

2014年9月8日 全10頁

フロー・ストックともに増加する内部留保

法人企業統計年次別調査（平成25年度）

金融調査部 兼 パブリック・ポリシー・チーム
研究員 太田珠美

[要約]

- 法人企業統計の年次別調査（平成25年度）が公表された。企業業績が堅調であったことから、利益が増加し、企業の資金調達における内部留保（フロー）の割合が増加している。
- 資金需要の増加により、借入れや社債発行による資金調達も増えている。ただし、社債に関しては、国内発行は純減（発行額が償還額を下回る状態）であり、増加の主因は海外発行の増加である。企業の海外展開が進んでいることから、外貨を調達するため、また資金調達手段の多様化を図るため、海外発行が増加しているものとみられる。
- 公募増資は件数・金額ともに増加している。一方、自社株買いに関しては、実施企業数は減少しているものの、いくつかの企業が大きく自社株買いを実施しているため、金額としては増加している。
- 企業の資本構成の変化をみると、長期借入金や社債の総資産に占める割合が増えており、長期資金を確保する動きがみられる。また利益剰余金も増えており、財務基盤の安定化も図られている。企業の内部留保（ストック）は2013年度末時点で328兆円と、前年度比で7.7%増加した。
- 一般的に、企業業績が良くなれば資金需要が増加するが、利益も増加しているのであれば事業活動の原資となる内部留保（フロー）も増える。内部留保は企業にとって使い勝手の良い資金だが、理論的には株主に帰属するものであり、そこには株主資本コストが発生している。現状では資金需要の増加に対して外部調達（借入れや社債発行、増資等）を増やす動きは限定的だが、企業に対しコーポレートガバナンス強化を求める声が強まる中、それぞれの企業が改めて最適な資本構成や資金調達コストについて考える時期にきているのではないだろうか。

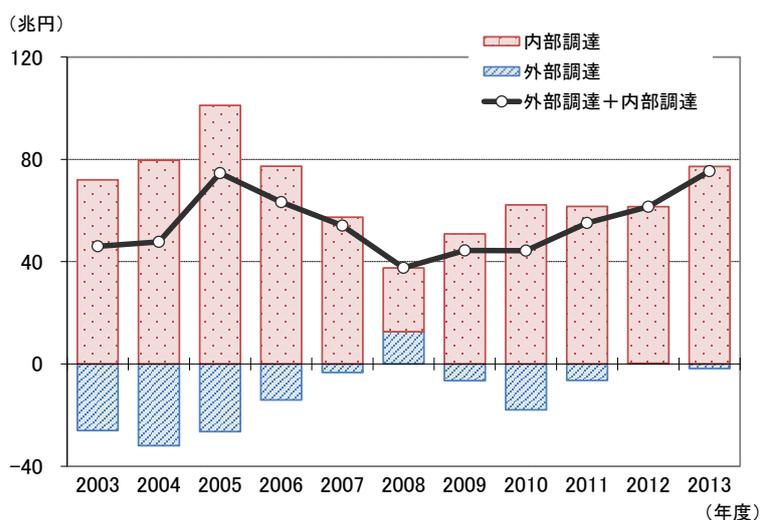
1. 法人企業統計調査 全体概要

2014年9月1日に財務省から「法人企業統計調査」の年次別調査（平成25年度）結果が公表された。本稿ではまず前半で当該調査結果を確認し、後半でその他の関連する統計データも参照しながら、最近の企業の資金調達や資金運用の動向などを確認していきたい。

（1）資金調達の推移（フローベース）

2013年度の企業全体（金融業、保険業を除く）の資金調達の推移（フローベース）は、前年度を13.9兆円上回る水準であった（図表1）。外部調達（銀行借入れや有価証券の発行等）は微減であったものの、利益の増加（経常利益：前年度比23.1%増、当期純利益：57.7%増）により利益留保が増え、内部調達（内部留保¹や減価償却等）が前年度を大きく上回る水準となったことから、全体も増加した。

図表1 企業の資金調達額の推移



（注）集計対象は全規模・全業種（金融・保険業除く）。内部調達＝内部留保＋減価償却、外部調達＝資本等（資本金、資本準備金および新株予約権）＋社債＋借入金の調査対象年度中の増減額。ただし企業間信用差額の増減額が負の場合は内部留保に含む。

