

# 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」

名城大学 柳田（畑田）ゼミナール

北川班

## 目次

|                        |    |
|------------------------|----|
| 序章                     | 4  |
| 第1章 内部留保とは             | 5  |
| 第1節 内部留保の構成要素          | 5  |
| 5    第2節 企業における利益蓄積過程  | 6  |
| 第3節 貸借対照表との関連性         | 13 |
| 第2章 内部留保の分析            | 18 |
| 第1節 内部留保の分析            | 18 |
| 第2節 現預金保有の分析           | 19 |
| 10    第3節 設備投資の分析      | 22 |
| 第4節 株主還元の分析            | 26 |
| 第3章 資金調達と証券市場          | 28 |
| 第1節 資金調達の現状            | 28 |
| 第2節 発行市場と流通市場          | 35 |
| 15    第3節 自己金融について     | 36 |
| 第4章 経営環境の変遷            | 41 |
| 第1節 企業経営とROE           | 41 |
| 第2節 コーポレートガバナンスと伊藤レポート | 43 |
| 第3節 企業の新陳代謝            | 46 |
| 20 第5章 将来への展望          | 48 |
| 第1節 企業を選別する指標の設定       | 49 |
| 第2節 コミットメントライン契約の普及    | 49 |
| 第3節 株主還元の制限            | 51 |

|            |    |
|------------|----|
| 終章 .....   | 52 |
| 参考文献 ..... | 53 |

5

10

15

20

25

## 序章

第二次安倍政権発足から、アベノミクス三本の矢の効果もあり、日本の名目 GDP を始めとする様々な項目が明るい兆しを見せている。しかし、バブル経済

5 は境にこれまでの 30 年間は成長にブレーキがかかった状態である。高度経済成長期、73 年の第一次石油危機、79 年の第二次石油危機を乗り越えバブル経済に突入した日本は、着実に稼ぐ力を成長させてきた。アベノミクスにより企業収益はリーマンショック時を除き常に右肩上がり、現在は過去最高を記録しているが、法人企業統計による売上高ではバブル経済以降横ばいの状態である。

10 企業は人件費抑制などのコストカットで年々利益を増額させてきたのである。必要経費が最低限度まで抑制され、利益が過去最高にある日本企業が生んだのは多額の利益の上に成り立つ内部留保である。この内部留保は利益の蓄積から、資金の蓄積へと変化を遂げ、証券市場などの外部環境に影響を及ぼす。

「失われた 20 年」が 30 年になろうとしている今日、日本経済の停滞の原因

15 は日本企業による「3 低経営（低投資、低賃金、低効率）」である。企業は、売上高の伸び悩みや資金効率の低さを、経費を抑制することで受け入れてきた。それに際して、証券市場を通しての投資家の圧力が増大し、度外視できない環境となった。企業の弱みを知っている投資家は、その立場を活かし企業にモノを言う、その結果として企業の株主還元額は過去最高を更新しているのも確か

20 である。

企業の内部留保はリスクヘッジするためではない。しかし、それにモノ言う投資家は企業の持続的な成長を求め、その報酬としての利益を享受すべきである。企業と投資家の共生こそが本格的な成長の軸となり得るのだ。

以下では、第 1 章で内部留保と財務諸表の関連要素、第 2 章では企業の資金

25 調達を含め、内部留保が内部でどのように作用しているか、外部への影響を整理する。第 3 章では、内部留保が増加していることを諸原因と紐づけ、その現状を確認する。そして、第 4 章では企業と投資家を取り巻く環境に着目し、第 5 章で企業と投資家がどうあるべきかの展望を我々なりに提案していく。

第 1 章 内部留保とは

内部留保とは、企業が稼得した利益から、配当金などの社外放出分を差し引いた後、内部に蓄積されたものをいう。しかし、一概に内部留保といっても、幅広い意味を持ち、その選定は各個人によってバラツキが見られるため、財務諸表上のどの項目を内部留保とするかは、内部留保について論じていくうえで、初めに定義付けを行っておく必要がある。第 1 章では、内部留保の定義と、蓄積過程について確認する。

第 1 節 内部留保の構成要素

内部留保は、一般にはストックの利益剰余金を指す。論者によっては、利益剰余金を公表内部留保、資本剰余金、長期負債性引当金、特別法上の引当金・準備金、貸倒引当金、減価償却費、土地や有価証券の含み益等の全額もしくは過剰部分を隠れた内部留保とし、二つを足し合わせたものを実質内部留保として区別する場合もある。本稿では、内部留保という場合、利益剰余金を指すものとする。

図表 1－1 内部留保の内訳

| 公表内部留保（狭義）  | 実質内部留保（広義）  |
|-------------|-------------|
| 利益剰余金       | 資本剰余金       |
| a. 利益準備金    | a. 資本準備金    |
| b. その他利益剰余金 | b. その他資本剰余金 |
| b1. 任意積立金   | 貸倒引当金       |
| b2. 繰越利益剰余金 | 減価償却累計額     |
|             | 各種引当金・準備金   |
|             | 保有資産の含み益    |
|             | + 公表内部留保    |

（出典：筆者作成）

## 利益剰余金

利益剰余金とは、事業活動から生じた利益の留保分であり、利益を源泉とする剰余金のことである。「利益準備金」と「その他利益剰余金」から成り、「その他利益剰余金」は、更に任意積立金や繰越利益剰余金などで構成されている。

- 5 準備金とは、その名前の通り、将来の事象に備えて予め準備しておく項目になる。会社法によって、株主への配当をした際に積み立てることが義務づけられているため、法定準備金とも呼ばれ、公表内部留保である利益準備金（445 条 4 項）、実質内部留保である資本準備金（445 条 3 項）がそれに該当する。<sup>1</sup>

- 10 利益準備金は、資本金の 4 分の 1 に相当する額から、資本準備金を差し引いた額を限度とし、配当額の 10 分の 1 以上を積み立てなければならない、とされている。この法的な規定は、企業の将来的な業績悪化を考慮し、信用の確保、剰余金の過剰な配当を抑制するなど、企業が存続していくうえで最低限のリスク管理の効力を持つ。

- 15 次に、その他利益剰余金の構成要素である任意積立金とは、株主総会の決議によって、任意に積み立てられた利益留保額のことである。様々な用途の積立金・準備金があり、これら使用目的が事前に確定している項目を社内で計上した後、繰越利益剰余金を算定する。しかし、任意積立金を構成する項目のひとつに、特別な使用目的がなくとも内部に利益を留保する性質を持つ別途積立金が含まれており、企業と株主が共存するうえで、大きな混乱を招いている。

20

## 第 2 節 企業における利益蓄積過程

前節では、内部留保の範囲が幅広く存在するため、本稿での定義を利益剰余金のみとした。本節では、企業の利益蓄積過程、利益が算出されてから利益剰余金に加わるまでの流れを確認する。

25

---

30 <sup>1</sup>中島 成（2015）「図解 会社法のしくみ」

②その他の分類を構成する一つ目の要素が評価・換算差額等である。これは、  
 その他有価証券評価差額金、繰延ヘッジ損益などが該当し、損益計算書に計上  
 することのない、資産と負債の時価評価差額のことである。有価証券を時価評  
 価した際に生じる取得価格との差額を計上する項目がその他有価証券評価差額  
 金であり、ヘッジ会計を適用し時期に繰り延べられた損益のことを繰延ヘッジ  
 損益という。そして構成要素の二つ目が新株予約権である。新株予約権とは、  
 発行した企業に対して権利を行使し一定の金額を払い込むことで、企業の新株  
 を取得できる権利のことであり、純資産の部には新株予約権自体の評価額が計  
 上される。

15

|          |       |      |
|----------|-------|------|
| 株主資本     | 資本金   | 払込資本 |
|          | 資本剰余金 |      |
|          | 利益剰余金 | 留保利益 |
| 評価・換算差額等 |       |      |
| 新株予約権    |       |      |

(出典：「会計の基本と仕組みがよくわかる本」、小泉正明 庄司弘文著、2012、P.137 より引用)

先述した通り、純資産の部は株主資本、評価・換算差額等、新株予約権から成るが、株主資本は更に資本金、資本剰余金の払込資本と利益剰余金の留保利益から構成されている。株主からの出資金は、全額を資本金として計上するわけではなく、その詳細は会社法によって定められており、資本剰余金の一部である資本準備金に計上する。そして、会社法によって資本準備金に計上可能な項目が限定されていることから、払込資本の性格を持つその他の項目は「その他資本剰余金」に計上することとなっている。

留保利益では主に利益剰余金を示しており、会社法によって毎期の配当の度に積み立てられた利益準備金と、企業が独自の判断で積み立てた部分、留保利益のそれ以外の部分が、「その他利益剰余金」として計上される。更に、「その他利益剰余金」は、任意積立金と繰越利益剰余金とに区分して扱われる。

払込資本の性格を持つ資本金と資本剰余金は、株主からの出資を受けて額が増加、利益剰余金では補填できなかった場合に活用し減少するなど、最終手段であるだけでなく、ゴーイング・コンサーンのための経営破綻防止の効力も備えているため、企業の余剰資金を指す内部留保として考えるには困難である。払込資本は、企業が過度なリスクをとり、ステークホルダーや日本経済に悪影響を与えないためのリスクマネジメントにもなるとして、本稿では内部留保として取り扱わないこととする。

## （１）損益計算書の仕組み

貸借対照表上の利益剰余金は公表内部留保を指し、損益計算書の当期純利益の一部が每期蓄積される仕組みになっている。貸借対照表と損益計算書の部分的な関連性（連結環）を確認したうえで、利益の源泉から最終的に蓄積するまでの流れをここで明らかにしていく。

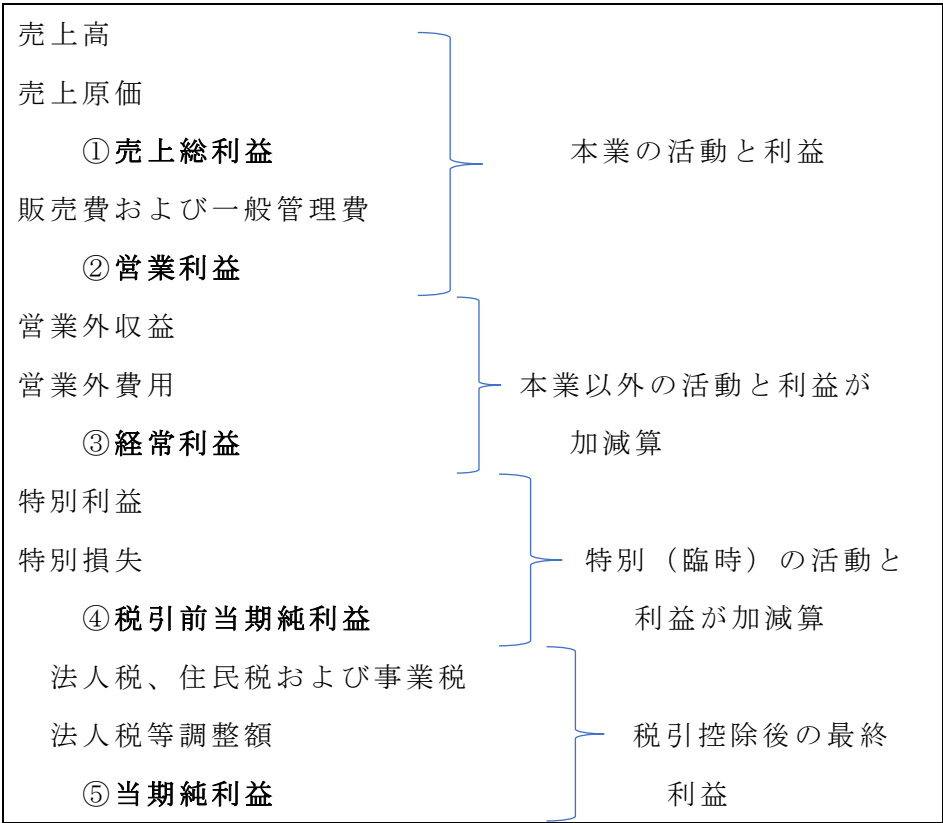
始めに、貸借対照表とは企業が設立してから現在までの営業活動の結果を記録したものであり、資金の運用形態を表す「資産」と、資金の調達源泉を表す「負債」「純資産」から構成されている。そして、損益計算書とは１期間の営業活動の結果を記録したものであり、「収益」「費用」「利益」で構成されている。両者には密接な関係があり、１期間の営業活動の結果を記録した損益計算書は貸借対照表に反映され、貸借対照表上の利益剰余金は現在の企業の留保利益を



表している。それに対し、その蓄積源となる期間損益は損益計算書上の当期純利益から配当による社外流出額を差し引いた額のことであり、1 期間の結果の良し悪しが直接内部留保と繋がっていることが分かる。

5

図表 1－3 損益計算書の仕組み



（出典：「内部留保の経営分析 過剰蓄積の実態と活用」、小栗崇資 谷江武士 著、2015、P.34 より引用）

10

図表 1－3 から見て分かるように、損益計算書上でも様々な名称の利益がある。①売上総利益とは、企業全体の売上から仕入原価などを差し引いた後の粗利益であり、そこから販売費および一般管理費を支払った後に残る利益が②営業利益である。売上総利益は、通常赤字になることがないだけでなく、人件費や保険料などの営業活動を行ううえでの投資資金のお金になることから、売上総利益をできるだけ大きくすることが企業が存続する中での絶対条件であると

15

言える。額を大きくするためには、売上を増やすか、原価を引き下げるかという二択になるが、後者には限界があるため前者が一般的な増額の方法となる。しかし、成熟している日本社会では、量的な売上高増が困難を極めるため、現在必要な売上総利益額を算定したうえで確実に目標達成できる、量ではなく質を求める経営へ転換することが重要である。また、企業の成長のためには、見かけの売上高ではなく原価を差し引いた売上総利益を基準にマネジメントしていくことで、現状把握や原価意識向上には効果的であると言える。

