

日本企業の内部留保余剰説の誤解

一橋大学大学院国際企業戦略研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 日本企業の内部留保は余剰か

日本企業の内部留保について議論が活発化している。一般に、これについて、以下の見方がある。

1. 内部留保は過度に多く、有効に使われていない。
2. 現預金が過度に多い。
3. これらが増加していることは好ましくない。

企業の財務内容を十分に国際比較することは重要である。グローバル時代に、日本企業の内部留保額だけを見て、過剰、あるいは不足という議論は適切でない。さらに、内部留保は利益の蓄積を示しているに過ぎず、「内部留保過剰＝現金過剰」ではない。

また、日本企業全体のバランスシートの分析を十分にすることも重要である。現金保有残高が多くても、有利子負債が多いのであれば、ネットの現金は必ずしも余剰とは言えない。つまり、現金が余剰であるか否かは、純現金残高（現金保有残高－有利子負債）で判断することが適切であろう。

日本では「内部留保をいかに減らすべきか」という議論はあるが、「内部留保は現在の水準より多い方がいいのか。あるいは少ない方がいいのか」という本質的な議論がなされることはほとんどない。そこで、本稿は後者について検討を進める。

(図表1) 世界と日本の利益剰余金上位10社 (金融除く)

世界	国	利益剰余金 (兆円)	日本	利益剰余金 (兆円)	
1	エクソンモービル	米国	44.9	トヨタ自動車	17.6
2	ガスプロム	ロシア	19.8	ホンダ	6.7
3	ロイヤル・ダッチ・シェル	オランダ	19.5	NTT	5.6
4	シェブロン	米国	19.0	NTTドコモ	4.7
5	トヨタ自動車	日本	17.6	日産自動車	4.3
6	サムスン電子	韓国	17.6	三菱商事	3.6
7	IBM	米国	16.8	キヤノン	3.5
8	GE	米国	15.3	KDDI	3.4
9	チャイナ・モバイル	香港	13.3	ソフトバンクグループ	3.0
10	アルファベット	米国	12.5	JR東海	2.6

(注) 1ドル110円換算、2018年1月末時点で、データ取得可能な直近会計年の実績値。

(出所) ブルームバーグ、Astra Manager

(図表2) 世界と日本の純現金上位10社 (金融除く)

世界	国	純現金 (10億円)	日本	純現金 (10億円)	世界順位	
1	アルファベット	米国	10,769	任天堂	946	16
2	シテック	香港	7,778	信越化学	925	17
3	チャイナ・モバイル	香港	7,174	SUBARU	827	21
4	サムスン電子	韓国	6,636	ソニー	812	22
5	マイクロソフト	米国	5,147	ファナック	775	24
6	フェイスブック	米国	4,588	キーエンス	677	30
7	シスコシステムズ	米国	4,045	京セラ	649	31
8	アウディ	ドイツ	1,718	SMC	465	40
9	クアルコム	米国	1,696	デンソー	443	43
10	ジョンソン・エンド・ジョンソン	米国	1,626	ヤフー	439	44

(注) 日本・世界とも2017年末世界時価総額上位500社対象。1ドル110円換算、2018年1月末時点で、データ取得可能な直近会計年の実績値。

(出所) ブルームバーグ、Astra Manager

2. 内部留保と純現金の国際比較

内部留保とは、会計原則上も、法的にも、正確な定義はないものの、一般に、貸借対照表における利益剰余金を指すことが多い^(注1)。利益剰余金は、いわゆる留保利益であり、利益準備金とその他利益剰余金（任意積立金、繰越利益剰余金）に分類される。

外国企業と比較すると、トヨタ自動車（世界5位）を例外として、多くの日本企業の内部留保の水準は低い。金融を除くと、世界最大の内部留保（利益剰余金）は、エクソンモービルの45兆円（2016年12月期）であり、上位4社はエネルギー企業である。利益を蓄積した結果なので、歴史の長い企業が多く上位にランクされる。日本では、自動車、通信が上位にランクされる。

