

2018年2月20日 全14頁

# 内部留保が増えることは問題なのか？

現預金残高ではなく ROA や資本コストに与える影響に注目

金融調査部 主任研究員  
太田珠美

## [要約]

- 内部留保は法令諸規則上定義された言葉ではないが、一般的には企業が稼いだ利益から社外流出分を除いたものを指す。近年、企業業績の改善とともに、企業全体の内部留保も増加傾向にある。内部留保は現預金とは異なるが、企業利益の改善による内部留保の増加は、現預金の増加にも波及し得る。実際に、企業全体の現預金保有も増加傾向だ。
- 企業が現預金を過剰に保有することの問題点は、ROA や資産効率性の低下、また資本コストの上昇を引き起こす可能性があることだ。しかし、資本金 10 億円以上の企業（金融業、保険業を除く）を見ると、現預金比率の上昇とともに総資産回転率は低下しているが、総資本利益率（ROA）は過去と比較して高水準にある。なお、日本企業の ROA が米国や英国の企業に比べて低いのは、現預金保有や資本構成の違いではなく、売上高事業利益率の差に因るところが大きい。
- 利益剰余金の増加による自己資本比率の上昇は、資本コストの上昇要因になっている可能性がある。日経平均採用銘柄（金融などを除く 195 社）について資本コストを推計したところ、ROA が資本コストを下回る企業が 3 分の 1 程度存在した。各企業において資本コストを意識した資本政策が求められる。

## 1. はじめに

数年前から「企業の内部留保が増えている」という言葉をよく目にするようになった。最近では、2017年10月に行われた衆議院議員総選挙において、希望の党の「消費税増税を凍結し消費の冷え込みを回避する一方、約300兆円もの大企業の内部留保に課税することにより、配当機会を通じた株式市場の活性化、雇用創出、設備投資増加をもたらす。」という公約が注目された。また、金融庁の「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（以下、フォローアップ会議）」においても、企業の内部留保が話題に上っている。

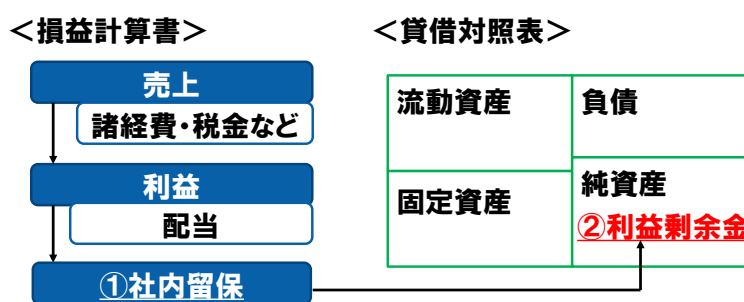
内部留保という言葉に明確な定義がないこともあり、企業が過剰に現預金を保有しているのではないか、設備投資や賃上げをもっと行うべきではないか、資本コスト意識が低いのではないか、など、議論は多方面に広がっている。本稿では、内部留保が一体何を指すものなのか整理した上で、内部留保が増えることの問題点について考えていきたい。

## 2. 内部留保とは何か

### (1) 損益計算書と貸借対照表にある2つの内部留保

内部留保は法令諸規則上定義された言葉ではない。一般的には企業が稼いだ利益から社外流出分（配当など）を除いたものを内部留保と呼ぶが、具体的には①損益計算書で算出される企業に残る最終利益という意味での社内留保、②その蓄積として貸借対照表に計上される利益剰余金、の2つを指すことが多い（図表1）。

図表1 社内留保と利益剰余金の位置づけ



(出所) 大和総研作成

なお、財務省が公表している「法人企業統計」では資金調達の内訳として内部留保の数値を公表している。ここでいう内部留保は、企業の負債・純資産の部の前年度比の増減から、社債や借入、増資といった外部調達の増減分を差し引いて算出される数値であり、その他負債や資

本剰余金の増減などを含んだものである（図表2）<sup>1</sup>。

①社内留保、②利益剰余金、③法人企業統計上の内部留保の水準だが、2016年度の企業全体の社内留保は30兆円、利益剰余金は406兆円、法人企業統計上の内部留保は48兆円となっている（図表2および図表3）。

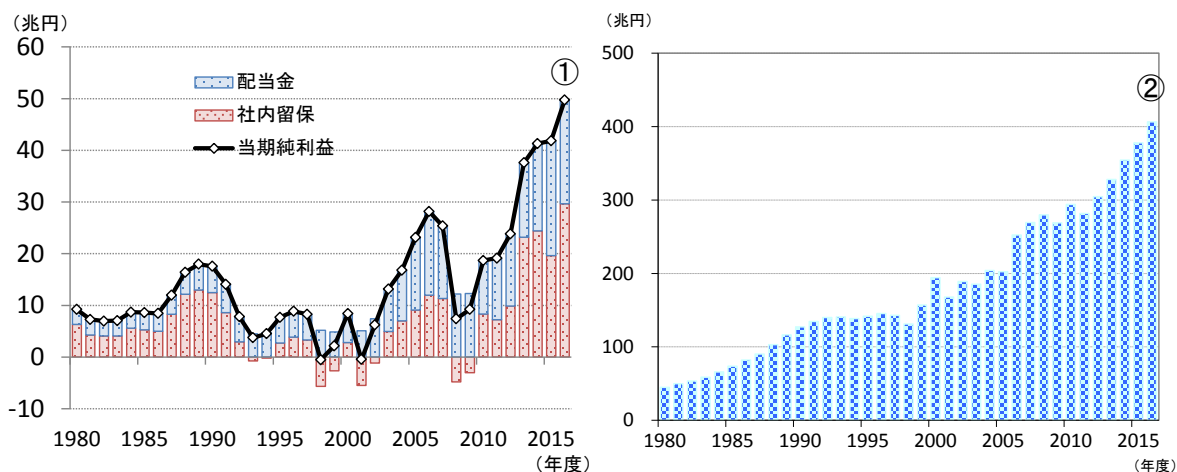
図表2 2016年度の日本企業の資金調達（フロー）の内訳

区分	金額
資金調達	+ 48.5 兆円
外部調達	▲ 37.2 兆円
増資	▲ 56.6 兆円
社債	+ 9.5 兆円
借入金	+ 9.9 兆円
内部調達	+ 85.6 兆円
内部留保	+ 47.6 兆円 ③
減価償却	+ 38.0 兆円