そして②営業利益が、企業分析、経営していくうえで非常に重要な位置づけとなっている。販売費および一般管理費とは、主に給料や広告宣伝費などの販売活動における費用と、家賃などの企業を運営していくうえで必要な費用の総称である。企業における費用は、変動費と固定費の2種類があり、販売費および一般管理費は固定費に属する。

売上高の増減と費用の増減は比例していないため、売上高が減少傾向でも費用が増加傾向である可能性が十分に考えられる。費用が拡大し営業利益に大きな影響を与えているのであれば、リストラ、固定資産売却など、抜本的な改革とビジネススタイルの変更が求められるであろう。また、営業利益は本業での収益力を示すため、額の大小が企業評価の分かれ目となる。

次に③経常利益とは、②営業利益から営業外収益と営業外費用を加減算して求める利益である。営業外収益とは、有価証券売却益、受取利息などの金融収益のことであり、営業外費用とは、有価証券売却損、支払利息などの金融費用が該当する。主に、銀行からの借り入れによる利息の支払いと、有価証券の売買時における損益が増減要因である。近年、金融経済化に伴い、企業による金融投資活動が積極的に行われ、本業以外の収益活動に力を入れている企業も少なくないことが現状である。そのような背景から、大企業などでは豊富な内部留保を金融投資活動に回すことも多く、場合によっては②営業利益を大きく上回った③経常利益となり得る。それに対して、借り入れなどによる有利子負債が多い企業では、営業外費用が膨らみ②営業利益より③経常利益が下回るケースも出てくる。さらに、売買目的有価証券（保有1年以内）の時価評価差額も計上されることになっており、証券市場での価格変動が経常利益に反映されるようになっている。また、投資有価証券（保有1年以上）は、固定資産の売却

と扱われ特別損失に計上される。このような金融投資活動も企業の収益活動の一環であることから、全体の業績や収益力を把握するための指標として、②営業利益よりも③経常利益が重視されている。

次に、④税引前当期純利益とは、③経常利益から特別利益と特別損失を加減算して求める利益である。特別利益とは、投資有価証券売却益（保有 1 年以上）や固定資産売却益などであり、特別損失とは、投資有価証券売却損（保有 1 年以上）や固定資産売却損などが主な構成要素となっている。日常的に発生する取引とは別に臨時的な取引を計上する項目であるが、その内訳は土地や機械設備、子会社株式の売却など緊急時の対応と捉えることができ、企業の台所事情が反映されているとも言える。特別損失には、貸倒損失、災害損失だけでなく、リストラ費用（事業構造改善費用）や減損損失なども計上されるようになっている。また、④税引前当期純利益の額を評価するためには③経常利益との大小関係に着目しなければならない。

#### 15 図表 1-4 経常利益と税引前当期純利益の大小関係

- ・ ③経常利益 大 税引前当期純利益 大  
健全な企業 巨額な内部留保と利益配分
- ・ ③経常利益 小 税引前当期純利益 大  
20 悪いケース 固定資産売却による赤字補填
- ・ ③経常利益 大 税引前当期純利益 小  
良いケース 含み損失、不良債権の償却、引当金・準備金の積み増し
- ・ ③経常利益 小 税引前当期純利益 小  
25 病弱な企業 経営基盤・利益源泉の見直し

（出典：「損益計算書の見方が面白いほどわかる本【基本編】」、平野健著、2004、P.55 を参考に筆者作成）

最後に⑤当期純利益とは、④税引前当期純利益から法人税、住民税および事業税が控除、法人税等調整額が加減算されて求められる。様々な項目が加減算

され、企業が最終的に稼得した利益のことであり、株主配当、役員賞与に分配された後に企業に留保される利益となる。

## （２）利益蓄積過程

- 5       （１）では、損益計算書の概要をメインに触れ、売上高から当期純利益が算出されるまでの一連の流れを整理した。本項では、算出された当期純利益がどのようにして利益剰余金に組み入れられるのか、利益処分の方法とともに確認する。
- 10       主な利益の使い道として、株主に配当金として配分することが挙げられる。配当とは、利益配当請求権に基づいて企業が株主に利益の一部を分配すること
- 15       を言い、現金配当と株式配当の２種類がある。通常の配当とは現金配当を指し、普通配当（中間配当を含む）に加えて、企業の祝い年に実施される記念配当、一時的に大きな利益が出た年に実施される特別配当などがある。株式配当
- 20       とは、現金の代わりに新規発行の自社株を配当することをいう。また、現在の会社法では、株主総会や取締役会の決議により、配当可能限度額内であれば期中に何度でも配当が実施できるようになった。配当可能限度額の算出式は、
- 「配当可能限度額＝純資産額－（資本金＋資本準備金＋利益準備金＋決算期に積立  
      てる利益準備金）」<sup>2</sup>で求められる。この配当可能限度額は、会社法の詳細に基
- 25       づいて設定されており、債権者保護の観点から企業が過剰な配当により会社財産を危うくしないための規制だと言える。その反面、事業の基本となる資本金、法定準備金である資本準備金・利益準備金以外の項目は配当に回すことが可能であり、内部留保をため込んでいる企業では配当によって利益処分、株主に還元することは経営上の絶対命題であると言える。
- 30       また、当期純利益と繰越利益剰余金を加減算したものを当期末処分利益と言

---

30       <sup>2</sup>金融情報サイト iFinance

任意積立金、そして役員賞与が差し引かれ、配当の原資となる。そして、用途が定まらず内部留保される場合は、繰越利益剰余金として翌期以降に繰り越される。利益準備金と任意積立金は内部留保の性格を持っているため、内部留保の観点から当期末処分利益を準備金と積立金として過剰に使うことは適切ではないと考える。更に役員賞与は、社外流出を伴うため内部留保の性格は持たないが、近年のプリンシパル・エージェント問題から役員賞与を増額することは望ましくないため、実際は当期純利益・利益剰余金の使い道として配当に回すことが一番適切であると考えられる。

### 10 第3節 貸借対照表との関連性

- ① 第1節で述べた利益剰余金は、貸借対照表に記載される項目である。
- ② 第2節では、損益計算書と、利益から蓄積の流れを整理するうえで、貸借対照表の部分的な要素を確認した。

本節では、貸借対照表のおおまかな仕組みをもう一度確認し、利益剰余金の全てが内部留保として使用可能ではないことを立証する。

図表 1-5 貸借対照表の仕組み

|                                          |                                |
|------------------------------------------|--------------------------------|
| <b>【資産】</b><br>現金<br>売掛金<br>有価証券<br>土地など | <b>【負債】</b><br>買掛金<br>借入金など    |
|                                          | <b>【純資産】</b><br>資本金<br>利益剰余金など |

20 （出典：『「ROE って何？」という人のための経営指標の教科書』、小宮 一慶 著、2017 年、P.43 を参考に筆者作成）

貸借対照表とは、別名バランスシートと呼ばれ、借方の資産合計と、貸方である負債、純資産合計が一致する計算書である。また借方は、集めたお金がど

のような状態で保有されているかの運用形態を表しており、貸方はどのような経路でお金を集めたかの調達源泉を表している。負債と純資産は、返済の有無によって調達源泉別に区別される。負債とは、買掛金や借入金のように将来のある時点で必ず返済しなければならないお金であり、純資産とは、主に株主からの出資や留保利益のように返済する必要のないお金を指す。例えば、銀行からの借入れや社債発行による資金調達は負債に分類され、株主からの出資、内部資金による資金調達は純資産に分類される。また、負債グループを他人資本、純資産グループを自己資本（または株主資本）、貸方全体を総資本とも呼ぶ。企業というのは、商品が売れなくて赤字に陥っても倒産するわけではなく、負債が返済できなくなった時に初めて倒産することから、負債における資金調達（デッド・ファイナンス）には注意を払うとともに、内部資金である純資産の割合を一定以上に保つことが重要である。<sup>3</sup>

図表 1－6 利益増加後の期末貸借対照表

| 期首貸借対照表 |          |
|---------|----------|
| 【資産】    | 【負債】     |
|         | 【純資産】    |
| ↓       |          |
| 期末貸借対照表 |          |
| 【資産】    | 【負債】     |
|         | 【純資産】    |
|         | +利益（純資産） |

（出典：「内部留保の経営分析 過剰蓄積の実態と活用」、小栗崇資 谷江武士 著、2015、P.19 を参考に筆者作成）

<sup>3</sup>小宮 一慶（2017）『「ROE って何？」という人のための経営指標の教科書』

貸方の調達源泉を基に、お金が姿を変えた形である資産を活用し企業は営業活動を行うため、「資産＝負債＋純資産」という式は当然成り立つ。しかしながら、資金を有効活用することで期末時点では期首より資産が増加し、期首時点での貸方総額との差額が利益となる。当期の利益は、次期の純資産に組み込まれ、損益計算書の当期純利益と一致する仕組みになっている。

次に、資産、負債、純資産の各グループについて確認をしていく。

資産は、営業循環基準ないしは一年基準によって、流動資産と固定資産に分類される。流動資産とは、1年以内に現金化容易な資産のことであり、主に現預金、売掛金、有価証券がそれに該当する。ただちに現金化できる資産はここに含まれており、換金性の高い資産を保有するほど負債に対する返済能力が高いと評価される。また、現預金に関しては、手元流動性とも呼ばれ、ひとつの支払能力として評価される。売掛金と受取手形はまとめて売上債権と呼ばれ、換金性資産ではあるが、現在の時点では現金回収ができていない状態を表すため、回収に時間を要すると運転資金が不足するなどの事態を招きかねない。有価証券については、短期保有目的の有価証券のみ流動資産に分類される。

そして固定資産とは、現金化するまでに1年以上を要するか現金化が困難な資産のことであり、主に有形固定資産である土地や建物、投資その他の資産である投資有価証券などがそれに該当する。有形固定資産は、営業活動を支えるための物的資産を指す。長期間使用するため、時の経過とともに価値が減少していくことから減価償却を行わなければならないのが有形固定資産の特徴である。有形固定資産全ての項目の価値を一定の方法で費用化するが、財務諸表上に減価償却累計額と表示されている額だけ内部に資金が留保されていることに注意しなければならない。投資その他の資産には、投資有価証券や関係会社株式が含まれる。投資有価証券とは、流動資産の有価証券と異なり長期保有を目的とした有価証券を指す。関係会社株式とは、財務諸表上の金額が企業グループ全体への投資状況を表している。

負債も資産と同基準で、流動負債と固定負債に分類される。負債は調達源泉を表すが、その詳細は銀行からの借入れや社債の発行のみならず、企業間信用も含まれているため、買掛金や支払手形もそれに含まれることになる。買掛金

と支払手形はまとめて仕入債務と呼ばれ、支払いの猶予分を意味することから、売上債権とは逆で企業内に資金的余裕が生まれる。負債を見ていく中で重要なポイントが、負債には無利子負債と有利子負債があることである。無利子負債は、買掛金や支払手形などであり、将来返済するお金に利子をつける必要

5 がない負債のことである。そして、有利子負債とは銀行借入れや社債の発行などである。借りたお金に利息をつけて返済する必要があることから、過剰な資金調達を行うと支払利息がかさみ、会社の安全性を悪化させる原因になる。また、負債には各種引当金も含まれており、貸倒引当金の除くほとんどの引当金がこの負債性引当金となる。

10

ここでは純資産の大半を占める自己資本（株主資本）について説明する。自己資本は、株主からの出資金である資本金・資本剰余金と、利益の蓄積額であり株主への配当の原資となる利益剰余金、そして自己株式から成る。企業を設立した時に集めたお金は全額が資本金になるが、その後増資という形で出資を

15 募った時は、半分が資本金、もう半分が資本剰余金に組み入れられる。万が一資本剰余金を取り崩す必要がある場合は、元は株主のお金であることから株主総会で3分の2以上の賛成を要する特別決議が必要になっている。<sup>4</sup>投資家が証券市場に流通している株を買っても企業の財務諸表上の数値には影響がなく、企業が新規で発行した（増資）株式を買った場合にのみ、資本金・資本剰余金の数値が変化する仕組みになっている。利益剰余金は、現在までの利益の蓄積額を表しており、損益計算書の当期純利益が每期積み立てられる仕組みになっている。資本金・資本剰余金が、営業活動を行うための元手だとすると利益剰余金はその元手を使って得た結果だといえる。たとえ赤字が出たとしても、利益剰余金が潤沢にある場合は配当を続けることができるが、取り崩すた

20 めには株主総会で過半数以上の賛成を得る普通決議が必要である。企業自体の配当余力を見積もるためには利益剰余金の額を見ることが最善である。自己株式とは、企業が自社の株を流通市場から買い戻す行為であり、貸借対照表上にはマイナス項目として計上、その分だけ純資産合計が減少する。

30 <sup>4</sup>小宮 一慶（2017）『「ROE って何？」という人のための経営指標の教科書』



各グループのおおまかな仕組み、勘定科目をおさらいしたが、我々が本節で伝えたいことは「借方項目と貸方項目は対称的な関係にあるが、金額的な繋がりを詳しく把握することは困難である。」ということである。借方と貸方が同額になることから、公表内部留保である利益剰余金も形を変えて企業内に蓄積

5 されていることが分かる。しかしその詳細は、一般的に現預金で保有しているものもあれば、固定資産や有価証券に形を変えて保有している可能性もあり、利益剰余金の全てがすぐに現金であり使用可能になるとは限らない。

