

ISFJ2014

政策フォーラム発表論文

# 日本企業の内部留保削減を目指して<sup>1</sup>

明治大学 勝悦子研究会 金融分科会①

兵庫隆寛 飯田浩明 清田沙耶

西村浩亮 米本滉貴

2014年11月

---

<sup>1</sup> 本稿は、2014年12月13日、12月14日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2014」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、千田教授（明治大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

## 要約

我々の研究では、企業の内部留保を減らし、市場資金の流動性を高め、経済活動を活発化させることが可能な社会を目指した。そのために配当金に焦点をあて配当金を増額した企業への法人税減税というモデルを提言する。内部留保とは企業の外部に流出せず内部に蓄積された資金の総額を表し、会計上利益剰余金の項目を示す狭義と、労働総研が定義した「引当金」「特別法上の準備金」「資本剰余金」を含んだ広義の2つの定義に分別される。

本稿では法人企業統計を参考にし、内部留保がリーマンショック以降急激に増額し、ストックという観点で約304兆円にも上ること、IMFから引用したG7のグラフを参考にすると日本が他国に比べて内部留保が突出していることを挙げた。また内部留保の多様な活用先を見ると、一概に内部留保が増額していることは悪いと断定できないが、本稿では内部留保が基本的に活用されておらず、市場の流動性を高めていない。こうした現状を踏まえ、世界経済の流動性を高めること目指して、研究を進める。

内部留保は民間平均賃金や銀行との関係性の希薄化、新規設備投資の減少、日本企業のコーポレートガバナンス、配当性向の低さと密接に関連しており、この5つの要因においてバブル崩壊後内部留保額が増額したことが考えられる。

また前述した5つの要素の中で、提言が多い賃金分配、コーポレートガバナンスに関する先行研究を参考にした。それを踏まえて、本稿では日本の過剰な内部留保は配当に向けられることが妥当であると位置付けた。

本稿では、株主に対する配当金を増額した企業に対して法人税を減税とするという新規性のある提言を行う。またそのモデルのマクロ経済上の波及効果について言及したい。

キーワード:内部留保、利益剰余金、配当金、賃金、コーポレートガバナンス、法人税、設備投資

## 目次

### はじめに

## 第1章 現状分析

- 第1節 ( 1 . 1 ) 内部留保の推移
  - 第1項 ( 1 . 1 . 1 ) 日本の推移
  - 第2項 ( 1 . 1 . 2 ) 海外比較
- 第2節 ( 1 . 2 ) 内部留保の定義
  - 第1項 ( 1 . 2 . 1 ) 狭義
  - 第2項 ( 1 . 2 . 2 ) 広義
- 第3節 ( 1 . 3 ) 内部留保の体系

## 第2章 原因分析

- 第1節 ( 2 . 1 ) 雇用削減
- 第2節 ( 2 . 2 ) 企業と銀行の関係性
  - 第1項 ( 2 . 2 . 1 ) バブル崩壊後の企業の財務行動
  - 第2項 ( 2 . 2 . 2 ) 企業の銀行離れ
- 第3節 ( 2 . 3 ) 新規設備投資の減少
  - 第1項 ( 2 . 3 . 1 ) 大企業の推移
  - 第2項 ( 2 . 3 . 2 ) 中小企業の推移

## 第3章 コーポレートガバナンス

- 第1節 ( 3 . 1 ) コーポレートガバナンス
  - 第1項 ( 3 . 1 . 1 ) 日本型コーポレートガバナンス
  - 第2項 ( 3 . 1 . 2 ) アングロサクソン型コーポレートガバナンス
- 第2節 ( 3 . 2 ) 配当金

## 第4章 先行研究及び本稿の位置づけ

- 第1節 ( 4 . 1 ) 賃金分配についての先行研究
- 第2節 ( 4 . 2 ) コーポレートガバナンスについての先行研究
- 第3節 ( 4 . 3 ) 本稿の位置づけ

## 第5章 政策提言

- 第1節 ( 5 . 1 ) 配当金に関する新しいモデル
- 第2節 ( 5 . 2 ) モデル実現性の検証

## 先行論文・参考文献・データ出典

# はじめに

2014年現在、日本経済では国内外で多様な問題課題を抱えており、対外的にはアジア圏の成長、中国など新興国の人件費の高騰、他国間での紛争活動による世界経済への影響が挙げられ、対内的には原発問題、デフレーション、労働体系、少子高齢化、製造業の海外進出における産業の空洞化などといった問題が顕在化してきた。とりわけデフレーションに関しては様々議題がある。1991年日本のバブル経済は崩壊し、失われた20年といわれる消費や雇用など多方面に悪影響をもたらすデフレーションに突入し、20年にわたって経済の長期低迷に悩まされてきた。そして2008年のリーマンショック・東日本大震災で景気の減速は顕著となった。2012年12月の安倍内閣の発足後、黒田日銀総裁による、ベースマネーを2倍に増加させる異次元緩和QQEによって日本経済はデフレから脱却しつつある。しかし本年4月の消費税増税のもと実質賃金は下落し、消費は依然として弱い。これらは企業行動、すなわち円安で収益が増大しているにも関わらず、賃上げや設備投資にそれを回さず、内部留保をためていることと関連している。

そこで我々は、現在日本の抱える数多くの経済課題から、この「内部留保」に課題を絞り、企業の内部留保を減らし、市場資金の流動性を高め、経済活動を活性化させることが可能な社会を考えたい。

内部留保の解消という問題に関しては長年語られていたが、日本の根幹に深く根差した問題で、多くの解決策の提案がなされたが現在までに大きな効果は得られていない。現在内部留保は日本の法人企業統計によると、狭義で総額320兆円だと言われている。320兆円もの額が現在日本では活用されずに企業内部に残っている。確かにこの金額すべてが過剰なわけではないが、日本の内部留保は、アメリカ商務省のデータを元にした比較において、異常であることが分かる。たとえばこの中の数%でも市場に流出することで日本・世界市場に好影響をもたらすことは大きいと想像できるだろう。また内部留保の増加の背景には日本型コーポレートガバナンス、日本企業の行動が関係している。以前は世界中から崇められた日本型経営であるが、近年ではその経営形態に陰りや欠点が生じている。世界的にも見ても急スピードで成長していく中国やBRICsに対し、日本の経済成長スピードは鈍化している。この現状を打開するためにも本稿で「内部留保」を扱う意義はあると考える。

本稿では企業の「内部留保」の要因分析をした上で、それをどのように減少させれば、マクロ経済の持続的発展に資するか、という観点で分析を行う。そして結論としては、配当比率を高めた企業に法人税を減税するという、画期的な提案を行う。

構成は以下のとおりである。第1章では日本企業の内部留保を現状分析する。大きく3つの節に分け、まず、日本の内部留保を法人企業統計を基に時系列で検討する。まず最初に欧米諸国との海外比較をすることで日本の立ち位置を相対的に理解し、次に、会計法上の内部留保の定義を明瞭にする。内部留保は文献によって定義が異なり把握することが難しいが、我々は狭義と広義に分け、明確化する。最後に狭義と広義に分類した内部留保をさらに分解していくことで具体的にどの要素に課題があつて内部留保が高まったのか、検討する。

第2章では、先の第1章での分析を基に増大した5つの原因を抽出する。第一にバブル崩壊後の長期にわたる雇用削減である。第二は企業と銀行の関係性であり、関係性の変化をバブル崩壊後と景気回復後の二つに分けて検討する。第三は新規設備投資の減少である。法人企業統計をもとに作成したグラフをベースに有形資産への投資が減少したことを示す。第四はコーポレートガバナンスである。日本型コーポレートガバナンスとアングロサクソン型(欧米型)コーポレートガバナンスの違いを明確化した上で、日本型コーポレートガバナンスの問題点を抽出する。そして最後に配当金を取り上げ、日米の名目GDP比における配当金のグラフを用いて現状分析を行った。

第3章では、本稿を位置づけするにあたって2つの先行研究を紹介する。1つ目は内部留保を賃金分配に向けた研究であり、内部留保を労働者へ賃上げという形式で分配する提言を持った先行研究を取り上げた。労働総研(2009)(2012)(2014)と山田・戸田・村上(2009)である。2つ目はG7のCorporate Governance Quality(CGQ)企業統治の質・推移を比較したIMFの資料選

考を研究として取り上げ、内部留保が増大した原因が日本型コーポレートガバナンスにあることを証明した。以上の先行研究を参考にし、本稿で位置づけでは原因分析で挙げた5つの要因からなぜ内部留保を配当金にあてるといふ政策提言に焦点をあてたのか理由を述べる。

そして第4章では配当金額を増やした企業に対して法人税減税を行う内容の政策モデルを提言した。そして政策モデルに関与する3つの立場の政府、企業、株主のメリットを説明した上で、実際にどの程度の法人税の減税が可能であるのか、配当金の増額によって株主の所得はどのくらい増額するのか、歳入がどのくらい増額するのかを平成24年度の財政金融統計の月報第738号を参考にして試算した。