（注）全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。丸数字は本文記述の項目に対応している（以下同じ）。

（出所）財務省「法人企業統計」より大和総研作成

図表3 社内留保の推移（左図）、利益剰余金の推移（右図）



（注）全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。

（出所）財務省「法人企業統計」より大和総研作成

<sup>1</sup> 正確には利益留保（その他資本剰余金、利益剰余金、その他（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）の調査対象年度中の増減額である。また、企業間信用差額 { (受取手形 + 売掛金 + 受取手形割引残高) - (支払手形 + 買掛金) } の調査対象年度中の増減額の値が負の場合は内部留保に含むこととされている。

### <BOX 内部留保課税とは何か？>

2017年10月の衆議院議員総選挙において希望の党の公約に掲げられた内部留保課税だが、希望の党が初めて打ち出した構想ではなく、これまでも度々話題に上がっている。しかし、ここまで述べてきた通り、内部留保は明確に定義された言葉でないため、内部留保課税も①社内留保、②利益剰余金、③法人企業統計上の内部留保、など複数の課税対象が想定しうる。希望の党の内部留保課税は、300兆円という金額からして利益剰余金に課税することを想定したものと推測される（406兆円のうち、資本金が1億円以上の企業に属するものは255兆円）。

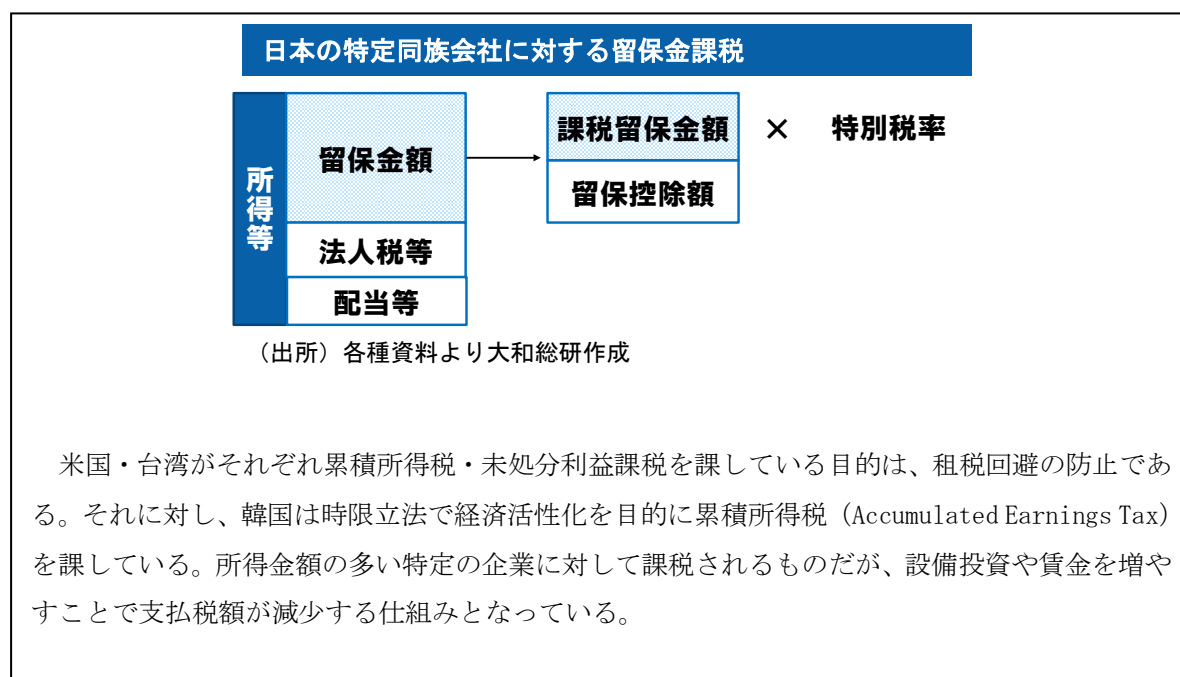
前述の①、②、③のどれに課税した場合も、二重課税の問題が生じる。いずれも企業が法人税等を支払い、残ったものに対して税金を課すことになるためだ。二重課税になるから課税ができない、ということではないが、納税者の理解を得られるだけの課税根拠が問われる。

また、①に対する課税は実質的に法人税の引き上げである。世界的に法人税率は引き下げの動きが見られ、日本においても国際競争力の観点から平成28年度の税制改正において法人税率を引き下げたばかりであり、全体として矛盾が生じる。

②および③に対する課税は、負債・純資産側に対する課税になること、業績が赤字でも課税対象になり得ることが課題として挙げられる。貸借対照表上の資産側（左側）に計上される資産に対する課税は例えば固定資産税が存在するが、負債・純資産側に対する課税根拠を見つけるのは困難であろう。

様々な問題を抱える内部留保課税だが、実際に課税が実現すれば、税収を増やす一定の効果はあるだろう。しかし、内部留保課税は、税収を増やすことより、企業に増配や賃上げ、設備投資を促して経済を活性化させる方法として提示されることが多いようだ。内部留保に課税すれば、企業が利益を残さないように何かしらの形で支出を増やすに違いない、という前提のようだが、容易な支出は過剰雇用・過剰設備を生む可能性もある。特に上場企業に関しては、近年中長期的な企業価値の向上が求められており、目先の節税のためだけに支出を増やすことに慎重な企業もあるだろう。内部留保課税の導入を検討する際は、その目的を明確にし、課税方法等については経済界と十分に議論することが必要ではないか。