10

15

20

25

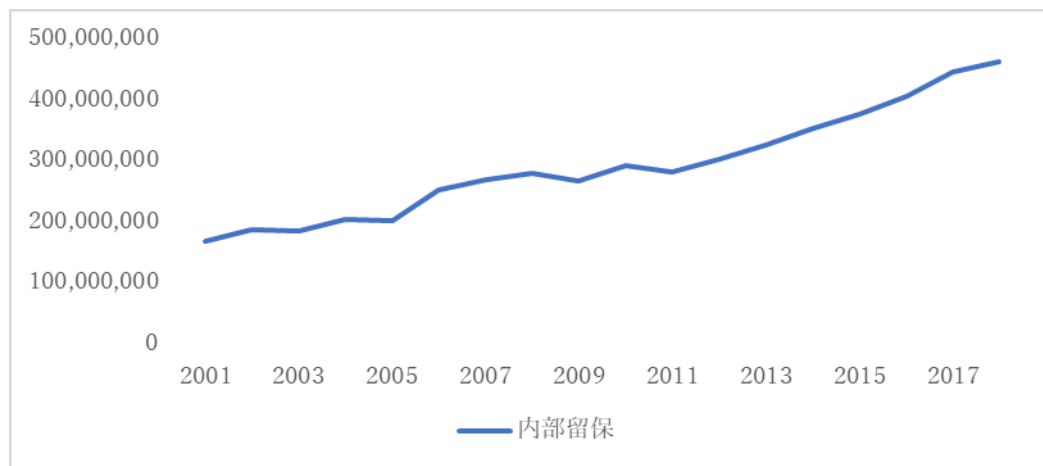
30

## 第2章 内部留保の分析

第1章では、本稿を読解するうえで重要となる各キーワードの仕組みとその詳細を確認した。第2章では、内部留保の用途について、政府と企業、または投資家と企業間で意見の相違が見られる中、実際に企業はその過剰資金をどのような形態で保有しているのか。問題点を分析していく。

### 第1節 内部留保の分析

図表 2-1 内部留保の推移



全企業を対象 単位：百万円

(注) 内部留保＝利益準備金＋積立金＋繰越利益剰余金

(出典：財務総合政策研究所「法人企業統計」より筆者作成)

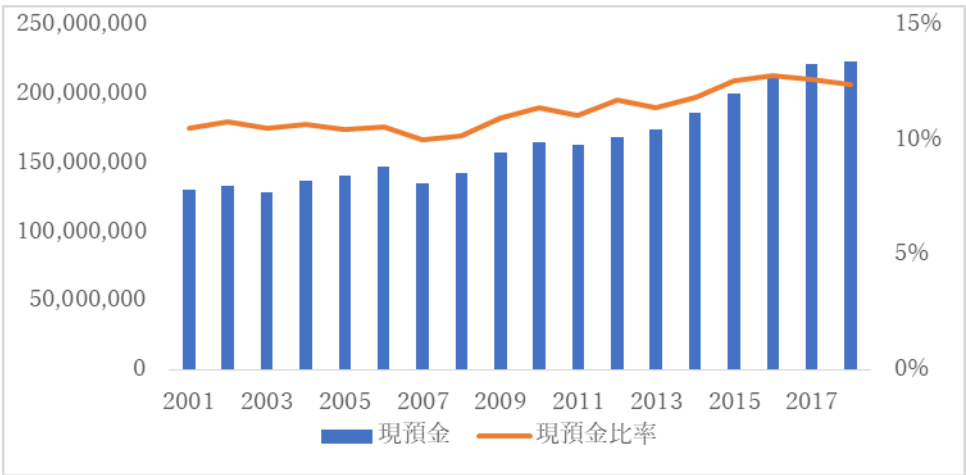
法人企業統計によれば、2001年からの内部留保の推移は図表2-1の通りである。内部留保は戦後から伸び続けていたが、1990年のバブル崩壊後から1998年まで横ばいで推移し、金融引き締め（累積債務問題）の1999年に落ち込んだ後回復、2009年には世界金融危機、2011年には東日本大震災の影響で減少しているが、全体的に上昇傾向となっている。2012年から2018年にかけては毎年6～10%ずつ増加し続け、直近の2018年末には463兆円と過去最高を記録した。

第 2 節 現預金保有の分析

資金効率の議論において、企業の過剰な現預金の保有が論じられることが少なくはない。

5

図表 2－2 現預金の推移



(注) 現預金比率＝現預金÷総資産 全企業を対象 単位：百万円  
(出典：財務総合政策研究所「法人企業統計」より筆者作成)

10

図表 2－3 2001 年基準での増加倍率

| 年   | 09   | 10   | 11   | 12   | 13   | 14   | 15   | 16   | 17   | 18   |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 現預金 | 1.20 | 1.26 | 1.24 | 1.29 | 1.33 | 1.42 | 1.53 | 1.61 | 1.70 | 1.70 |
| 総資産 | 1.16 | 1.16 | 1.18 | 1.16 | 1.23 | 1.26 | 1.28 | 1.33 | 1.42 | 1.45 |

(出典：財務総合政策研究所「法人企業統計」より筆者作成)

15

上記二つの図表から、現預金額は 2008 年金融危機以降、増加傾向にあったことが分かる。また総資産に対する比率でもほぼ一貫して増加していたが、直近の二年では減少している。これは第 4 節に詳しいが、株主還元額の増加によるものとみられる。

現預金保有は主に保身的な意味合いで捉えられることが多い。それには、第

1 章で確認したように、貸借対照表の借方（運用形態）にあたる現預金には、貸方（調達源泉）である何かが付随している。設備投資や運転資金のために現金での資金調達を行っているにも拘わらず、調達した状態での保有は常に成長が求められる企業の意図との間で矛盾が起きている。これらの巨額化している

- 5 現預金が、調達したうえで有効に活用されなければ、多くの用途はあるが利益を生まず成長性のない資産を企業は保有しているだけである。また、企業自身が現預金保有を合理的に捉えていたとしても、リスクマネジメントの効力以上はないと考える。

- 10 企業の資金調達先として金融機関、社債権者、株主があるが、前者二つは、現預金を含む資産有効活用による成長性も求めているが、それは主に倒産リスクの低減が目的である。しかし後者においては、現預金を有効活用することでの企業価値向上が目的であり、それが最終的には自身の利益や稼得になるため、企業の過剰な現金保有を嫌うステークホルダーである。

## 15 （１）予備的動機

企業が現預金保有を試みる原因として、一つ目に予備的動機が挙げられる。予備的動機とは、将来の予期せぬ事態のために備えておくことで、日本人の文化や環境から育った貯蓄する傾向も予備的要素を含んでいる。

- 20 企業が外部から資金調達を行う際には、資金的制約や規則があることから、将来有望な投資先が見つかる可能性が高い企業では収益性は低いものの、流動性が高い資産として現預金を企業内部に蓄積している傾向がある。また、将来の投資先の為に保有している潜在的な保有とは違い、過去の経験を踏まえた保身的な保有もある。2008 年の世界金融危機後には、売上高が伸び悩み資金繰りが厳しくなったとともに、金融機関が融資態度を一層厳しくしたことから、
- 25 思うような営業活動を行えなかった。今後、金融危機のような外部から悪影響を受けても金融機関に依存せず、手元のキャッシュのみで対応できるように、利益が増加傾向にあるうちから現預金として蓄積しておくという企業の保身的な対応であるが、ゴーイングコンサーンの観点から予備的動機による一定額の保有は必要であると言える。

## (2) エージェンシー・コスト

- エージェンシー・コストとは、プリンシパル（株主）が望む利益を実現するために活動を委託されているエージェント（経営者）が、必ずしもプリンシパルのためでなく、個人的利徳のために、働くことから生じるプリンシパルの不利益を指す。<sup>5</sup>企業の経営者は、現預金保有が仮に企業価値の低下を招くとしても、配当などで社外流出、株主還元を行わず、自身の裁量等を高めるために過剰に保有するインセンティブを持ちうる<sup>6</sup>、とされている。

## (3) 先行き不透明感と上場企業の声

- 10 財務省によるヒアリング調査を行った結果、経営者は以下のような理由で現預金を保有していることが分かった。
- ①「リーマンショック後に、当社の業績は問題ないにも関わらず金融機関に返済を求められたことがあり、そのような不確実なリスクに対応するためになるべく積み上げておきたい。」
- 15 ②「リーマンショック等の経験から、現預金保有の必要性を痛感している。」
- ③「リーマンショックの時を経営者はまだ忘れていない。」
- ④「財務体質を気にしており、リーマンショック等の過去の出来事を鑑みると慎重にならざるを得ない。」
- ①から④の声から、リーマンショックの時の大打撃が未だに経営者の行動に大きく影響していることが分かる。更に以下のような声もあった。
- 20 ⑤「先行きが見通せない経営環境であり、できる限り現金を持っておきたい。」
- ⑥「今が好調であっても不調に陥った際に備えて、ある程度の現預金は確保しておきたい。」
- 25 ⑦「投資拡大や賃上げに活用していくべきと考えてはいるが、方針としては、無借金体制を推進している。」

---

<sup>5</sup>日本経済新聞（2018）「エージェンシー・コスト」

<sup>6</sup>財務省財務総合政策研究所総務研究部（2018）「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」

30

などの声から、リーマンショックのような大きな影響ではなく、小さな外部環境の変化などからも、財務基盤を揺るがしかねないという先行きへの備えや、将来必要な資金蓄積のためではあるが、外部に頼らず自立するための保有だと考えている企業もあるようだ。

5

#### (4) 現預金の活用手段

企業は、将来に渡って継続的に事業をしていくという前提<sup>7</sup>があることから、過剰な現預金は、まずは社内の資源や成長投資に回したのちに、株主などに配当として社外流出させることが適切である。社内の資源とは、主に人的資源、賃金に現預金を活用することである。

10

### 第3節 設備投資の分析

本大会趣旨文では、設備投資について「・・・また、設備投資額においても45兆4475億円と過去最高額にのぼる一方で、内部留保の増加額に設備投資の増加額が追いついていないために日本銀行の金融政策や政府の経済政策の足かせとなっている。」として問題としている。一方で、日本経済団体連合会は「内部留保が積みあがっていると指摘されるが、手元に現金があるということではない。すでに何らかの形で投資に向けられており、今の内部留保の水準はほぼ適切なもの」<sup>8</sup>ということを繰り返し主張している。

15

はたして企業の設備投資額は適切なものなのだろうか。ここでは、企業のキャッシュフロー、減価償却費と設備投資額を比較することで、その水準の適切性を分析する。

20

25

---

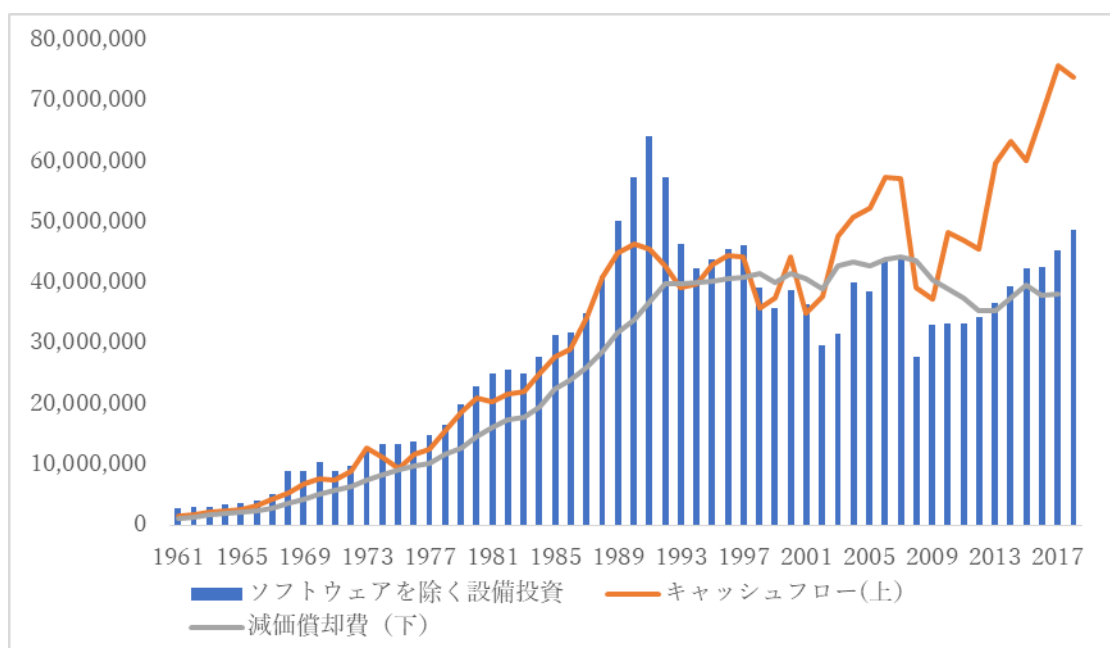
①～⑦の声 財務省財務総合政策研究所総務研究部（2018）「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」より引用

<sup>7</sup>iFinance 金融情報サイト「ゴーイングコンサーン/継続企業の前提」

<sup>8</sup>日本経済新聞（2017）『経団連会長、内部留保への課税「受け入れられない」』

30

図表 2-4 設備投資額の推移



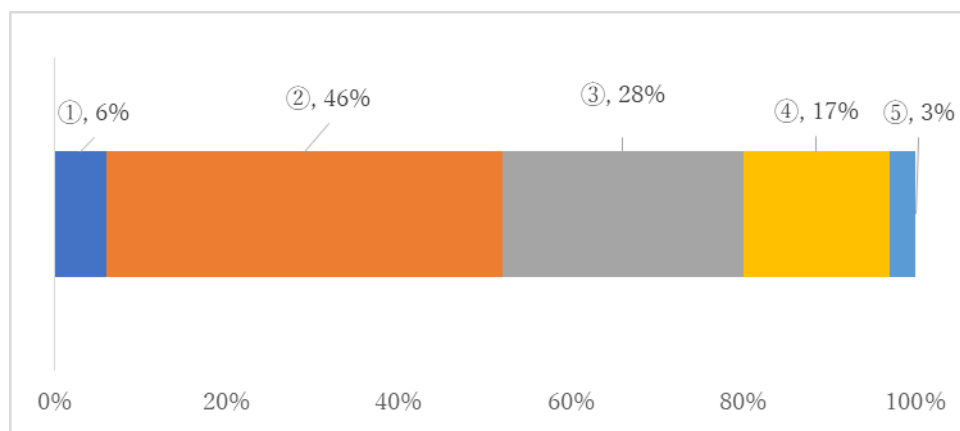
全企業を対象 単位：百万円

キャッシュフロー：2006 年以前＝当期純利益±法人税等調整額-配当金合計+  
 5 減価償却費-役員賞与、2006 年以降＝当期純利益±法人税等調整額-配当金合  
 計+減価償却費

