

2015年12月17日 全8頁

内部留保は何に使われているのか

M&A など海外向け投資が大幅増

金融調査部 主任研究員
太田珠美

[要約]

- 2014年度末時点で企業全体の内部留保は354兆円と、10年前（2004年度）と比べ150兆円増加している。内部留保は主に企業の海外展開の原資として活用されており、また運転資金確保のため、一部は現金・預金となっているようだ。
- 企業の国内設備投資は緩やかな回復が続いているものの、2000年代半ば（金融危機前）の水準には達していない。一方、海外で子会社や工場を設立したり、現地企業との合併会社を設立したり、現地企業を買収するなど、海外投資は積極的に行われており、対外直接投資残高は過去最高となっている。
- 2015年11月26日に開催された「第3回未来投資に向けた官民対話」では、日本経済団体連合会が「事業環境の国際的なイコールフットィングの確保」を求めた。法人実効税率の早期引き下げや、規制改革の更なる推進、労働規制の更なる緩和など、国内の事業環境が改善されれば国内設備投資は3年間で約10兆円増えると推計している。2015年12月16日に自民・公明両党が公表した「平成28年度税制改正大綱」では法人税の実効税率引き下げが盛り込まれたが、引き続き国内事業環境の改善が求められる。

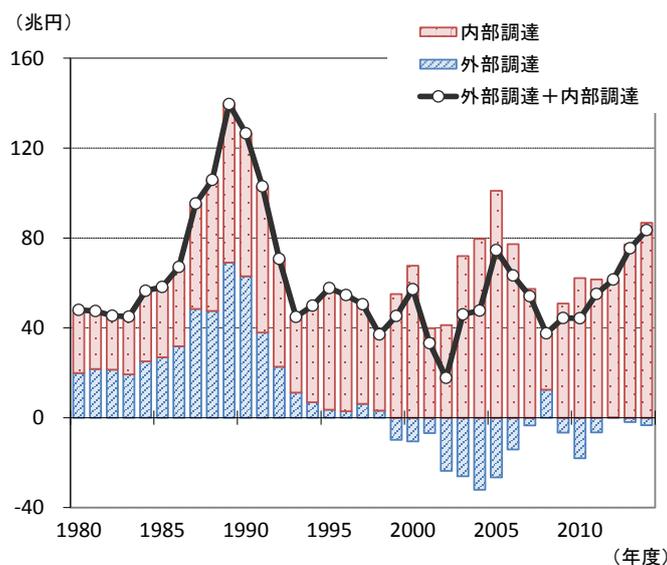
増加した内部留保は何に投じられているのか

1. 企業の資金調達構造の変化

(1) 外部調達から内部調達へ

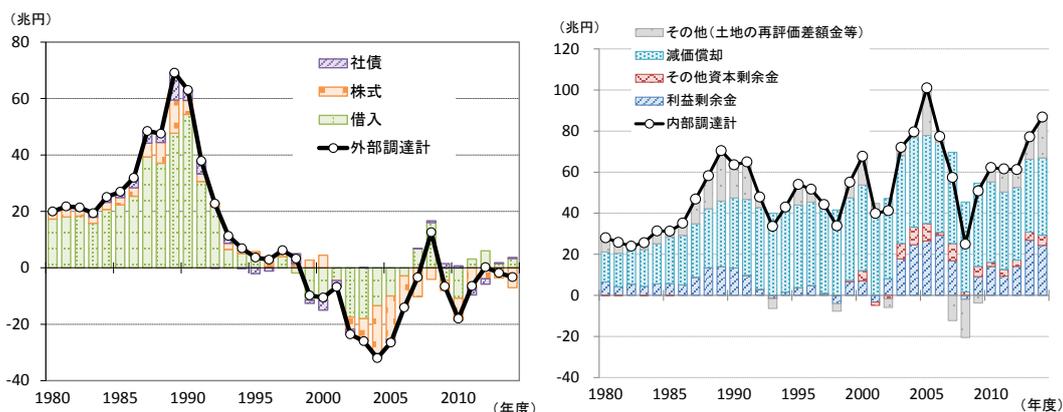
企業の資金調達構造は、1990年前後の資産価格バブル崩壊を機に内部調達が中心となった(図表1)。内部調達は企業の事業活動を源泉とする資金調達であり、主なものは利益剰余金(事業活動から得た利益のうち企業内に留保されるもの)と、減価償却である(図表2)¹。