最後に海外の事例を紹介する。海外では米国において租税回避を目的に事業上の合理的な理由なく配当を支払わず利益を留保した場合、累積所得税（Accumulated Earnings Tax）が課せられる。日本の特定同族会社に対する留保金課税のようなものであるが（次ページ表参照）、日本のように「特定同族会社」に限らず、企業に対して広く課される。ただし、米国では株主の声が強く、租税回避を目的とする配当の不支払が発生しづらいことから、適用対象となるのは同族企業に代表される、所有と経営が一体化している企業が中心とみられる。台湾は企業の未配当利益に対して未処分利益課税（Profit Retention Tax）を課す。企業が支払った税額の一部は、株主が企業から受け取った配当を含む個人所得を申告する際に、税額控除で調整される仕組みとなっている。



## (2) 内部留保に対する批判と反論

### ① 内部留保に対する批判

企業の内部留保増加に対しては「企業業績が好調であるのに対し、賃金も設備投資も緩やかな増加に留まる。企業はお金を貯めこんでいる。」という批判的な評価がなされることがある。社内留保が増えれば、結果的に利益剰余金も増え、(会計上の利益と現預金の実際の出入りは異なるものの) 現預金が増えることも多い。

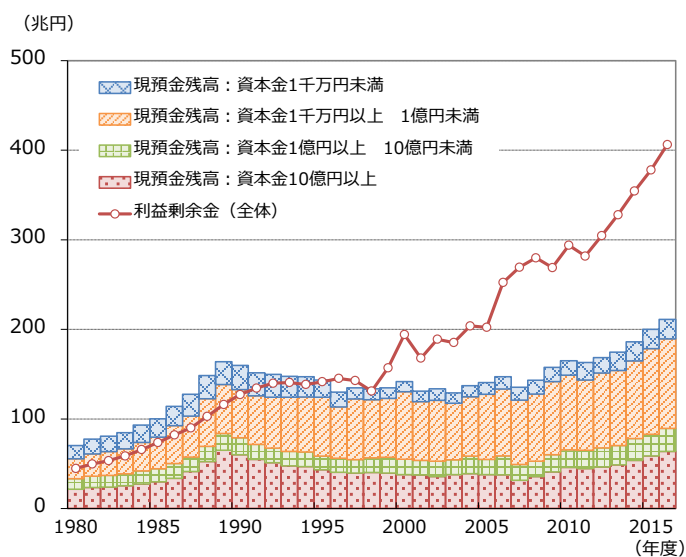
図表3の通り、日本企業全体の当期純利益はリーマン・ショックを機に落ち込んだものの、2000年代を通じて増加傾向にある。そして利益の増加とともに社内留保、利益剰余金も増加している。保有する現預金は2000年度から2016年度の間に69兆円増加した(図表4)。

一方、人件費は1990年代以降横ばいで推移しており、設備投資は2000年代半ばに大きく増えたものの、リーマン・ショック後に落ち込んでからの回復は緩やかなものとなっている(図表5)。これらのことを総合して、「企業業績が好調であるのに対し、賃金も設備投資も緩やかな増加に留まる。企業はお金を貯めこんでいる。」という批判につながっているものと考えられる。

2017年10月18日に金融庁が開催したフォローアップ会議(第11回)では、事務局からこれまでのコーポレートガバナンス改革に向けた取組みの進捗状況と、そうした状況を踏まえ、現状においてどのような指摘があるかという報告が行われた。そして、指摘が多い事項の1つとして「投資と内部留保」を挙げ、企業の利益剰余金と現預金が増える一方で、設備投資や労働分配率、研究開発費などの水準に鑑みて、企業の投資の積極性について疑義が持たれていること、また企業の手元資金の適切な水準について、投資家と企業の間で認識に差異があるのでは

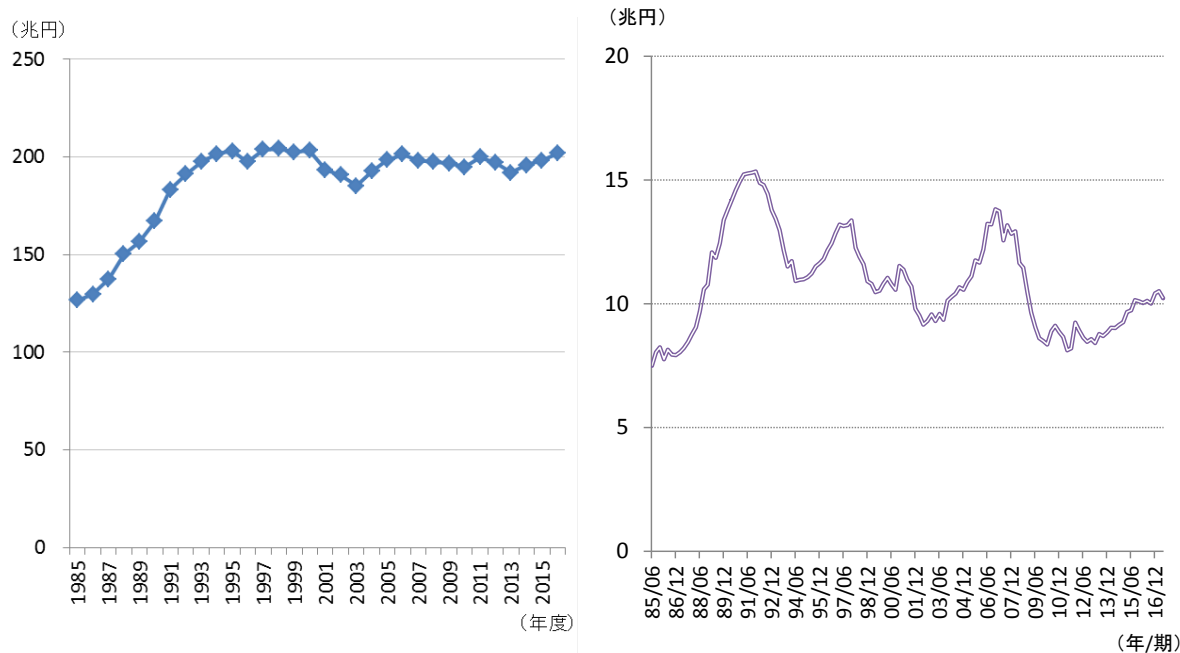
ないかとの報告が行われている<sup>2</sup>。

図表4 日本企業全体の現預金残高および利益剰余金



(注) 全産業（金融業、保険業を除く）の数値。  
(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

図表5 企業全体の人件費（左図）と設備投資（右図）



(注) 全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。人件費＝役員賞与＋役員給与＋従業員賞与＋従業員給与＋福利厚生費。設備投資は季節調整値。