さらに、外国企業と比較すると、日本企業の保有する純現金（手元流動性－有利子負債）は、大きくとは言えない。純現金が日本最大の任天堂は世界16位である。

世界では、ITサービス企業の保有現金が多い。これらは、利益水準が高い一方で、かつ製造業ではないため、固定資産投資の負担が相対的に少ない。サムスン電子、チャイナ・モバイル、アルファベットの3社は、内部留保、純現金の両方で世界上位10社に入る。

日本で、利益剰余金上位10社のうち、純現金でも上位10社に入るものはない。純現金1位の任天堂は、利益剰余金は28位（1.5兆円）である。NTTドコモの利益剰余金は4.7兆円と日本4位に入るが、純現金は3,663億円と日本16位である。自動車メーカーは、販売金融部門を持つため負債が大きい。つまり、「内部留保の多い会社は現金が余剰である」という現象は、日本の大手企業にはあまり見られない。

■ 3. 日本企業の負債は増加傾向

日本企業の内部留保は増えているのは事実だが、巨額の有利子負債を抱えており、全体として、現金が余剰であるという事実はない。内部留保は企業買収などを中心に積極的に使われており、全体としては大きな問題があるようには見えない。

日本企業の内部留保は406兆円、現預金211兆円である（2016年度末、法人企業統計、金融・保険業除く）。1990年代までは、両者の金額は同水準であった。しかし、その後、内部留保ほど現預金は増加していない。

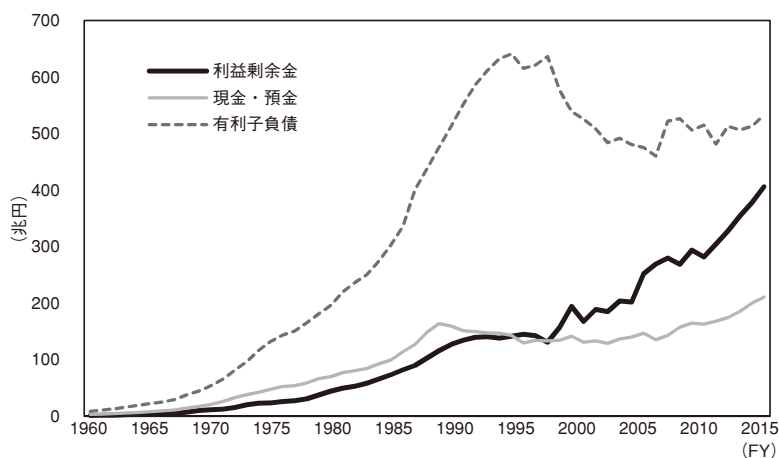
現預金だけを見ても企業の財務内容はわからない。当然のことながら、資産と負債の両方を分析する必要がある。有利子負債が533兆円あるために、純債務は322兆円である。日本企業の純債務は1998年度の502兆円をピークとして、2015年度には313兆円まで減少した。

バブル崩壊後の過剰債務は解消されつつあるが、近年、増加に転じた。有利子負債は過去10年間（2007～2016年度）で72兆円増加した（純債務は3兆円減少）。そして、有利子負債残高は内部留保を大きく上回る。

過去10年間に、最も大きく増加した資産項目は関係会社株式であり、増加額は142兆円である（2016年度276兆円）。日本企業が活発に企業買収を実施したために、株式取得額が増加した。次いで、現金・預金の76兆円、その他流動資産（短期貸付金、前渡金、前払費用等）の58兆円である。

逆に減少した項目は、その他の有形固定資産（減少額20兆円）、売掛金（12兆円）、製品又は商品（7兆円）の順である。日本企業が、外国企業を買収し、海外で設備投資を実施

(図表3) 日本企業の内部留保、現預金と有利子負債の推移



(注) 全産業 (金融・保険業除く)。
(出所) 財務省法人企業統計

したため、国内の設備投資が進んでいない。減価償却が発生し、固定資産額が減少した。

■ 4. 国際的に見劣りする日本企業の収益力

日本企業の内部留保が相対的に少ない最大の理由は、利益の水準が低いことである。世界のトップ企業と比較すると、トヨタ自動車、ソフトバンクグループ (以下、ソフトバンク) を除き、日本企業の純利益の規模は小さい。