図表1 企業の資金調達額(フロー)の推移



(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」より大和総研作成

図表2 外部調達(左図)と内部調達(右図)の内訳



(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」より大和総研作成

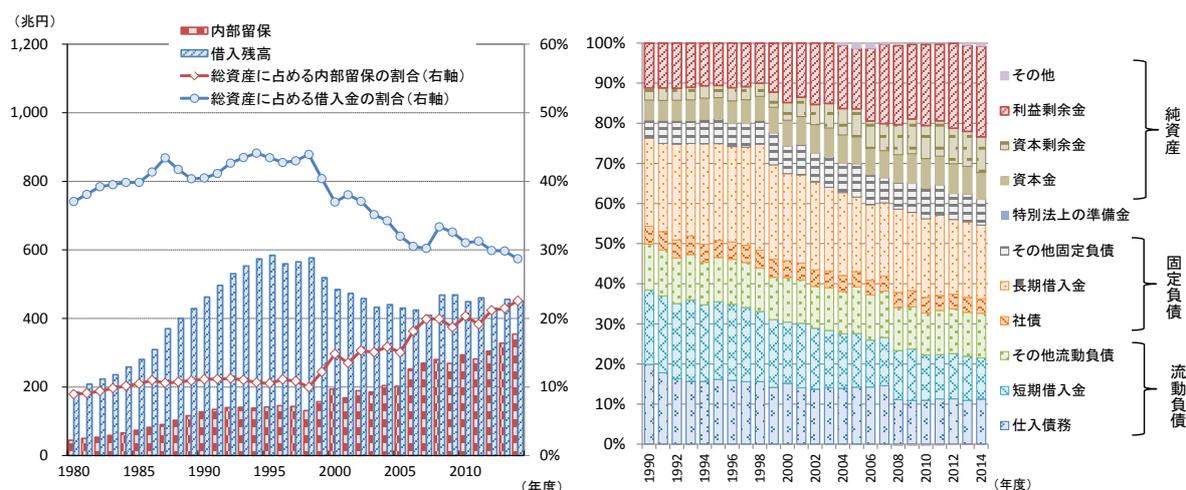
¹ 財務省公表の法人企業統計では内部調達=其他資本剰余金+利益剰余金+其他(土地の再評価差額金、金融商品に係る時価評価差額金等)+自己株式+引当金+特別法上の準備金+その他の負債(未払金等)+減価償却+企業間信用差額(調査対象年度中の増減額が負の場合のみ)、外部調達=増資(資本金、資本準備金及び新株予約権)+社債+借入金としている(いずれも調査対象年度中の増減額)。

(2) 内部留保とは何か、またその資金用途は何か

報道等で耳にする内部留保は一般的に利益剰余金のことを指しており、その残高（貸借対照表の純資産の部に計上される数値）が注目されることが多い。前掲図表2（右図）の数値は毎年度の増加分（フロー）を表したものであり、残高は図表3のとおり、2014年度末時点で354兆円となっている。10年前（2004年度）と比べ150兆円増加しており、総資本に占める割合も上昇傾向にある。内部留保という言葉から「企業の貯蓄」のようなイメージを持たれてしまうこともあるが、あくまで企業の資金調達の一つの手段であり、実際には銀行からの借入れ等と同様に、設備投資やM&A等の原資として使われている。

例えば事業活動資金や設備投資資金として、銀行からの借入れ、社債や新株の発行といった資金調達を行った場合、貸借対照表の負債・純資産の部に借入金や社債、資本金といった科目で計上される。これと同様に、毎事業年度の利益のうち社内に留保されるものは純資産の部に利益剰余金として計上される。この時、調達した資金を用いて設備投資をすれば有形固定資産、企業買収をすれば投資有価証券、特に何もしなければ現金・預金が、貸借対照表の資産側に計上されることになる。

