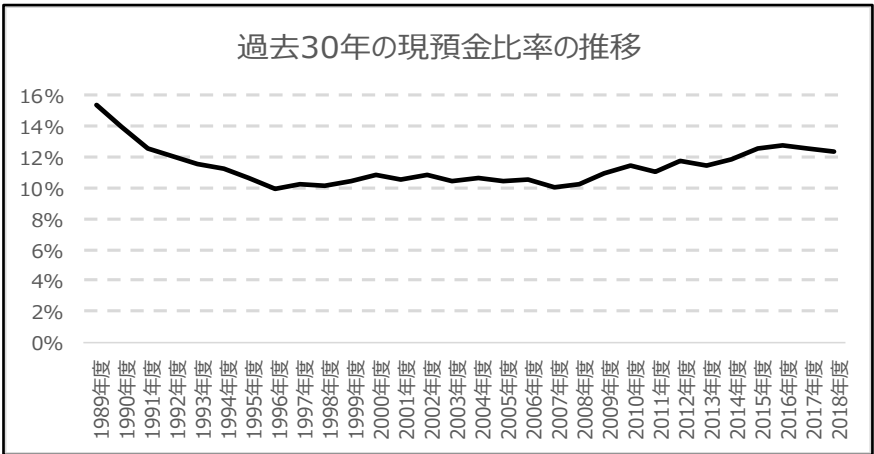
ながらない。また、第 2 節 3 項で述べたように、日本の現預金比率は海外と比べて高いとい

う点も批判される一因となっている。このことから、内部留保の本質的な問題は、内部留保

自体にあるのではなく、内部留保に占める現預金の割合の多さが問題なのである。現預金に

ついては第 2 章で詳しく説明・考察していく。

図表 1-12 過去 30 年の現預金比率の推移



(注 1) 現預金比率 = 現預金 ÷ 総資産

(注 2) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

2 項 内部留保は減らすべきなのか

内部留保における問題点は現預金の比率が高いということが前項で明らかになったが、内部留保はそもそも減らすべきなのであろうか。私たちは内部留保を減らすことはできるが、減らすべきではないと考えている。

内部留保を減らすとしても、現預金をただ使うだけでは減らない。第1章第1節3項で述べたように、内部留保≠現預金のためである。また、建物や有価証券を現預金で購入したとしても、現預金、建物、有価証券の全てが貸借対照表の資産の部に計上されるものであるため、内部留保は減少しない。内部留保を減らす方法としてあげられるものは、一つは赤字経営である。企業が赤字経営になると当期純損失が計上される。これは当期の費用が収益を上回っていることを表すので、この場合、積み立てた利益剰余金を取り崩し、これを費用に充てる。これによって利益剰余金を減らすことができるため、内部留保を減らすことができる。しかし、これは企業が赤字経営となってしまうため、決して望ましいものではない。企業の従業員は喜ぶが、企業の経営者は解雇されてしまうだろう。もう一つの内部留保を減らす方法として、配当を増やすことである。配当性向が100%を超えると当期純利益の全てを配当に充てるということになる。すると、配当金支払いのために過去の利益から貯めていたお金を取り崩して配当金を支払っていることになるため、内部留保を減らすことができる。日本において、中野冷機のように配当性向が100%を超える企業は存在するが、長期的には20%～30%程度を越える水準で安定的に推移している。

最後に紹介する方法は内部留保課税である。これは企業の内部留保に課税をするというものであり、アメリカや韓国で行われた事例がある。鈴木(2014)は内部留保課税については議論が行われているとしている。内部留保課税に反対する者からは、課税によって投資が妨げられ、経済を悪化させる要因となることが懸念されるという意見や、内部留保課税が二重課税に該当するという批判、国際競争力の低下や企業の海外流出につながりかねないという意見が出ている。また、内部留保を主張する論者は、資本金1億円以上の特定同族会社に限って、各事業年度において一定金額以上の所得を内部留保した場合、その留保所得に対して追加的に課税するという制度が存在するため、それを内部留保の割合が大きくなっている非同族会社についても、公平性の観点から同制度を適用すべきという意見がある。しかし、日本では反対の声が多い。2017年に行われた衆議院選挙では当時希望の党の代表であった小池百合子氏は公約として内部留保課税を掲げたが、多くの人々に批判されている。内部留

保にたびたび苦言を呈している麻生財務大臣は、「内部留保は税金を払った後のお金で（導入すれば）二重課税になる」と否定的な見解を示しており、また、本商工会議所の三村明夫会頭は「税金を払っているのに、税金を再度かけるというのはおかしい」と批判している。

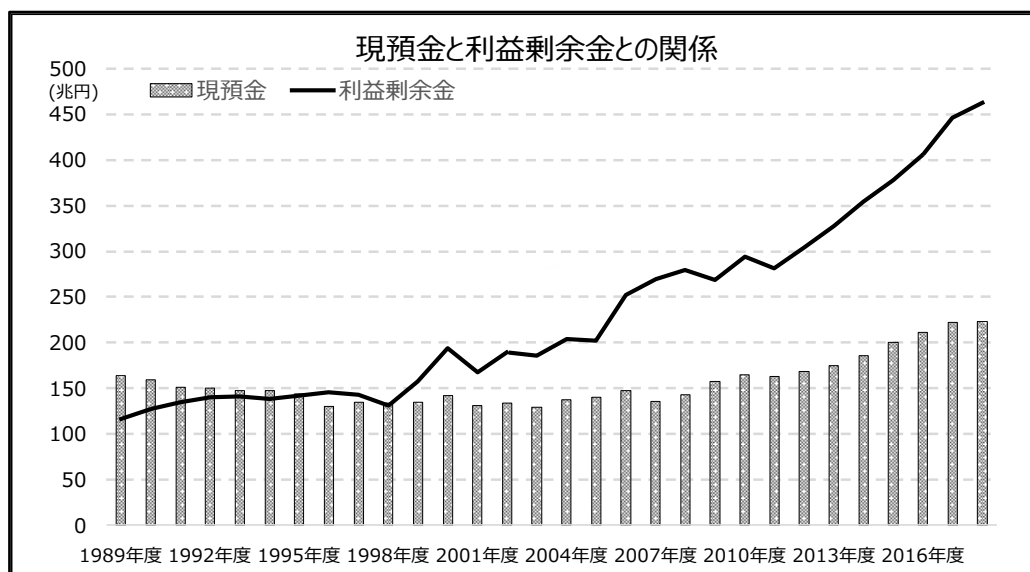
しかし、内部留保を減らすことについての議論は本研究においては不適切である。本研究の目的は内部留保の多寡に関するものではなく、現預金の適正な水準に関する議論である。以下の章でそれを明らかにしていく。