# 第1章 現状分析

## 第1節 ( 1 . 1 ) 内部留保の推移

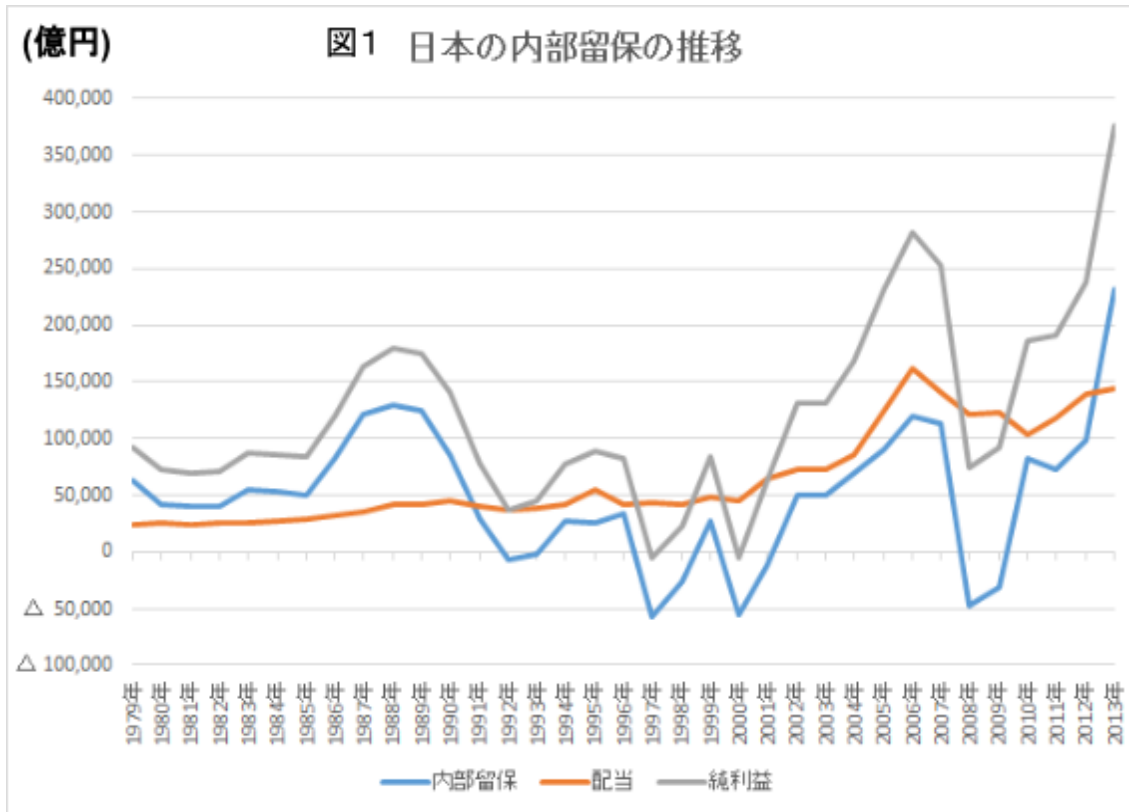
### 第1項 ( 1 . 1 . 1 ) 日本の推移

図表1は財務省が発表している法人企業統計の年次調査を基にした時系列のグラフである。図表1を基に、内部留保の増減額と、その時期に起こった経済的な出来事に関連づけながら、内部留保増減の変遷について検討すれば以下の通りである。

図表1によれば日本の上場企業が内部留保の額を大きく増やしている時期は二つの時期に見受けられる。一つ目は、1980年の中ごろから始まったバブル景気の時代であり、もう一つは2001年から始まった「いざなぎ景気」の時期とかぶっている。逆に、大きく額を減らしている時期は1997年のアジア通貨危機による不況と、2001年のITバブル崩壊の時期、リーマンショックの時期は際立って減少しているように見受けられる。また、リーマンショック後2009年ごろからは、今までに類を見ないほどに内部留保額が増えており、2013年には、内部留保額の23兆1878億円が配当金額の14兆4002億円<sup>2</sup>を超えるという前代未聞の状態になっている。

---

<sup>2</sup>財務省の「法人企業統計」の年次調査よりデータ収集。



出所：法人企業統計より筆者作成

## 第2項 ( 1 . 1 . 2 ) 内部留保の海外との比較

第1章第1節第1項 ( 1 . 1 . 1 ) で述べたとおり2009年のリーマンショック以降フローとしての内部留保は増加しており、法人企業統計年報の資産・負債及び純資産の状況を見るとストックでの内部留保額は約304兆円<sup>3</sup>にも昇る。しかし、内部留保の総額だけでは日本だけが異常であると述べる事が出来ない。ここでは海外の数値から日本の内部留保を相対的にみてみよう。

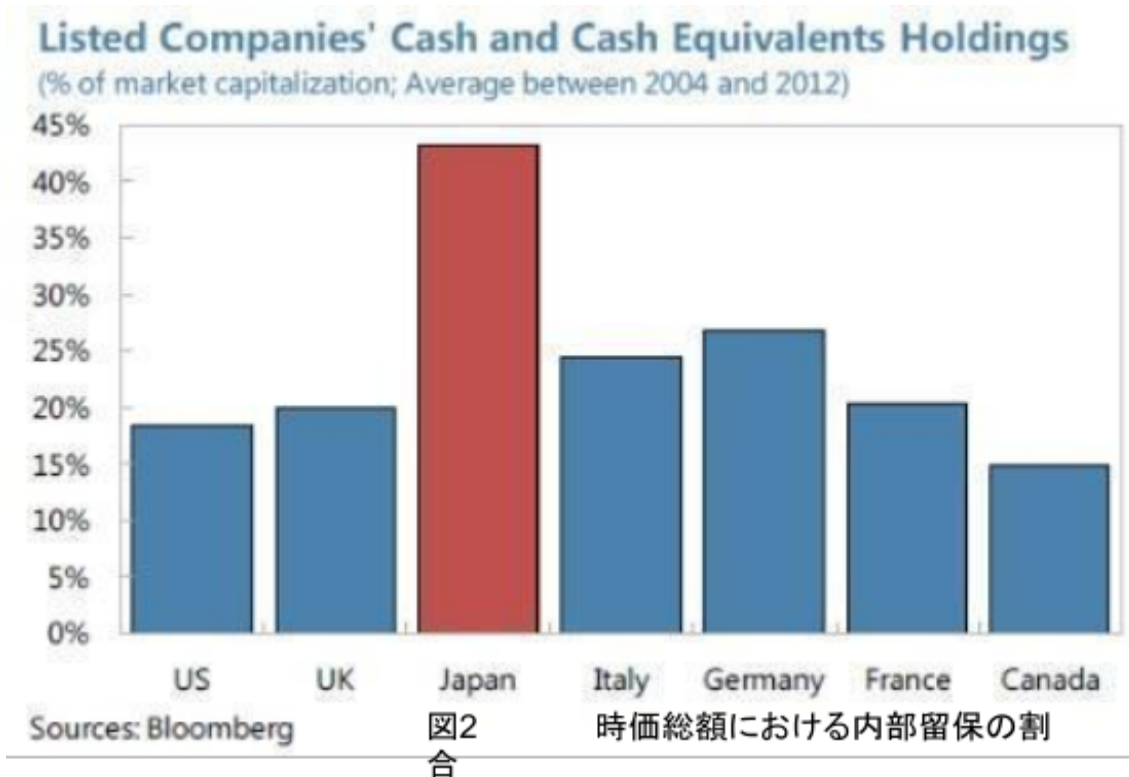
図表2は「時価総額における現金および現金同等物の保有率」<sup>4</sup>を日本以外のG7と比較したものである。2004年から2012年までの平均で40%を超える割合を示しており、一方ほかの6か国は15~27%のレンジである。このことからわかるように日本の内部留保はその企業規模に照らし合わせて比較した場合、他国よりも過大であり異常であることが見受けられる。

Aoyagi and Giovanni(2014)によれば、日本の内部留保は、特定の業界で高いのではなく、全ての業種・企業で高くなっている。中小企業 ( SME ) は元来債務が多いことに呼応して、内部留保が高かったが、近年は大企業の内部留保が急激に増大しているのが特徴となっている。特にバブル崩壊後内部留保を削減してきた大企業が、2008年9月のリーマンショック後に急激に増大させているのが、特徴となっている。

Ivanova and Raeli(2014)や、Shinada(2012)も、日本の大企業はROAを高めるための投資機会をフルには活用せず、「過剰」な内部留保を維持していると指摘している。

<sup>3</sup> 財務総合政策研究所法人企業統計「資産・負債及び純資産の状況」よりデータ引用。

<sup>4</sup> Aoyagi, Chie and Giovanni Ganelli ( ,2014 ) ,”Unstash the Cash!Corporate Governance Reform in Japan”,*IMF Working Paper* pp.4



< 出所 > Aoyagi et al.(2014) 4ページから引用。

## 第2節 ( 1 . 2 ) 内部留保の定義

### 第1項 ( 1 . 2 . 1 ) 内部留保という概念と本稿での定義

第1節で述べてきた内部留保について詳しく説明すれば以下の通りである。一言で内部留保と言っても、内部留保という言葉自体に明確な定義づけがされていないことがこの言葉の実態を把握することが困難になっている一つの原因であるといえる。

内部留保とは、その名の通り会計上企業の外部に流出せずに内部にとどまっている資金の集合のことを一般的に意味する。企業はこの留保金から新規の設備投資への資金の調達をすることもでき、また予想外の出費が必要な時には迅速かつ返済義務のない資金調達源として使用することができる。ただし、社内に留保されている金額なので、外に流れ出ることがなく、経済にはインパクトを与えない。

以上が概念的な内部留保の説明になるが、本稿ではより具体的に内部留保の会計上の範囲を限定することによって、議論をより明確にしたい。ここでは労働総合研究所が発表した狭義の内部留保、広義の内部留保<sup>5</sup>という言葉の説明しながら実態を把握していく。また、本稿での内部留保という言葉はすべて狭義の内部留保であることをここで示しておく。

### 第2項 ( 1 . 2 . 2 ) 狭義の内部留保

上述したように内部留保は大きく分けて二つの定義があるが、ここでは狭義の内部留保について説明する。狭義の内部留保は企業の貸借対照表上にある「利益剰余金」のことを指し、税引前当期純利益から税金と配当金を引いたものをいう。後述するが、広義と違って狭義の場合は、貸借対照表上の「純資産の部」にある「利益剰余金」(利益準備金+その他利益剰余金〈積立金+繰越利益剰余金〉)をさしているため、限定的な内部留保である。またその性質上、財務諸表で明確であるために公表内部留保とも呼ばれる。

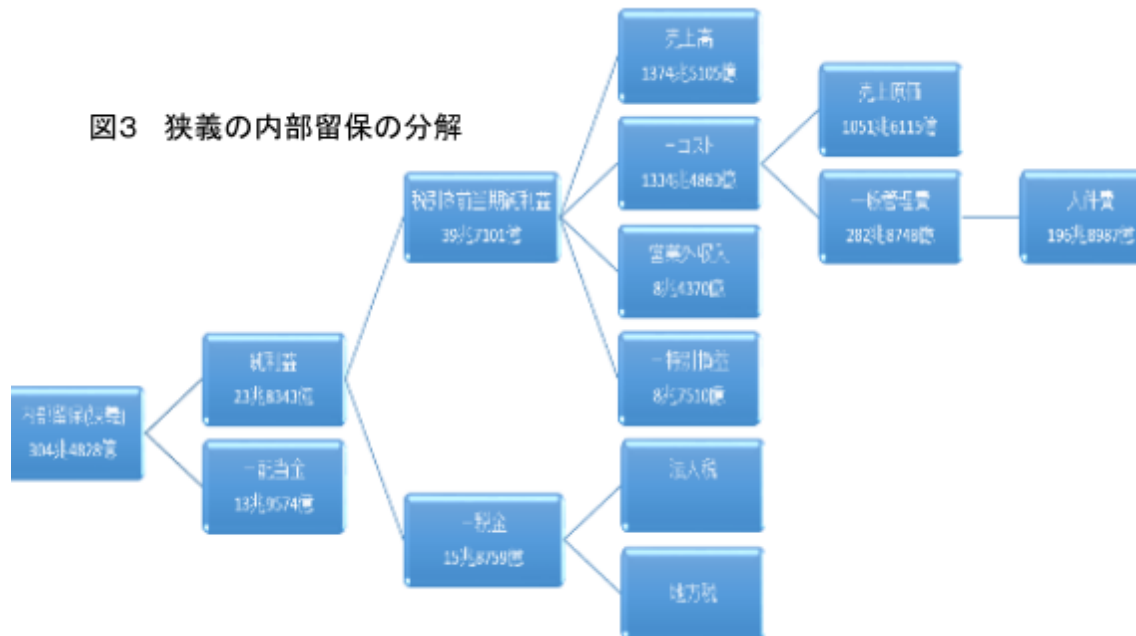
<sup>5</sup>労働総合研究所(2011)「内部留保をめぐるいくつかの議論について」