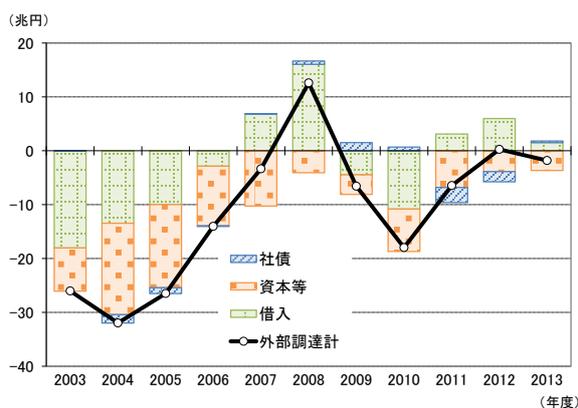
（出所）財務省「法人企業統計調査」より大和総研作成

¹ 一般的に内部留保（フロー）は当期純利益から社外流出（配当支払いなど）を除いて残ったものを、内部留保（ストック）は利益剰余金（利益準備金、任意積立金、繰越利益剰余金）を指すが、法人企業統計における「資金調達の推移」の一項目としての内部留保（フロー）は引当金や特別法上の準備金、その他負債（未払い金等）の対象年度中の増減額から算出されている。本稿では法人企業統計調査の定義に従って内部留保を算出している。一般的な内部留保の考え方については太田珠美「混乱しやすい内部留保に関する議論」（2013年10月）を参照。（URL：http://www.dir.co.jp/library/column/20131029_007829.html）

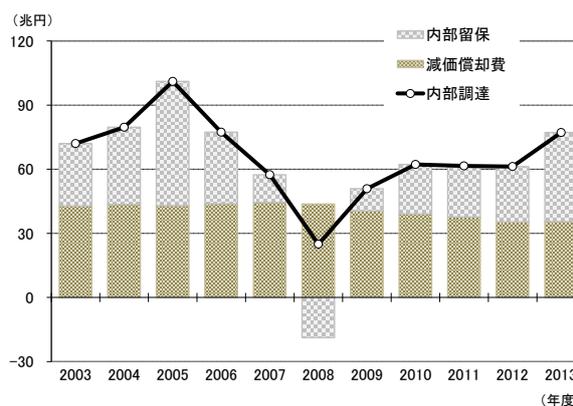
(2) 外部調達と内部調達の内訳

外部調達は借入れおよび社債発行に増加がみられたが、資本等の減少が大きく、全体としては減少となった（図表 2）。内部調達では、内部留保の増加が寄与し前年度を上回ったが、過去の設備投資の抑制により減価償却費は減少した（図表 3）。なお、資本等に関しては上場企業による公募増資は増加しているが（詳細は後述）、自社株買いも相応に実施されていること、また法人企業統計調査は中堅・中小企業といった未上場企業も集計対象となっているため、企業全体としては減少となった。

図表 2 外部調達の内訳



図表 3 内部調達の内訳



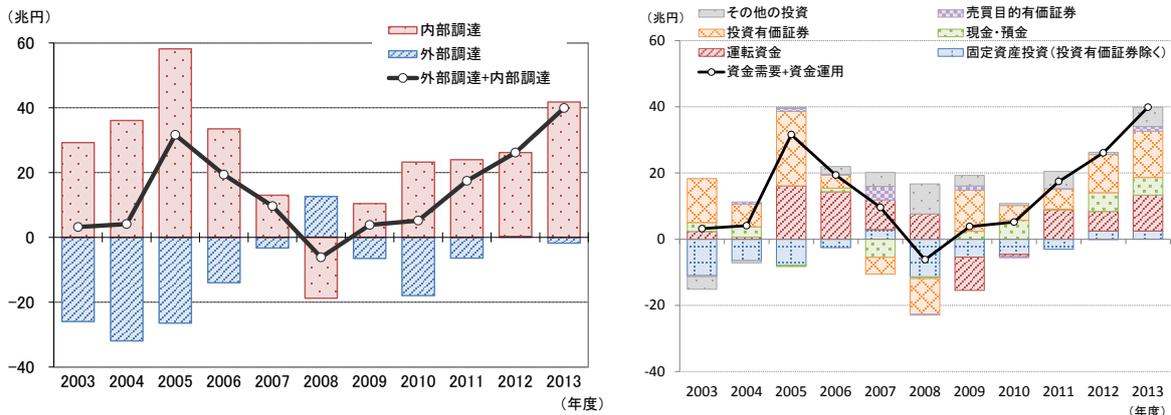
(注) 集計対象は全規模・全業種（金融・保険業除く）。(注) 集計対象は全規模・全業種（金融・保険業除く）。
 (出所) 財務省「法人企業統計調査」より大和総研作成 (出所) 財務省「法人企業統計調査」より大和総研作成