（出典：財務総合政策研究所「法人企業統計」より筆者作成）

図表 2-4 のように、近年設備投資額は 2008 年に急減してから徐々に伸び続け、  
 10 2018 年には 48 兆円にのぼった。しかし、1980 年から 1990 年ごろまでキャッ  
 シュフローを上回る規模で行われていたが、1997 年以降は減価償却費の範囲内  
 で行われている。このことから、近年の企業の設備投資は長い間キャッシュ  
 フローの範囲内で既存設備の維持更新を行うための投資が中心で外部から新たな  
 投資を増やすことには消極的だったことが伺える。なお、2013 年以降、再び累  
 15 計の減価償却費を超えた額の設備投資が行われるようになってきてはいるが、  
 キャッシュフローが近年増大しているのにたいして設備投資額はこれを大幅に  
 下回っており、企業は財務レバレッジをあまりかけずにあくまで収益の範囲内  
 でのみ設備投資を行っていることがわかる。

図表 2-5 設備投資の現状についての認識（2019 年）



① 老朽拠点の整理・縮小が必要

② 維持・補修投資の増額が必要

5 ③ 維持・補修投資が行き届き、生産・供給能力も充足

④ 能力増強設備が必要

⑤ その他

資本金 10 億円以上の大企業（1124 社）を対象

（出典：株式会社日本政策投資銀行（2019）「企業行動に関する意識調査結果

10 （大企業）より筆者作成」

図表 2-5 は日本政策銀行が 2019 年 6 月に、資本金 10 億円以上の企業を対象とし、国内生産、営業拠点の設備状況についての認識を調査した結果である。既存設備の能力維持や補修のための投資が必要、または行き届いていると  
 15 答えた企業が合計 70%となっているうえに、能力増強設備が必要と答えた企業は 17%に留まっており、新規設備への投資には消極的である。また、①②  
 ④と答えた企業は、新規・既存に関わらず利益最大化のために物的資源への投資を行っているため、最低限評価できる企業だと判断して良い。しかし、③と  
 20 答えた企業は、既存設備の維持には力を入れ、常に良い状態を保っているものの、新規投資には消極的であるため設備投資自体に多額のお金を投資している  
 訳ではない。既存設備も問題なく、能力増強も必要のないと、設備投資に否定的な認識をしている大企業が 28%もいることを当調査は明らかにした。



また、当初の設備投資計画から、実際の設備投資実績が下回った企業に焦点を当てて調査した結果、「投資内容の精査、無駄の見直し（49%）」、「工期の遅れ（27%）」による設備投資縮小が見受けられた。しかし、「収益環境の悪化（6%）」、「資金調達環境の悪化（0%）」<sup>9</sup>を理由に設備投資を縮小している企業は極めて少ない。以上の結果から、企業は多額の資金を必要とする設備投資には慎重な姿勢を見せているとともに、投資内容が企業の利益・価値を最大化するものなのか、費用対効果を考慮して実施に至っている。また、設備投資額と利益、外部資金調達額には関連性が低いことが実証された。この結果は、先述したキャッシュフロー内での設備投資分析を更に有力化するものである。

10

15

20

25

---

<sup>9</sup>株式会社日本政策投資銀行（2019）「企業行動に関する意識調査結果（大企業）」

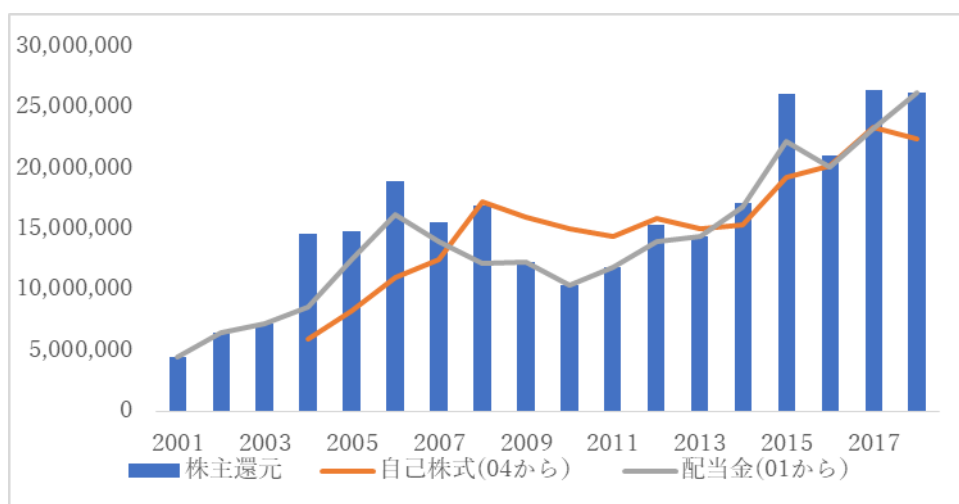
30

#### 第4節 株主還元分析

企業の株主還元方法には、主に配当と株主優待があるが、株主に恩恵を返し利益を供与するという側面からは自社株買いと値上がり益による還元も含まれてくる。配当による還元は直接株主に利益返還する方法になるが、自社株買いやキャピタルゲインによる還元は、株主が保有している株の価値が上がることによる間接的な利益返還になる。

10 自社株買いとは、先述したように既に市場に出回っている自社の株を買い集めることである。また、キャピタルゲインとは、株式や債券など、保有している資産を売却することによって得られる売買差益のことである。<sup>10</sup>しかし、取得時の株価と売却時の株価のみで還元額が決定されるキャピタルゲインは、他の還元方法とは違った側面を持ち、企業の価値が株価に正当に反映するとされる時、企業が自らの価値向上に努めることで自然と株主還元を行っていると思われる。間接的な還元方法である自社株買いとキャピタルゲインであるが、15 企業の視点に立つとその意味合いは違い、株主を中心に考えた行動として自社株買いは捉えられる。

図表 2-6 株主還元の推移



全企業を対象 単位：百万円

20 (注) 株主還元：配当金計+自己株式前年度増額分

(出典：財務総合政策研究所「法人企業統計」より筆者作成)

<sup>10</sup> SMBC 日興証券「初めてでもわかりやすい用語集」

近年、米国を中心に配当よりも自社株取得による株主還元が活発化しており、日本の上場企業でも 2019 年度は年度として初めての 10 兆円を突破する勢いで行われている。<sup>11</sup>米中対立での日本経済への打撃による景気先行きの不透明感や設備投資の縮小傾向から、企業が稼いだ資金は自社株買いに回す構図と

5   なっている。また、株価の下支え目的もあるが、影響力のある物言う株主による経営介入の動きを緩和する狙いもある。

自己株取得のメリットとして、敵対的買収への防衛策、株価低迷時の改善策などがある。<sup>12</sup>近年、様々なメリットがあることから M&A が活発化している

10   が、一般的には相手会社と合意したうえで有効的買収が行われる。しかし、相手会社の合意を得ずに TOB（公開買い付け）などで買収先の企業の株式を過半数取得する敵対的買収が問題視されている。このような問題は、自社株取得が有効的であり、自社と安定株主を合わせた持ち株比率が高まるうえに、敵対的買収者のターゲットとなりえる利益第一主義と見られる投資家の株を買い取る

15   ことができる。また、かつては金融機関や取引先との株式持ち合いで敵対的買収を防いでいたが、昨今の市場環境の変化から撤廃傾向にあり、敵対的買収防衛策としての自社株の効果も魅力的である。

次に株価低迷時の改善策として効果を発揮する。先述したように、増資は、発表・実施することで市場に負のシグナルを発信する等の理由から株価が下落

20   する傾向にあるが、自己株取得は反対に、市場に流通する株式数が減ることから株価が上昇する傾向にある。増資が負のシグナルなら、自己株取得は正のシグナルとも言える。

25

---

<sup>11</sup> 日本経済新聞（2019）「自社株買い、19 年度 10 兆円突破へ 投資より株主還元」

<sup>12</sup> M&A 総合研究所「自己株式とは？メリット、デメリット、制限や M&A での活用をわかりやすく解説」

30

また、自社株を取得した後の使い道として「売却」と「消却」がある。売却とは一度買い集めた自社株を、もう一度投資家に売り出すことであり、新たな資金調達を行う際に新株発行代わりに利用することができる。さらに、企業再編の際にも自社株を利用できることから、迅速な企業再編が可能となる<sup>13</sup>など取得後も多様な用途がある。しかし、それ以上に重要なのが、「消却」という使い道である。消却することで発行済株式数・株主資本の減少により数々の指標数値が改善される。代表的な指標では、株式数の減少によるEPS(一株当たり利益)の改善や、株主資本減少の効果も持つことからROE(株主資本利益率)<sup>14</sup>などの改善が期待できる。

10

### 第3章 資金調達と証券市場

第2章では、企業は過剰資金をどのような形態で保有しているのか。また、内部留保を含む諸原因の現状と推移を確認した。さらに第3章では、内部留保が外部資金調達の際にどのような影響を与えるのか。また、企業内部での作用について論じていく。

15

#### 第1節 資金調達の現状

第1章で述べた通り、企業の資金調達は外部金融と内部金融に分けられ、外部金融には大きく分けて①借入金、②社債の発行、③株式の発行の三種類の手段がある。

20

##### (1) 借入金による資金調達

一般的な資金調達手段であり、元本の返済と共に利息の支払いが必要となる。金融機関は融資判断の際に、リレーションシップバンキングとトランザクションバンキングという二つの手法を用いる。

25

---

<sup>13</sup> 日本クレアス税理士法人(2019)「自己株式の処分、消却について」

<sup>14</sup>  $EPS(一株当たり利益) = \text{当期純利益} \div \text{発行済株式数}$

30  $ROE(株主資本利益率) = \text{当期純利益} \div \text{株主資本}$

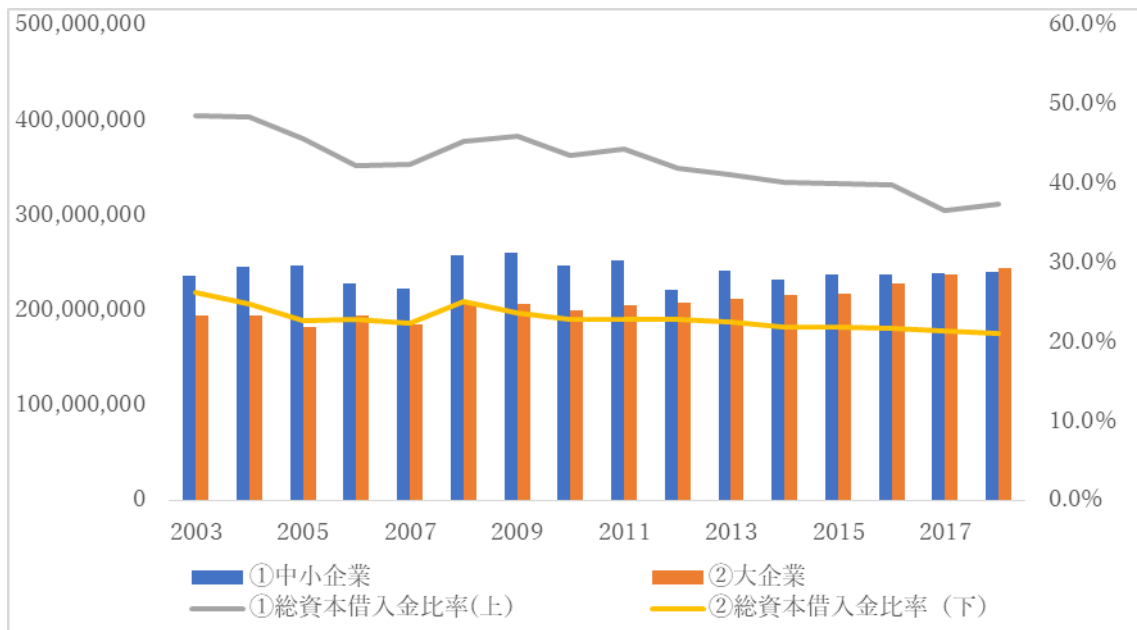
リレーションシップバンキング（以下リレバン）とは、メインバンク制の世界では伝統的な取引であり、金融機関と企業とが親密な関係を長く構築していく中で得られる定性的な情報を蓄積し、それらを基に融資などの取引を行うビジネスモデルのことである。金融機関は、長期間関係を維持することで、外部からは入手困難な信用情報を直接得ることができ、モニタリングなどのコスト削減になる。中小企業との取引が中心であり、地域金融機関はこれを主な顧客基盤<sup>15</sup>としていることから地域密着型金融とも呼ばれる。それとは別に、トランザクションバンキング（以下トラバン）とは、定量的な情報、いわゆる財務諸表等の分析を行ったうえで融資の可否を判断するビジネスモデルである。企業は一回の取引で複数の金融機関に融資を打診、採算性を重視し借入先を決定する。借り手が大企業、貸し手が大手銀行の際に多く利用されている。