3 項 内部留保に対する誤解

1 項で内部留保に対する誤解が多いと述べたが、具体的にはどのような誤解なのか。内部留保は一般的に企業の現預金のことを指すと誤解されている。大手新聞社の記事でもそれを誤解している記事が散見される。

下の図表 1-3 は 1989 年度から 2018 年までの 30 年間の内部留保と現預金との関係を示している。財務省「法人企業統計」によると、ストックの視点からみた内部留保である利益剰余金は、この 30 年間で 116 兆円から 463 兆円へと 347 兆円増加している。これに対して、現預金の金額はこの 30 年で 163 兆円から 223 兆円と 60 兆円増加したに過ぎない。このように、利益剰余金と現預金残高にはかい離がある。

図表 1-13 現預金と利益剰余金との関係

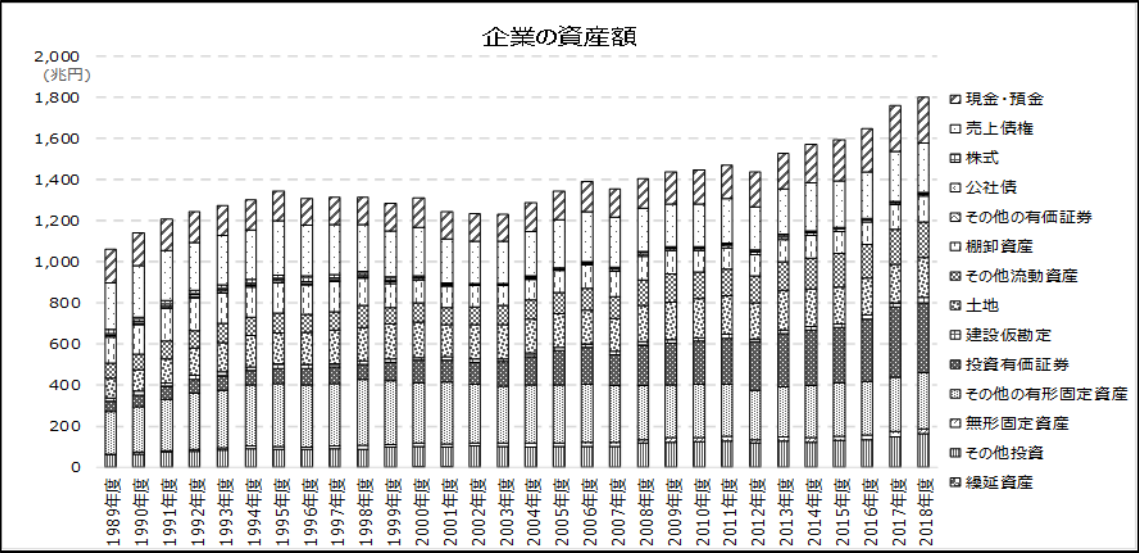


(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値
(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

次に、利益剰余金が増加した分、この30年の間に、何の資産が増加したのか確認する(番号)。この30年間で最も増加したのは投資有価証券である。金額は1989年度が50兆円であり、2018年度が341兆円と、291兆円増加している。

5

図表 1-14 企業の資産額

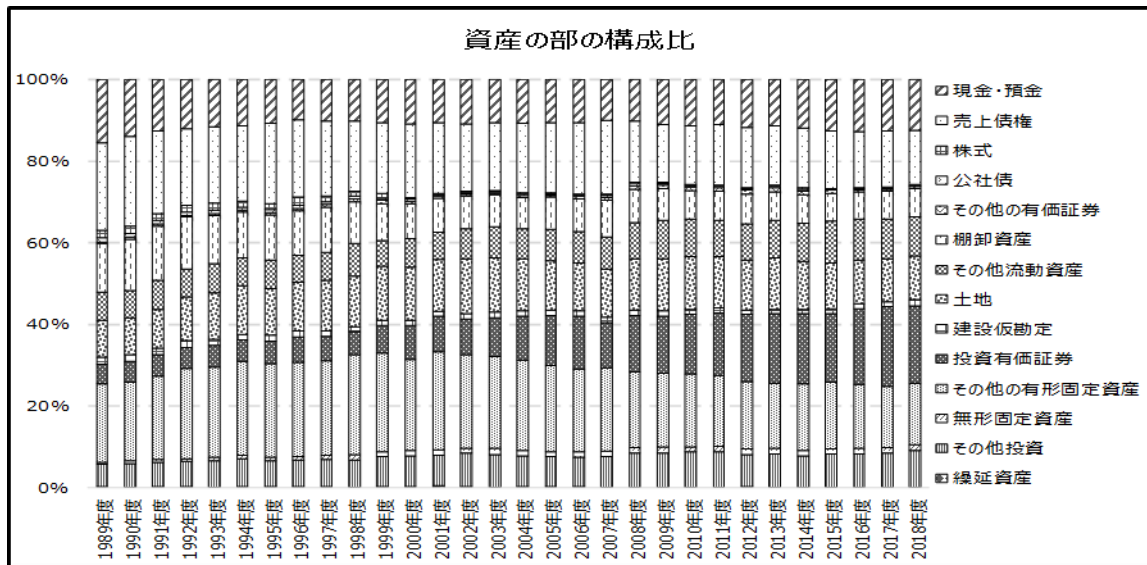


(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

10 最後に、総資産に占める割合を確認する。現預金が総資産に占める割合は約 10%と過去と比較してほぼ横ばい状態といえる。これに対して、

図表 1-15 資産の部の構成比



(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

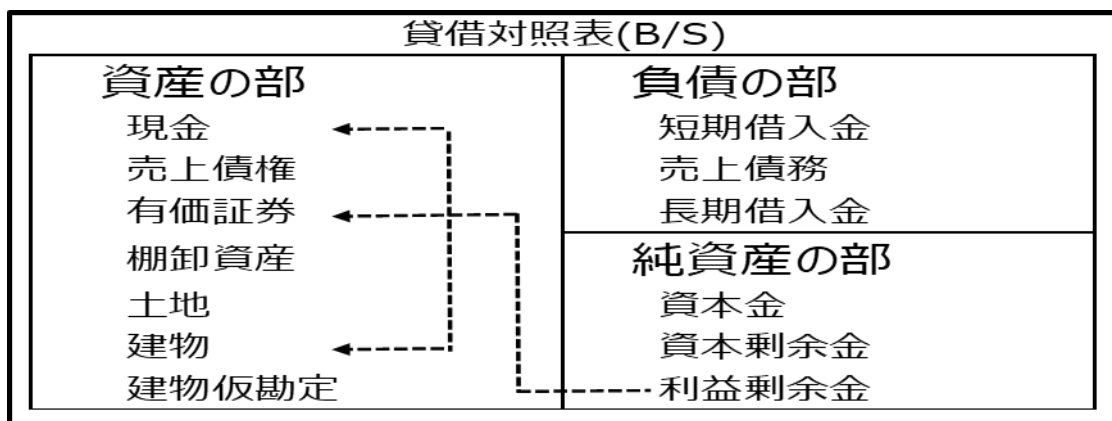
(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