[http://www.yuiuidori.net/soken/ape/2011/data/110608\\_01.pdf](http://www.yuiuidori.net/soken/ape/2011/data/110608_01.pdf)

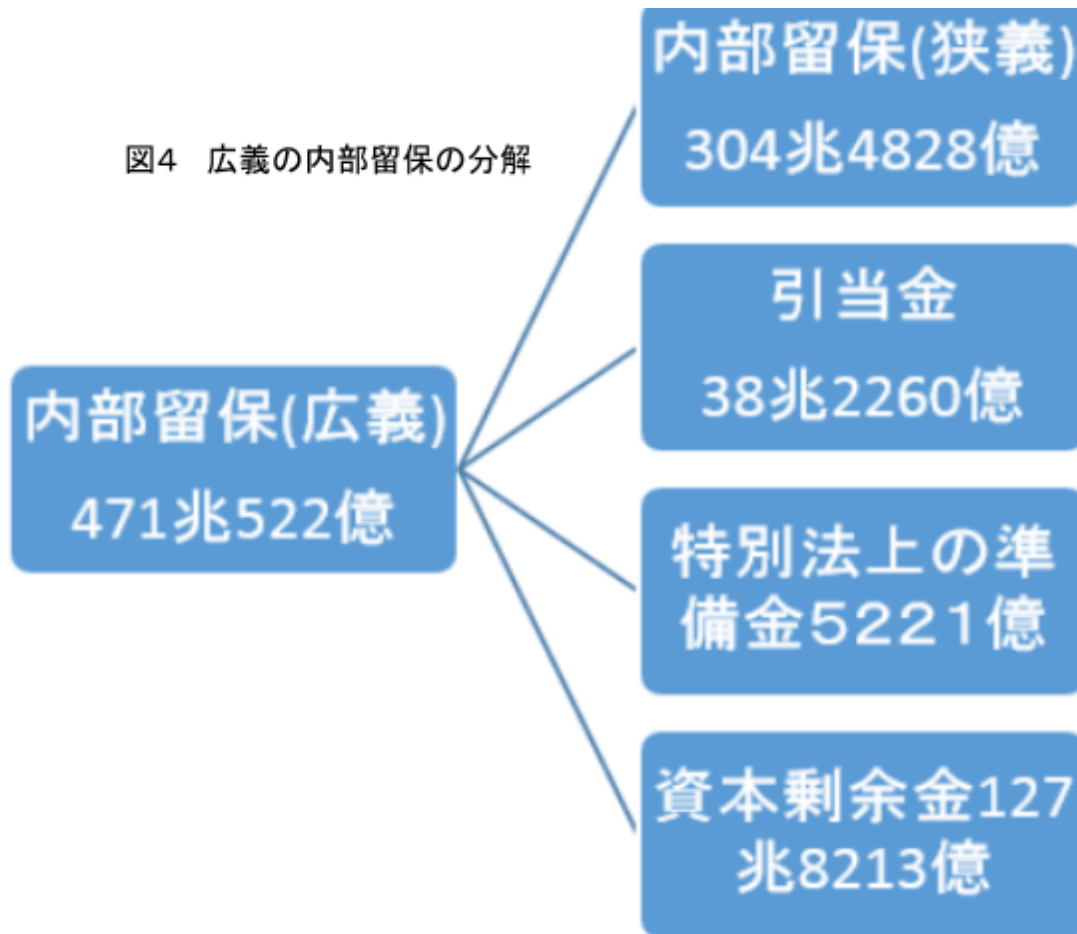
### 第3項 ( 1 . 2 . 3 ) 広義の内部留保

次に広義の内部留保についての定義を説明する。広義の内部留保はその性質上その実態が掴みにくいいため、ここでは労働総研の定義を改めて紹介したい。『労働総研は、内部留保は「狭義の内部留保」にとどまるものではないと考えている。企業は、隠れた利益の蓄積を含む実質内部留保をため込んでいるからである。実質内部留保は、「引当金」「特別法上の準備金」、「資本剰余金」が該当するが、これらを含めて「広義の内部留保」とされている。(図表1「内部留保の内容」)』第3節の分解図で広義の内部留保の中身を分解して説明していくが、特別損益が引当金に関連していることなどにより、広義の内部留保の額を出すことが難しくなっていることから、本稿では狭義の内部留保を「内部留保」と定義する。

### 第3節 ( 1 . 3 ) 内部留保の体系 ( 数値は平成24年の値 )







<資料> 財務省「法人企業統計」をもとに筆者作成。

図表4は広義での内部留保を理解しやすくするために要素別に分解した図である。それによると、広義での内部留保は狭義での内部留保、引当金、特別法上の準備金、資金剰余金の4つに分けることができる。

さらに狭義での内部留保は純利益と配当金に分けられる。内部留保増加した原因を読み解くためにさらに要素を分けていくと、純利益に関しては、税引き前当期純利益と税金に分けられる。税引き前当期純利益は売上高、コスト、営業外収益、特別損益に分けられる。コストとは売上原価と一般管理費に分けられ、一般管理費は主に人件費が含まれる。税金は法人税と地方税に分けられる。

これら要素を具体的に説明すれば以下の通りである。

#### ①引当金

将来に特定の費用または損失が起こることが予期されており、その発生が当期以前の事象に起因している事。また、その発生の可能性が高く尚且つその金額を合理的に見積もることができる場合にのみ、当期の負担に属する金額を当期の費用又は損失として引当金に繰り入れることができることになっている。

それは、当該引当金の残高を貸借対照表の負債の部や資産の部に記載するものである。つまり、引当金とは将来に損失が決まっている費用を当期に計上するにもかかわらず、実際に現金が流失しているわけではないので、内部留保になる性質を持っている。

#### ②特別法上の準備金

これを説明する前に、そもそも準備金とは将来見込まれる多額の支出や損失の発生に備えて準備金勘定として貸借対照表の純資産の部に積み立てる金額のことである。引当金と性格が似ているが、引当金が当期に起こりうる多額の支出、損失に備えるものに対し、準備金はあくまで将来的に見込まれる支出、損失に備えるという点で異なる。

また、特別法とは一般法と特別法と分けられるように、一般法は幅広い範囲に適用されるのに対し、特別法はより特定された範囲でのみ効力を発揮する。これは相対的であり、特別法が一般法よりも優先される。また、たとえばある例で特別法だったものが一般法に当たることもある。たとえば、民法と商法の関係では民法は一般法で商法は特別法にあたる。

これは民法は私人、法人のいかなる場合にも適用されるのに対し、商法は商取引の際にのみ適用されるからである。またもうひとつ例を挙げると商法と国際海上物品運送法を比較すると、前者が一般法で後者が特別法である。これは前者は商取引一般に適用されるのに対し、後者は海上取引においてのみ適用されるからである。

以上をもとに、いま一度特別法上の準備金を定義し直すと、特別法においてのみ規定される条件下で、襲来発生するだろうとされる損失、支出に対して積み立てられるお金であるといえる。

#### ③資本剰余金

新株発行などの資本取引によって増資し、発生した剰余金のことをいい、資本準備金とその他資本剰余金から構成される。資本準備金とは、株式の発行をした際調達した金額のうち、資本金に盛り込まずにおく資金のことを言う。資本金の1/2未満の金額までを資本準備金とすることができる。その他資本剰余金は資本準備金の取り崩しによって生じる剰余金のことを指す。

#### ④純利益

経常利益に、本業とは関係のない土地の売買などで発生した特別利益を足し、特別損失を引き、さらに税金を差し引いたものである。つまり、最終的に会社に残る金を表す。経常利益とは営業利益に受取利息などの営業外収益を足し、銀行に支払う借入利息などの営業外費用を引いたものである。これは会社の事業全体の利益を表す。本業が順調でも、借入金の返済や利息負担が多いと少なくなる。営業利益とは売上高から人件費や材料費、広告宣伝費などのコストを差し引いたもの。本業で稼いだ利益を表す。売上高が良くても、コストがかさむと営業利益は少なくなる。

#### ⑤配当金

会社の儲け、つまり利益から持ち株比率に応じて株主に支払われるお金である。本来は企業のものであり、株主のために利益を上げることが企業の存在理由である。なお、配当は普通配当、特別配当、記念配当の3種類ある普通配当とは、一年に一度支払われる、一般的なものである。特別配当とは特別に増益したときに特別に増益するものである。記念配当とは設立記念日や上場時など特別な出来事を記念して贈られる配当である。

つまり、内部留保の体系を細かく見ることで本稿では広義の内部留保の削減よりも優先的に狭義の内部留保に論点をおき本論を進めていく。

## 第2章 原因分析

### 第1節 ( 2.1 ) 雇用削減

第1章では、内部留保が近年急激に増えてきている現状を概観したが、本章では、増大した要因について検討する。先行研究では、内部留保を規定する要因として様々な要因が指摘されてきた。たとえばトレードオフ理論では、内部留保は現金保有のコストだけでなく便益も考慮されて決まり、中小企業ほど内部留保を持つ傾向がある。その根底には、株主と経営者の間のエージェンシー問題がある。またペッキングオーダー理論によれば、経営者は内部留保、負債、株主資本の優先順位で資金調達を考え、その結果が事後的に最適資本構成を決定する。

一方、循環的経済動向も内部留保に大きな影響を与える。たとえば日本では、長らくデフレが続いたことで、根強いデフレ期待が内部留保の増大に影響を与えてきた。また、破産法制の違いも内部留保の国際的差異に影響を与えてきた<sup>6</sup>。