(3) 資金使途の変化

次に、調達した資金がどのような資産に形を変えたのか確認していきたい。資産の中で最も増えたのは投資有価証券である（図表 4）。投資有価証券の内訳をみると、増加の主因は株式であり、これは株式相場の上昇による時価評価額の上昇に加え、対外直接投資が増加したことに起因しているものとみられる²。売上高や利益の増加からもわかるとおり、企業活動自体が活発化しているため、現金・預金や運転資金といった流動資産も増加している。設備や土地等、有形固定資産の取得も増加しているが、わずかである。

² 企業の投資有価証券に対する支出に関しては太田珠美「拡大する企業の『投資』」（2014年2月）を参照。（URL：http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140226_008261.html）

図表4 減価償却費を除いた資金調達額（左図）と資金運用額（右図）の推移



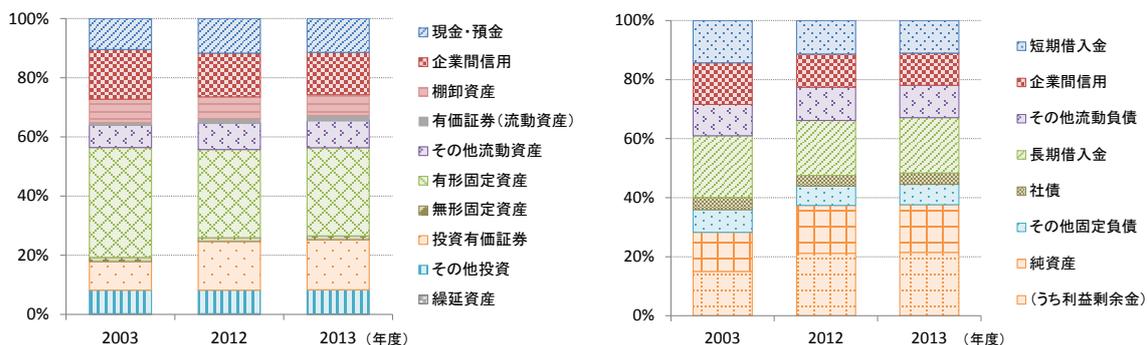
(注) 左図は図表1の内部調達のうち、減価償却分を除いたものである。右図において固定資産投資は有形固定資産・土地・無形固定資産（ソフトウェア含む）の対象年度中の増減額、運転資金は在庫投資・その他流動負債（短期貸付金等）・繰延資産の対象年度中の増減額だが、企業間信用差額が与信超の場合はこの対象年度中の増減額も含む。その他の投資は長期貸付金・投資不動産等の対象年度中の増減額。資金調達額と資金運用額の合計は一致する。

(出所) 財務省「法人企業統計調査」より大和総研作成

(4) 資産、負債・純資産の変化（ストック）

資産、負債・純資産の変化（ストック）については、資産側では現金・預金や企業間信用について、ごくわずかであるが全体に占める割合が低下している（図表5）。残高自体は増えているものの、有価証券（流動資産・投資有価証券）など他の項目がそれ以上に増えているためである。負債・純資産側では、長期借入金や社債、利益剰余金（内部留保）といった項目で総資産に占める割合が増えており、企業の内部留保（ストック）は2013年度末時点で328兆円と、前年度比で7.7%増加した。財務基盤を安定させ、長期資金を確保する姿勢が窺える。