5

以上のことをまとめると、貸借対照表における利益剰余金との関係は以下の図(番号)のように表すことができる。利益剰余金は現預金として手元に置かれているだけではなく、何らかの投資に回った可能性がある。従って、利益剰余金と現預金の金額は一致しない。

10

図表 1-16 貸借対照表における利益剰余金と現預金の関係



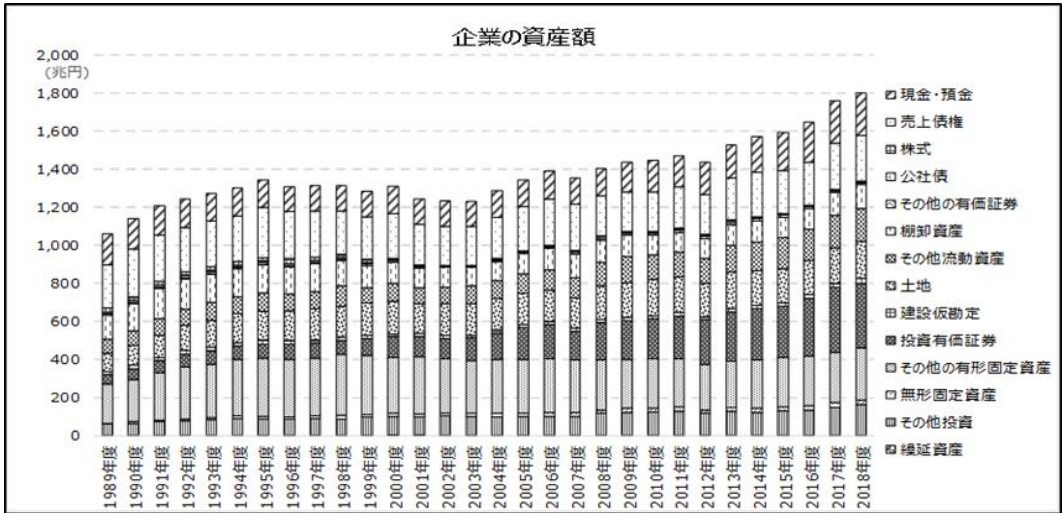
筆者作成

第2章 現預金の活用状況

前述の麻生財務大臣の「企業の内部留保のなかで現預金の多くなっていることが問題だ」という発言にみられるように、日本企業の現預金の多さが問題視されている。財務省「法人企業統計」によると、全産業(金融業、保険業を除く)における現預金額は1989年度において163兆円であり、過去最高を更新した2018年度において223兆円に増加しており、この30年間にける増加額は59兆円である。(図2-1)。特に、リーマンショックが発生した後の2009年度から2018年度までの10年間の現預金額は年率3.95%の伸びで増加している。(図2-2) 次に現預金が総資産に占める割合を確認する現預金が総資産に占める割合はこの30年間で約10%と過去と比較してほぼ横ばい状態といえる。(図c)

10

図表 2-0-1 企業の資産額



(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

15

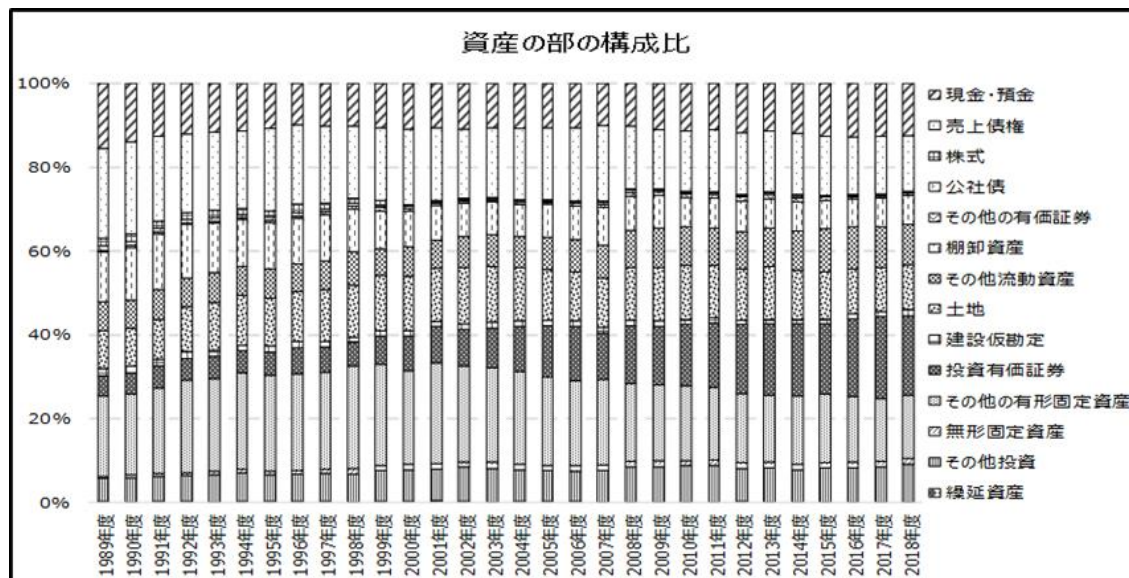
図表 2-0-2 10年ごとの現預金伸び率

年度	年率
1989年度～1991年度	-3.85%
1991年度～2000年度	-0.75%
2000年度～2009年度	1.19%
2009年度～2018年度	3.95%

(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

図表 2-0-3 資産の部の構成比



(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

5 (出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

では、総資産が増加したこの 30 年間に於いて最も増加したのは資産の部の何であろうか。それは投資有価証券である。貸借対照表の資産の部において、投資有価証券の額・比率の両方において増加しており、企業は M&A を活発に行っていることが伺える。