(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

<sup>2</sup> 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第11回）」議事録より。(URL：[http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gi\\_jiroku/20171018.html](http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gi_jiroku/20171018.html))



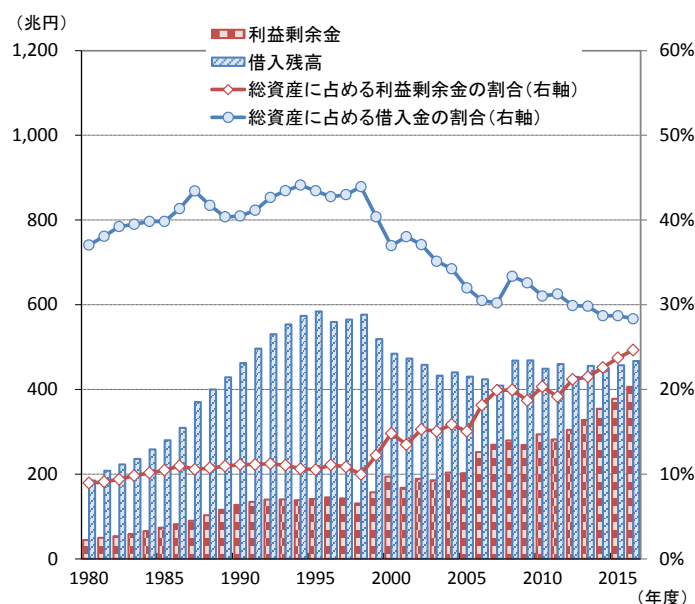
## ② 批判に対する反論

こうした批判に対しては①内部留保は現預金保有とは異なりお金を貯めこんでいるのではない、②内部留保は企業の資金調達手段の1つであり事業活動の原資となっている、といった反論がなされることが多い。

①については、まず会計規則に則って算出される利益（社内留保）と、現預金保有額の増減は一致しない。一例を挙げれば、大型の設備投資をして保有する現預金が大きく減少したとしても、会計上の費用として認識されるのは減価償却分の金額のみである。また、貸借対照表では、現預金は資産側、利益剰余金は純資産の部に計上され、金額は一致しない（前掲図表1でいうと、現預金は資産側のうち、流動資産に計上される）。

②については、企業は稼いだ利益を翌期以降の事業活動の原資として使っている。社内留保と利益剰余金は、借入や社債発行、株式増資といった他の資金調達と同じように、現預金や設備投資、不動産、投資有価証券など様々なものに姿を変えている。図表4の通り、利益剰余金と現預金残高にはかい離がある。貸借対照表上の資産の部と負債・純資産の部の各項目は相互に結びつくものではないが、仮に企業が保有する現預金がすべて企業の利益から生み出されたものだとしても、406兆円のうち195兆円（現預金残高の211兆円を除いた数値）は何かしら別の資産に形を変えていることになる。利益剰余金と現預金残高のかい離は2000年代以降に顕著になっている。この間、資産の中で大きく増加した項目は「投資有価証券」であり、これは大企業による海外子会社の設立や対外M&Aの増加が背景にあるものとみられる<sup>3</sup>。

図表6 日本企業全体の利益剰余金と借入残高



(注) 全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。借入残高は長期借入・短期借入の双方を含む。

(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

<sup>3</sup> 近年の対外M&Aの動向については太田珠美・中田理恵「収益機会を求め増加する日本企業の対外M&A」(2017年12月12日、大和総研レポート)を参照。(URL: [http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171212\\_012549.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171212_012549.html))

なお、企業の貸借対照表の負債・純資産側の変化を見ていくと、1990年代の前半をピークに、企業全体の借入は減少傾向が続き、2010年代は横ばいで推移している（図表6）。一方、その間に利益剰余金が増加しており、企業が自ら稼いだ利益を原資に、事業活動を行う傾向を強めてきたことが確認できる。1990年代以降、企業の総資産に占める借入残高の比率は低下が続いており、企業全体として見れば、財務体質は大きく改善している。このように企業が借入を減らし、資本構成を変化させた背景の1つには、1990年代後半や2000年代後半の金融危機を経て、企業が財務体質強化の重要性を認識したことが挙げられる。

### 3. 内部留保が増えることは問題なのか

#### (1) 現預金は有効に使われているのか

これまで述べてきた通り、内部留保は定義が曖昧であるものの、その増加を問題視する背景には、企業の現預金保有が増加する一方で、設備投資や人件費が伸び悩んでいることがあるようだ。しかし、設備投資や人件費の伸び悩みがマクロ経済の観点から問題になるとしても、例えば設備投資や人件費を大きく増やさず、生産性の向上などにより利益を増やせる企業は、優良企業として評価され得る。重要なのは、企業が現預金を有効に活用できているのか、手元資金の水準が適切であるか、という点だろう。現預金は現在ほとんど金利が付かず、保有しているだけでは収益を生み出せない状況にある。運転資金などある程度の現預金を保有することは必要だが、過剰に保有すると、相対的に収益を生まない資産を多く抱えることになる。結果的に、総資産利益率（ROA）や総資産回転率の低下につながる可能性がある。