メインバンクによるガバナンスが中心だった高度経済成長期は経営陣の規律付けや企業のモニタリングなどの役割はメインバンクが担っていた。それだけでなく取引を通じて人間関係を構築、企業に対するポジティブ情報やネガティブ情報までも入手することで経営実態を把握し的確なアドバイスを提供、平時は安定した資金供給で企業の成長を下支えし、非常時には救済機能を発揮するなど、監督機能以外にもメインバンク制が企業や日本経済に与えていたものは大きい。しかし、1970年以降、石油ショックを発端に企業と銀行との関係は変容していく。1980年になると金融市場の規制緩和・自由化と共に①増資額が増大、②社債発行額の増加の2点が著しく企業の資金調達需要自体が徐々に変化した。それに伴い、優良顧客としての企業が増資や社債による資金調達を活発に採用する中で、銀行の主要融資先は大企業から中小企業へのシフトを余儀なくされた。<sup>16</sup>近年においても大企業は増資や社債による資金調達が主流でありメインバンク機能の低下を招いている。しかし、中小企業においては経営基盤の弱さなどから増資や社債による資金調達は困難であるため、依然として金融機関借入のウェイトは高い。（図表3-1参照）

<sup>15</sup>野村證券「証券用語解説集」

<sup>16</sup>エフアンドエムビジネススクール「メインバンク制度の変遷と今後の展望について」

図表 3－1 借入金の推移



全企業を対象 単位：百万円

(出典：財務総合政策研究所(2018)「法人企業統計」を参考に筆者作成)

5

## (2) 社債による資金調達

社債の特徴としては以下の5つが挙げられる。<sup>17</sup>

- ①償還期限が決まっており、期限になると元本を返済する必要がある。
- 10 ②企業に対する議決権はない。
- ③一定以上の信頼がないと発行できないため担保は必要ない場合が多い。
- ④利息の支払いについては損金扱いとなり、営業外費用になる。
- ⑤満期で元本を一括に返済する満期一括償還が多い。
- 15 主に返済期限が1年を超える長期資金を、運転資金や設備資金の充当のために発行する。有価証券形態での資金調達になるため流動性があり小口でも幅広い多くの投資家から資金が調達できる。社債はその性質から、資本に分類され

20 <sup>17</sup>中島 真志(2015)「入門 企業金融論」

る株式とは異なり借入金と同じ負債に分類される。株式による資金調達は、各期の利益に相応し株主に配当という形で利益を分配しなければいけないうえに、経営に干渉される恐れがある。しかし、社債にはそのような心配はなく、利益の増減に拘わらず利息と元本の支払いだけが求められる。企業の株式を購入するということは会社の一部を所有することであるが、逆に社債を購入することは一時的にお金を貸し利息を受け取るという認識が適当である。

図表 3-2 「財務の機能」から見た社債の有効性

| 財務の機能 | 社債の有効性                        |
|-------|-------------------------------|
| 利用可能性 | 投資家からの直接資金調達をするために向上          |
| 流動性   | 償還日まで繰り延べられるので資金流出を遅らせることができる |
| 収益性   | 直接金融であるために仲介する機関がないためその分向上    |
| 経営権   | 株式と違い議決権がないため独立性を維持           |

(出典：株式会社帝国データバンク (2013)「中小企業の資金調達構造と社債利用」より引用)

以上の4点等から社債による資金調達は企業規模関係なく中小企業でも望ましい資金調達手段であることが分かる。また、投資家にとっても社債の購入にはメリットがある。投資家自身が独断で中小企業を格付けし、ある企業の新規発行株を購入・保有したとしても市場での需給関係から、売却したいタイミングでできない可能性があり、半永久的に保有する可能性すら伺える。しかし、社債であればその企業が倒産しない限り、償還日まで待つことで元本償還が保証され、期間中に利息を受け取ることができる<sup>18</sup>。このように社債は、信用力

<sup>18</sup>株式会社帝国データバンク (2013)「中小企業の資金調達構造と社債利用」を参考

の有無を除くと企業・投資家ともに有効な資金調達手段であり、一層の普及が期待される。

図表 3-3 総資本に占める負債項目の割合（2018 年度）

5

| 項目   | 企業規模   |        |
|------|--------|--------|
|      | 中小企業   | 大企業    |
| 支払手形 | 2.28%  | 1.22%  |
| 買掛金  | 7.28%  | 8.71%  |
| 社債   | 0.74%  | 6.29%  |
| 引当金  | 1.30%  | 3.36%  |
| 借入金  | 37.46% | 21.21% |

（出典：財務総合政策研究所（2018）「法人企業統計」を参考に筆者作成）

図表 3-3 は、総資本に占める各負債項目の割合である。企業規模ごとに比較  
10 することで社債による資金調達が、いかに財務基盤による信用力の有無と密接  
に關係しているかが分かる。

社債による資金調達は大企業だけでなく中小企業にとっても望ましい手段で  
あることを確認したが、財務基盤や倒産リスクが大企業と比べて劣る中小企業  
の社債の割合は 0.74%と未だ低い状況である。対して先述した借入金は、総資  
15 本に占める割合が 37.46%と非常に高い数字を記録しているとともに、株式に  
よる増資に消極的な中小企業の主流な資金調達方法となっている。また、大企  
業の社債発行割合は中小企業と比べて 8.5 倍と、1 億円を境にしながらも驚異  
的な差が数字に出ている。その背景には、日本銀行による異次元の金融緩和政  
策があり、企業が有利な利回りで社債が発行できる環境下にあることが要因で  
20 ある。更に、米国の中央銀行である Fed が金融引き締めへの転換を行ったこと  
から、日本国内でも金融引き締めへの転換、金利の先高感が漂い始め、各企業  
が社債による資金調達を急いでいる。



大企業による社債発行の現状をトヨタ自動車を例に挙げて見ていく。<sup>19</sup> 結論から述べると、トヨタ自動車は 2017 年に合計 1000 億もの社債を発行した。設備投資のための調達だが、「トヨタ銀行」との異名を持つトヨタは 2017 年 3 月期の純利益で 1 兆 8311 億、既に現預金額は 4 兆 776 億と地方銀行の預金量とほぼ同じ水準の手元資金を抱えている。膨大な現預金を抱えているうえに、更に社債での調達を選択したトヨタには二つの理由がある。一つ目は、先述した国内外の金融市場の動向から当時の 3 年債の利回りは 0.001% であり<sup>9</sup>、1000 億の中の 300 億が 3 年債での調達となるが、債権者に支払う利息は年 30 万と銀行借入と比較して低コストでの調達と言える。二つ目は、増資による資金調達は、業績悪化に伴う倒産リスクやモノ言う株主からの圧力などの面から割高なコストと評価されているからである。

上記の内容から社債による資金調達は、現在の金融市場においては非常に魅力的な手段と言えるが、今後の政策動向によってその優位性は変わってくる。また、ガバナンスの観点から銀行借入や増資より低コストだが、市場関係者からの信用によって発行の可否が決まるため、低コストといえども発行には財務基盤などの一層強化が求められる。

### (3) 株式による資金調達

増資の特徴として以下の 4 つが挙げられる。

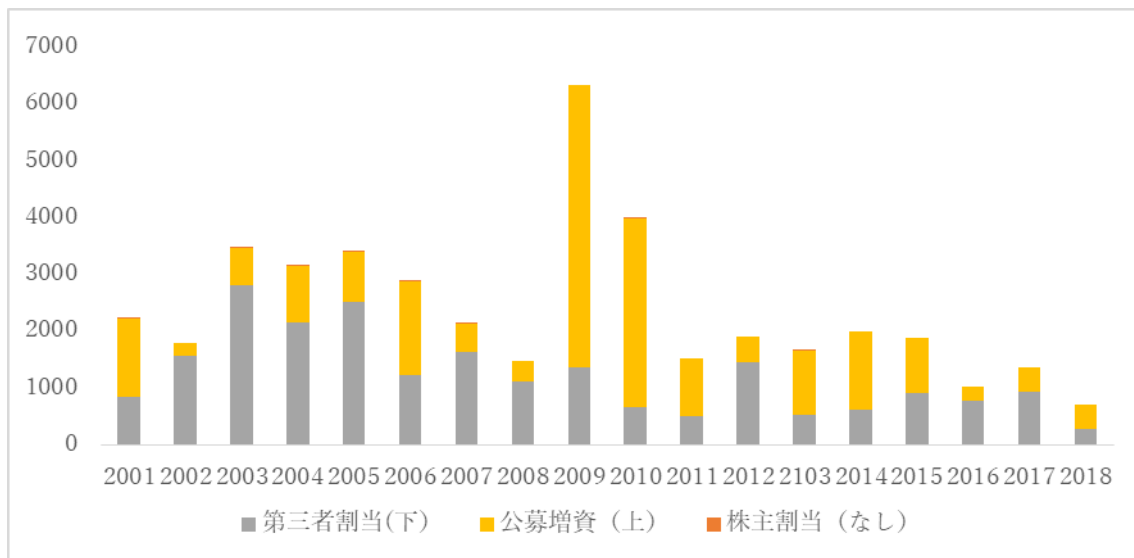
- ① 調達資金は自己資本に含まれ、利息の支払いや返済の必要がない
- ② 既存株主の株式価値の希薄化を招く
- ③ 利益に相応した配当金の支払いが求められる
- ④ 株主総会の特別決議又は取締役会決議が必要となる

増資の際の募集形態としては、既存の株主に持ち株数に応じて新株式の割り当てを行う株主割当増資、取引先・金融機関・親会社・役員・従業員など元から自社との繋がりがある第三者に割り当てを行う第三者割当増資、広く一般の投資家を対象とし証券会社を通じて投資家を募る公募増資の 3 種類がある。

---

<sup>19</sup>PRESIDENT Online (2018)「大金持ちトヨタが 1000 億社債発行の理由」

図表 3-4 増資による資金調達の変遷



全企業を対象 単位：百万円

(出典：坂本恒夫 鳥居陽介著 (2018)「企業財務と証券市場の研究」を参考に

5 筆者作成)

近年の増資形態の変遷を見ると、第三者割当と公募増資が多くなっており株主割当は極めて低い状態であった。それぞれの増資形態を採用する際には、企業側の主となる目的や、形態別のメリット・デメリットがある。本節では図の

10 大部分を占める2種類の形態について述べる。まず第三者割当は純粋に資金調達目的として使われる他に企業間での資本関係の強化という側面も持っており、大企業より未上場である中小企業の資金調達手段として多く活用されている。

元から取引関係などにある第三者の持ち株が増加することで、両者が一丸となって業績・企業価値の向上を目指すようになることから安定した関係の構築に

15 繋がる。しかし、第三者との資本関係強化を第三者割当で行うことにより、相対的にその他既存株主の持ち株比率を低下させることになる。持ち株比率の変化は、これまで支配権を持っていた既存株主の移転に繋がり企業経営における意思決定にも影響を与える。広く一般の投資家から多額の資金調達を行う公募増資を採用することは未上場の中小企業では難しい上に、自己資金が十分でな

20 く、取引先等との関係構築が経営のカギを握る中小企業では必然的に第三者割当増資が多く採用されている。次に公募増資とは、不特定かつ広い範囲で引き

受けを募るため、設備投資など多額の資金を集めることを目的としている。最大のメリットは多額の資金を一度に集められることにあるが、その他にも流通量の増加により流動性・株主の増加になることや、時価発行により比較的安値で発行されることが挙げられる。また、株式市場が活況な状態でない時に増資

5 発表・実施することで、タイムラグや需給関係から短期的に株価が下落する可能性が高いと言える。

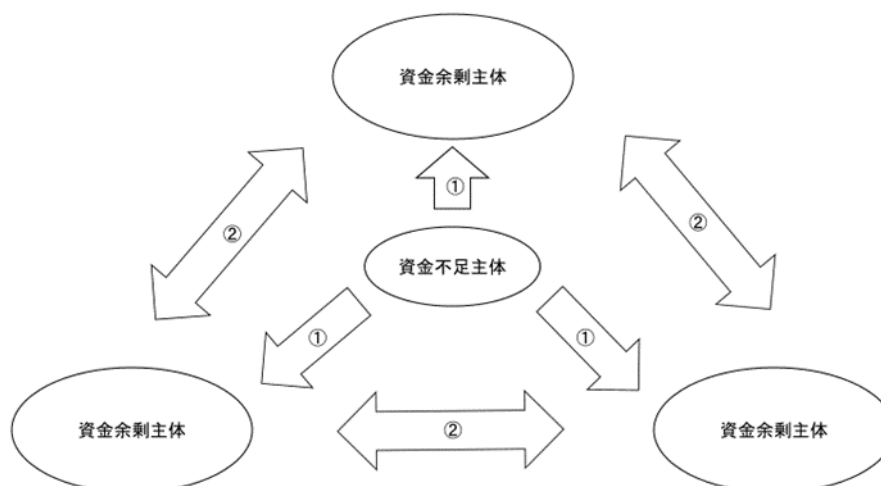
## 第2節 発行市場と流通市場

証券市場は、株式や社債の発行、流通を担っている場であり、資金調達のために新株発行が行われるのが発行市場、既存の株式を投資家間で売買するのが流通市場である。魅力ある企業等の新規発行などで市場参加者が増加することで証券市場での売買が活発に行われる可能性があるが、流通市場が低迷していると流動性の低下から新規発行による資金調達は難しくなる。逆に、流通市場で活発に売買が行われていることで、企業は発行市場での資金調達を容易に行