10

第 1 節 計算

企業が現金を有効に活用されているかどうかを調査するために我々は現金活用率を算出し、実際に調査した。我々がこの調査で用いた現金活用率の式は以下の通りである。

坂中(2017)は日本の企業のお金の使い道として、設備投資、配当、自社株買い、M&A が該
15 当するキャッシュ・フロー計算書上の値の増加を紹介している。また、同研究において、設備投資の割合が減少しているが設備投資の割合が最も高いとしている。

現金活用率計算式(%)

20

図 0-4 現金活用率計算式(%)

現金活用率(%)

設備投資 + M&A + 株主還元

現金及び現金同等物の期首残高 + 営業活動によるキャッシュ・フロー + 資金調達 + 資産売却益

×100

(出所)

分母はキャッシュ・フロー計算書に記載されている現金及び現金同等物の期首残高、営業活動によるキャッシュ・フロー、短期借入金、長期借入、社債、コマーシャルペーパー、株式の発行5つで構成されている資金調達、そして、固定資産の売却による収入、投資有価証券の売却による収入、有価証券の売却による収入、子会社・関係会社株式売却を示している。分子は現金の活用先を示しており、先行研究を参考に設備投資、M&A、そして配当金と自社株買いで構成される株主還元を表している。

調査した上場企業は 2009 年度の決算と直近の 2018 年度の決算の両方において利益剰余金がプラスである企業の中から、この 10 年間の利益剰余金の伸び率が高い上位 100 社と下位 100 社の合計 200 社である。企業の決算データは Quick 社の「Astra Manager」を用いて計算している。

これらの算出結果をもとに対応のない 2 標本の差の検定を行ったところ、直近 10 年間の利益剰余金の伸び率が高い上位 100 社と下位 100 社の間において現金活用率に有意な差があるとは言えなかった。すなわち、日本の上場企業は同様の経営活動を行っていることを示唆している。

第2節 先行研究

これまでの研究で、企業が保有する現預金を増加させる理由を「予備的動機」と「エージェンシー・コスト」の二つに大まかに分類している。

一点目は「予備的動機」である。予備的動機とは、「将来の予期せぬ事態に備えて、予備的に貨幣を保有すること」¹である。

Fresard(2010)は手元の現預金は店舗や工場の展開にも利用可能であるとし、実証研究の結果、現預金保有が競合企業より多い企業は将来の市場シェアを増加させていることを明らかにしている。また、中村(2017)は現預金の蓄積が将来の投資機会に備えた待機資金である

としている。このように有望な将来の投資機会を逃したくないと考える企業は予備的に直接には収益を生まない現預金を保有することになる。鈴木(2014)は日々の営業活動に必要なため、また金融危機や業績悪化に備えるために企業が現預金を保有する理由を挙げている。

- 5 二点目は「エージェンシー・コスト」である。エージェンシー・コストとは、「委託者である株主など企業のステークホルダー(利害関係者)が代理人である経営者の行動を詳細に監視できなかつたり、その行動の結果をきちんと評価・判断できなかつたりした場合に生ずるコストである。」²(P7, 41-45) 福田(2017)はエージェンシー・コストが存在する場合、経営者は余剰資金を配当で株主に還元せず、自らの裁量や利益を高めるために現預金を保有するインセンティブを持ちうるとしている。しかしながら、Opler et al(1999)はエージェンシー・コストが現金保有に影響しているという結果は得られていない。また、(福田, 2017)エージェンシー・コストが企業の現預金保有を増大させているかについて必ずしもコンセンサスがないことを明らかにしている。

- 福田(2017)は各 1995 年—2015 年の産業ごとの平均成長率と現預金の増加率と正の関係があるかどうかを検証している。その結果、1995 年—2015 年の平均成長率が高かった産業ほど、現預金の蓄積が増加しており、このような有望な産業では潜在的な投資機会が多く、その機会を逃さないために流動性の高い現預金を予備的に保有する傾向にあることを示唆している。この検証において、産業ごとの平均成長率は内閣府「国民経済計算年次推計」(実質, 連鎖方式)から計算しており、対象となった企業は上場企業だけではなく非上場企業も含んでいる可能性がある。そこで、本論文では上場企業のみで現預金の保有行動を明らかにするために、厳密に上場企業のみを対象として自分たちで調査する。

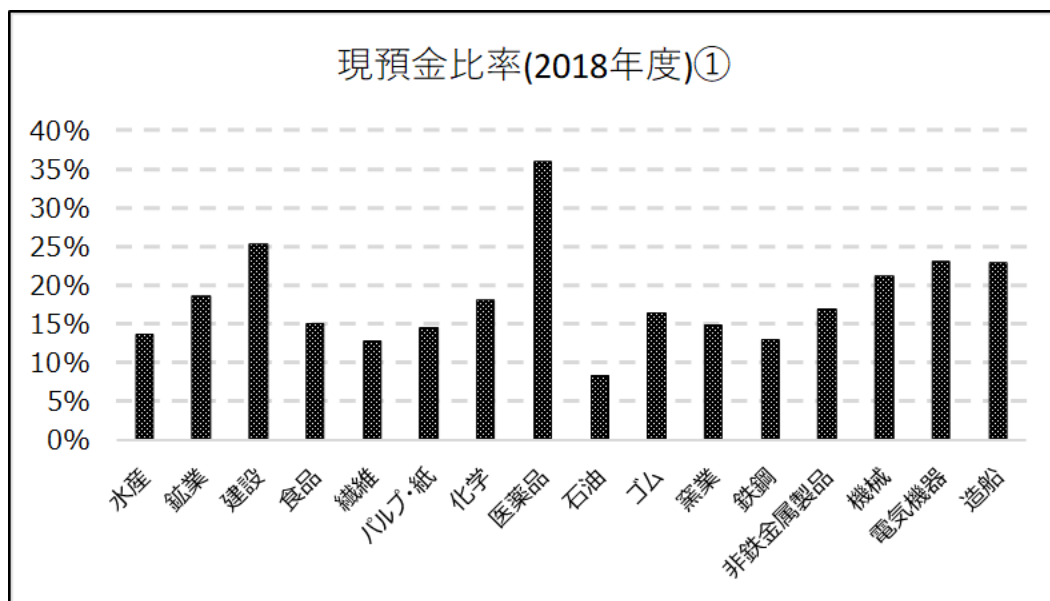
第3節 上場企業の分析

- 以下の章では、先行研究をもとに、直近 10 年間における日本の上場企業の成長率と現預金の伸び率を業種に分けて分析する。この研究では日経業種分類に基づいて上場企業を各業種に分類している。日経業種分類では業種を 36 業種に分類している。本研究では 36 業種のうち、銀行・証券・保険・その他金融の 4 業種を除いた 33 業種を取り扱う。本研究では QUICK 社の「Astra Manager」を用いて 2009 年度から 2018 年度までの直近 10 年間分の売上高と現預金残高を連結ベースで計算している。なお、本研究の対象となった企業は直近 10 年間の貸借対照表と損益計算書を取得できた企業のみである。

