

日本企業は「内部留保」の水準を見直す時だ

みずほ総合研究所 市場調査部 主任エコノミスト

坂中弥生

日本企業の内部留保が過去最高額を更新した。米国企業と比較すると、日本企業は設備投資に消極的な一方、外部資金を活用して事業買収などの投資を行い、株主還元を強化したことが明らかになった。手元資金の適正水準については、企業と投資家の認識に差がある。企業の成長段階や投資機会を考慮した「おカネの使い道」が求められている。

日本企業の「内部留保」が過去最高額を更新

9月1日に発表された「法人企業統計」では、日本企業（全規模、金融・保険業を除く全産業）の2016年度の利益剰余金（いわゆる「内部留保」）が初めて400兆円を超え、406兆円となった。他方で、経常利益も、アベノミクスの旗印のもとで法人減税が行われたことなどから、75兆円と過去最高を更新したが、売上高はリーマン・ショック前の水準を下回る1,456兆円にとどまった。

このように内部留保が積み上がったことで、「企業が設備投資や従業員への還元（賃上げ）にお金を回していない」という批判的な報道が見受けられた。しかし、内部留保が増加すること自体は、企業収益が黒字となっていることを示すだけのことである。内部留保とは、貸借対照表の純資産の部に含まれるもので、企業がこれまで積み上げた利益を指す。具体的には、当期純利益から配当支払などを経て企業の手元に残ったお金が「利益剰余金」として純資産に計上される。したがって、黒字の企業では、利益対比で多額の配当などを行わない限り、内部留保が増加することになる。逆に、赤字の企業では内部留保が減少することとなり、純資産の減少要因となる。純資産がマイナスになるということは、「債務超過」といわれる状態を示し、証券取引所の上場廃止基準の1つにもなっている。企業が黒字を維持し続けられるとは限らないため、内部留保の蓄積は「事業リスクへの備え」という側面があることを忘れてはならない。

では、その積み上げられた「内部留保」は、何に使われているのだろうか。例えば、企業が内部留保として積み上げた利益を設備投資に使っている場合は、貸方の「利益剰余金」の増加とともに、借方の「固定資産」の増加が表れる。他方で、将来の事業買収などのために現預金として保有している場合は、借方の「現預金」だけが増加することになる。法人企業統計でリーマン・ショック前後の2007年度と2016年度の貸借対照表を比較すると、総資産が294兆円増加しているのに対し、負債は79兆円、純資産は215兆円、それぞれ増加している（次ページ図1）。総資産の内訳をみると、株式（固定資産・投資有価証券）が142兆円、現預金が76兆円増加。この株式の増加は、M&Aなどを積極的に行ってきたことが要因とみられる。これに対して、有形固定資産と無形固定資産の増加幅は7兆円にとどま

る。一方、貸方をみると、純資産の部では利益剰余金（内部留保）が137兆円拡大しているほか、負債の部では長期金融機関借入が43兆円増えている。2つの貸借対照表を比較する限り、企業は利益や外部調達を利用して、事業買収を中心とした投資や現預金の積み上げを行っているようだ。

このような日本企業の行動は、グローバルな経済活動において、特に「消極的」と評価されるようなものなのだろうか。貸借対照表の動きは残高の変化を示しているに過ぎない。そこで、以下では、日米の上場企業のキャッシュフロー計算書を用いて資金フローの変化を比較した。

日本企業は「M&A」や「株主還元」を積極化

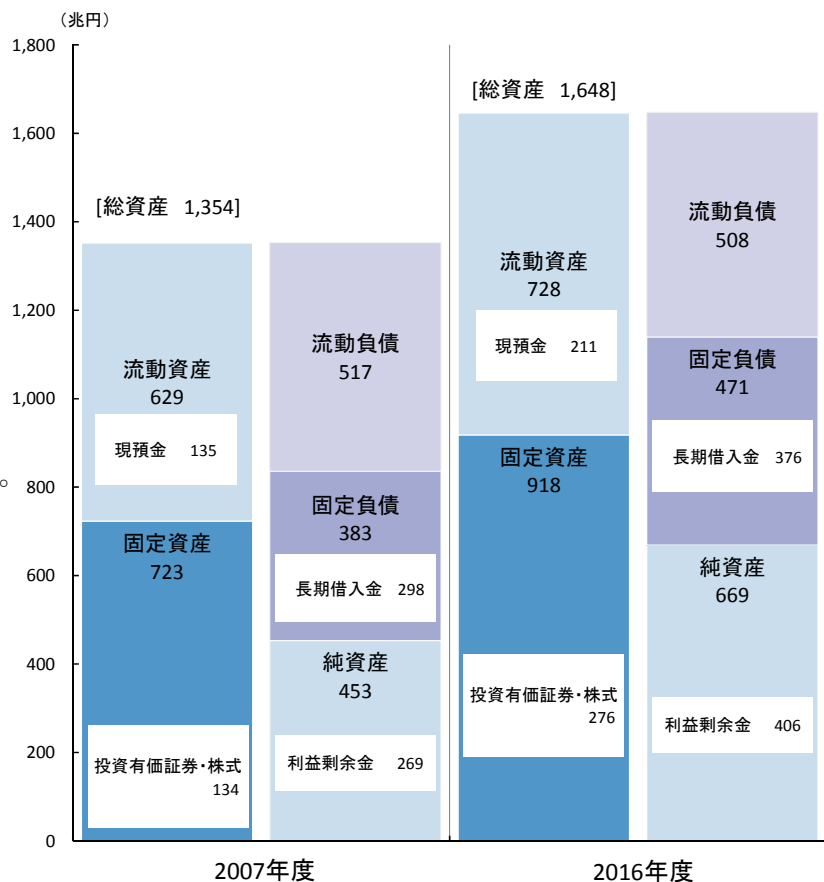
分析には、2004～16年のデータが取得可能な日本企業1,441社、米国企業1,115社を対象に、連結ベースの決算情報を使用した。日本企業が4月から翌年3月までの年度データである一方、米国企業は1月から12月までの年データであるが、以下ではすべてを「年度」と記載することとしたい。企業行動の変化をリーマン・ショック前後で確認するため、①2004～07年度と、②2012～16年度の平均値をそれぞれ求め、比較した。