10

15 うことができる。このように二つの市場にはそれぞれ異なる役割があるが、相互に影響を及ぼしており、両者が同時に活性化することが望まれる。

図表 3-5 両市場の仕組み



20

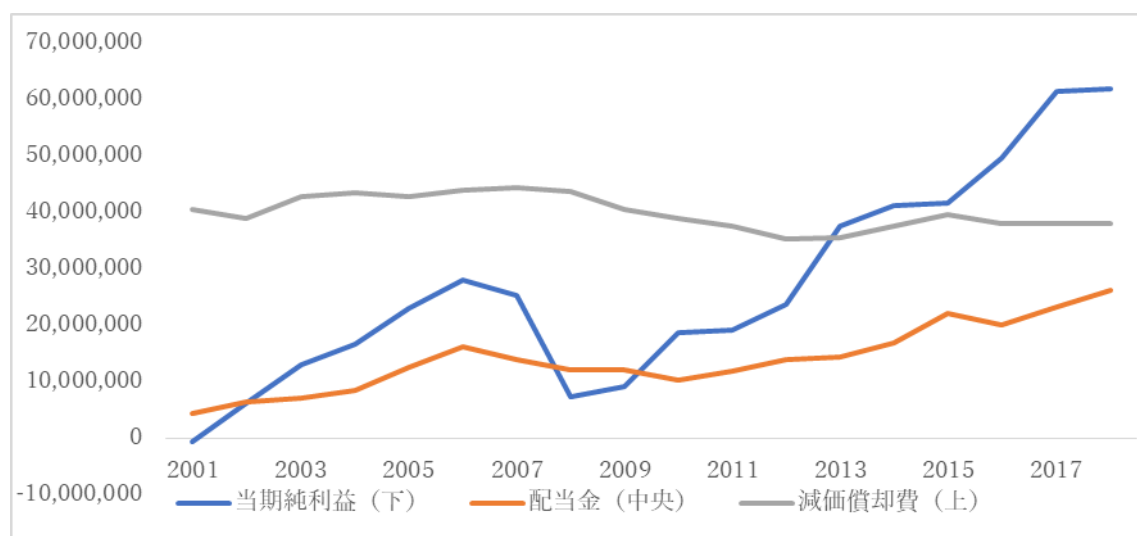
(出典：筆者作成 ①発行市場②流通市場)

### 第3節 自己金融について

自己金融とは、別名内部金融とも呼ばれ、内部留保や減価償却費、各種引当金や準備金などキャッシュアウトを伴わない内部資金を原資に企業活動を行うことである。事前に企業内部に有している資金であるため、先述した資金調達方法で改めて調達する必要がないうえに、利子や配当などの資金調達に付随するコストもなく最も本源的な資金とされている。

自己金融には、主に利益剰余金を対象とするストック内部留保も関係するが、本節では当期純利益から配当金を差し引いたフロー内部留保から、減価償却費を加算して算出するキャッシュフローをそれに近いものとして採用する。ストック内部留保は現在までに蓄積された自己金融使用可能額であるがその本源はフロー内部留保であり、キャッシュアウトを伴わない減価償却費を加算したキャッシュフローを次期使用可能額、自己金融額として捉えることとする。

図表 3-6 自己金融項目の推移



全企業を対象 単位：百万円

(出展：財務総合政策研究所「法人企業統計」より筆者作成)

図表 3-6 は、キャッシュフロー（自己金融）を構成する要素別の 2001 年度から 2018 年度までの推移である。下・中央・上は、各項目の推移の始まりで区別されている。先述したフロー内部留保はストック内部留保の本源的なもの

であり、直接影響することから当期純利益と配当金の推移を見ることで期間ごとにどれくらいの利益が内部に蓄積されているかが分かる。2000 年当初は当期純利益がマイナスでありながらも配当が行われている。その後は利益、配当ともに増加傾向にあるが一つ目のポイントとして 2008 年を挙げる。2007 年から 2008 年にかけての世界金融危機により、2006 年に 28 兆円だった利益が 75%減の 7 兆円台まで落ちているも、配当額は 16 兆円から 25%減の 12 兆円に留まっている。2008 年と 2009 年では配当額が利益額を上回っていることから内部留保の取り崩しを行わざるを得なかったことが分かる。さらに東京商工リサーチのデータによると 2008 年度の倒産件数は前年度とさほど変わらないものの、負債総額が前年度比約 2.4 倍<sup>20</sup>に跳ね上がっており、企業がいかに自己資金で営業活動を賄うかの重要性を認識した年になった。二つ目のポイントは金融危機後の利益と配当の相互推移である。金融危機による低迷から脱出し現在に至るまで、企業の利益は着実に右肩上がり推移しており、2018 年には金融危機以前最高額の 2006 年比で約 2.2 倍にまで増加している。配当に関しても、2010 年を境に増加傾向にあり、近年、企業の株主還元が積極的に行われていることが分かる。

20

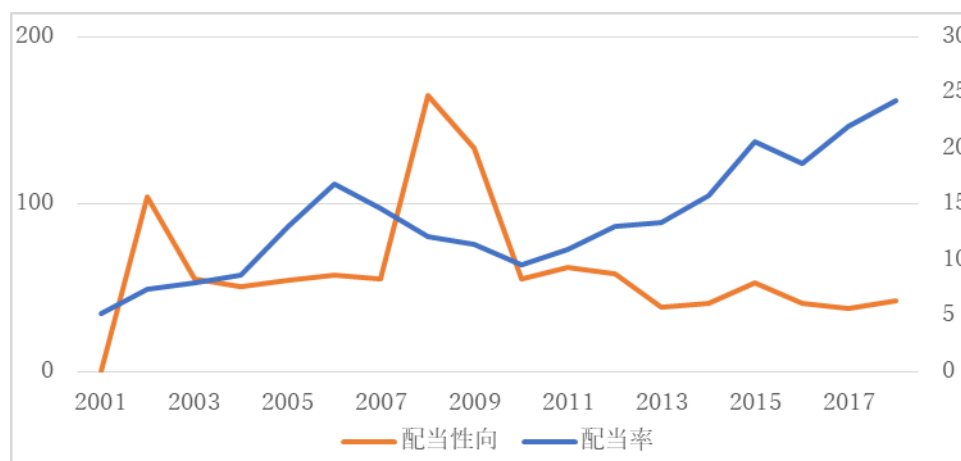
25

---

30 <sup>20</sup>東京商工リサーチ「倒産件数・負債額推移」

次に図表 3-7 は、配当額を当期純利益で割って算出する配当性向と、配当額を株主資本で割って算出する配当率<sup>21</sup>の推移である。

図表 3-7 配当に関する指標の推移



5

左軸：配当性向 右軸：配当率 全企業を対象 単位：%

(出典：財務総合政策研究所「法人企業統計」より筆者作成)

分子である配当額は両指標ともに同額であるため、推移を比較した時の増減額や差異は分母である当期純利益と株主資本の増減額に影響される。先述したように当期純利益の増減額に配当の増減額が追いついていないことは、配当性向の推移を見ることで明らかにできる。大幅な減益となった2008年はそれでも配当を行っていたため100%を大きく上回っているが、その後は停滞しており近年では50%を下回っている年が続いている。

15 配当性向は、当期純利益から配当としていくら社外流出したのかを示す指標であり、100%を上回っていると利益を全て株主に還元しているとともに、少額ながらもストック内部留保の取り崩しを行っていると言える。反対に100%を下回っていると1期間で得た利益の一部はストック内部留保として次期以降に自由に使えるお金、いわば自己金融資金として蓄積されていることを表すの

20

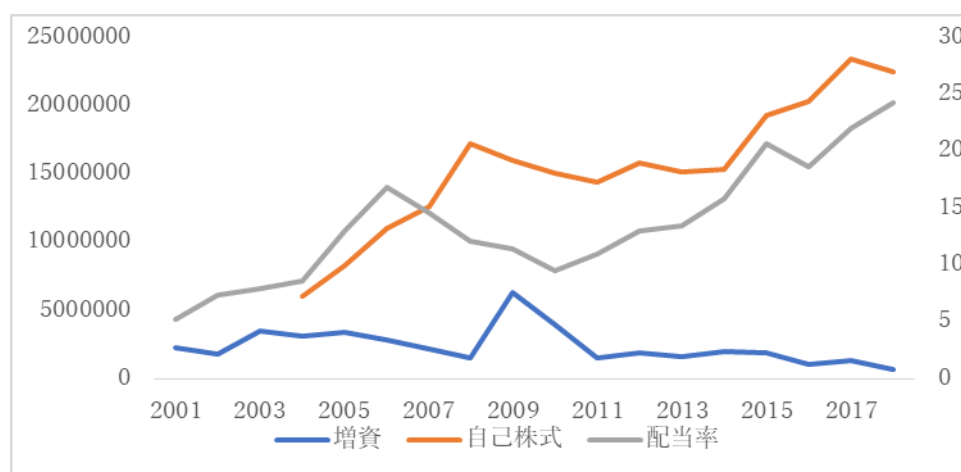
<sup>21</sup> 株主資本配当率とも呼ばれ、配当性向×ROEでも算出可能

である。2010 年以降の 8 年間は、各期間の稼得利益の約半分は企業内部に蓄積されていることが配当性向の推移から分かった。

次に図表 3-8 は、配当率に着目した図である。配当性向はほぼ横ばい傾向にあるのに対して、配当率はなぜ右肩上がりで推移しているのかを確認する。

5

図表 3-8 株主資本変動要因と配当率



左軸 増資、自己株式（2004 年度以降） 単位：百万円

右軸 配当率 単位：%

10 （出典：財務総合政策研究所「法人企業統計」より筆者作成）

配当率とは、年度ごとに変動の大きい当期純利益を採用している配当性向より、長期的にも安定している株主資本を採用しているため、中長期での配当推移の確認に適していると言える。

15 配当性向が伸び悩む一方で、配当率は 2009 年比で約 2.2 倍にまで上昇している。その原因として、増資による資金調達の回避傾向と自己株式取得の活発化の二点を挙げる。増資による資金調達が回避傾向にあることの原因は、潤沢な自己資金保有が外部資金需要の低下を招いていることや、後述するペッキングオーダー理論により資金調達の中でもコスト・リスク面から選択され難いことが挙げられる。自己株式の取得とは、一度発行した株式を市場から買い戻す行為のことで、財務諸表上では株主資本の減少という形で表記される。流通する株式数の減少により、需給関係が改善され株価が上昇するメリットや、M&A

20

対策になることから今日では頻繁に行われている。また、配当率は配当額を分子に置くが、自己株取得を株価上昇要因として株主還元的一种だと捉えると、広い範囲での株主還元指標だと言える。

- 5 企業の資金調達手法の選択行動を理論的に説明したもので Myers and Majluf (1984)、Myers (1984)によるペッキングオーダー理論がある。この理論は、内部資金→借入金→社債→株式の順に手段を選択するというものであり、株式による資金調達は危機的状況下にある企業でしか行われない。まずは、企業内部の情報を開示する必要のない内部資金が選択され、賄いきれない
- 10 部分を金融機関にのみ情報開示することで調達可能な借入金、以降投資家への詳しい情報開示が必要な社債、株式を選択する流れである。そして、株式による資金調達には逆選択と情報の非対称性の二つの問題が絡んでいる。投資家は企業の真の価値、企業と株式の価値を正確に評価できず、主に株価と、企業が情報開示している資料のみで判断することから情報の非対称性の問題が発生す
- 15 る。第1節でも述べたように公募増資を発表・実施すると株価が下落する傾向があるが、実施後の株式価値の希薄化の他に、投資家が経営者の意図を汲み取って保有株式を売却するからである。これが逆選択であり、投資家は公募増資の発表を「現在の株価は過大評価されており、経営者はこれより低い評価をつけている。」と感じ取るからである。
- 20 以上のことから、外部からの資金調達は、新規投資に必要な資金と内部資金の不足部分を補うための手段とも捉えることができる。

25

30



## 第4章 経営環境の変遷

### 第1節 企業経営とROE

- 5 内部留保を含む自己資本が適切な水準であるかどうかを測る指標の一つにROE（自己資本利益率）がある。この指標は、世界の投資家が投資判断、企業の評価に利用する代表的な指標でもある。本節ではROEを企業経営との関係、国際比較も含めて分析していく。

図表 4-1 ROE の特徴

ROE＝自己資本利益率：当期純利益÷自己資本

＝売上高当期純利益率：当期純利益÷売上高（収益性）

×総資産回転率：売上高÷総資産（効率性）

×財務レバレッジ：総資産÷自己資本（負債活用度）

※株主の持ち分である自己資本に対し、どれだけの利益を効率よく上げているかを示す総合的な指標で、企業の収益性を測る指標として活用

10

（出典：三菱UFJ信託銀行（2015）「投資指標としてのROE」を参考に筆者作成）

- 15 投資家が投資の際に使用する代表的な指標として、株が割安か割高かを判断して可否を決めるPBR（株価純資産倍率）とPER（株価収益率）<sup>22</sup>がある。そのため、企業の経営管理のための指標であったROEを使って投資判断をするといった慣習は従来からはなかった。ところが、アベノミクス「企業の稼ぐ力を向上させる」という一連の政策のもと、各地でROEの議論が展開され経営者のROE