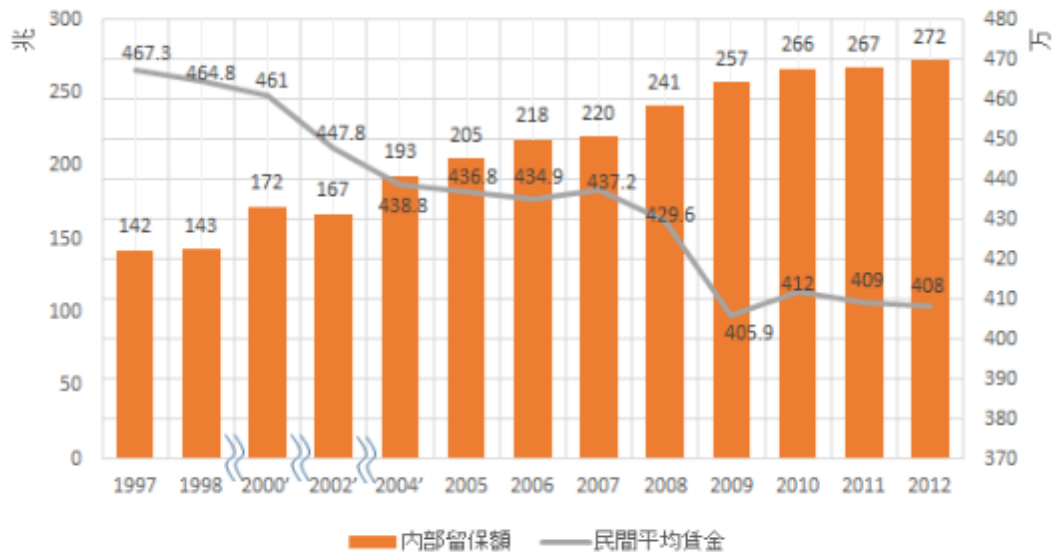
これらの要因に加え、本章では以下の5つを指摘することができる。すなわち、①雇用削減、②企業と銀行の関係性③新規設備投資の減少④日本型経営、及び⑤配当金である。

このうちまず「雇用削減」について検討すれば以下の通りである。

図表5は、2014年国民春闘白書による内部留保額と民間給与実態統計調査による民間平均賃金を1997年から2012年まで示したものである。

<sup>6</sup> 木下信行(2012)「我が国企業の低収益性等の制度的背景について」IMES discussion paper series 2012-J12

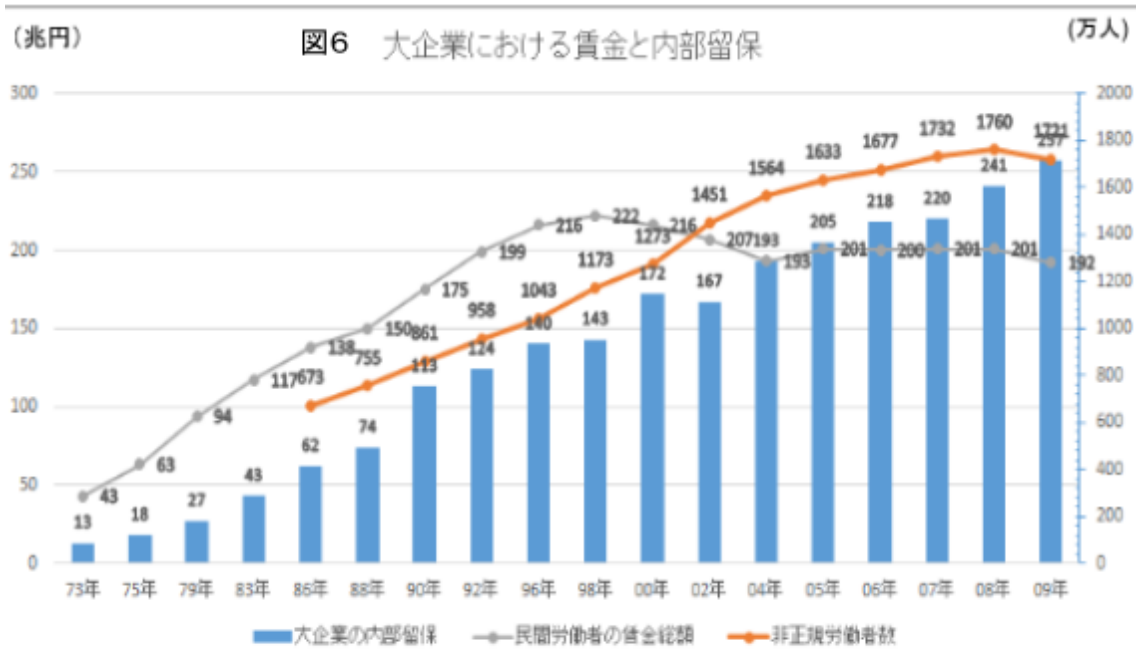
図5 大企業の内部留保と民間平均賃金の推移



内部留保額は『2014年国民春闘白書』、民間平均賃金は国税庁『民間給与実態統計調査』から筆者作成

景気悪化に伴う大企業の売上減少に対応し税引き前当期純利益の額を保つために、コスト削減が図られ、労働者に支払われる賃金が削減の対象となり低下していることが見て取れる。2009年のリーマンショック時には405.9万円とここ15年で最も低い値となっており、景気低迷時に大きな影響を受けていることもわかる。2012年には408万円と2009年以降の下落しており、この傾向は今後も続くと思われている。

その一方で棒グラフであらわされているものが内部留保額の推移である。民間平均賃金とは反比例的に右肩上がりで見られ、2012年には272兆円に達している。現在、2014年には300兆円を超えた額となっており雇用削減によってコストカットに成功した企業が企業体力としての内部留保の上乗せを行っていることがこのグラフから推測することが出来る。



(注) 内部留保は資本準備金、利益剰余金、引当金の合計

出所：内部留保は財務省法人企業統計（資本金10億円以上の金融。保険を除く）。

企業賃金総額は国税庁「民間給与実態統計調査」

非正規労働者数は総務省「労働力調査特別調査」

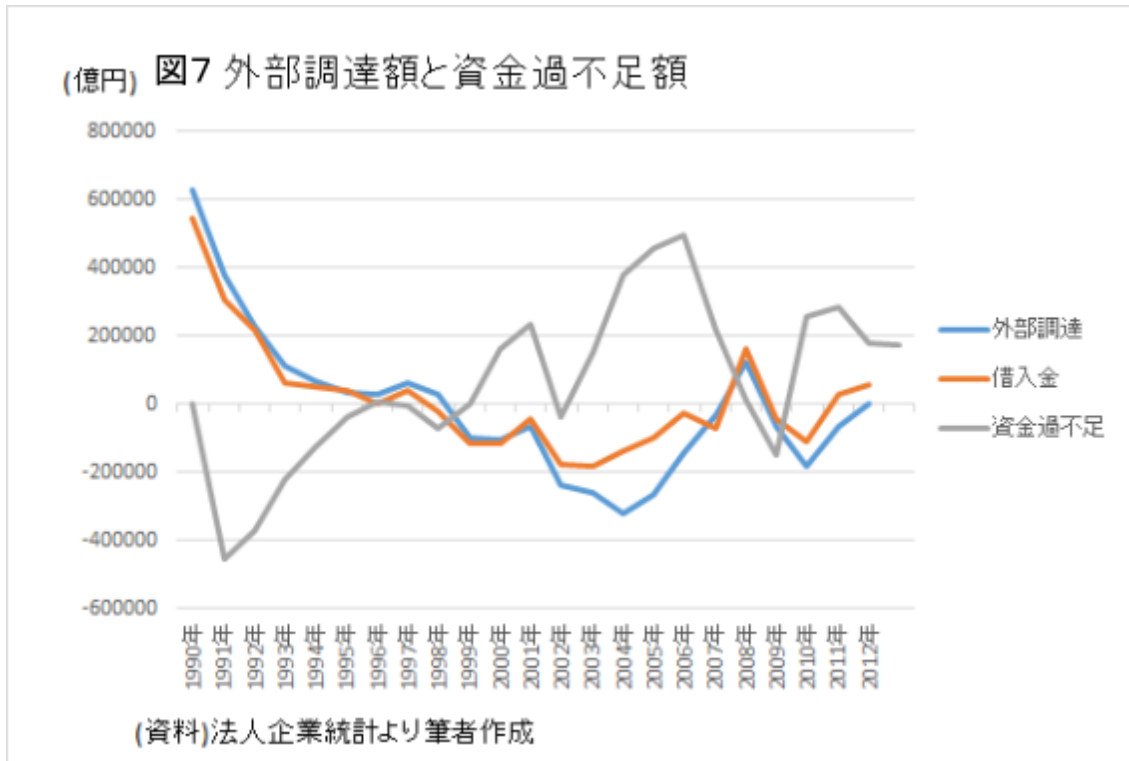
各データを基に筆者作成。

「雇用削減」をほかの指標で見ると、民間平均賃金の低下は、正規労働者への賃金削減以外にも安価な賃金で雇うことができる非正規労働者の増加とも関連している。非正規労働者を積極的に雇えるように小泉内閣で労働者派遣法が改正されたことでその人数は増大し2009年には1721万人もの非正規労働者を雇い、安価な労働者を確保し労働コスト削減に努めてきた。1998年から賃金総額は減少する一方であり、逆に大企業の内部留保額は上図と同様増加している。

このように、金融危機後はデフレが続く中、企業は賃金コストを大きく抑制し、2002年以降の景気回復局面でもそのトレンドは変わらず、内部留保が増大してきたことがわかる。

## 第2節 (2.2) 企業と銀行の関係性

### 第1項 (2.2.1) バブル崩壊後の企業の財務行動



二つ目の要因として「バブル後の財務行動の変化」が日本の企業が内部留保を溜め込んだことが指摘できる。渡辺（2011）によると<sup>7</sup>、1980年代の高度成長、バブル期と日本の経済が右肩上がりに伸びていた時、長期ビジョンを画策した企業が多角化投資やR&D投資、M&A投資、など収益率の見込みの低い分野に投資していた。しかし1990年代のバブル崩壊後、大多数の企業が経営難に陥ることになり、資金不足から資金余剰へと一転する。

図表7を見ると、バブル期に借入金・外部調達の金額が膨んだが、バブルが崩壊した1990年を契機に1998年からは資金余剰に転じ、その額も膨張することになった。

一方で銀行もバブル崩壊によって会社の倒産、土地や株の下落により不良債権を抱え込み、債権処理に労力を費やすことになり、貸し出し余力が減少した。その結果、銀行は融資条件を厳しくし、融資を渋る貸し渋りを企業に対し行うようになった。そしてバブル崩壊後、銀行の貸し渋りという資金制約により苦難した企業は、投資内容を審査する銀行からの融資を控えるようになった。このことを「銀行離れ」呼ぶことができるが、これについて概観すれば次項の通りである。