①現預金比率

図()は2018年度の現預金比率を表したものである。この図からみてとれるように業種ごとに現預金比率にばらつきがある。現預金比率が高いということは、総資産に占める現預金の割合が高い。直近の2018年度のそれをみると、医薬品とサービスの二つの業種の現預金比率が著しく高いこともみてとれる。鉄道・バス、電力、ガスの三つの業種の現預金比率が5%強と他の業種と比較して著しく低いこともみてとれる。

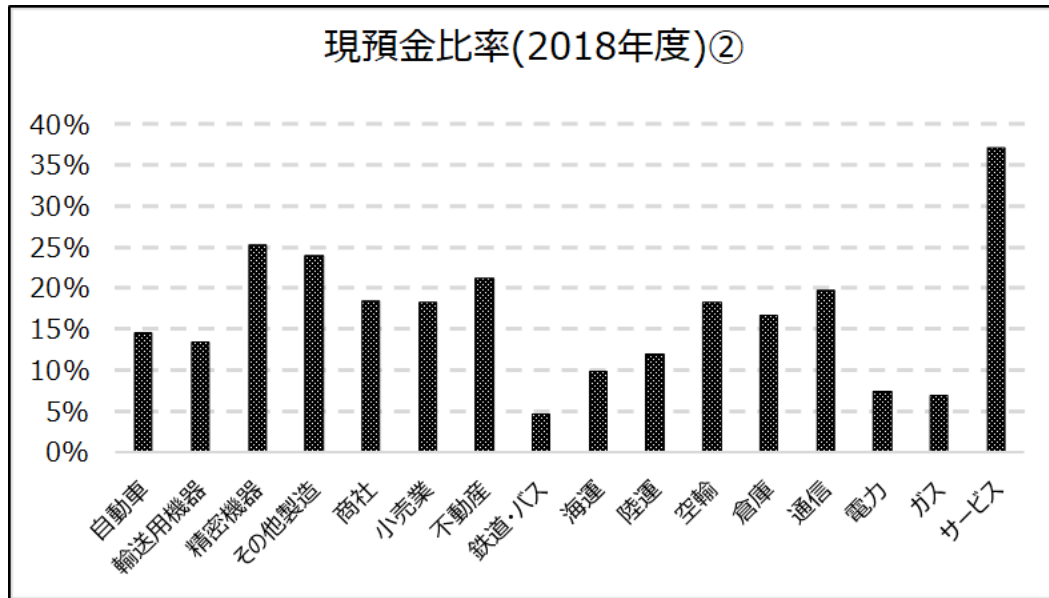
図表 2-0-5 現預金比率(2018年度)①



(注) 全産業(金融業、保険業を除く)の数値

(出所) 財務省「法人企業統計」より筆者作成

図表 2-0-6 現預金比率(2018年度)②



(出所) QUICK 社の「Astra Manager」をもとに計算し筆者作成

5

③直近 10 年間の売上高伸び率と現預金増加率の関係

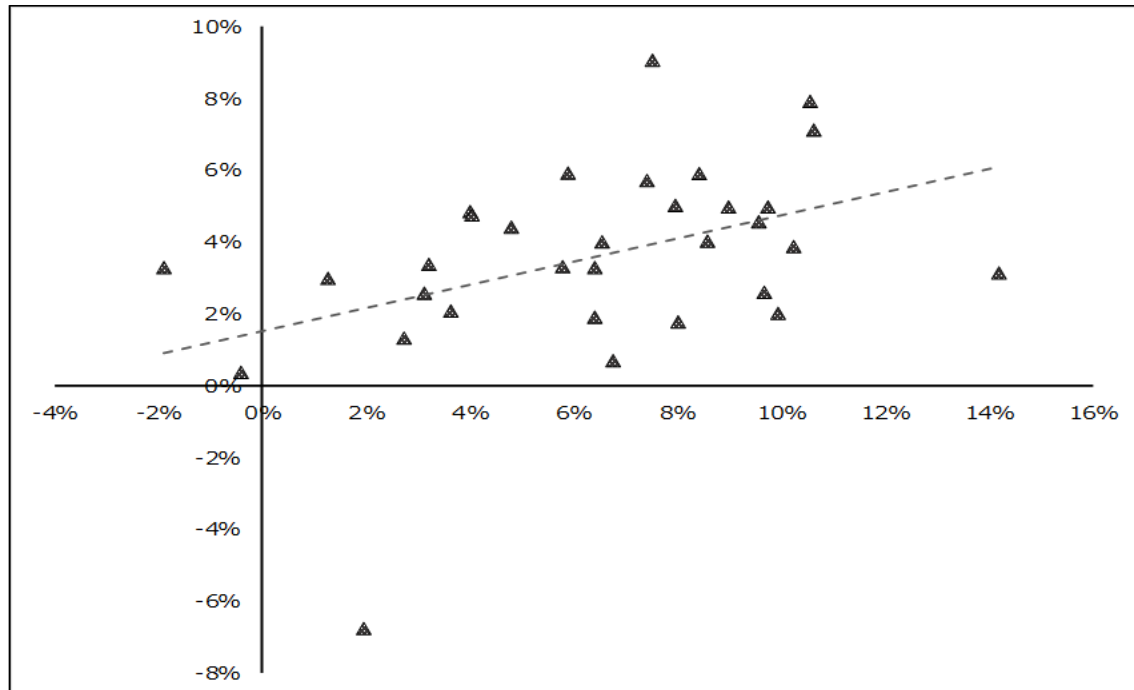
図(<番号>)は、縦軸に売上高伸び率, をとり、横軸に現預金増加率をとったものである。
(<番号>)はこれまでの図(?番号?)とは異なり、現預金比率(=現預金÷総資産)の変化で
10 はなく、現預金残高の 10 年間の変化率を採用している。これは、10 年間という期間におい
ては現預金以外の資産が増加すると、現預金比率では十分な変化が見られない恐れがある
と考えたためである。