20

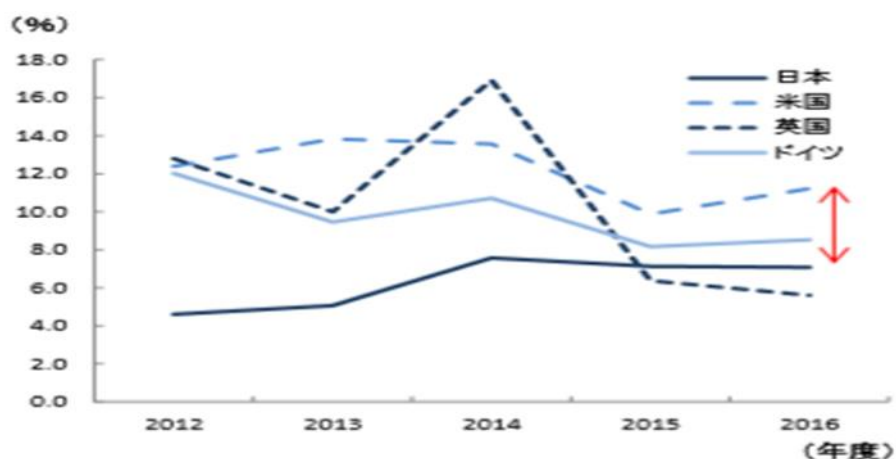
<sup>22</sup>野村證券「証券用語解説集」

PBR（株価純資産倍率）＝株価÷一株当たり純資産

PER（株価収益率）＝株価÷一株当たり利益

に対する意識は今日まで高まりを見せている。

図表 4-2 ROE の国際比較

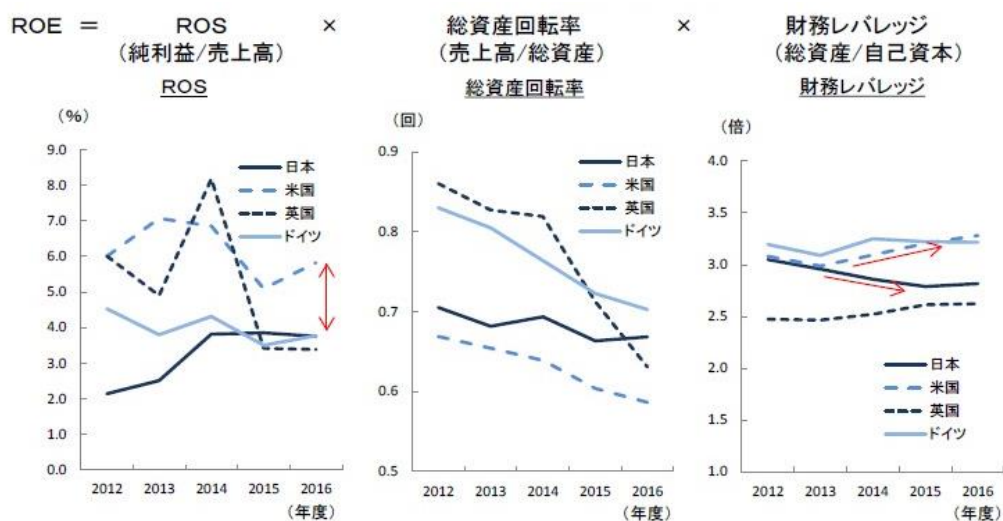


5 (注：2012～2016 年度の決算が集計可能な上場企業の平均値)

(出典：みずほ総合研究所 (2017)「日本企業の稼ぐ力は高まったのか」より引用)

2016 年度までの日本と主要国との ROE 推移は図表 4-2 の通りである。英国  
10 とドイツと比べると差はないものの、米国との差は未だ拡大している。

図表 4-3 ROE の要因分解と国際比較



(注：2012～2016 年度の決算が集計可能な上場企業の平均値)

(出典：みずほ総合研究所 (2017)「日本企業の稼ぐ力は高まったのか」より引用)

- 5      日本の ROE を三要素に分解して推移を確認すると図表 4-3 のようになる。  
日本と米国の ROE 分解要素を比較すると、総資産回転率は際立って低いわけ  
はないが、財務レバレッジと売上高当期純利益率の差の広がりが顕著に表れて  
おり、その差がそのまま ROE の差に反映されている。対米では特に利益を稼ぐ  
力、すなわち収益力の格差が極めて高い。

10

## 第 2 節    コーポレートガバナンスと伊藤レポート

このような ROE の低さの原因について、特にコーポレートガバナンスの遅れ  
が大きいとして論じられることが多い。この問題について 2014 年に伊藤邦雄  
(一橋大学大学院商学研究科教授) を座長としてまとめられた伊藤レポートで  
15      は、以下のような点を挙げている。

### 企業経営に関する問題点

- ・日本企業のインセンティブ構造が経営の時間軸と資本効率に影響している

- 20      日本企業の経営者のインセンティブ構造を見ると、欧米企業等と比べて全  
般的に報酬水準が低く業績連動部分が少ない傾向がある。これらは、日本企  
業が資本市場の短期変動に比較的影響を受けず、安定的な経営を行う傾向に  
寄与してきた面があるが、日本企業が長期的な研究開発や設備投資等を継続で  
きた理由の一つであるが、一方で資本コストや ROE 等への認識の低さ、内部留  
保の再投資や配当政策の不明確さにつながっている面もある。

- 25      ・経営者の在任期間が短い

経営者の在任期間が業績に関係なく例えば 4 ～ 6 年と較的短く固定的になっ  
ている。在任期間の業績への影響には議論があり得るが、これらの背景が、経  
営者の中長期的な判断や必要なリスクを取った改革をしにくくしている可能性  
がある。

- 30      ・資本コストに対する意識が低い

これまで間接金融中心の資金調達構造が続いてきたこともあり、資本コストに対する意識が国際的に見て低いことが重大な問題である。日本の上場企業のうち、資本コストを意識する企業は約4割、投資家に開示している企業は全体の約1割弱という調査結果も得られている。

5

証券市場、投資家に関する問題点

・企業価値向上を支える長期投資家の層の薄さ

特に、日本市場には中長期的な視点から主体的判断に基づいて株式銘柄の選択を行う投資家の層が薄いことが問題として指摘されており、以下のような原因が挙げられている。

10

第一に、日本における短期志向の理由としては、長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続いた中、短期の投資機会を追求することが経済合理性に合致していた面が強いから。

第二に、日本の投資コミュニティ（アセット・マネージャー、アセット・オーナー、セルサイド・アナリスト）において短期志向化を促すインセンティブが働いている。特に国内の機関投資家やセルサイド・アナリストが、企業価値を適切に評価して長期投資を促進するための課題も多い。

15

① 主要なアセット・オーナーとしての年金基金には、運用面での人員の少なさや専門性の低さ、本来長期視点で投資収益性を見るべき年金基金が、月次や四半期等の短期実績でアセット・マネージャーを評価する傾向が見られる。

20

② 国内のアセット・マネージャーは、金融機関系列が中心であり、ローテーション人事による長期経営や専門性確保のしにくさ、長期業績との連動が薄い報酬体系等が指摘されている。また、アセット・オーナーによる短期的な評価が、運用機関の評価に影響を与えている面もある。

③ セルサイド・アナリストが所属する証券会社には、長期的投資家よりも手数料が多く得られる売買回転率の高い短期志向の投資家にサービスを増やすインセンティブが存在している。また、セルサイド・アナリストに対しては、四半期開示等に過度に反応した短期志向化、中長期的なファンダメンタルズ分析や企業との本質的な対話不足が指摘されている。

25

第三に、企業側から中長期的な価値創造を理解するための情報が効果的に開示

30

されていないことがある。そのような情報がない場合、短期的な情報に目を向けざるを得ない。

第四に、短期志向化を助長し得る制度的な仕組みがある。たとえば、高速売買インフラや四半期開示が、セルサイド・アナリスト等の短期志向を助長すると

5 いう「意図せざる結果」を招いている可能性がある。

・企業と投資家の対話不足

長期的な利益の実現のための対話に対して企業側、投資家側共に意識が不足している可能性が高い。また、中長期的な企業価値を判断するための企業側の情報提供が不足している。

10 日本企業の新陳代謝

日本企業が、長い期間にわたって ROE が低く推移してきたことや、設備投資等において保守的な姿勢みられる原因の一つとして、日本企業の新陳代謝が十分に行われていない可能性があることをここで挙げる。

図 開・廃業率の国際比較である。まず開業率について見ると、我が国の開業

15 率は 4～5%で推移し続けているが、欧米諸国について見ると最も低いドイツ

でも 7%前後で推移しており、最も高い英国においては 14%を超える水準で推移している。また、廃業率について見ると、我が国の廃業率は足下では 4%を

下回る水準で推移しているが、欧米諸国について見ると、最も低いドイツでも 7%前後、最も高い英国においては 11%で推移している。我が国と各国の統計

20 の方法が異なるため、単純な比較はできないが、開業率及び廃業率ともに、他の先進国に比べると相当程度低い水準で推移していることが分かる。<sup>23</sup>

25

---

<sup>23</sup>伊藤邦雄（2014）『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）』より引用

30

### 第3節 企業の新陳代謝

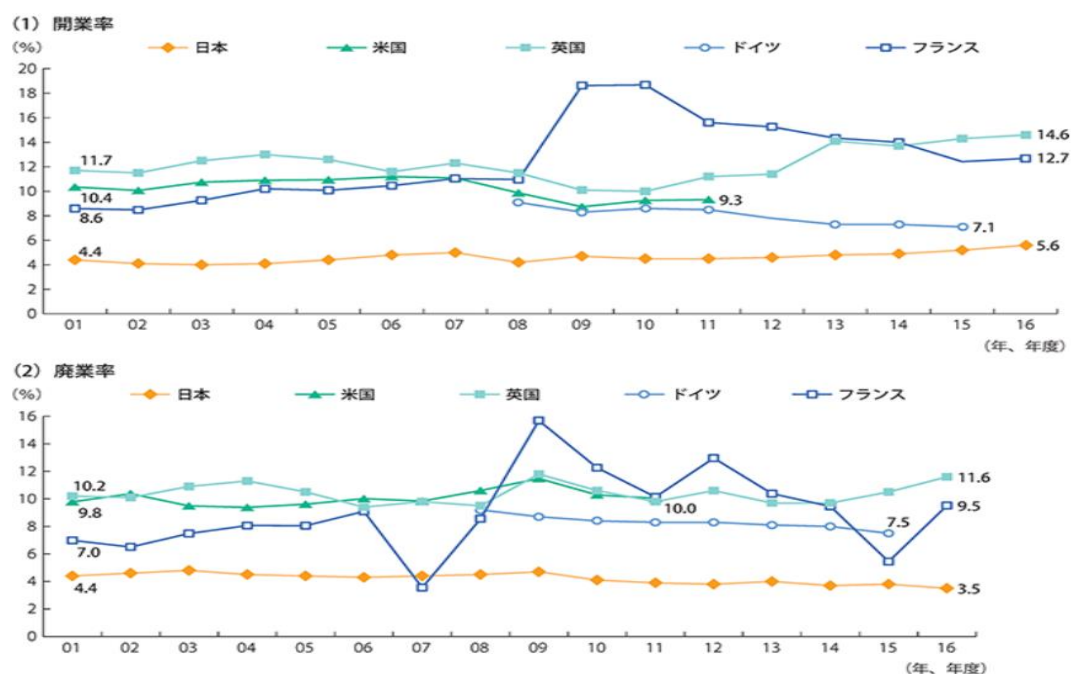
日本企業が、長い期間にわたって ROE が低く推移してきたことや、設備投資等において保守的な姿勢みられる原因の一つとして、日本企業の新陳代謝が十分に行われていない可能性があることをここで挙げる。

- 5 図表 4-4 は開・廃業率の国際比較である。まず開業率について見ると、我が国の開業率は 4～5% で推移し続けているが、欧米諸国について見ると最も低いドイツでも 7% 前後で推移しており、最も高い英国においては 14% を超える水準で推移している。また、廃業率について見ると、我が国の廃業率は足下では 4% を下回る水準で推移しているが、欧米諸国について見ると、最も低いドイツでも 7% 前後、最も高い英国においては 11% で推移している。我が国と各国の統計の方法が異なるため、単純な比較はできないが、開業率及び廃業率ともに、他の先進国に比べると相当程度低い水準で推移していることが分かる。
- 10

図表 4-4 開・廃業率の国際比較

15

20



25

(出典：厚生労働省 (2017)「雇用保険事業年報」(年度ベース)より引用)<sup>24</sup>

30

このような状況下では、新たな企業が少なく、保守退嬰の状態に陥っている企業が多いことが容易に想像できる。実際に、世界時価総額ランキングにおいて、特にアメリカではアップルや google など IT 企業が躍進し順位を伸ばしているのに対し、日本ではソフトバンク等数社がこれにあたる<sup>25</sup>のみであることなども、これを裏付けているといえよう。既存の企業の収益力の改善及び成長が重要であることは言うまでもないが、彼らの姿勢を変えるのは容易では無いため、近年株主に還元されている投資資金が既存の企業のみならず、新たな企業の創出、成長のためにもつかわれるよう、制度の変更等の改善が行われることも証券市場、特に IPO 数（発行市場）の活性化において重要であると考えられる。

---

<sup>24</sup> 米国：U.S. Small Business Administration 「The Small Business Economy」

15 英国：Office for National Statistics 「Business Demography」

ドイツ：Statistisches Bundesamt 「Unternehmensgründungen, -schließungen: Deutschland, Jahre, Rechtsform, Wirtschaftszweige」

フランス：INSEE 「Taux de création d' entreprises」

20 (注) 1. 日本の開廃業率は、保険関係が成立している事業所(適用事業所)の成立・消滅をもとに算出している。

2. 米国の開廃業率は、雇用主(employer)の発生・消滅をもとに算出している

3. 英国の開廃業率は、VAT(付加価値税)及び PAYE(源泉所得税)登録企業数をもとに算出している。

25 4. ドイツの開廃業率は、開業・廃業届を提出した企業数をもとに算出している。

5. フランスの開業率は、企業・事業所目録(SIRENRE)へのデータベースに登録・抹消された起業数をもとに算出している。

6. 国によって統計の性質が異なるため、単純に比較することはできない。

30 <sup>25</sup>Global 2000 The World's Largest Public Companies(2019)