## 第2項 (2.2.2) 企業の銀行離れ

一般に銀行離れとは、特に80年代の金融自由化以降に見られた現象で、信用力の高い企業は社債など証券市場で資金調達を行うことができるので、銀行に頼らない資金調達が可能となった。しかしここでの銀行離れとは、銀行の貸し渋りにより企業の資金調達が困難を極める時に、すぐ引き出せるように現金・有価証券・株式・社債という形で手元に保有するようになったことをいう。

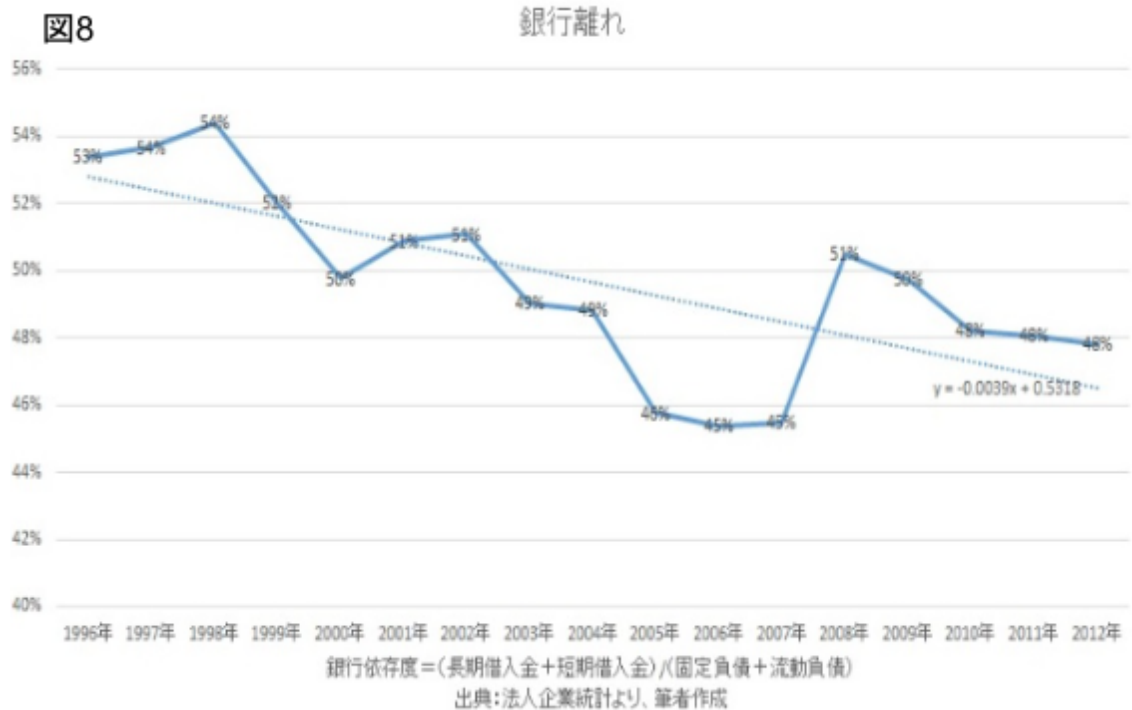
図表7の資金過不足と外部資金調達額のグラフを参照すると、バブル崩壊後、資金過不足がグラフ上で最大となった1992年を機に外部調達額(増資+社債+借入金)が減少し、1998年から減少つまり資金余剰が借入金の返済にあてられている。それ従って外部調達額の大半をしめる借入金(長期借入金+短期借入金)が外部調達額と同じように減少、つまり返済にあてられていた。しかし中国の景気拡大のもと日本経済も「いざなぎ景気」が続き、再び資金不足となった。しかし、2008年のリーマンショックを機に再び返済に転じるが、バブル崩壊時と比べると振れ幅が小さく、バブル崩壊後、銀行からの融資を控えていたことが見受けられる。つまり外部からの資金調

<sup>7</sup> 渡辺（2011）『ROE革命』52 - 53ページ。

達、金融機関からの借入金を必要としない資金余剰の状態であったことが指摘できるすなわち金融機関を介さない資金運用、銀行離れが利益剰余金をはじめ内部留保で賄われていたことが考察できる。

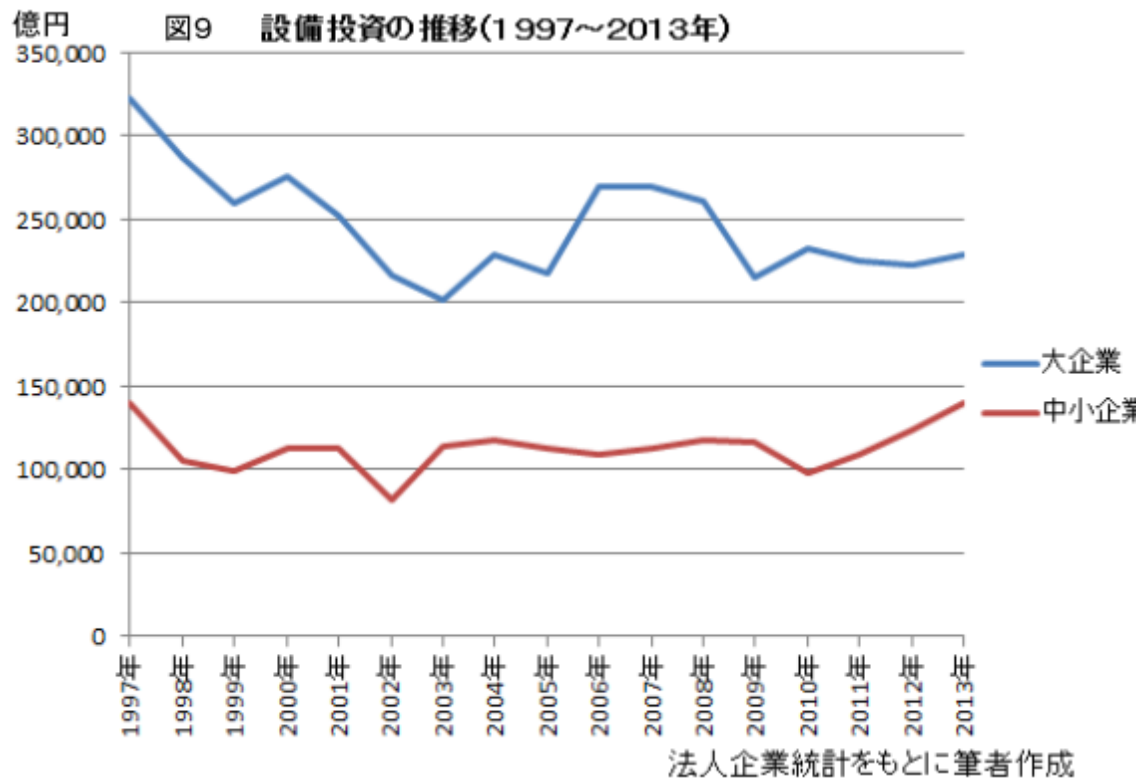
図表8は、銀行離れについて、時系列化したものである。ここでの銀行離れとは、企業が会社を運営する資金を外部から仕入れてくる負債のなかで銀行からの借入金の割合が減少していることを指す。

図表8によると、多少の増減はみられるが全体として減少傾向であることが読み取れる。これは企業が銀行の借入額を年々削減しているといえるだろう。



### 第3節 (2.3) 新規設備投資の減少

第三は「新規設備投資の減少」である。これは景気動向、最終需要の動向、などに左右されるが、内部留保に大きな影響を与える。図表9は法人企業統計の年次別調査をもとに資本金一億円以上の企業を大企業、一億円未満の企業を中小企業とし、それぞれの設備投資の総額の推移を比較したものである。大企業、中小企業それぞれについて近似曲線を描けば、大企業は設備投資額がトレンドとして減少し、反対に中小企業は増大していることがわかる。それぞれの状況を概観すれば以下の通りである。



<資料> 財務省「法人企業統計」をもとに筆者作成。

### 第1項(2.3.1) 大企業の設備投資の推移

まず、大企業の推移を見ると、1997年は32兆2580億円の設備投資があったが、2003年には20兆2072億円まで減少し大企業が設備投資の削減を押し進めてきたことがわかる。2013年には22兆9147億円と2003年ほどではないが全体的に右肩下がりの推移となっている。2003年にもっとも低い値を表しているのは、2000年のITバブル崩壊を契機に年々下がったことが指摘できる。

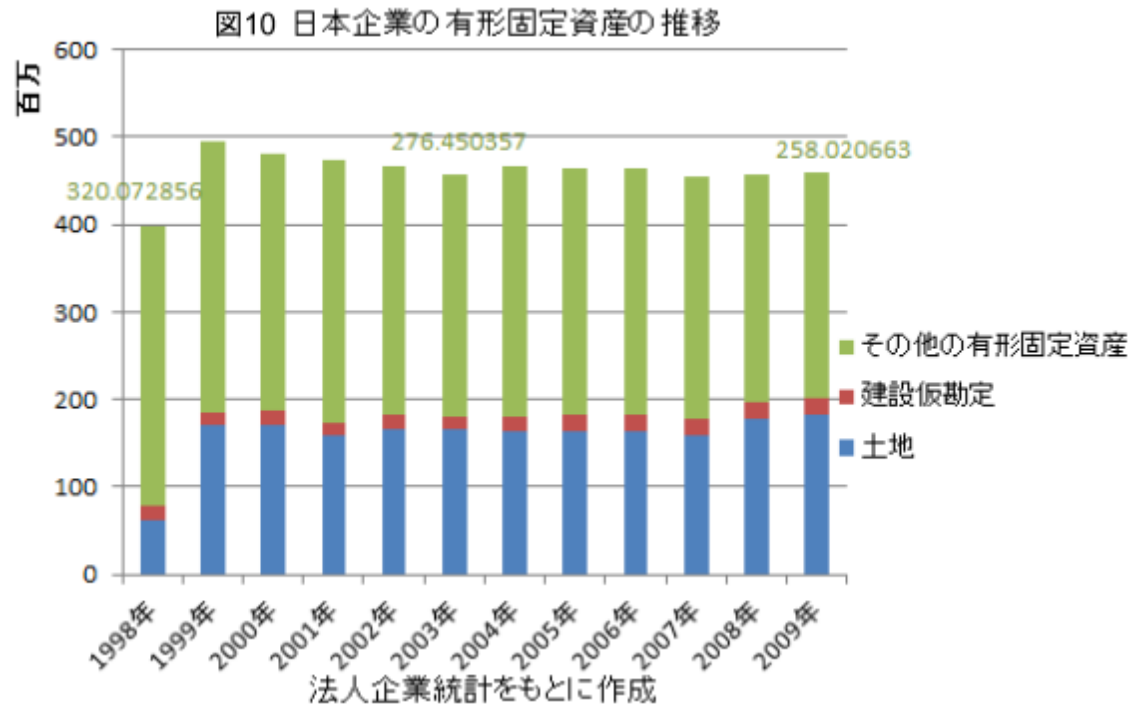
林原行雄(2006)によれば、「十分に採算に合う、すなわち超低金利下にあっても資本コストを十分に上回る投資収益が見込まれる新規の投資案件が産業全般で少なかったことを示している。」<sup>8</sup>と述べられているように、銀行借り入れの面で企業は資金調達の制約を受けていたわけではなく、資金ポジションが余剰であった2000年代に投資が沈静化していた。2003年以降は上向きになり、2006年の「量的緩和」およびゼロ金利政策終了まで設備投資は増えていた。景気が上向きになった2007年までは増大したが、リーマンショック後に再び低下し、緩やかな低下傾向を辿っている。