図から、右上がりの関係がみられ、相関係数は $r=0.42$ であった。つまり、売上高伸び率
と現預金増加率に相関関係があることが言える。このことは、2009 年度から 2018 年度の売
15 上高伸び率が高かった業種は、現預金の蓄積が進んだといえる。例えば、この 10 年間で輸
送用機器・自動車・サービスは売上高が伸び、現預金の蓄積が進んだといえる。これに対し
て、この 10 年間で石油・商社・海運は売上高が相対的にみて伸び率が小さく、現金の蓄積
も進んでいない。

この結果より、2009 年度—2018 年度の売上高伸び率が高かった業種は、現預金の蓄積

が進んだといえる。

図 0-7 10年間の売上高伸び率と現預金の伸び率



5

(注1)縦軸＝2009年度から2018年度の売上高伸び率

横軸＝2009年度から2018年度の現預金増加率

(注2)研究の対象となった企業は直近10年間の売上高及び現預金額が取得できるものに限
定している。

10 (出所) QUICK社の「Astra Manager」をもとに計算し筆者作成

この検証により、売上高伸び率と現預金増加率の関係には正の相関関係があることがわか
った。しかしながら、相関関係が存在するだけで、因果関係は存在しない。また、先行研
究で述べられていたように、企業は成長資金として現預金を保持しているだけではなく不
15 確実性への対応としても現預金を保有する。この検証だけでは後者の理由で現預金を保有
していることを明かせない。そこで、我々は以下の項でこれを検証する。

項

次に、企業の現金の保有の理由の一つである金融危機や業績悪化に備えるといった不確

実性への対応という観点から企業の現金保有額が適当であるかを分析する。

- 一般社団法人生命保険協会の『生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について』によると、手元資金の適切な水準について、どのように決定しているのかという質問に対して、企業は売上高や利益、運転資金、
- 5 キャッシュ・フローに対して一定の比率を目安としていると回答が著しく多かった。また、企業の元財務担当者の方にインタビューを実施した際に、現預金と運転資金との関係が現預金の適切な水準であると述べていた。そのためアンケート調査の結果や企業の元財務担当者の方へのインタビューを参考に、我々は企業が保有すべき適切な現預金額とは、次年度の
- 10 運転資金の額と定義する。運転資金とは、「企業が原材料や商品の仕入れなど日々の事業活動をするのに必要な資金」である。運転資金は以下の式で表される。

図 0-8 運転資金の計算式

運転資金

$$= \text{売上債権} + \text{棚卸資産} - \text{買入債務}$$

(出所) みずほ総合研究所 「運転資金」「CCC」を用いた資金管理法より筆者作成

15

我々の考える企業が保有すべき適切な現預金額は、式で表すと現預金÷次年度の運転資金=100%と表される。すなわち、この式が 100%より大きい企業は現預金を過度に保有していると考ええる。

- 最も直近である 2017 年度の現預金額とその次年度にあたる 2018 年度の運転資金の関係を算出した。算出方法は QUICK 社の「Astra Manager」を用いて売上債権と棚卸資産と買入債務を連結ベースで計算している。また、運転資金が正の数ではない場合には算出結果から排除している。業種ごとに算出した結果、全上場企業のうち約 54%の企業の現預金の保有が我々の考えた水準を下回っていた。
- 20

- 従って、企業が現金を過剰に保有していると我々は考えておらず、企業は適当な現預金を保有していると考ええる。
- 25

第3章 企業と投資家の間に存在するギャップ

第1節 手元資金の水準に対する企業と投資家の間での認識のギャップ

投資家たちは、近年、企業の内部留保の多さを問題視している。しかし、問題の本質は内部留保ではなく現預金の水準にあることを第1章第3節3項で明らかにした。また、第1章第2節2項で明らかにしたように、実際に海外と比較をしても、世界的に内部留保額は増加傾向にあり、日本に限った話ではない。それではなぜ日本においては内部留保が問題として取り上げられているのだろうか。それは投資家と企業の間にはギャップが存在するためである。

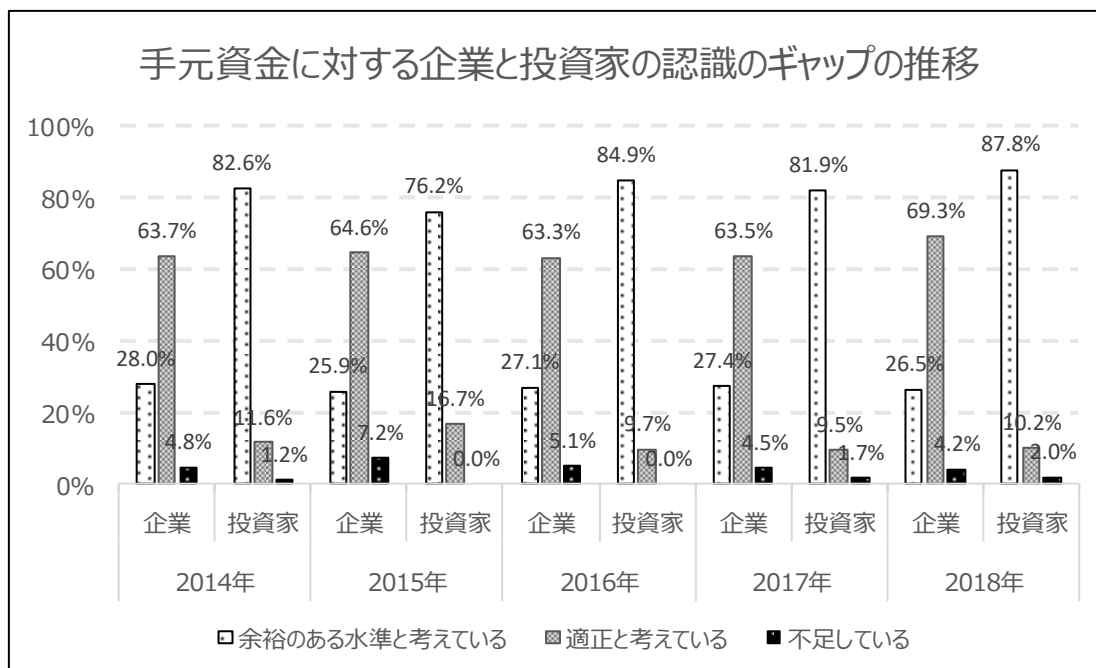
2014年にスチュワードシップ・コードが公表され、機関投資家が投資先の企業との対話を通じて企業価値の向上や持続的成長に関わり、受託者責任を果たすことが求められるようになった。これにより、機関投資家がより密接に企業の経営に関わっていくことが求められるようになった。また、2015年にはコーポレートガバナンス・コードが策定され、企業が効果的にガバナンスを行うための原則が定められた。スチュワードシップ・コードには7つの原則があり、コーポレートガバナンス・コードには5つの原則があり、お互いに対話を重視することが求められている。