図表5 企業の資本構成（左図：資産側、右図：負債・純資産側）



(注) 集計対象は全規模・全業種（金融・保険業除く）。

(出所) 財務省「法人企業統計調査」より大和総研作成

2. 最近の企業の資金調達動向

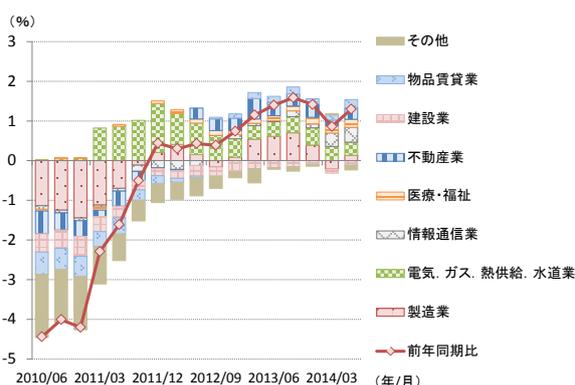
(1) 借入れ

借入れは法人企業統計によれば、前掲図表2のとおり増加しており、また日本銀行が公表し

ている「貸出先別貸出金」をみても、国内銀行による企業向け貸出残高は、2013年度末時点で前年度比0.9%増（金融業、保険業を除いた数値、全業種では1.9%増）となっている。そのうち、設備投資向け貸出残高は同2.0%増（金融業、保険業を除いた数値、全業種では2.1%増）である（図表6、7）。

日本銀行の統計を用いて業種別にみると、貸出残高全体では例えば「情報通信業」、「電気、ガス、熱供給、水道業」、「医療、福祉」といった業種が増加に寄与している。設備投資向け貸出残高では「不動産業」、「医療、福祉」、「電気、ガス、熱供給、水道業」が増加に寄与している。「情報通信業」ではM&Aなどの資金需要が増加したものと推測される。「電気、ガス、熱供給、水道業」に関しては、燃料価格の上昇による燃料費の増加等により、大手電力10社中、6社が2013年度決算で当期純損失を計上しており（2012年度決算では8社が当期純損失を計上）、銀行からの借入れを増やして資金繰りを行う必要があったものとみられる。医療・福祉は高齢化による実需が堅調であることに加え、成長産業として位置付けられ、銀行が融資に力を入れていることが増加の一因となっているようだ。

図表6 貸出残高の業種別寄与度



(注)集計対象は金融業、保険業を除く全産業。国内銀行3勘定（銀行勘定、信託勘定、海外店勘定）合計。（出所）日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

図表7 設備投資向け貸出残高の業種別寄与度



(注)集計対象は金融業、保険業を除く全産業。国内銀行3勘定（銀行勘定、信託勘定、海外店勘定）合計。（出所）日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

（2）社債発行・転換社債発行

法人企業統計調査では社債発行による資金調達に増加がみられた。なお、法人企業統計調査の社債には、転換社債型新株予約権付社債（以下、転換社債）が含まれている。

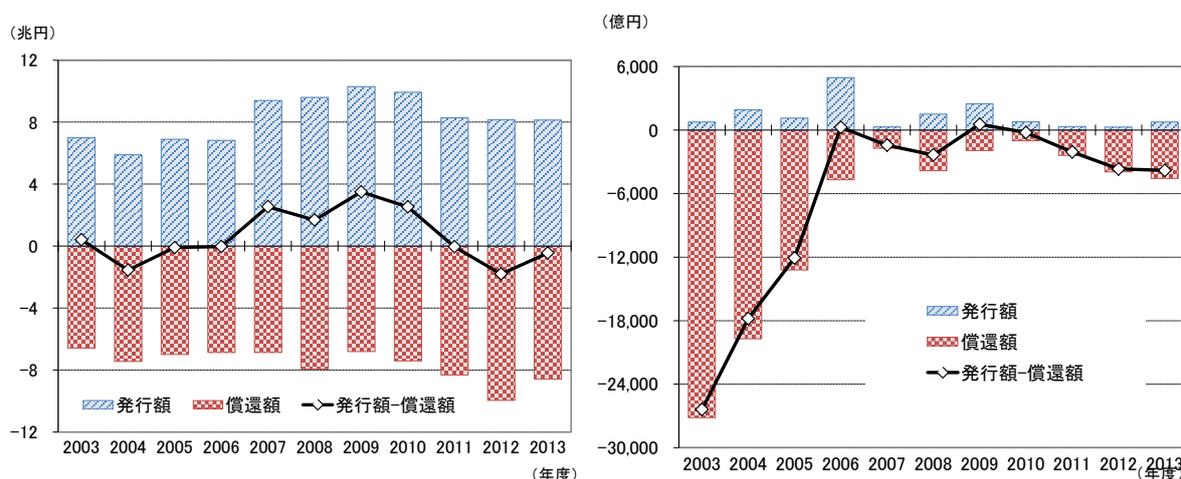
ただし、2013年度に国内で発行された普通社債の金額が約8.1兆円であったのに対し、償還された金額は約8.6兆円であった（図表8）。転換社債は発行額765億円に対し、償還額4,574億円である。どちらも国内発行残高は減少していることになる。