### 第2項(2.3.2) 中小企業の設備投資の推移

中小企業の推移は横ばいである。設備がきちんと稼働しなければ、ゴーイング・コンサーンとしての企業は存続できない。設備投資が総じて低迷したといっても、減価償却と同じか下回る水準で推移していた。これは、多くの中小企業が新規の設備投資は控えたが、能力維持や修繕のための設備投資を実行していたことを示唆するものである<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> 林原行雄(2006年)『財務からみる企業行動：資金余剰下の企業金融とコーポレート・ガバナンス』(魁星出版、2006年)69ページ

<sup>9</sup>同上



図表10は有形固定資産の推移を示している。図表10からも明らかなように、中期的に減少していることはフローでの新規の設備投資が減ったことを表している。

財務省の法人企業統計のデータを参照すると1998年時点では320兆728億5600万円の有形固定資産があったが、2009年258兆206億6千3百万円と約62兆円もの減少が見取れる。これは結果だけを見ると能力維持や修繕のための設備投資を行っていたが新規の設備投資はあまり行ってこなかったことが見て取れる。

## 第3章 コーポレートガバナンスと内部留保

### 第1節 (3.1) コーポレートガバナンス

第三章で概観したように、景気循環は内部留保に大きな影響を与えた。本章ではより制度的な要因であるコーポレートガバナンスと配当政策に焦点をあてる。

様々な先行研究によれば、「良い」コーポレートガバナンスは、内部留保を減少させる。通常内部留保が大きければ、マクロ経済ショックに対し強靱となる。これは経営者、株主双方にとって望まれることである。しかし、内部留保が多いことが、経営者、株主双方にとって、コストと便益が一致するとは限らない。企業統治が効いていなければ、経営者は保身のため、より多くの内部留保を持つ誘因もある。

この意味で、日本の企業が内部留保を溜め込んだ4つ目の原因として「日本型コーポレートガバナンス」を指摘することができる。日本型コーポレートガバナンスとアングロサクソン型(欧米型)コーポレートガバナンスの違いが内部留保の間接的な原因になっている。つまり、日本型コーポレートガバナンスが内部留保を容認する形を作り上げたということである。

まず、コーポレートガバナンスの定義を紹介する。コーポレートガバナンスとはステークホルダー(利害関係者)、によって企業の統制、監視を行う仕組みの事を指し、コーポレートガバナンスを高めるといのは企業統治を高めることをいう。

#### 第1項 (3.1.1) 日本型コーポレートガバナンス



日本型のコーポレートガバナンスの特徴は端的に言えば株主利益よりも従業員、会社の利益を優先するスタンスである。また日本型コーポレートガバナンスを説明する上で「終身雇用」という言葉が鍵となる。「終身雇用」とは、一度入社したら、自主的な場合を除いて会社側から労働者を解雇することは基本的にありえない雇用体系である。

会社とは、株主から集めた資本金を元手に、さまざまな事業もしくはサービスを行い、利益を生み出す組織である。実際に利益を生み出すのは株主自身ではなく、人的資本つまり従業員である。終身雇用が前提だった時代においてはOJT ( On the Job Training)のような就職後の投資も無駄にはならず、効率的な雇用形態であったが、同時に1人の労働者を40年長、首を切ることなく雇い続ける必要があるので業績が悪化した際に備え、一定額の貯蓄をしておく必要があった。

そのため日本型コーポレートガバナンスは株主の優先順位が低く、従業員の雇用を守ることが永続的な企業を守ること(ゴーイングコンサーン)になると考えられてきた。株主<従業員、会社の構図が日本型の特徴である<sup>10</sup>。

## 第2項(3・2・2) アングロサクソン型コーポレートガバナンス

### (1) 日本型とアングロサクソン型の違い

アングロサクソン型(欧米型)のコーポレートガバナンスは日本型コーポレートガバナンスに対してまったくの逆である。端的に言えば、従業員や、会社よりも株主利益を最優先に考えるスタンスである。先ほども述べたが、会社は株主の資金によって運営されており、会社は株主のものであるために株主のために尽力することが至上命題である。アングロサクソン型コーポレートガバナンスの特徴は経営者と従業員が乾いた関係にあることで、アウトサイダーの経営者、すなわち「外部取締役」が存在することである。

日本型のコーポレートガバナンスは取締役の扱いは、係長、課長、部長のような昇進ステップの1つに過ぎないが、アングロサクソン型コーポレートガバナンスの場合、取締役は従業員を監査する立場にあり、またより強固にする意味で外部から取締役として招き入れることが多い。そうすることで会社の資本が十分に活用され、また無駄な使用がないかチェックが入る。その中で不要と判断されれば従業員は解雇さえることもあるし、採算の合わない事業は分離廃止されたりもする。

日米間のコーポレートガバナンスの違いが内部留保の間接的な原因になっていることは上述の通りである。日本型コーポレートガバナンスの企業は倒産のリスク回避資金としての内部留保の側面も持つ。会社が緊急の事態に陥ったときに銀行からの借り入れには株主の承認が必要で、即日調達には内部留保が最適である。日本企業は内部昇格者が役員をほとんどを占めるため積極的に株主配当にまわそうというインセンティブが生まれにくい。

### (2) 株の持ち合い

また日本企業がこのような経営を継続的にできてきた背景に「物言わぬ株主」の存在も欠かせない。なぜ日本の株主は企業の経営に口を出すことは少ないのだろうか。理由のひとつには上記のとおり、株主の代表である外部取締役がその会社のOBや関係者であることが多いことから経営側に意見をだしても無駄であると考えてしまう人が多いというケースである<sup>11</sup>。

しかしより大きな理由として企業間の株式の持合があげられる。株式の持合とは企業同士、あるいは企業と銀行がお互いの株式を保有しあうことによって企業の株式の安定化を目的とした経営手法の一つである。多額の株主を相手に購入してもらうことにより、自社株が競合会社を買われて企業が買収されることを防ぐことが可能である。資本の固定化を目的として持ち合いを行っている企業が多く株を持っているのだから企業経営について批判をするようなことは考えられない。

このように、アメリカと違い企業の存続を最優先事項として経営を行う日本特有のコーポレートガバナンスが企業に資金をためこんだ原因となっていることが考えられる。

## 第2節(3.2) 配当金

<sup>10</sup>林原行雄(2006年)『財務からみる企業行動：資金余剰下の企業金融とコーポレート・ガバナンス』(魁星出版、2006年)

<sup>11</sup>同上

前述したコーポレートガバナンスと関連する要因として、日本企業での配当金が少ないことが指摘できる。株式会社は配当金を必ず出さなくてはならないと考えられがちだが日本ではそうではない。そして配当金は必ず多額である必要はなく、成長途中であつたり投資機会が多い会社はそれによって企業価値を高めていることになるので株主還元をしているといえる。

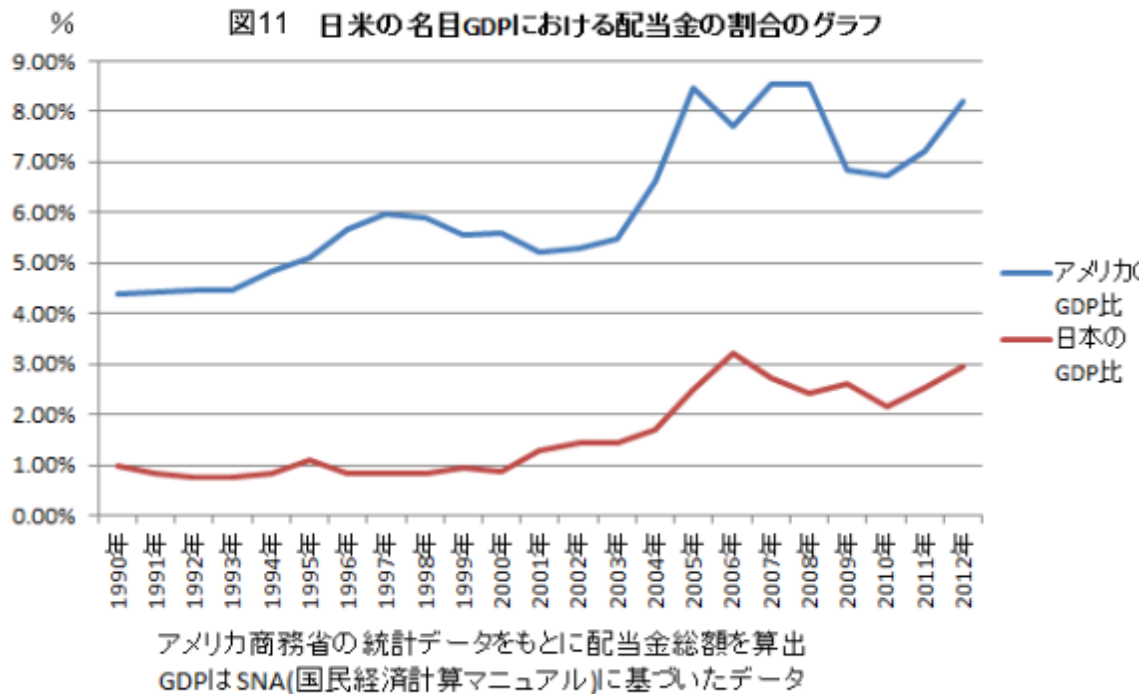
言い換えれば、留保金に相応する分の積極的な投資を行っていない企業は純利益に見合った配当金を出さなければ株主還元を行えていないといえる。それにもかかわらず、日本企業は従業員をまず第一に考える会社安定を重視したコーポレートガバナンスを行っているので、株主への配当金を増やしていく傾向は少なかった。