リーマン・ショック前（①）の、日米の「おカネの使い道」をみると、日米ともに設備投資の割合が最も高いが、米国に限れば自社株買いの多さが目立つ（次ページ図2）。米国では経営者報酬の算定に使用する業績指標として、「一株当たり利益（EPS）」を用いる企業が多いため、自社株買いのインセンティブが日本よりも高いという事情がある。そのほかの項目では、配当の割合が米国は日本の2倍ほどになっている。

次に、リーマン・ショック前後で日米企業にどのような変化があったかを見ていきたい。

キャッシュインフローに注目すると、日米に共通する変化として、有利子負債の調達が拡大していることが挙げられる（次ページ図2）。一方、キャッシュアウトフローをみると、日米ともに、M&Aなどが該当する「その他の投資キャッシュフロー」が拡大していることがわかる。また、自社株買いの割合はほぼ変わっていないが、配当の割合が高まっている。日本企業についていえば、設備投資の割合がやや縮小していることと、現預金の増加幅が拡大していることが特徴的だ。

図1 日本企業の貸借対照表の比較



注：繰延資産は金額が小さいため、上図に記載していない。

四捨五入をしているため、総数と内訳の合計は必ずしも一致しない。

資料：法人企業統計より、みずほ総合研究所作成

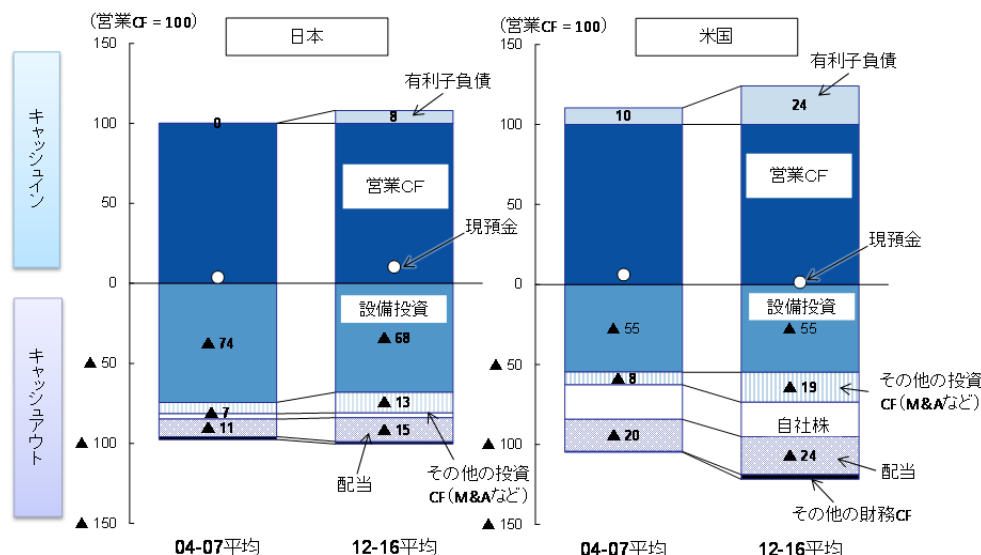
これらの比較分析からいえることは、日本企業は設備投資に対してやや消極化しているものの、外部資金も活用して事業買収などの投資を行っているほか、株主還元を強化しており、投資に対して特に「慎重」というわけではない、ということだ。

企業の成長段階に応じた「おカネの使い方」が求められている

日本企業が事業投資や株主還元を強化している背景には、余剰資金に対する投資家の注目が高まっていることがあるとみられる。生命保険協会の調査によれば、自己資本の水準について、企業の約6割が「適正」と考えているのに対し、機関投資家の7割が「余裕のある水準」とみており、両者の認識には大きな開きがある。同様に、手元資金の水準についても、企業の6割が「適正」と答える一方、機関投資家の8割超が「余裕のある水準」と捉えている。ただし、機関投資家は、単に株主還元の強化を求めているわけではないことも、同調査からはうかがえる。企業の手元資金の望ましい用途として、6割超の機関投資家が「成長に向けた投資資金」としている。また、株主還元の適切性の評価にあたり重視する点として、「事業の成長ステージ」や「余剰資金を抱えているかどうか」、「投資機会の有無」といった項目が挙げられており、個々の企業の状況に応じた株主還元を求めている。

今後、企業の「おカネの使い道」については、それぞれの状況を踏まえた「余剰資金水準の見直し」と、事業戦略に則った「投資機会の拡大」がますます求められよう。同調査では、投資実行時の説明として、企業・機関投資家ともに「経営計画における位置づけ」を重視している点は共通しているものの、「投資のリスク」や「投資の採算性」を重視しているのは、企業が3割未満、機関投資家は4～5割で認識に差がみられる。M&A後に、当初の想定を下回る業績や市況の大幅な変化などを受け、減損を計上する例もみられ、投資のリスクに対する意識をより高める必要がありそうだ。(了)

図2 日米上場企業の資金フローの変化



注：日本は東証一部上場企業（1, 441社）、米国は2016年決算での売上高上位四分位点（1, 115社）を対象とした。日本は年度、米国は年ベースで集計している。

日米それぞれについて各年の営業CFを100とした時の各項目の割合の平均値。

資料：Bureau van Dijkより、みずほ総合研究所作成

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。