日本企業は、米国企業はもちろんのこと、アジア企業 (韓国、香港、台湾など) と比較しても小さい。世界2位の韓国のサムスン電子は4兆円の純利益を計上した (2017年12月期)。アジア2位は、香港チャイナ・モバイルの1.8兆円 (2016年12月期)、3位は、台湾TSMCの1.2兆円 (2017年12月期) である。

日本企業の規模が小さく、かつ収益性が低い理由は様々である。重要な要因として、大型のM&Aが少ないことと1業種当たりの参入社数が多いことが挙げられる。

M&Aは1990年代後半以降大幅に増加したものの、その水準は低い。2017年に完了したM&A案件金額 (対象企業ベース) のうち、1位米国46%、2位中国14%、3位英国11%であり、日本は3%にとどまる (出所: トムソン・ロイター・リーグテーブル)。さらに、日本の歴代の大型M&Aの多くは、銀行業界の再編に関連するものである。

(図表4) 世界と日本の純利益上位10社 (金融除く)

世界	国	純利益 (10億円)	日本	純利益 (10億円)	世界順位	
1	アップル	米国	5,319	トヨタ自動車	1,831	10
2	サムスン電子	韓国	4,024	ソフトバンクグループ	1,426	17
3	ベライゾン・コミュニケーションズ	米国	3,311	NTT	800	44
4	AT&T	米国	3,240	日産自動車	663	55
5	マイクロソフト	米国	2,804	NTTドコモ	653	56
6	コムキャスト	米国	2,499	ホンダ	617	65
7	ヴィストラ・エナジー	米国	2,496	KDDI	547	77
8	ファイザー	米国	2,344	三菱商事	440	101
9	エクソンモービル	米国	2,168	JR東海	393	115
10	トヨタ自動車	日本	1,831	JT	392	120

(注) 1ドル110円換算、2018年1月末時点で、データ取得可能な直近会計年の実績値。

(出所) ブルームバーグ

(図表5) 世界と日本の自己資本上位10社 (金融除く)

世界	国	自己資本 (兆円)	日本	自己資本 (兆円)	世界順位	
1	ロイヤル・ダッチ・シェル	英国・蘭	21.4	トヨタ自動車	17.5	5
2	ガスプロム	ロシア	19.9	NTT	9.1	18
3	ペトロチャイナ	中国	18.8	ホンダ	7.3	33
4	エクソンモービル	米国	18.4	NTTドコモ	5.5	54
5	トヨタ自動車	日本	17.5	三菱商事	4.9	63
6	サムスン電子	韓国	17.0	日産自動車	4.9	65
7	アルファベット	米国	16.8	三井物産	3.7	92
8	シェブロン	米国	16.0	ソフトバンク	3.6	98
9	チャイナ・モバイル	香港	15.5	KDDI	3.6	100
10	AT&T	米国	15.5	デンソー	3.3	108

(注) 日本・世界とも2017年末世界時価総額上位500社対象。1ドル110円換算、2018年1月末時点で、データ取得可能な直近会計年の実績値。

(出所) ブルームバーグ

大型の企業買収をするには、豊富な資金力が必要である。そのためにも、自己資本の水準が重要である。しかし、これもトヨタ自動車を例外として、日本企業の自己資本の規模は外国企業と比較して見劣りする。日本企業（金融・保険業除く）の自己資本比率は40.6%である。1976年度の13.7%を底に上昇してきたが、米国企業（非金融）の55.3%を下回る水準である（2017年末時点、出所：FRB）。

■ 5. 自己資本の質を改善する必要性

会計制度の時価会計化が進むにつれ、日本企業のバランスシートは株価や為替相場に大きく影響を受けるようになってきている。つまり、バランスシートの市場変動リスクが高まっているのだが、日本企業の自己資本の金額は外国企業と比較して小さいだけでなく、そ

(図表6) 自己資本に占めるAOCI構成比上位10社(金融除く)