下の図表3-1は手元資金の水準における投資家と企業の認識のギャップの推移を現した図である。期間はスチュワードシップ・コードが策定された2014年から2018年である。手元資金とは現預金と短期有価証券を合わせたものであり、これは企業が比較的自由に使える資産と位置づけられている。そして、企業はいかにこの手元資金を有効に使うかを求められる。これを見ると、手元資金の水準について、投資家が「適正と考えている」と答えている割合は、2014年から2018年にかけて9.5%~16.7%の間に収まっており、かなり低い数値が続いている。そして、投資家が「余裕のある水準と考えている」と答えた割合はほとんどの年で80%を超えており、非常に高い数値が続いている。このことから、投資家は企業の手元資金の水準に対して、適正ではなく、余裕がある水準であると考えていることが推測される。そして、企業に対してさらなる有効活用を求めていると考えることができる。

それに対して、企業が「適正と考えている」と答えている割合はどの年も60%台を記録している。一方、企業が「余裕のある水準と考えている」と答えた割合は2014年から2018年にかけて28%前後を維持している。このことから、企業は企業の手元資金の水準について、適正であり、そこまで余裕はない水準であると考えていることが推測される。そして、企業は手元資金を十分に有効活用していると認識していると考えられる。

ここから浮かび上がる問題点は、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが策定された 2015 年以降にギャップが埋まる傾向が見られないことである。

図表 3-0-1 手元資金の水準における投資家と企業の認識のギャップの推移



(出所) 一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」より筆者作成

第2節 内部留保の理想的な状態

10 ここまで内部留保や現預金についての議論を進めてきたが、内部留保の理想的な状態とはどのような状態なのであろうか。

本研究で議論してきたように、内部留保の問題点の本質は現預金である。そして、2章で業種によって現預金比率が異なり、また、業種によって直近10年分の増加率においても異なることを明らかにした。また、手元資金の適切な水準を決める際に、売上高、利益、運転資金、キャッシュフロー等に対して一定の比率を目安としている企業が多いことから、適切な現預金保有額として「翌年の運転資金までを確保した現預金」と設定した。そして、研究の結果、「翌年の運転資金までを確保した現預金」を超えた現預金を保有している企業は全体の約45%であった。このように企業が現預金を保有する理由としては将来の成長や、将来のリスクに備える予備的動機がある。そして、売上高増加率と現預金増加率には正の相関

があるため、現金を蓄積する企業は売り上げを増加させることができ、成長することができる。

以上のことから、私たちは企業が現在のように現預金を蓄積することに問題はないと考える。そのため、企業は現預金が多いという誤解を解かなければならない。

- 5 そして、問題点は企業の行動は適正であるが、投資家の誤解により企業と投資家の認識の間にギャップが生じている点である。

そのため、私たちは「内部留保が適正であることを企業と投資家の両者が理解している状態」が内部留保の理想的な状態であると定義する。

10 第3節 企業と投資家の間のギャップをどう埋めていくか

前節で述べたように、企業が現預金を蓄積することに問題はない。では、どのようにして企業はギャップを埋めていくべきだろうか。

- 2章や前節で述べたように、業界ごとに特徴が異なるため、現預金を多く抱えなければならない業界もあれば、少なくて済む業界もある。つまり、現預金に関して一つの尺度で見ることは不適切なのである。そのためには、企業は企業・業界ごとの特色を投資家に理解してもらわなければならない。そして、投資家に理解してもらうにはエンゲージメントが必要である。しかし、第3章第1節でふれたように、対話を重視するスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定以降もギャップが埋まっていない。つまり、エンゲージメントが足りていないのである。
- 15

- 20 そこで、現在よりもより2つのコードの原則に則った対話が必要である。具体的には、企業と投資家の両者が中長期的な立場に立ち、企業価値を向上させ、持続的に成長することが必要である。そうして企業価値を向上させることで、株式の取引が盛んにおこなわれるようになり、証券市場が活性化することにもつながっていくだろう。

25 終わりに

私たちは本研究で、内部留保には明確な定義がなく、現預金が内部留保の問題の本質であることを明らかにした。そして、内部留保が増加傾向にあることを調査し、内部留保が増加したそれぞれの時期の増加額を示すことで、リーマンショック以降急激に増加していることを明らかにした。そして、内部留保使い道として近年は海外直接投資が活発になっている

現状と、海外と比較した際に、内部留保は日本だけでなく、海外でも増加しており、現預金比率が海外よりも高いことを明らかにした。

引用文献

【書籍】

- ・有馬秀次(2005)『Excel で学ぶやさしいマクロ経済学』オーム社 P,138 16－17 行目

【インターネット】

- 5 ・日本経済新聞 1999 年 8 月 13 日 3 ページ 運転資金（きょうのことば）
<https://t21.nikkei.co.jp/g3/ATCD017.do?keyPdf=19990813NKMNN8TKAME1X4%5CNKM%5C3%5C3%5C01%5C%5C246%5CY%5C%5C1999%2F0813%2F19990813NKMNN8TKAME1X4.pdf%5CPDF%5C19990813%5Cfb4d9093&analysisIdentifier=&analysisPrevActionId=CMNUF10>

2019 年 10 月 10 日アクセスより転載

10

参考文献

【書籍】

- ・鳥居陽介(2017)『株式所有構造の変遷と経営財務』中央経済社
- 現代財務管理論研究会(2015)『テキスト 財務管理論 第5版』中央経済社
- 15 ・大原簿記学校(2016) 教材開発部『ALFA2 COMMERCIAL BOOKKEEPING 2級課程 商業簿記 第20版』大原簿記学校
- ・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
- ・金田直之・山下裕企(2018)「業の内部留保と現金保有について」『学習院大学経済経営研究所年報』第32巻

20

【論文・新聞等】

- ・小栗崇資(2017)「大企業における内部留保の構造とその活用」
http://wwwbiz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no17_4/06_oguri.pdf 2019 年 10 月 25 日アクセス
- 25 ・勝悦子(2014)「日本企業の内部留保削減を目指して」
<http://www.isfj.net/articles/2014/金融①/日本企業の内部留保削減を目指して.pdf>
- ・鈴木絢子「企業の内部留保をめぐる議論」
http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8795835_po_0836.pdf?contentNo=1&alternativeNo=2019 年 10 月 25 日アクセス
- 30 ・福田慎一「企業の資金余剰と現預金の保有行動」

https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/r132/r132_01.pdf 2019 年 10 月 25 日アクセス