#### ① 企業規模別の状況

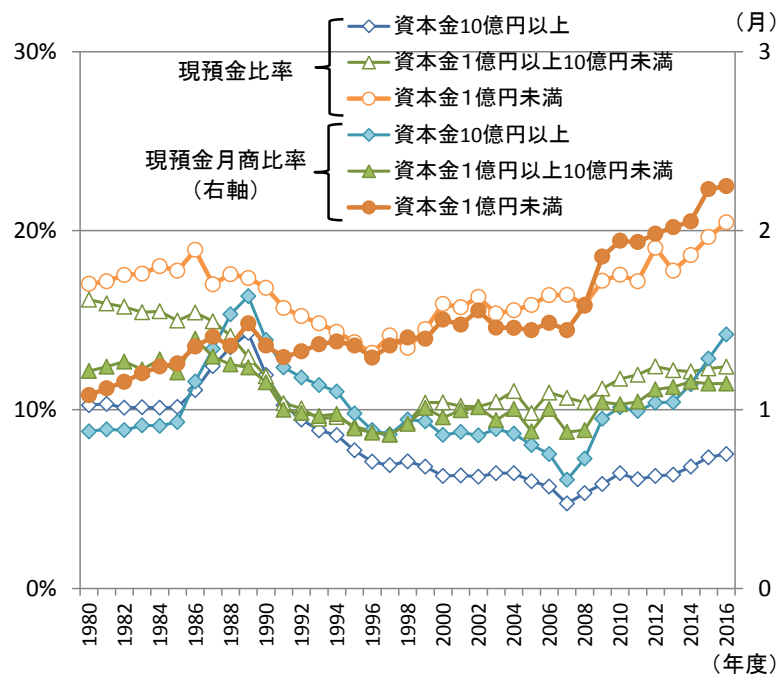
まず、企業規模別に現預金の保有状況を確認する。現預金保有額は前掲図表4の通り、全体的に緩やかに増加し続けている。しかし、企業規模（売上高や総資産）が大きくなれば、それだけ運転資金など必要な現預金は増えるはずである。そこで、現預金比率（現預金÷総資産の当期末・前期末平均）および現預金月商比率（現預金÷1か月の売上高）<sup>4</sup>の推移を見ていく。

まず、現預金保有比率だが、資本金が小さいほど高い水準で推移している。資本金の小さい企業ほど財務基盤が不安定であることから、現預金を多めに保有する傾向があるようだ。特に資本金が1億円未満の企業に関しては、1990年代後半以降、現預金比率の上昇傾向が続いていることに加え、現預金月商比率も高水準で推移している。現預金月商比率はリーマン・ショック後にその上昇が顕著であり、手元流動性確保のために現預金保有を増やしたことが窺える（図表7）。

<sup>4</sup> 売上高に対してどの程度の現預金を保有しているか、企業の手元流動性の高低を測る指標。数値が高いほど手元流動性が高いことを意味する（当該指標の分母には短期保有有価証券を含める場合もあるが、本稿では現預金のみとした）。



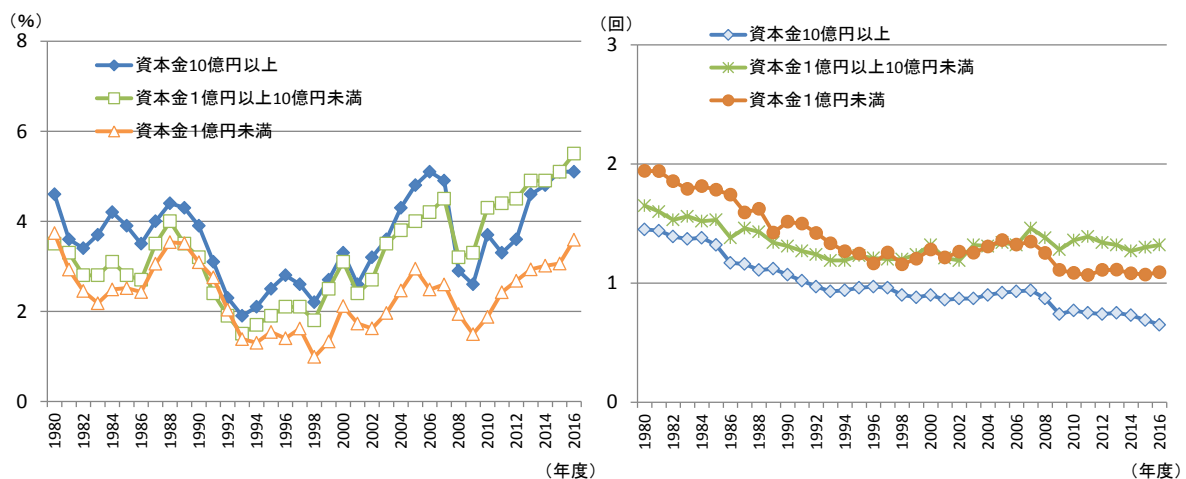
図表7 現預金比率および現預金月商比率



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

資本金1億円未満の企業のROAと総資産回転率を確認すると、ROAは2009年度以降上昇が続いており、2016年度は1980年度以来の高水準であった（ROAは総資本経常利益率を用いている）。また、総資産回転率も2010年代を通じて概ね横ばいで推移しており、現預金保有の増加が利益率や資本効率の低下をもたらしているとは言えないようだ（図表8）。