(百万円)	会計期日	AOCI対自己資本比率	自己資本	AOCI
1 豊田自動織機	2017/03	51.7%	2,240,293	1,159,181
2 三菱地所	2017/03	39.0%	1,592,777	620,870
3 三井不	2017/03	26.0%	1,984,637	515,518
4 ネクソン	2017/12	19.6%	465,207	91,033
5 京セラ	2017/03	19.2%	2,334,219	447,479
6 アサヒグループホールディングス	2017/12	18.1%	1,145,135	207,152
7 三菱商事	2017/03	17.9%	4,917,247	878,949
8 エーザイ	2017/03	17.6%	584,630	102,899
9 武田薬品	2017/03	15.4%	1,894,261	291,002
10 デンソー	2017/03	13.7%	3,312,724	454,445

(注) 2017年末時点時価総額上位100社対象。

(出所) Astra Manager

の質にも課題がある。

包括利益(会計年度の資本取引を除いた純資産変動額)は、純利益とその他の包括利益(OCI)の合計である。日本企業は、政策保有株、外貨建資産、確定給付型年金基金など、会計基準で規定される「その他の包括利益」の変動を増幅する要因を多く持つ。

一般に、株高、円安は、これらの値上がり益を通じてOCIを増加させる。逆に、株安、円高は、OCIを減少させる。このように、包括利益は、バランスシート・マネジメントの巧拙も反映する文字通り包括的な利益である。

1990年代以降、日本企業が海外に生産拠点の移転、または、外国企業買収が増えたため、外貨建資産が増えた。一方で、①円の金利は相対的に低い、②新興国通貨などの外貨調達には容易でない、③内外金利差のためにヘッジコストが高い、などの理由によって、負債の外貨建化はあまり進んでいない。このため、日本企業のバランスシートの持つ為替リスクが大きくなってきた。

たとえば、2008年3月期のトヨタ自動車のOCI損失は9,426億円と歴代最大となった(金融除く)。そのうち、為替換算調整勘定の損失は4,612億円と過半を占めた(1.7兆円の純利益)。つまり、フローはプラスの一方、バランスシートの為替差損が足を引っ張ったのである。

自己資本は、株主資本とその他の包括利益累計額(AOCI)の合計である。OCIの累積額であるAOCIは、その他有価証券評価差額金、繰延ヘッジ損益、為替換算調整勘定、退職給付に係る調整累計額等が含まれる。個別財務諸表では、「評価・換算差額」と呼ばれる。

AOCIが大きい企業は、株式、土地、外国資産における含み益が多い。一般に、株高、円安時には、AOCIが増え、結果として、自己資本比率が水膨れすることになる。しかし、

株安、円高時には、AOCIが減り、自己資本が急減することがある。一般に、株安、円高時には、景気も悪化するので、企業の利益が減り、場合によっては赤字になる。

つまり、株安、円高時にAOCIが大きく減っても、不況に耐えうる強靱な自己資本を持つことが望ましい。そのためには、内部留保を蓄積し、かつ増資などによって資本を充実することが重要である。

■ 6. 株高・円安時にとるべき財務戦略

一般に、現在のような好況時には、企業の内部留保や保有現金が大きくなる。しかも、日本企業の場合、株高・円安時にはAOCIが膨らむことが多いので、結果として、自己資本が大きくなる傾向がある。このため、株価のピーク時に、投資家から増配や自社株買いの圧力が高まりやすい。

結果として、日本企業は株価のピークで自社株買いを実施することが多い。前回の自社株買い金額のピークは、リーマンショック直前の2007年度（4兆円）であり、直近の自社株買いのピークは2015年度（5兆円）であった。

一方、円高・株安時には、AOCIの減少や損失の発生により自己資本が大きく減少するため、日本企業は時価発行増資を行うことが多い。公募増資の金額のピークは、リーマンショック直後の2009年（5.0兆円）であった。そして、2位はその翌年の2010年の3.3兆円であった（3位は2006年1.4兆円、出所：日本取引所グループ、1998年以降、東証上場会社）。

本来は、現在のような株高時に、内部留保を蓄積し、増資するなどして、自己資本を充実することが望ましい。そして、将来の株安時に、大規模な自社株買いをして株価の下支えをすることが有効な財務戦略である。もしくは、株価の下がった時点で、大型買収を実行することが適切であると考えられる。