- ・日本経済新聞「株高 41 年ぶり、円安 34 年ぶり… 歴史的値動きの 1 年」

https://www.nikkei.com/article/DGXNASGC30021_Q3A231C1MM8000/ 2019 年 10 月 23 日アクセス

5

- ・TabisLand「利益剰余金 過去最高の 4 4 6 兆円 内部留保課税に現実味 麻生財務相『あれだけ貯めて何をするのか』」

https://www.tabisland.ne.jp/news/tax/2018/0914_2.html 2019 年 10 月 23 日アクセス

- ・東洋経済 ONLINE 「内部留保をわかってない人に教えた超基本」

10 <https://toyokeizai.net/articles/-/193444?page=4> 2019 年 10 月 24 日アクセス

- ・産経ニュース「希望公約 内部留保課税に相次ぐ批判 経産相『会計学上正しくない』日商會頭『二重課税おかしい』」

<https://www.sankei.com/politics/news/171007/pl1710070036-n2.html> 2019 年 10 月 24 日アクセス

- 15 ・THE WALL STREET JOURNAL「日本企業、相次ぐ自社株買い 依然低水準との声も」

<https://jp.wsj.com/articles/SB11851582932066274603404585418294096540692> 2019 年 10 月 24 日アクセス

- ・日本経済新聞「トランプ減税、米 100 社超が賃上げ 260 万人恩恵」

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ025854040Y8A110C1MM8000/> 2019 年 10 月 24 日ア

20 クセス

- ・日本経済新聞「世界の株主還元、10 年で倍増 18 年度、最高の 265 兆円」

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ042710160Q9A320C1SHA000/> 2019 年 10 月 24 日アクセス

- ・株式マーケットデータ「米国(アメリカ)自社株買い額(S&P500)の推移(チャート)」

25 <https://stock-marketdata.com/buybacks-sp500.html> 2019 年 10 月 24 日アクセス

- ・レグ・メイソン・アセット・マネジメント「トランプ政権の法人税改革が米国企業に与える影響」

https://www.leggmason.co.jp/market_info/us/letter/US_letter_20171016.pdf 2019 年 10 月 24 日アクセス

- 30 ・日本経済新聞「中野冷機、配当性向 100%に 3 年間限定 自己株消却も」

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ039397370W8A221C1DTA000/> 2019 年 10 月 24 日アクセス

- ・日経産業新聞 20 ページ「内部留保蓄積 批判する前に」2015 年 10 月 23 日
- ・日本経済新聞朝刊 21 ページ「内部留保の解剖」2016 年 2 月 22 日
- 5 ・日本経済新聞朝刊 11 ページ「企業統治指針改定・会社法改正へ」2018 年 6 月 18 日
- ・日本経済新聞朝刊 3 ページ「企業の内部留保どこへ」2014 年 6 月 23 日
- ・日本経済新聞朝刊 6 ページ「与党税制大綱」2017 年 12 月 15 日

【インターネット】

- 10 ・EURECAPU「貸借対照表とは何かをわかりやすく図で解説」
<https://www.eurekapu.com/what-is-balance-sheet> 2019 年 10 月 2 日アクセス
- ・信金中金月報 2016 年 6 月号 「アベノミクスと企業の内部留保」
<https://www.scbri.jp/PDFgeppou/2016/2016-6.pdf> 2019 年 10 月 2 日アクセス
- ・SMB C 日興証券「初めでもわかりやすい用語集/利益剰余金」
- 15 <https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ri/J0547.html> 2019 年 10 月 2 日アクセス
- ・野村証券「証券用語解説集/証券市場」
https://www.nomura.co.jp/terms/japan/si/securities_market.html 2019 年 10 月 22 日アクセス
- ・野村証券「証券用語解説集/株式市場」
- 20 <https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ka/kabusikisijo.html> 2019 年 10 月 22 日アクセス
- ・nippon.com「アベノミクス 1 年ー2013 年の経済指標、軒並み好転」
<https://www.nippon.com/ja/features/h00047/> 2019 年 10 月 23 日アクセス
- ・日本証券業協会「FACT BOOK2019」
- 25 <http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/factbook/files/factbook20190913j.pdf>
2019 年 10 月 23 日アクセス
- ・財務省財務総合政策研究所「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」
<https://www.mof.go.jp/pri/research/seminar/fy2018/ws20180622.pdf> 2019 年 10 月 23 日アクセス
- 30 ・東海東京証券株式会社「証券用語集/投資有価証券」

- https://www.tokaitokyo.co.jp/kantan/term/detail_1457.html 2019 年 10 月 24 日アクセス
- ・大和総研「内部留保は何に使われているのか」
https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20151217_010452.pdf
- 5
- ・生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成 26 年度版)」
https://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20150323_4.pdf 2019 年 10 月 24 日アクセス
- ・一般社団法人生命保険協会生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成 27 年度版)」
https://www.seiho.or.jp/info/news/2015/pdf/20160323_5.pdf 2019 年 10 月 24 日アクセス
- 10
- ・一般社団法人生命保険協会生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成 28 年度版)」
https://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_5.pdf 2019 年 10 月 24 日アクセス
- 15
- ・一般社団法人生命保険協会生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成 29 年度版)」
https://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_5.pdf 2019 年 10 月 24 日アクセス
- 20
- ・一般社団法人生命保険協会生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」
https://www.seiho.or.jp/info/news/2019/pdf/20190419_3-all.pdf 2019 年 10 月 24 日アクセス
- 25
- ・カメでもわかる!「会社四季報」の見方『利益剰余金とは?』
<https://xn--6oqw2ql3aq7f2u5c.com/mikata/rieki-jyoyoukin.html> 2019 年 10 月 25 日アクセス
- ・みずほ総合研究所「キャッシュフローにみる企業行動」
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp171020.pdf> 2019 年 10 月 25 日アクセス
- 30

- ・みずほ総合研究所「設備投資伸び悩みの背景」

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp160122.pdf> 2019

年 10 月 25 日アクセス

- ・大和総研「内部留保が増えることは問題なのか？」

5 https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180220_012756.pdf

2019 年 10 月 25 日アクセス

- ・証券アナリストジャーナル「日本企業の現預金保有の推移とその要因」

https://www.saa.or.jp/journal/eachtitle/pdf/tokusyu_130601_1.pdf 2019 年 10 月 25

10 日アクセス

内部留保のあるべき姿が達成できたら証券市場の活性化も達成できる

そのためには対話をすることによって理想的な状態を達成できる