図表3 企業全体の内部留保と借入残高（左図）、負債・純資産の部の構成比（右図）



(注) 集計対象は全規模・全業種（金融・保険業除く）。

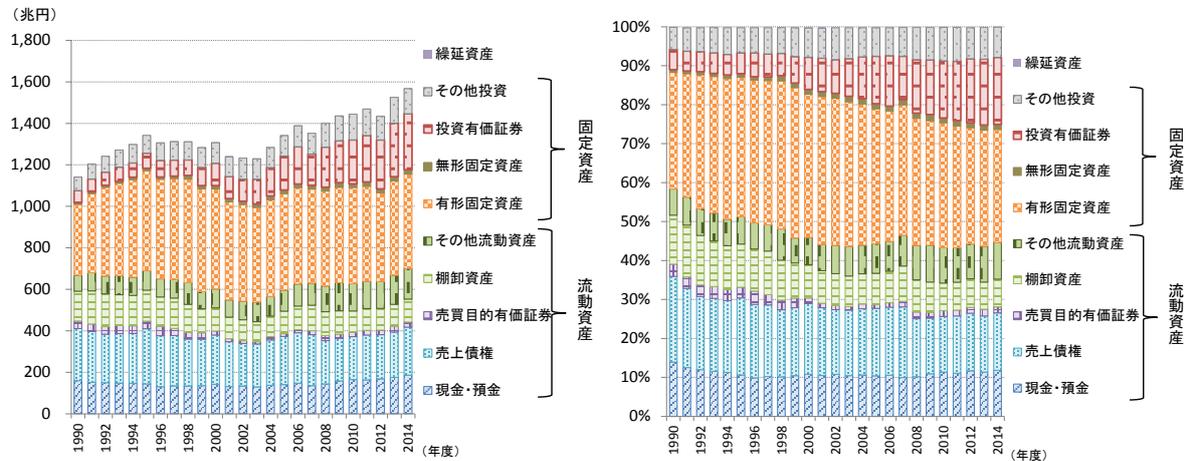
(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

利益剰余金が増えた分、何の資産が増えたか確認すると、この10年で最も増加しているのは投資有価証券である（図表4）。投資有価証券の大半は株式保有であり、株式保有の具体的な金額をみると、2004年度の122兆円から244兆円と、122兆円増加している（図表5）。有形固定資産は11兆円の減少となっており、企業が設備投資を抑える一方、M&Aや海外における子会社設立等を積極的に行ってきた様子が窺える（詳細は後述）。

この他、現金・預金も同期間に49兆円増加しているが、これは必要な運転資金が増加しており、手元流動性を確保するためと推測される。近年企業の海外投資が増加しているが（詳細は後述）、海外現地法人は資金調達を本社からの増資や借入れに頼ることが多い。以前と比べ、手元に流動性の高い資産を確保しておく必要性が高まっているものとみられる。なお、企業の資

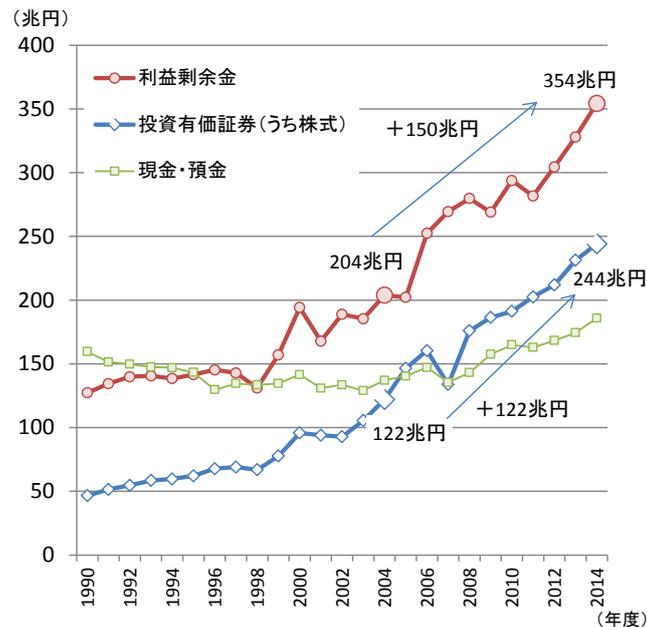
産総額自体が増加しているため、現金・預金が資産総額に占める割合は1割強と過去と比較してあまり変化していない。