図表8 総資本経常利益率（左図）、総資産回転率（右図）

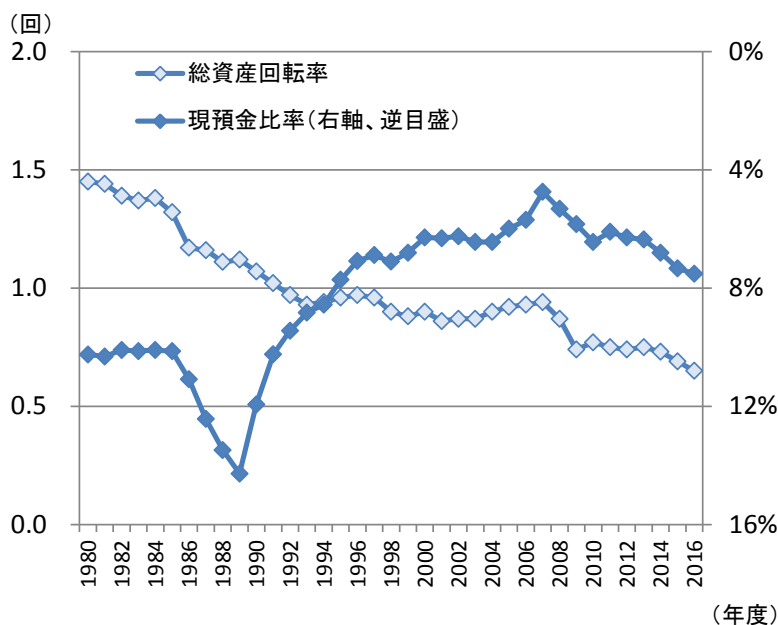


(注) 全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。  
 (出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

一方、資本金1億円以上の企業（資本金10億円以上の企業を含む）の現預金比率は、近年概ね横ばいで推移しており、過去と比較して高い水準であるとは言えない。ただし、資本金10億

円以上の企業に関しては、リーマン・ショック以降の現預金比率の上昇と、総資産回転率の低下が連動している（図表9）。また、同規模の企業の現預金月商比率は2012年度以降5年連続の上昇が見られ、1989年度以来の高水準である。資産効率および手元流動性の観点から、現預金保有が過剰である可能性がある。ROAに関してはリーマン・ショック直前の2006年度の水準まで回復しており、現預金保有の増加が利益率を低下させているとは言えないようだ。

**図表9 資本金10億円以上の企業の総資産回転率と現預金比率（図表7および図表8から抜粋・再編）**



(注) 全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の数値。

(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

## ② なぜ日本企業のROAは低いのか

過去最高水準であるとはいえ、日本企業のROAは他の先進国に比べ低いとされている。日本・米国・英国の上場企業が公表している財務諸表をもとに、その背景を確認していきたい。

過去3期分のROA<sup>5</sup>の平均値を確認したところ、やはり日本企業のROAは米国・英国企業と比べて低い（図表10）。ROAは事業利益÷総資産であり、売上高事業利益率と総資本回転率に分解できる。前者は損益計算書、後者は貸借対照表から算出されるものである。前述の通り、近年日本の大企業（資本金10億円以上の企業）において、総資本回転率の低下が見られるが、米国・英国と比べると大きな差はない。つまり、ROAの差は売上高事業利益率の差によるものといえる。ROAを米国・英国に近づけるためには、付加価値の高い製品やサービスの提供などにより粗利益率を高めることや、労働生産性を向上させることなどが重要なポイントになりそうだ。

<sup>5</sup> 会計基準の相違があるため、ROAは総資本経常利益率ではなく、総資本事業利益率を用いた。

図表 10 各国企業の ROA、総資産回転率、売上高事業利益率、現預金比率の平均値と中央値

	ROA(3期平均)		総資産回転率(回)		売上高事業利益率 (3期平均)		現預金比率	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
日本	6%	5%	0.8	0.8	8%	7%	14%	11%
米国	10%	9%	0.8	0.6	15%	14%	14%	10%
英国	10%	9%	0.8	0.8	14%	14%	9%	8%

(注1) 会計基準の相違があるため、ROA は総資本事業利益率を用いた。ROA=事業利益÷総資本(前期末と当期末の平均)、事業利益=営業利益+金融収益。総資産回転率=売上高÷総資産(前期末と当期末の平均)、売上高事業利益率=事業利益÷売上高、現預金比率=現預金÷総資産。

(注2) 集計対象は日経平均採用銘柄のうち金融などを除く 195 社(金融以外の業種においても、データの都合上、一部企業を除外している)、S&P Global LargeCap に採用されている米国企業のうち金融などを除いた 155 社、FTSE100 に採用されている英国企業のうち金融などを除く 61 社とする。

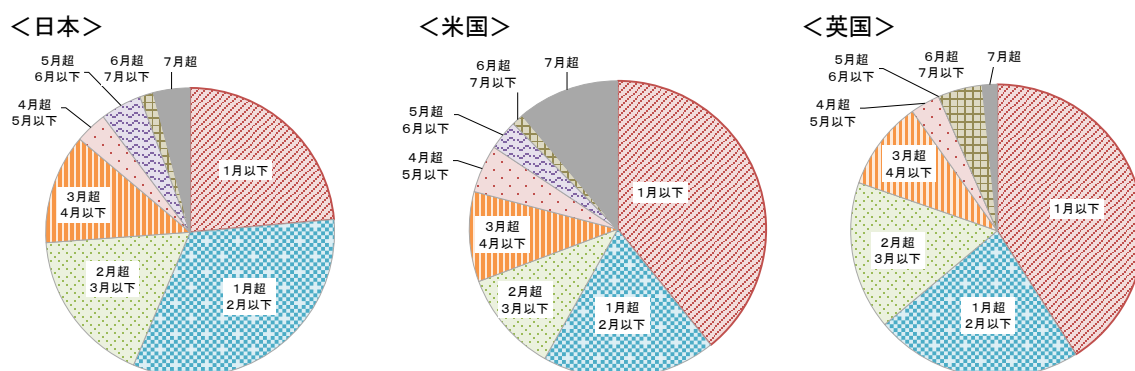
(注3) 使用するデータは 2016 年度決算(米国、英国は 2016 年決算)を基準とする。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