社債発行増加の要因は、海外での発行が増えたことによるものと推測される。2013年度に海外で発行された普通社債の金額は約2.7兆円³、同年度に償還を迎えた額が約1.3兆円であった

³ 集計は発行日ベース、海外で外貨建て発行されたものは円換算している。

(図表 9)。同じく、転換社債については発行額が約 0.7 兆円、償還額が約 0.6 兆円であった。転換社債の純増額（発行額が償還額を上回った額）はわずかではあるが、2000 年代後半の金融危機以降、純減（発行額を償還額が上回る状態）が続いており、増加に転じたのは 6 年ぶりである。日本企業の海外展開が進むにつれ、外貨を調達するため、また資金調達の多様化を図るため、海外で社債や転換社債の発行を増やしているものとみられる。

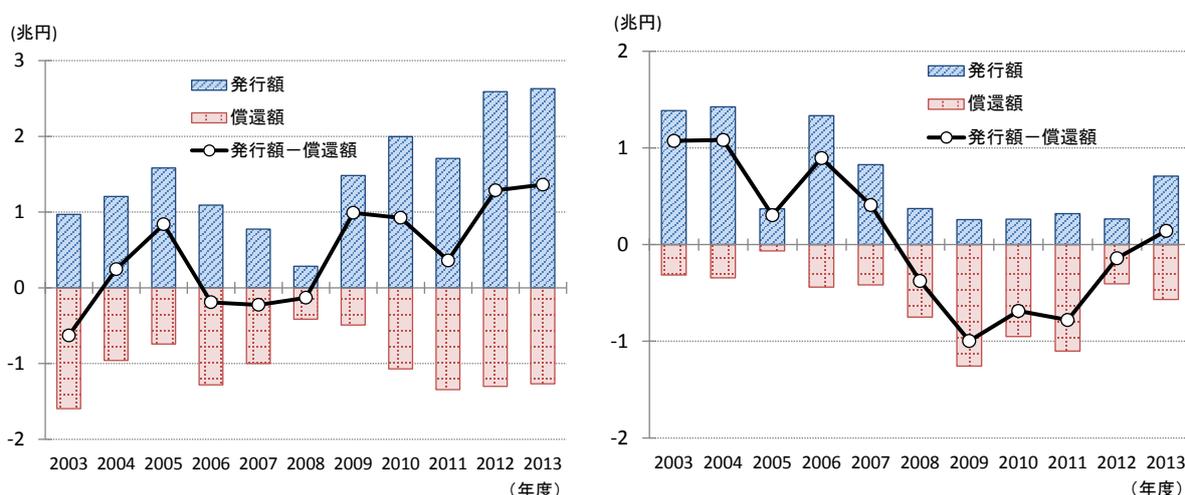
図表 8 普通社債(左図)・転換社債(右図)の発行額、償還額およびその差額



(注) 集計対象は国内で公募発行された社債・転換社債（銀行業、保険業が発行した社債も含む）。発行日ベース。償還額はマイナスで表記している。

(出所) 日本証券業協会およびアイ・エヌ情報センターより大和総研作成

図表 9 海外での社債発行額・償還額（左図）、転換社債発行額・償還額（右図）



(注) 集計対象は海外で発行された社債・転換社債型新株予約権付社債（私募含む、また銀行業、保険業が発行した社債も含む）。外貨建て債券は円換算している。発行日ベース。償還額はマイナスで表記している。