図表4 企業の資産の額（左図）と構成比（右図）の推移



(注) 集計対象は全規模・全産業（金融業、保険業を除く）。
(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

図表5 利益剰余金による調達額と株式、現金・預金保有額



(注) 集計対象は全規模・全産業（金融業、保険業を除く）。
(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

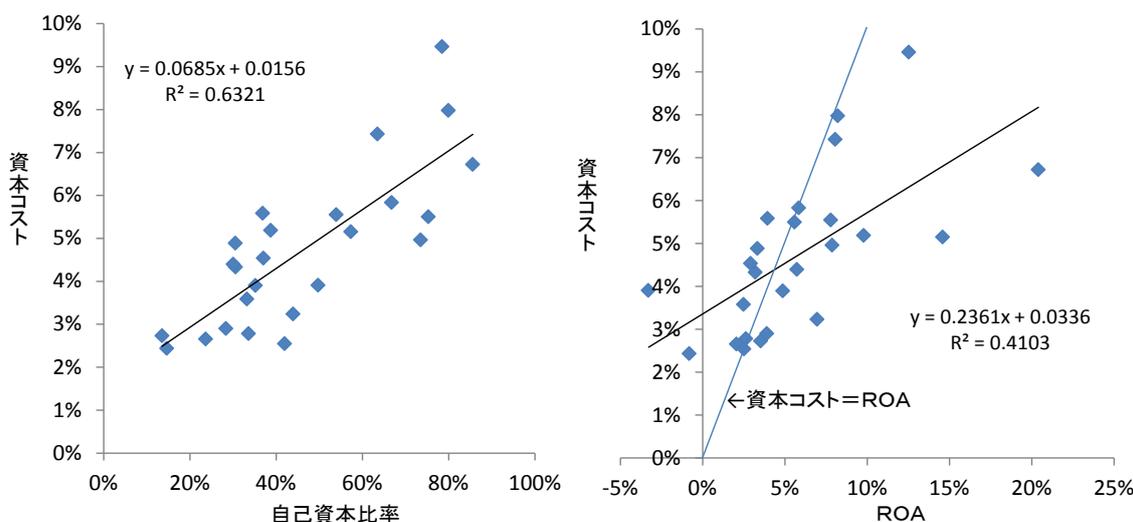
(3) 内部留保の増加は企業価値を低下させる可能性

内部留保が増えた背景の1つには、1990年前後の資産価格バブル崩壊や、1990年代後半の金融危機を経て、企業が財務健全性の向上に努めてきたことが挙げられる。企業が資産価格バブル崩壊をきっかけに抱えた過剰債務や過剰設備は、2000年代半ばまで解消されなかった。1990年代後半に深刻化した不良債権問題などから金融機関の貸出姿勢が厳しくなったこともあり、

企業は債務を減らし、自己資金で事業資金を賄う姿勢を強めた。2000年代前半に総資本の1割程度だった内部留保は、近年2割を超えている（前掲図表3）。内部留保は純資産の部に計上されるため、内部留保の増加は自己資本比率の押し上げ要因になる。1990年度に19.1%だった自己資本比率は、2000年度には25.7%、2014年度には38.9%にまで上昇している²。

内部留保が増加することの利点は、企業の財務健全性が増し、負債調達コストが低下することである。また、返済の必要がないため、長期投資の財源として活用しやすい。一方、留意しなければならないのは、内部留保の増加は企業全体の資本コスト（負債調達コストと自己資本調達コストの合計）を引き上げ、企業価値の低下要因となることである³。内部留保は返済の必要がないとはいえ、株主に帰属する資金である。内部留保を事業資金に充てるのであれば、その事業から株主が期待する以上のリターン（配当＋キャピタルゲイン）を実現することが求められる。そのため、株主が期待するリターンは、借入れや社債発行といった負債調達コストより高いことが一般的である。結果的に、資金調達に占める内部留保の割合が高いほど、企業全体の資本コストは上昇することになる。例えば、TOPIX30採用銘柄（金融・保険業を除く）について自己資本比率と資本コストの関係を推計したところ、図表6のように、自己資本比率が高いほど資本コストが高くなる傾向が確認できた。