### ③ 米国・英国に比べ高い手元流動性

前述の日本・米国・英国の上場企業の財務諸表をもとに現預金月商比率を算出したところ、日本企業の中央値が 1.8 月であったのに対し、米国企業と英国企業の中央値は 1.5 月であった。同指標が 1 月以下の企業が、米国や英国では全体の 4 割程度を占めるのに対し、日本では 2 割程度であり、全体的に日本企業の手元流動性は高い傾向にある(図表 11)。なお、同指標が 2 月を超える企業の割合は、日本・米国・英国で大きな差はない。いずれの国においても医薬品・医療研究、ソフトウェア・IT サービス、ヘルスケアサービス分野の企業は現預金月商比率が高い傾向にある。

図表 11 上場企業の現預金月商比率の比較(左:日本、中央:米国、右:英国)



(注) 集計対象等は前掲図表 10 と同様。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

### (3) 現預金保有と資本コストの関係

現預金の保有に対してもう 1 つ留意すべき事項として、資本コストへの影響が挙げられる。企業は借入や社債発行などの負債性資金の調達と、増資や留保利益といった自己資本調達を企

業活動の原資としている。負債性資金を調達した場合、企業は資金の出し手に対して金利を支払う。自己資本調達であれば、企業は株主に対して配当を支払ったり、株式（企業）価値の向上を実現することで資金の出し手に報いる。これらは企業の資金調達に要するコストであり、企業価値にも影響を与える。

例えば、企業が保有する資産をもと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本コストで割り引いた現在価値の総和で求める（下記数式を参照）。これに基づけば、資本コストが高く（低く）なるほど、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。現預金を過剰に保有している企業は、現預金を借入の返済や社債の償還、配当支払いや自社株買いに充てて資本コストを減らし、企業価値を向上させる余地があるといふことだ。（なお、資本コストの算出方法は複数存在するが、本稿では代表的な算出方法の1つであるWACC（加重平均資本コスト：Weighted Average Cost of Capital）を使用する。）

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

$CF_t$ : 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

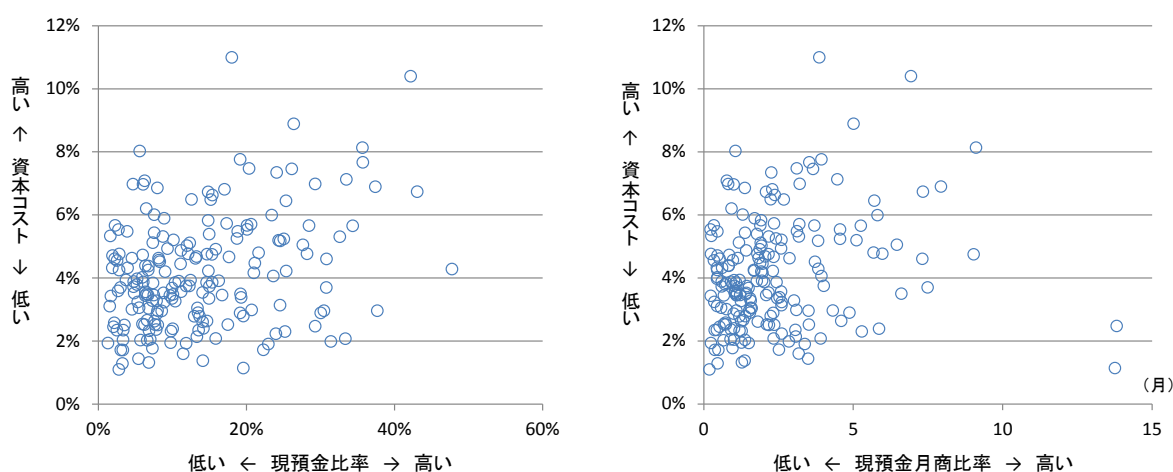
$$\text{資本コスト} = \text{負債調達コスト} \times \frac{\text{有利子負債}}{\text{総資本}} + \text{自己資本調達コスト} \times \frac{\text{自己資本}}{\text{総資本}}$$

※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 +  $\beta \times$ （市場全体投資利回り - リスクフリーレート）

しかし、前掲の日経平均採用銘柄（金融などを除く 195 社）の財務諸表と株価をもとに、資本コストを推計したところ、現預金比率および現預金月商比率と資本コストの明確な相関は確認できなかった。現預金比率が高い（低い）もしくは現預金月商比率が高い（低い）企業は資本コストも高い（低い）、という関係には必ずしもないようだ（図表 12）。

図表 12 現預金比率と資本コスト（左図）、現預金月商比率と資本コスト（右図）の関係



（注）集計対象等は前掲図表 10 と同じ。資本コストの算出方法は本文中にある通り。個別株式の  $\beta$  は過去 5 年分の株価に基づいて算出した。法人税率は 30%、リスクフリーレートは 0.03% と仮定した。

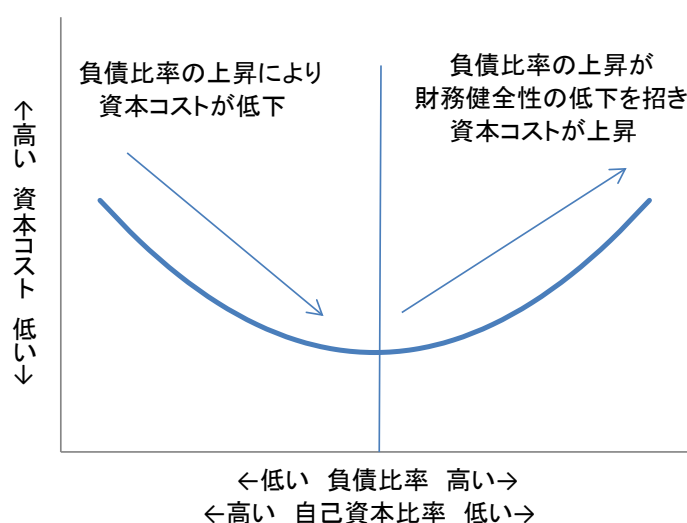
（出所）Thomson Reuters より大和総研作成

#### (4) 利益剰余金の増減が資本コストに与える影響

ここからは 406 兆円という数値が注目されることの多い、利益剰余金に焦点を当てる。利益剰余金は資本コストの観点から適切かどうか論点になるだろう。先に触れた金融庁のフォローアップ会議においても、指摘が多い事項として、内部留保の他に「経営環境の変化に対応した経営判断」が挙げられている。企業の純利益が過去最高を更新していても、ROS（売上高営業利益率）や ROA（総資産利益率）、ROE（自己資本利益率）などが米国と比較して低水準であり、経営者の資本コストに対する意識がまだまだ足りないのではないかという問題提起である。