■ 7. 機関投資家の短期志向は強まる

短期志向の資産運用会社が、スチュワードシップ・コードに基づき、経営者に圧力をかけると、企業経営は近視眼的になることがある（注2）。短期志向の投資家が企業に大きな圧力をかけて、過度な配当や自社株買いを要求することがある。

機関投資家が短期の利益を追求するのは当然のことである。運用者の報酬は、毎年の運用成績に大きく左右されることが一般的である。特に、フィンテック時代は上場投資信託

(ETF) とロボアドバイザーが普及し、パッシブ化が進行する。その結果、アクティブ運用者に対して、短期の運用成績を重視するような圧力が増していると考えられる。

世界の株式市場を牽引するのはオーナー系企業であることが多い。アルファベットやフェイスブックは、創業グループが1株10議決権の多議決権株式を保有し、議決権の過半数を支配する。アマゾン・ドット・コム、アリババ、テンセント、サムスン電子なども、創業者（グループ）が、多くの株式を保有する。その結果、こうした企業は、短期志向の機関投資家の影響を受けにくい。

日本も同様である。ソフトバンク、キーエンス、ファーストリテイリング、日本電産などが、これに該当する。同様に、これらは、創業家が大株主であるため、投資家からの圧力を受けにくい。

過去10年時価総額増加額（2017年末）は、1位ソフトバンク、2位キーエンスである。つまり、創業者が筆頭株主であるオーナー系企業の株価が大きく上がっているのだが、これらの財務戦略は機関投資家が期待から大きく乖離することがある。

キーエンスのバランスシートは極めて特徴的である。自己資本比率は94.7%と高く、内部留保（利益剰余金）は1.1兆円、そして現金及び現金同等物は、3,726億円である（2017年3月末）。配当性向は8.7%と、東証1部平均（金融除く）の32.9%を大きく下回る。過度に強固なバランスシートであるとも言える。

逆に、ソフトバンクは財務レバレッジを高め、攻撃的な財務戦略をとる。スプリントやアームの買収がそうであるように、巨額の買収を次々に実行している。さらに、世界最大のベンチャーキャピタルファンドを設立し、バランスシートを膨張させる。これは、過度にレバレッジの高いバランスシートであるとも言える。

以上を総合すると、国内外を問わず、機関投資家の影響を受けにくい企業が長期的な視野に立って、成長していると言えよう。要は、経営者は投資家の意見に十分耳を傾けながらも、自社にふさわしい確固たる財務戦略を構築することが重要である。

■ 8. 日本企業の取るべき内部留保戦略

本稿では、日本企業全体の財務内容を中心に議論を展開してきた。もちろん、日本企業は多様であるため、内部留保や現金が過度に多い企業もあれば、少ない企業もある。よって、日本企業全体の純債務が大きいとしても、個別には、現金を減らすなどより適切な財務戦略をとるべき企業があるのも事実である。

金融庁は、現預金の形で日本企業の内部留保が増加している点を指摘する^(注3)。そして、内部留保に関し、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）の改定が検討されている。そのため、留保金課税強化などの一律規制ではなく、ソフトローであるCGコードで対応することは適切である。要は、個々の企業の戦略は個々に判断すべきであり、それを市場が株価という形で評価するということである。

ただし、前述のように、企業が投資家と対話することは重要であるが、短期志向色を強める機関投資家の圧力を受けると、企業の財務戦略が歪むおそれがある。現在、日本企業全体に求められるのは、増配や自社株買いによって内部留保をはき出すことではない。結論として、長期的な視野に立って、自己資本を充実させることにより、適切なタイミングで、企業買収、そして設備投資や研究開発に資金を投入することが期待される。

(注1) 岩瀬忠篤、佐藤真樹「法人企業統計からみる日本企業の内部留保（利益剰余金）と利益配分」（ファイナンス、2014年7月号）87頁参照。

(注2) Simon C.Y. Young, “Is institutional investor stewardship still elusive?”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, September 2015, pp.509-510

(注3) 金融庁「コーポレートガバナンス改革の進捗状況」（2017年10月18日）