## 第 5 章 将来への展望

ここまでの分析、考察で得た我々の主張は次のようなものである。

内部留保の多さ自体は問題ではないが、総資産に占める現預金の比率の増加、財務レバレッジの低下、消極的な設備投資等の傾向がみられた。その中

- 5      で、余剰資金を株主還元した、資本効率の観点から、株式による増資を控えていることが分かった。ROE の分析では、海外との比較でその低さを確認し、特に大きな要因が売上高営業利益率（収益力）の低下であり、財務レバレッジの低下も一因となっていることを明らかにした。また、企業の新陳代謝が行われていないことによる成長余地の不足、保守退嬰の状態に陥っている企業が多い可能性が高いことを示唆した。
- 10

このような現状の下では過剰な現預金などを有効に活用されていない資産が多く証券市場の資金循環を妨げていると見られ、これは企業の成長および経済の発展を阻害し証券市場の活性化を妨げているという悪循環に陥っていると考えられる。また財務レバレッジの低下もこれを助けている可能性がある。

- 15      こういった中、日本企業は株主の要求に応え少しずつ資金効率の改善を行うべく株主還元を増加させているということがわかった。

短期的な株価の上昇を目的とした過剰な株主還元は望ましいことではなく、まず企業の成長のため使われることが望ましいが、内部留保の活用できない過剰部分は株主に引き続き還元されるべきである。

- 20      望ましい内部留保及び企業資産等の状態については、企業それぞれの事情や業種で異なるため一概に定義することはできないが、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均である 7%を超える、ROE8%を目指して内部留保を調整することが望ましいと考えられる。また、資金循環の観点から、ROE に限らず適度な財務レバレッジを効かせ、内部留保を必要最小限に保
- 25      つべきである。

以上の内容を踏まえて、証券市場の活性化をするための理想的な内部留保の状態を実現するための提案を行う。なお、第 4 章第 3 節で述べたように日本では長い間開廃業率がともに低く推移してきたため成長余地のある企業が少ない可能性が高く、そのため、配当などで既存の企業から投資家に還元された資金

- 30



5 い為、具体的な提案は行わないものとする。

Chattopadhyay et al. (2017) は「JPX 日経インデックス 400」(ROE 等の基準で企業を選定する) に選定された企業と漏れた企業について、選定前後の財務分析を実施したところ、インデックスに採用されるというのが、マージン、資産の効率性、株主への還元を向上させることで、閾値周辺の企業に ROE を比例的に 35% 上昇させたことを明らかにしている。つまり、「JPX 日経インデックス 400」に選定されるよう企業が取り組んだ結果といえる。取り組みを進める企業とそうでない企業を分ける指標を設定することは有効だと考えられるため、今後、こう言った指標のより一層の周知、充実が求められると考えられる。

## 第 2 節 コミットメントライン契約の普及

30 <sup>2 3</sup> 青木 前掲男 (2012)「要説経営分析 四訂版」

約束する契約であり、「安定的な経常運転資金枠の確保」、「マーケット環境の一時的な変化など、不測の事態への対応手段確保」などに利用できる。

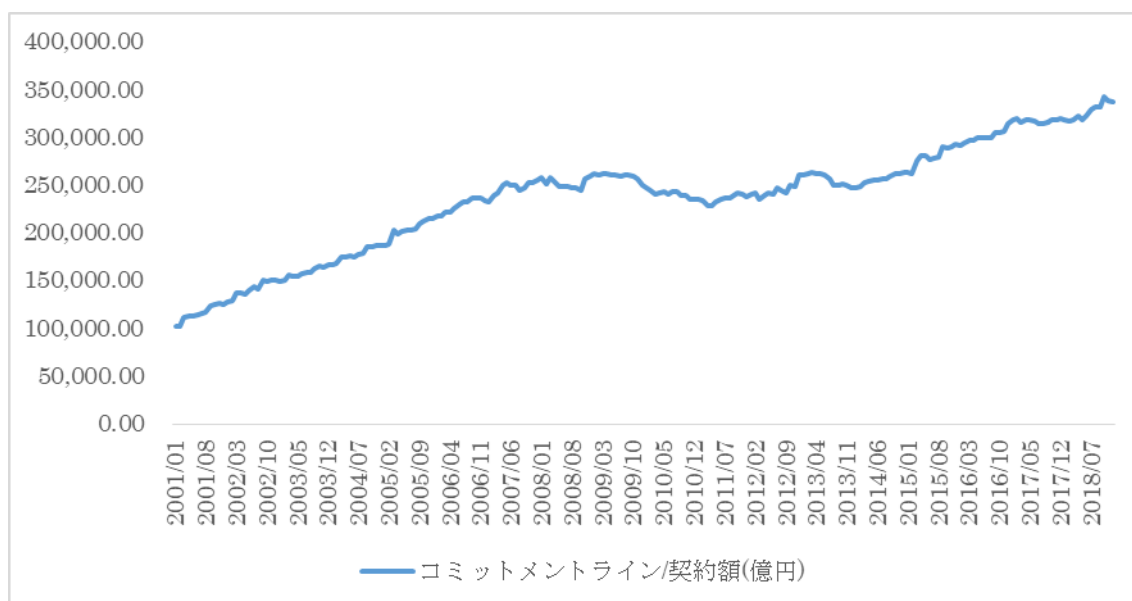
当座貸越契約に近いものであるが、コミットメントライン契約では銀行は企業に対して貸出義務が発生する一方で、当座貸越契約では銀行は必ずしも貸出

5 義務を負わないという点が異なっている。

コミットメントライン契約によって、必要以上の現預金を保有することなく緊急時に対応できるので、ROE リスクに対する安全を確保しながら ROE を向上できる。なお、コミットメントライン契約額は近年日本でも増加傾向にある。

10 (図表 5-1 を参照) コミットメントライン契約では、手数料負担によって利益が削られてしまうため一概に良いとは言えないが、資本効率の観点から、コミットメントライン契約の活用がより検討されるべきであると考えられる。

図表 5-1 コミットメントライン契約額の推移



15

単位：一億円

(出典：日本銀行「時系列統計データ」より筆者作成)

20

### 第3節 株主還元の制限

本稿で繰り返し述べられているように、企業は利益を、将来性や成長性を加味して投資を行った後に、不測の事態に備えて一定額を社内に蓄積し、そして、有効に活用することができない残りの部分を株主還元すべきである。資本効

5 率の向上のためには株主還元は喜ばしいことではあるが、短期的な株価の上昇を目的としたものや、企業のリスクを極端に上昇させる規模のもの、必要と思われる投資に回すべき資金を削ってまで行われる、過剰な株主還元は長期的に見て企業の成長に悪影響を与えることで、証券市場の活性化を妨げかねない。特に現在、現預金の用途として株主還元が主流化しつつある証券市場では、過

10 度な株主還元によって投資家に短期的な利益を与える企業が過大評価されるという傾向も生み出しかねない。またこれによって、株式を上場した際の負の影響（短期的に利益を出すことを強く株主に求められる）が強まることで、証券市場への上場を控える企業を増やす結果につながってしまうということも考えられる。しかしながら、投資家をすぐに長期的な姿勢に変えることは非常に難

15 しく、現実的ではない。そのため、企業側に変革が必要であろうと考えられる。

このような観点から、株主還元は何らかの形で制限、上限を設けることを提案する。これによって、無理な投資を行ってしまう企業の増加につながる可能性もあるため、一概に良いものとは言えないが、過度かつ不適切な株主還元を排除することで、企業に投資戦略を真剣に考えさせることができ、かつ、投資

20 家も企業の評価において長期的な戦略の比重が高まると考えられる。

## 終章

本稿では、日本企業の内部留保を含む資産の保有形態及び財務、経営活動の現状がどのようなものか、またその現状が証券市場の活性化という観点においてどのような影響を与えているのかを論じてきた。日本企業の現預金の過剰な保有、低い財務レバレッジ等の行動は、収益性の低下につながっており、証券市場の資金の効率的な循環を阻害している可能性がある。上場企業は、利益を成長のために投資し、リスク管理のため必要最低限を現預金等の資産で保有し、有効に活用できない余剰部分は株主に還元するべきである。しかし、短期的な ROE の向上のための不適切な株主還元が行われる危険性についても指摘した。

このような現状の背景にコーポレートガバナンスの問題等があることを整理したうえで、我々は、一概には言えないが、日本企業はグローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均である 7%を超える、ROE8%を長期的な視点で目指して内部留保を調整することが望ましく、また、資金循環の観点から、ROE に限らず適度な財務レバレッジを効かせ、内部留保を必要最小限に保つべきであるとし、この達成に貢献するであろう 3 つの提案を行った。1 つが、取り組みを行う企業とそうでない企業を選別する指標の設定である。特に ROE 等で優れた企業を選ぶ指標についてはすでに存在するが、望ましくない「ワースト」の企業を選別する指標は存在しておらず、選ばれたくないというインセンティブから、企業が資本効率等の改善に取り組むことが期待できる。2 つ目が、コミットメントライン契約の普及である。これによって、リスクに対応しながら現預金保有を減らすことができる。手数料で利益が削られるため、すべての企業にとって良いものとは言えないが、もっと活用が検討されるべきではないかと考えられる。3 つ目の提案が、株主還元を何らかの形で規制、上限を設けることである。これによって、過度な株主還元を防ぐことができ、企業の長期的な成長を促すことができるのではないかと考えられる。

以上が我々の考える、証券市場の活性化のための内部留保を含む企業資産の理想的な状態を達成するための取り組みである。

## 参考文献

### 〈参考文献・論文〉

- ・日経ビジネス 2019.10.07 日経 BP 社
- 5   ・中島成（2015）「図解 会社法のしくみ」日本実業出版社
- ・小泉正明 庄司博文（2012）「会計の基本と仕組みがよくわかる本」秀和システム
- ・小栗崇資 谷江武士（2015）「内部留保の経営分析 過剰蓄積の実態と活用」唯学書房
- 10   ・平野健（2004）「損益計算書の見方が面白いほどわかる本【基本編】」中経出版
- ・小宮一慶（2017）『「ROE って何？」という人のための経営指標の教科書』PHP 研究所
- ・中島真志（2015）「入門 企業金融論」東洋経済新報社
- 15   ・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
- ・手島 直樹（2015）「ROE が奪う競争力—ファイナンス理論の誤解が経営を壊す」日本経済新聞出版社
- ・富山和彦（2015）「決定版 これがガバナンス経営だ！」東洋経済新報社

〈Web 資料〉

- ・財務総合政策研究所（2018）「法人企業統計」  
<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm>  
最終アクセス日 2019/10/24
- 25
- ・金融情報サイト（2019）iFinance  
[https://ifinance.ne.jp/learn/stock/stp\\_3.htm](https://ifinance.ne.jp/learn/stock/stp_3.htm)  
最終アクセス日 2019/10/24
- ・野村證券（2019）「証券用語解説集」  
<https://www.nomura.co.jp/terms/>
- 30
- 最終アクセス日 2019/10/24

- ・株式会社帝国データバンク（2013）「中小企業の資金調達構造と社債利用」  
<https://www.tdb.co.jp/knowledge/trading/pdf/trading12.pdf>  
最終アクセス日 2019/10/24
- ・PRESIDENT Online（2018）「大金持ちトヨタが1000億社債発行の理由」  
5 <https://president.jp/articles/-/25830>  
最終アクセス日 2019/10/24
- ・一般社団法人 全国銀行協会（2019）「教えて！くらしと銀行」  
<https://www.zenginkyo.or.jp/article/>  
最終アクセス日 2019/10/24
- 10 ・東京商工リサーチ（2019）「倒産件数・負債額推移」  
<https://www.tsr-net.co.jp/news/status/transition/>  
最終アクセス日 2019/10/24
- ・日本経済新聞（2018）「エージェンシー・コスト」  
<https://www.nikkei.com/article/DGKKZ031748160U8A610C1ENI000/>  
15 最終アクセス日 2019/10/24
- ・財務省財務総合政策研究所総務研究部（2018）「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/discussion\\_paper/ron305.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron305.pdf)  
最終アクセス日 2019/10/24
- 20 ・日本経済新聞（2017）『経団連会長、内部留保への課税「受け入れられない」』  
[https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL10HP2\\_Q7A011C1000000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL10HP2_Q7A011C1000000/)  
最終アクセス日 2019/10/24
- ・株式会社日本政策投資銀行（2019）「企業行動に関する意識調査結果（大企業）」  
25 [file:///C:/Users/sukeb/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/XYOCTUNS/201908\\_SPinvest\\_02.pdf](file:///C:/Users/sukeb/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/XYOCTUNS/201908_SPinvest_02.pdf)  
最終アクセス日 2019/10/24
- ・SMBC日興証券（2019）「初めてでもわかりやすい用語集」  
<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/>  
30 最終アクセス日 2019/10/24

・日本経済新聞（2019）「自社株買い、19年度10兆円突破へ 投資より株主還元」

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ050367220Z20C19A9MM8000/>

最終アクセス日 2019/10/24

- 5 ・M&A 総合研究所（2018）「自己株式とは？メリット、デメリット、制限やM&Aでの活用をわかりやすく解説」

<https://mastory.jp/自己株式>

最終アクセス日 2019/10/24

・三菱UFJ信託銀行（2015）「投資指標としてのROE」

- 10 [https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201503\\_1.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201503_1.pdf)

最終アクセス日 2019/10/24

・みずほ総合研究所（2017）「日本企業の稼ぐ力は高まったのか」

[https://www.mizuho-](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp171002.pdf)

[ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp171002.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp171002.pdf)

- 15 最終アクセス日 2019/10/24

・伊藤邦雄（2014）『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）』

[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf)

- 20 最終アクセス日 2019/10/24

・厚生労働省（2017）「雇用保険事業年報」（年度ベース）

[https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/h30/html/b1\\_2\\_1\\_3.html](https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/h30/html/b1_2_1_3.html)

最終アクセス日 2019/10/24

- 25 ・Global 2000 The World's Largest Public Companies(2019)

<https://www.forbes.com/global2000/#3105c584335d>

最終アクセス日 2019/10/24