図表6 資本コストと自己資本比率（左図）、資本コストとROA（右図）



(注) 集計対象は本稿執筆時点で TOPIX30 に採用されている銘柄（金融・保険業を除く）。資本コスト＝負債調達コスト×（有利子負債÷総資本）＋自己資本調達コスト×（自己資本÷総資本）。負債調達コスト＝支払利息÷期末の有利子負債（2期平均）×（100%－法人税率）、自己資本調達コスト＝リスクフリーレート＋ β ×（市場全体投資利回り－リスクフリーレート）。法人税率は 35%、リスクフリーレートを 1%、市場全体の投資利回りを 10%と仮定して計算した。

(出所) 東洋経済新報社、東京証券取引所より大和総研作成

² いずれも財務省「法人企業統計」より、全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。

³ 企業が保有する資産を元に生み出す収益を用いて企業価値を算定する DCF（ディスカウントキャッシュフロー）法によれば、企業価値は将来の予測キャッシュフローを資金調達コストで割り引いた現在価値の総和である（下記数式を参照）。資金調達コストが高く（低く）なれば、予測キャッシュフローの現在価値は低下（上昇）し、企業価値も低下（上昇）することになる。

$$\text{企業価値} = \frac{CF_1}{1+r_1} + \frac{CF_2}{(1+r_1) \times (1+r_2)} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r_1) \times (1+r_2) \times \dots \times (1+r_t)} + \text{残存価値の現在価値}$$

CF_t : t 年後の予測キャッシュフロー、 r_t : t 年後の資本コスト

ただし、資本コストが高くとも、それ以上に利益が上げられているのであれば企業価値は向上する。総資本に対する利益率（ROA）の関係を確認したところ、資本コストが高い企業は ROA も高い傾向が確認できた。中には資本コストに見合った利益が上げられていない企業もあるようなので、企業ごとに資本コストを意識した資金調達方法を検討することが求められる⁴。

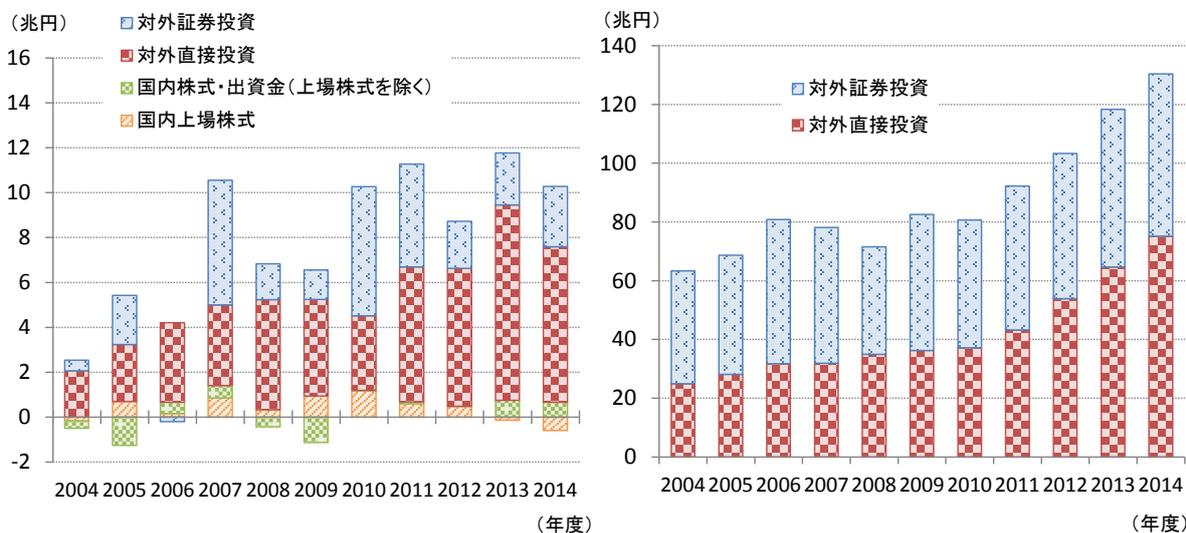
2. 増える企業の海外投資

（1）企業の対外直接投資残高は過去最高水準に

先ほど述べたとおり、企業が保有する資産の中で投資有価証券（株式）が大きく増加している。この背景には、企業の海外投資の増加がありそうだ。投資有価証券は売買目的ではなく、政策的に保有するものであり、関係会社株式や企業間の持合い株式などが含まれる。