(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

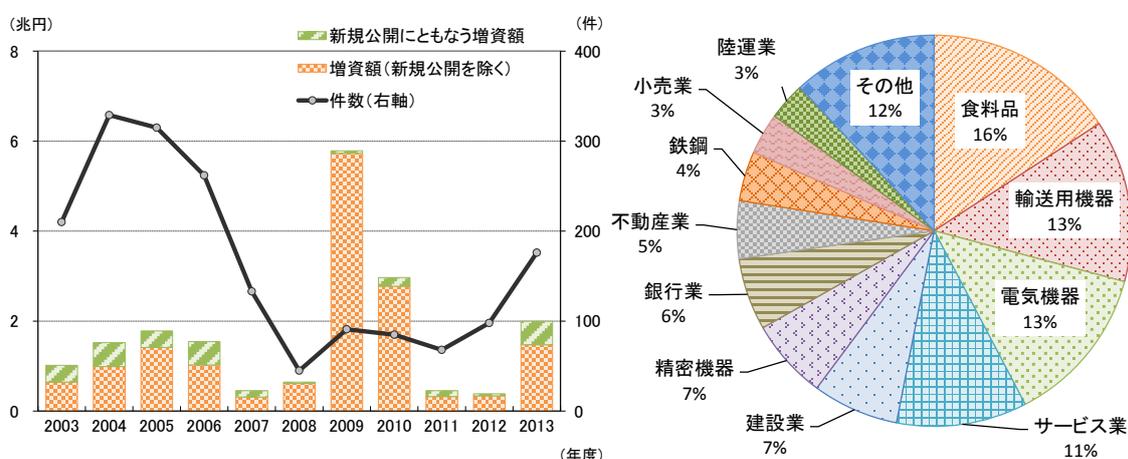
なお、外貨建て社債の発行額の 9 割弱は US ドル建てだが、転換社債は 9 割弱が円建てで発行されており、転換社債に関しては外貨調達ではなく、転換社債の特徴を生かした資本政策の一環として、もしくは資金調達の多様化を主目的とした発行とみられる。

(3) 資本等

法人企業統計調査においては、2013年度の資本等は減少となっている。この減少分の約9割は資本市場での資金調達が困難な資本金10億円未満の企業によるものである。

上場企業（金融業、保険業を含む）に関しては、公募増資の金額・件数ともに2012年度を大きく上回っている。特に、件数については2006年度以来の高水準である（図表10）。業種別では食料品、輸送用機器、電気機器などが上位に並ぶが、これらの業種は発行総額が1,000億円を超える増資を行った企業（新規公開（IPO）ではサントリー食品インターナショナル、ジャパニーズディスプレイ、既上場企業では三菱自動車、大和ハウス工業、オリンパス、電通、シャープ）を含む業種である。

図表10 公募増資額および件数の推移（左図）、2013年度公募増資額の業種別内訳（右図）

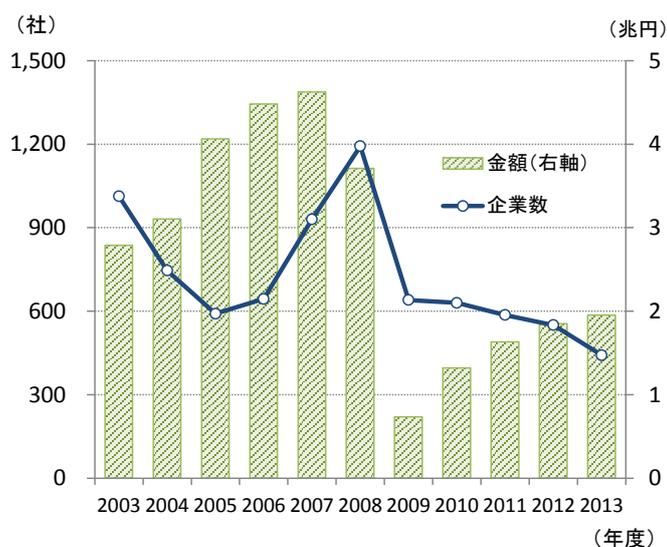


(注) 集計対象は国内および海外で行った公募増資。発行日ベース。
(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