実際に日本はアメリカやEUの国々と比較すると配当性向が低いといわれている。配当性向は配当総額を純利益で割ることで出されるのだが2013年度の配当性向は13兆9574億/39兆7101億の約3割と海外企業に比べて低い。また2013年度の配当総額のGDP比を出して見たところ、やはり日本の配当額は少ないことが分かる。

図表11は日本とアメリカの配当額を名目GDP比で除した比率を示したものである。これを見ると分かるように日本企業が配当に付ける金額が低い。例えば、2013年のアメリカの名目GDP16兆1631億ドルに対しての配当総額は1兆3248億ドルと8.19%である。それに比べて同年の日本の名目GDP比は473兆7834億円に対しての13兆9574億円の2.94%と格段に低い。日本のGDPにおける配当額の割合は1990年から増えているが、アメリカとの差は広がっており1990年は3.37%であった差が2012年は5.25%となっているので、配当を増やす余地は十分にあるといえる。

さらに日本は有配企業が多いことが佐々木・花枝(2012)で述べられている。Fama and French(2001)によるとアメリカの有配企業率は1978年に66.5%であったのに対して1999年には20.8%まで低下しており日本の80%と比べても圧倒的に少ない。日本の有配企業が多い原因分析に関しても佐々木・花枝(2012)で実証されている。アメリカでは1980年以降無配当の新規上場企業が劇的に増えたことで企業の母数が多くなり、有配企業率が低くなったのである。

日本では新規上場企業が積極的な配当を行う傾向があることに加えて、アメリカに比べて多くの赤字企業が配当を実際に行っていること、赤字である企業が少ないことが、配当をする企業が多いことに起因する。このようなことから日本では有配企業が多いにもかかわらず、配当総額が少ないため一社当たりの配当額はさらに少ないことが予想される。ロジックツリー(仮)でも表せられているように純利益から配当金を差し引いた金額が内部留保として捻出される。だから配当が少ない日本企業は多額の内部留保をため込んでしまったといえる。



## 第4章 先行研究及び本稿の位置づけ

### 第1節 ( 4 . 1 ) 賃金分配についての先行研究

前章まででは内部留保が増加した原因について、雇用削減、バブル崩壊後の企業の財務行動、新規設備投資の減少、日本型コーポレートガバナンス、配当金などと分析した。本章では当研究の位置づけ・政策提言を明確にするために、過去に研究されてきた内部留保について振り返る。内部留保は1990年代のバブル崩壊を機に膨らみ続け、経済研究所や経済学者達に取り上げられ、2000年以降内部留保に関する研究が始まり、様々な提言がなされてきた。まず初めに論文の中で提言の多い賃金分配に焦点を当てた内部留保の活用に関する先行研究について述べたい。

労働総研は「内部留保を労働者と社会に還元し、内需の拡大を！」(2009)賃金に始めとし、さまざまな賃金上昇に向けた提言をしている。「賃上げと雇用条件改善で超円高・デフレ不況の克服」(2012)によると労働者の賃金切り下げがデフレ不況招いたとという要因を雇用者報酬・GDPの分析によって導き、デフレ不況を打開するためには内需を拡大し、従業員重視の経済構造基盤を再構築するべきだと説明した。そしてそのために労働者の賃金を1万円引き上げ、パートタイム労働者の時給を100円以上引き上げるといった内部留保を賃上げへと結びつけた提言をした。また厚生労働省「毎月勤労統計」を取り上げ、前者の提言に対しては、年間給与総額を4兆6834億円増加させると共に、家計消費需要を約2兆9974億円増加させると立証し、後者の提言では年間給与総額が1兆3390億円と増加させると共に、家計消費支出は9868億円増加すると分析した。同じく雑誌『経済』に掲載された労働総研の木地(2012)では内部留保増加のメカニズムを分析したうえで、賃上げに関しては現金給与総額がピークであった1997年と2010年を比較し14.8%低下している問題点を挙げ、現金給与総額を過去のピークである1997年度に戻すという提言をしているが、分析はされていない。最新の提言「内部留保の積み上げをやめ、大幅賃上げを」(2014)では、2000年から2012年まで積み上げられた184.6兆円に上るフローの内部留保から1年度あたりの

額である18.4兆円を算出し、2012年の従業員数で割り、平均従業員給与を元に1人当たりの賃上げ可能額を算出した。その結果、9.4%の賃上げにつながるという結果をだした。つまり内部留保の積立額を取り崩さずに、毎年の増加分のみで9.4%の賃上げが可能であると算出された。内部留保の賃金配分の影響を定量的に明示した研究内容であるといえる。

しかし内部留保を賃金配分に回す提言が主体の労働総研に対して、賃上げ提言の実行・効果に難色を示す先行研究もある。内閣府経済総合研究所による山田・戸田・村上(2009)では雇用情勢の改善が消費を通じた持続的な経済成長につながるとし、最低賃金の引き上げや非正規化の見直しといった提言に触れるも、中小企業の疲弊や雇用機会の損失につながることや人件費削減を重視する企業行動を変革することは難しいと述べた。

## 第2節 ( 4 . 2 ) コーポレートガバナンスについての先行研究

前章で内部留保が増加した原因の1つとして日本型のコーポレートガバナンスを取り上げた。本節では日本のコーポレートガバナンスを国際比較をした先行研究を取り上げる。

Aoyagi, Chie and Giovanni Ganeli(2014)によると、CGQ indexに基づく国際比較では、日本はほかのG7と比較して、低いスコアを記録しており、コーポレートガバナンスが弱い。CGQはCorporate Governance Quality (企業統治の質)の略で、企業の会計基準と透明性の改善を数値化したものである。つまり、日本のコーポレートガバナンスはG7と比較して弱い、といえる。日本のコーポレートガバナンスの質は1990年代から一定の改善はみられるようになったが、2012年現在もイタリアの次に劣って、7か国中6か国である。日本は会計基準においては他のG7と比較してすぐれているが、透明性においては他のG7の国々よりも劣っている。

日本は会計基準部門では比較的良いが、透明性の部門では劣っている。CGQではOECD平均よりも高いし、CGQのsub indexである、Accounting Standards(会計基準)、Stock Price synchronicity (株価の同時発生)においても同様にOECDの中ではスコアは高い<sup>12</sup>。

しかしながら、sub indexの1つである、earning smoothing (利益の平準化)においてはOECDの平均よりも大きく下回っている。earning smoothingとは、企業より出された財務諸表が企業の実態を隠しているかもしれないことを示唆する。

これらデータからは日本は国際比較においてコーポレートガバナンスが弱いことを示している。

The Firm Level Governance(FLG)indexは41の企業統治レベルをまとめたものだが、これによると日本のコーポレートガバナンスはほかのG7よりも低い事が示唆される。コーポレートガバナンスの強化により日本の過度な内部留保は削減させる可能性が示唆される。

## 第3節 ( 3 . 3 ) 本稿の位置づけ

内部留保を削減するには、「賃金分配」の適正化、「コーポレートガバナンスの強化」によって実現できることが示唆された。

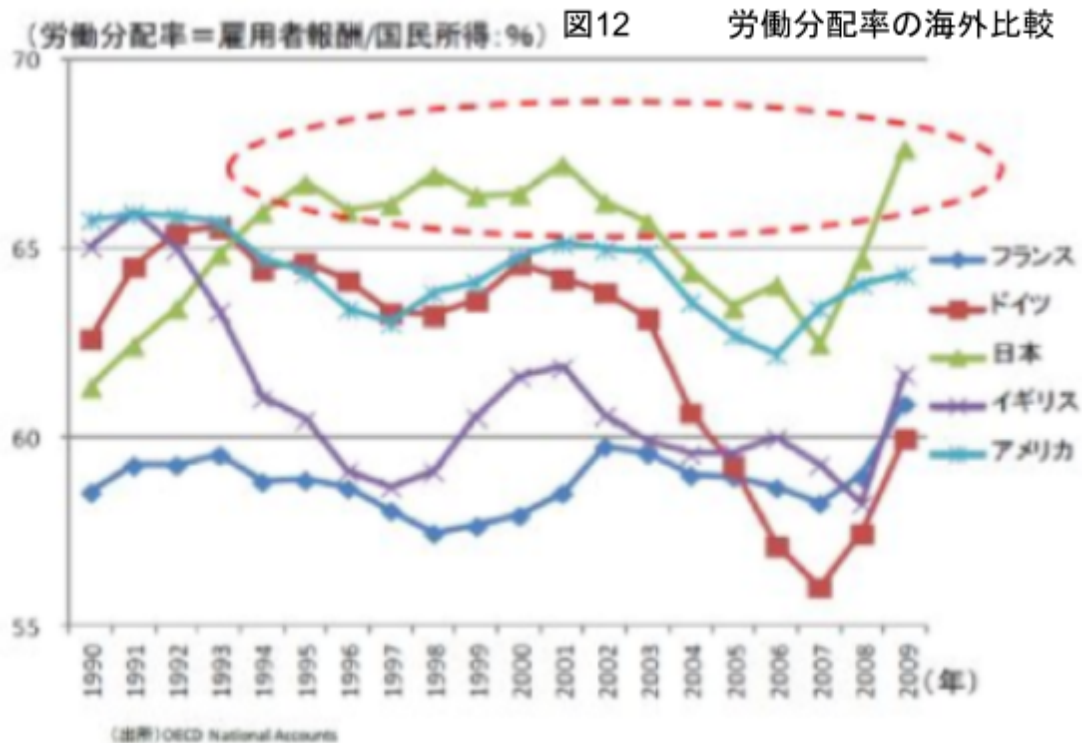
本稿では、「配当金」の増大に焦点を当てる。以下では、なぜ配当金に焦点を当てることになったのか、また他の政策ではない理由を順に述べていく。原因分析から出てきた課題について先行研究ですでに政策が述べられているものもあるが、改めてそれについて触れていくことで私たちの政策モデルの有効性を述べる。

### 第1項 ( 3 . 3 . 1 ) 解決策としての賃金分配の検証

<sup>12</sup> Accounting Standardsとは企業より公開される会計情報である。、Stock Price synchronicityとは良いパフォーマンスと悪いパフォーマンスを区別するため貧弱な統治環境が投資家の無力さを導く範囲を特定することである。