前掲の資本コストの算出に用いられる自己資本調達コストは、株主が期待する利益率である。投資家側から見れば、株式投資の方が融資や社債投資よりリスクが高いため、株式投資の期待利益率（＝自己資本調達コスト）は、通常、負債性資金の調達コストより高くなる。負債比率が上昇しすぎると、企業の財務健全性の低下を招き、負債性資金の調達コストが上昇してしまい、資本コストを上昇させることもあるが（図表 13）、基本的には自己資本比率が上昇するほど、企業全体の資本コストは上昇する。前述の DCF 法に従えば、資本コストの上昇は企業価値の低下につながる。つまり、利益剰余金が増加すると、自己資本比率の上昇を通じて資本コストも上昇し、企業価値は低下する可能性が高いということだ。

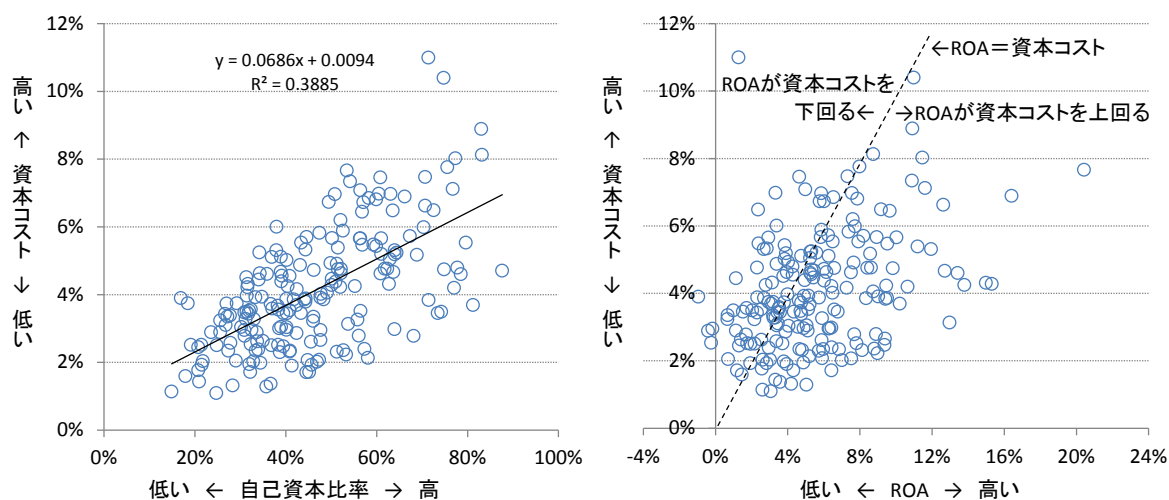
図表 13 負債（自己資本）比率と資本コストのイメージ図



(注) これはあくまでイメージ図であり、実際には左右対称にはならない  
 (資本コストが最低になる水準＝負債比率 or 自己資本比率 50%ではない)。  
 (出所) 大和総研作成

前掲図表 6 の通り、利益剰余金が総資本に占める比率は 2000 年頃から上昇が続いている（自己資本比率は 2000 年度：25.7%→2016 年度：40.6%に上昇）。財務健全性は高まる一方で、資本コストは上昇している可能性が高い。前掲の日経平均採用銘柄（金融などを除く 195 社）の自己資本比率と資本コストの関係を確認したところ、両者にはある程度の相関があることが確認された（図表 14）。

図表 14 自己資本比率と資本コスト（左図）、ROA と資本コスト（右図）の関係



(注) 集計対象等は前掲図表 10 と同じ。ROA は過去 3 期平均。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

仮に資本コストが高かったとしても、それを上回る利益を上げられていけば問題はない。しかし、ROA（3 期平均）と比較して確認したところ、全体の 3 分の 1 程度の企業は、ROA が資本コストを下回っていた。先に述べた通り、日本企業全体としては、借入を減らして、自ら稼いだ利益を原資に事業活動を行う傾向を強めてきた。財務健全性は大きく向上したと言えるが、資本コストの観点からは、これ以上の自己資本の充実には慎重になるべきなのかもしれない。

#### 4. おわりに

この数年、企業利益の改善とともに社内留保が増え、それが利益剰余金の増加につながり、企業が保有する現預金も増加していることから、内部留保の増加と結び付けて様々な議論が展開されている。現預金保有の増加は資産効率や利益率の低下を招くのではないかと懸念が持たれているが、海外と比べて現預金比率や総資産回転率が特に高い・低いというわけではなく、今すぐ是正すべき問題とは言えないだろう。米国や英国に比べて日本企業の ROA は低い、それは現預金保有そのものや資産効率性に問題があるわけではない。売上高に占める各種コストの比率が高いことが主因であり、付加価値の高い製品やサービスの提供などにより粗利益率を高めることや、労働生産性を向上させることなどが求められる。

現状、内部留保が増えることの明確な課題は、利益剰余金の増加による自己資本比率の上昇により、資本コストが上昇傾向にあることだろう。コーポレートガバナンス・コード改革の具体的な取組みとして、企業価値の最大化という観点から、適切な資本コストを実現する資本構成と、資本コストを上回る利益率達成のために何をすべきか、各企業において検討していくことが求められる。