日本銀行が公表している資金循環統計を見る限り、企業全体として国内企業の株式を取得している金額はあまり多いとは言えず、継続的に増加しているのは対外直接投資や対外証券投資である（図表7）⁵。企業が海外に子会社を設立したり、現地企業に出資（もしくは現地企業と合弁会社を設立）したり、海外企業を買収するケースが増えたことで、投資有価証券（株式）の保有が増えているものと考えられる。企業の対外直接投資や対外証券投資が増えた結果、財務省が公表している国際収支では 2000 年代を通じて投資収益の黒字幅拡大が続いている。

図表7 企業の各種投資のフロー（左図）と対外証券投資・対外直接投資のストック（右図）



（注）民間非金融法人企業の数値。

（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

⁴ 本稿では簡便的に ROA との比較を行ったが、資本コストと利益率の関係をみる際に用いられる指標としては、この他にも内部収益率（IRR）や投下資本利益率（ROIC）等がある。

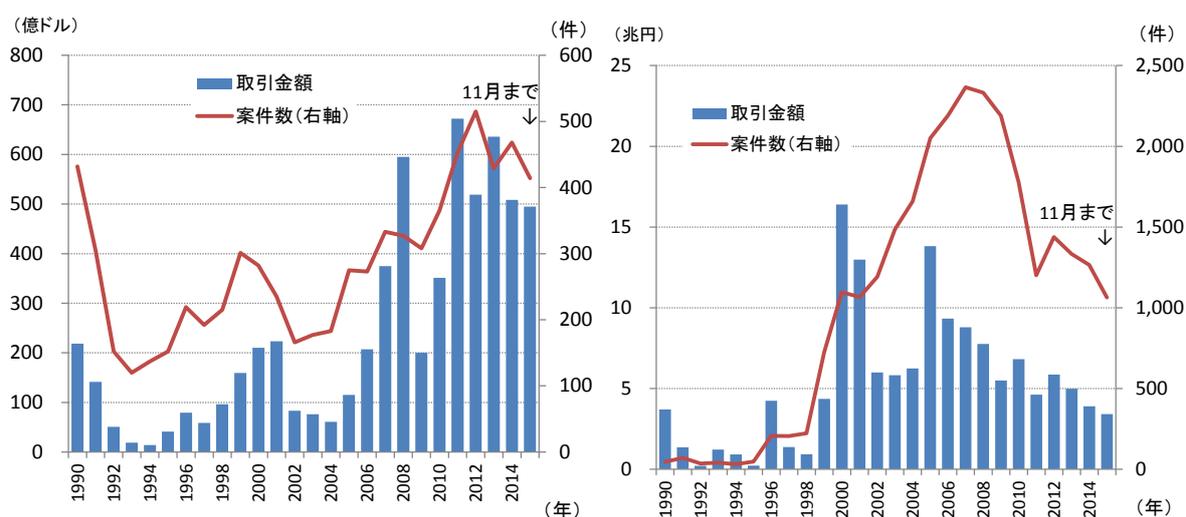
⁵ ただし、対外直接投資は「海外企業との間に『永続的な経済関係を樹立するため』に行われる証券の取得（株式取得もしくは出資）」の他、金銭の貸付けや、海外での支店設立や工場その他事業所の設立もしくは拡張に係る資金の支払いも含まれる。また、直接投資に該当する証券の取得は発行済株式の総数もしくは出資の金額の総額の 10% 以上の場合であり、10% 未満の場合は（売買目的の証券取得でなくとも）証券投資に分類される。

(2) 対外M&Aの状況

海外投資の中でも、特に大きな資金移動が生じるのは海外企業の買収（In-Out）である。日本企業が海外企業を買収した案件・取引金額は2000年代後半から増加傾向にあり、2010年代に入っても高水準を維持している（図表8）。海外企業を買収する際の資金手当ては、大半の企業が手元資金と外部からの借入れで行っている。借入れは当初ブリッジ・ローンが組まれることが多く、後に長期借入れもしくは社債発行で長期の資金調達に切り替えることになる。近年では2011年に創設された国際協力銀行（JBIC）の円高対応緊急ファシリティ（2012年度末まで）と、2013年に創設された海外展開支援融資ファシリティ（円高対応緊急ファシリティの支援対象分野を拡充の上、発展的に改編したもの）を利用して融資を受けるケースもある。