① 自社株買い

上場企業において増資による資金調達が活発に行われる一方、自社株買い実施額も増加していることから全体としては株式による資金調達は微増にとどまる。自社株買い実施額は増加しているが、実施する企業数は2009年度以降減少傾向にある（図表11）。これは特定の企業が大規模な自社株買いを実施している影響が大きく、例えば2013年度に自社株買いを実施した企業のうち、金額が多い方から5社（日本電信電話、りそなホールディングス、任天堂、キヤノン、東急不動産）の実施額を合計すると、全体の4割強を占める。特定の企業の大規模な自社株買いが全体の金額を押し上げているということであり、上場企業全体としてみると、自社株買いに積極姿勢というわけではないようだ。

図表 11 自社株買い実施企業数および金額の推移



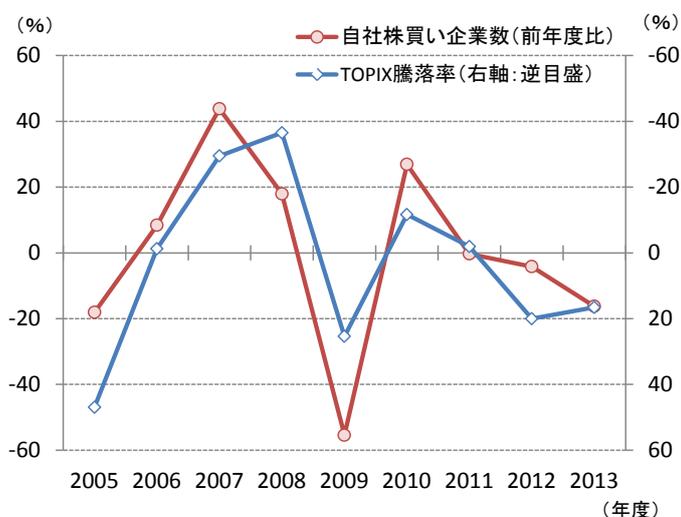
(注) 集計対象は普通株式のみ。

(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

② 自社株買い減少の背景

過去の株式相場の騰落率と、自社株買いを実施した企業数の変化率を比較すると、自社株買いを行う企業数は、株式相場が下落しているときには増え、株式相場が上昇しているときには減る傾向がある(図表 12)。企業が自社株買いを実施する理由としては、株主還元、資本構成の調整、株価の過小評価是正(アナウンスメント効果)等が挙げられるが、いずれの理由にしろ、自社株買いの買取り価格は時価であるため、“株価が割高だ”と判断されるときに実施するのは株主からの理解を得づらい。そういったことも自社株買い実施企業数減少の一因と考えられる。

図表 12 自社株買い企業数(前年度比)と TOPIX 騰落率



(注) 集計対象は東証1部のみ。TOPIX 騰落率は年度初日の始値と年度最終日の終値から算出している。

(出所) アイ・エヌ情報センターおよび東京証券取引所より大和総研作成

③ ROE を意識した経営が自社株買い実施企業数を増やす可能性

一方、今後自社株買い企業が増加する可能性があり、その背景としては、企業の ROE（自己資本利益率）への意識が高まる中、財務レバレッジを高める動きが出てくることが挙げられる。近年、株主（投資家）を中心に、企業に対しより ROE を意識した経営を求める声が強くなっている。経済産業省の「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～」プロジェクトが 2014 年 8 月に公表した最終報告書（通称：伊藤レポート）では、日本経済を持続的な成長軌道に乗せるためにはマイクロレベルでのファンダメンタルズの改善が急務であり、資本効率を高めることが重要であると指摘している⁴。そして、その一環として中期的な経営目標に ROE を設けることを提言し、企業が、自らの資本コストについて、判断基準や妥当と考える水準を開示し、それに対して投資家がどう考えるかという対話を促進することを推奨している⁵。また、報道によれば議決権行使会社の大手である ISS（Institutional Shareholder Services）も 2015 年の議決権行使助言基準（2015 年に開催される株主総会に適用）に ROE について盛り込むことを検討しているという⁶。

ROE の向上は、理論的には ROE を構成する 3 つの要素（売上高利益率、総資本回転率、財務レバレッジ）のいずれかを高めることで実現される（下式参照）。伊藤レポートで指摘されている通り、欧米と比べ日本企業は売上高利益率の水準が低く、この項目を改善することが日本企業には必要だということになる（総資本回転率・財務レバレッジは日米欧企業の間で大きな差がない）。とはいえ、総資本回転率や財務レバレッジを上げるという戦略を採る企業が出てくる可能性もあり、財務レバレッジを上げる 1 つの手段として、自社株買いを実施することも選択肢としてはあり得る。

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

(売上高利益率) × (総資本回転率) × (財務レバレッジ)

3. 資金調達コストに対する意識が変われば調達手法も変わる可能性

法人企業統計や各種統計から最近の企業の資金調達動向をみると、企業全体としてみれば、業績が改善し、事業活動に要する資金需要も増えているようだ。一方で、業績改善により利益が増え、内部留保も増加していることから、資金調達を外部から（借入れや社債発行、増資等）

⁴ レポート全文は経済産業省ウェブサイトに掲載されている。(URL : <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>)

⁵ 本レポートによれば、グローバルな機関投資家から認められるためには ROE が最低限 8% を上回る必要があるという。これ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が 7% 超であったことから、8% 超であれば大方の機関投資家が想定する資本コストを上回るであろうという仮定に基づいて示された数値である。

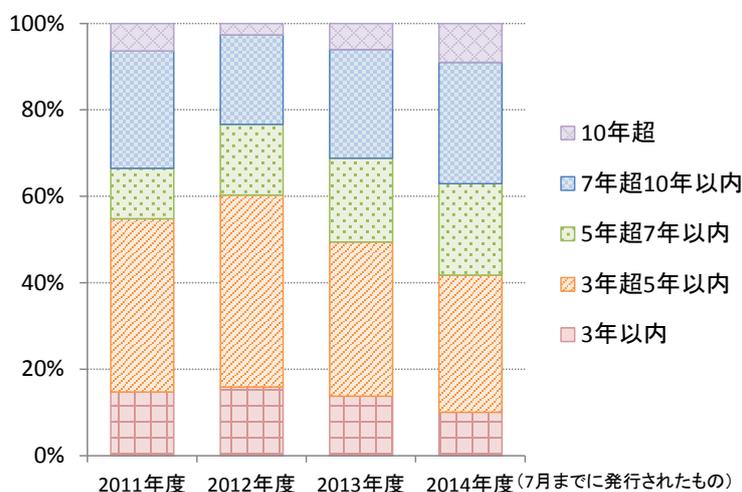
⁶ どのような形で盛り込まれるのかは現時点では明らかになっていないが、例えば「経営目標として ROE を掲げていない場合」や、「目標として掲げた ROE に対して達成度が低い場合」に、取締役の選任に対して反対票を投じることを推奨することなどが考えられる。

積極的に行うまでには至っていない。

ストックとしての内部留保が純資産の部に計上されていることからわかるように、内部留保は理論的には株主に帰属する。内部留保は他の調達手法に比べ、経営者が利用しやすい資金であるが、理論的には増資と同じだけの資金調達コストがかかっていることになる⁷。自ら得た利益を事業活動に充てること自体に問題があるわけではないのだが、その場合、資金を投じた事業から株主が期待するだけの収益を上げることが必要となる。資金の出し手からすれば、株式投資は社債投資や融資よりリスクが高い分、期待する収益率も高くなる。つまり、内部留保による資金調達は、社債発行や融資を受けるより調達コストが高いということである。

このところ、金利上昇に対する警戒感もあり社債発行年限に長期化の動きがみられる（図表13）。転換社債の発行が増えているのも、ゼロ・クーポンやオーバーパー発行（額面より高い価格で債券を発行すること）が可能な市場環境であることが背景にはあるようだ。こういった負債コスト抑制のための動きが出ているのに対し、株主資本コストは様々な推計方法があるため把握しづらく、あまり意識されていないように見受けられる。しかし、企業に対してコーポレートガバナンス強化の声が高まっており、資金調達のコストと、その資金用途に関しては今後これまで以上に投資家から注目されるだろう。それぞれの企業にとっての最適な資金調達手段（およびその結果としての資本構成の在り方）を改めて考える時期にきているのではないだろうか。

図表 13 社債の発行年限の割合



（注）集計対象は国内で発行された普通社債のみ。なお、年限の端数となる月については6ヶ月未満を切り捨て、6ヶ月以上を繰り上げています。
（出所）アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

⁷ 発行手数料など諸経費を考慮しない場合。