なお、国内企業の買収（In-In）は海外企業の買収に比べ件数は多いが、2000年代後半をピークに減少傾向にある。金額は大型案件の有無によって大きく変動する性質があるものの、2000年代後半から減少傾向にある。

図表8 日本企業による海外企業の買収（左図）、国内企業の買収（右図）



(注1) 左図（右図）に関しては、日本企業の海外子会社が海外企業（国内企業）を買収したケースも集計対象としている。集計は公表日をベースに行っているが、本稿執筆時点で買収が未了のものは集計対象外としている。

(注2) 案件数の中には取引金額が公表されていない案件も含まれている。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

3. 資本コストと投資から得られるリターンのバランス

(1) 内部留保と投資の関係

これまで見てきたとおり、企業は内部留保を活用して海外投資を積極的に行っている。「企業は投資に積極的ではない」という声もしばしば耳にするが、この背景の1つには、海外における工場建設や設備投資がGDPに反映されないことがありそうだ⁶。企業の海外投資は積極的に

⁶ GDPは“国内”で一定期間内に生産されたモノやサービスの付加価値の合計額であるため、日本企業が海外支店等で生産したモノやサービスの付加価値は含まない。GNI（国民総所得）は各経済主体が（海外からも含めた）

われているが、国内設備投資は 2000 年代後半の金融危機の際に大きく落ち込んだ後、緩やかに回復はしているものの、金融危機以前の水準には達していない。

企業の内部留保が高水準であることを問題視する声も聞かれるが、企業価値向上のために重要なのは、国内外問わず利益率の高い投資先を見つけ、その投資に要する資金の調達コスト（資本コスト）を投資の収益率以下に抑えることである。例えば、内部留保がいくら増えていても、それが海外投資の原資として使われており、そこから相応の利益が生み出されていれば企業価値は向上する。内部留保について意識すべきなのは水準そのものではなく、「水準が上がることによる資本コストの上昇と、投資から得られる利益のバランスが取れているか」だろう。

（２）投資の国内シフトは起きるか

個別企業の投資判断として海外投資を増やすことが最良の選択だったとしても、マクロ的な観点でみた場合、海外で投資して稼いだ利益が国内に還流していかなければ（国内労働者の賃金の原資や、国内の設備投資や研究開発の原資となる等）、国内経済の成長には結びつきづらい。

この点、2015 年 11 月 26 日に開催された「第 3 回未来投資に向けた官民対話」では、日本経済団体連合会の榊原会長が「事業環境の国際的なイコールフットィングの確保」を求めた。具体的に必要な対応として①法人実効税率の早期引き下げ、②設備投資促進策、③規制改革の更なる推進、④TPP の活用促進と経済連携協定（日中韓 FTA、RCEP、日 EU EPA）の早期妥結、⑤安価で安定的な電力の確保、⑥次世代技術の開発・実用化に向けた政府のイニシアティブの発揮、⑦研究開発促進税制の維持・拡充、⑧女性・若者・高齢者の活用促進、外国人材の積極的受入れ、⑨労働規制の更なる緩和、の 9 点を指摘しており、この 9 点が改善されることを前提とすれば、国内での設備投資は 2018 年度に 81.7 兆円になると述べている（2015 年度の設備投資を 71.6 兆円と推計し、3 年間で約 10 兆円増える計算）。

2015 年 12 月 16 日に自民・公明両党が公表した「平成 28 年度税制改正大綱」では、2015 年度：32.11%だった法人税の実効税率を、2016 年度：29.97%、2018 年度：29.74%に引き下げることが盛り込まれたが、法人税以外の部分でも国内事業環境の改善が求められる。

受取った所得の総計であり、GDP に海外からの所得の純受取を加えたものとなる（なお、これは名目値の場合であり、実質値の場合には、更に輸出入価格の差によって生ずる所得の実質額である交易利得・損失が加わる）。