賃金の分配によって内部留保を解消することを提唱する文献は多く見受けられるが、本稿では内部留保を解消するために配当に注目した。その理由は以下の通りである。

まず、第一に下の図表12を参照していただきたい。この図表は1990年から2009年までの雇用者報酬/国民所得により導き出された労働分配率を国際比較したものである。日本の推移に注目すると、1995年から現在まで常にトップを保ち続けていることがわかる。つまり、日本の労働分配率は国際的にみるとかなり高いと言える。



(出所)産業構造審議会「経済社会ビジョン」(2012年6月)

図表13は実際の国内賃金の推移であるが、同図表によれば、1990年半ばの最高値を最後に、現在にいたるまで低下し続けていることがわかる。この事実が示すことは、日本は付加価値あたりの労働分配率が高いにもかかわらず、名目賃金水準は低下した、ということである。

このような結果が生まれた原因は、日本の生産性の低下とデフレである。本来であれば、分子にある雇用者報酬が低下すれば労働分配率は低下するはずである。しかし、分母の値が分子の低下よりもより大きく低下している場合は、逆に上昇することが考えられる。

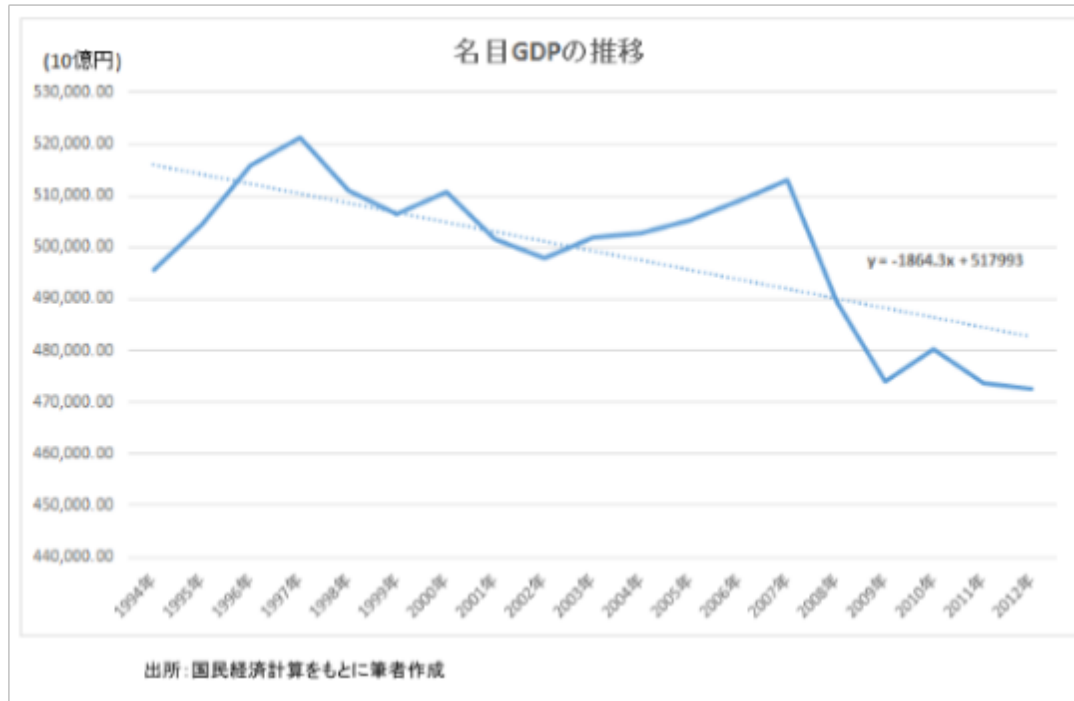
下の図表14は名目GDPの推移である。ここで筆者が注目した点は近似曲線の傾きである。名目GDPの傾きは1864.3であり、雇用者報酬の傾きは1840.5である。よって名目GDPのほうが傾きが大きいので、労働分配率の上昇の原因は、付加価値の減少に問題があるといえる。

労働分配率は生産効率の指標としても見られることがあり、労働分配率が高いということは言い換えると労働者の労働以外での付加価値の獲得率が低いということができる。以上の結果をまとめると、賃金のみが上昇し続けることは、日本の労働分配率を過度に上昇させることになるので好ましくないといえる。

そのため、日本が賃金を上昇させるには、同時に付加価値を上昇させる必要があるといえる。



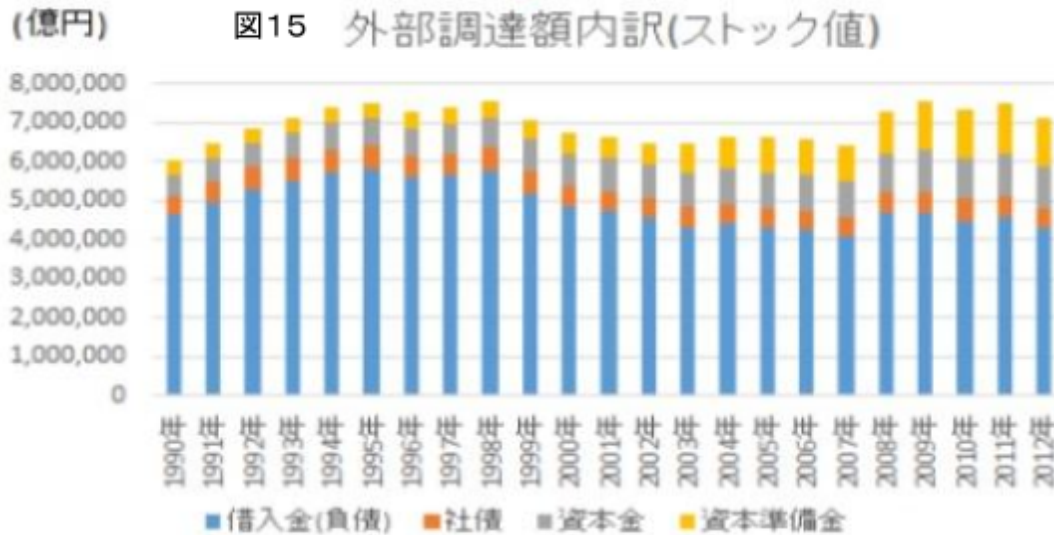
図14



## 第2項 ( 3 . 3 . 2 ) 解決策としての銀行との関係修復の検証

それでは、銀行離れ(リスク許容度合い)と内部留保について考えてみよう。銀行離れの時に説明した外部調達額と資金過不足額の図表7によれば、企業の資金過不足は、2008年に資金余剰に

転じて以来、2012年には17兆4805億円の資金余剰となった。つまり企業は資金余剰であるため、銀行から融資を受ける必要性があまりなく、内部留保を直接解消させる手段としては効果が薄い。また図表15の借入金のストック値を参照すると分かるように、企業が資金余剰へと転じた1998年以降は、2008年のリーマンショックを例外として、借入金が増加していることがわかる。また年々、資本金と資本準備金が著しく増加していることがわかる。増資を形成する資本金や資本準備金が増加しているということは、株式・社債による資金調達が増加しているということ表す。つまり、企業は資金調達の方法を銀行による借入金ではなく、株式や社債など調達手段を変えていることから銀行離れ解消は難しく、銀行と企業の関係からアプローチをした内部留保解消は効果が薄いことがわかる。



(出典)法人企業統計より筆者作成

### 第3項 ( 3 . 3 . 3 ) 解決策としての設備投資の検証

次に、内部留保の充てられる先として設備投資が効果的なのではないかということが挙げられる。たしかに企業規模拡大は経営戦略として比重を置いて考えられるところであるし、日本全体の経済成長を促すという点においても政府がそれを促進するような政策をとる必要がある。

しかし期待している収益の見込みが低いモノに対しての投資はあまり意味をなさず、内部留保を充ててまで投資に踏み切るリスクは企業が利益至上主義の行動として相応しくない。たとえそれが経営者の収益以外の何かのために投資を行うのだとしてもそればかりでは企業規模拡大には繋がらず、株主の資本の下での投資であった場合はエージェンシー問題が発生してしまいかねない。

それはコーポレートガバナンスと連関する問題にもなる。一つ一つの設備の期待収益率は異なるため統計としてデータを出すことは不可能であるが、海外と比較して賃金の高い日本国内では収益率は低く、また国内需要の低迷も新規の設備投資を行う企業の足枷となっていると言えるだろう。

### 第4項 ( 3 . 3 . 4 ) 解決策としてのコーポレートガバナンスの検証

日本の内部留保を解消するためにコーポレートガバナンスの改善は避けては通れない。そして企業によるより良いコーポレートガバナンスの促進のためにも政府が取り組んでいることが二つある。

一つ目に会社法改正による上場企業の社外取締役導入の促進を図っていることである。企業経営に口出しをできる監査役が導入されることで企業経営においての法律遵守に加えて国際社会においても活躍ができる企業成長を見込んでいる。

二つ目に日本版スチュワードシップコード<sup>13</sup>の取り入れが進んでいることである。スチュワードシップコードとはリーマンショックの反省材料として2010年にイギリスが国内で導入した機関投資家が株主としての行動規範を持たなくてはならないという指標である。これは株主による企業の経営活動の監視の役割を持ち金融庁にはこのコードの受け入れを表示している機関投資家としての企業がリストに公表されているので企業が株主との対話を積極的に行うことが求められることになる。

これに加えて2014年に導入されたJPX日経インデックス400<sup>14</sup>には投資家にとって最適な投資先を紹介するものとして新しい株価指数を表示するようになった。ここでは利益を上げている会社や健全なコーポレートガバナンスを行っている上位400社が評価されるようになっている。株式を購入する際にも参考にされることから順位を競い合い日本国内での企業価値を高めあうことが見込める。

このように企業の内部からは社外取締役の設置、外部からは企業価値の向上を催促する政策がすでに実現しており、本稿では違う観点から政策提言を行う。

## 第3章 政策提言

### 第1節 ( 3 . 1 ) 配当金に関する新しいモデル

第2章第3節の本稿の位置づけで示したように日本の過剰な内部留保は配当に向けられることが妥当である。しかし市場経済においては規制などで配当金を増やすように促すことはできない。それでは政府と企業の相互利益が得られない理由から、企業側に配当を実行するインセンティブが生まれにくいからである。政府がどのようなアプローチをすればプレイヤー(株主、政府、企業)の三者に対して相互利益が与えられるのだろうか、ということについて以下で新しいモデルを提言したい。

図表16のようにプレイヤーとして先ほど述べた「株主」「政府」「企業」の三つがある。ここで注意しておきたいのは機関投資家の存在である。機関投資家は企業であるとともに株主でもある。それ故、このモデルの場合どちらに区分するのかという問題が生じる。

基本的に三角モデルの下二つに関しては両面性を有しても政府を一度仲介することで利益が得られるモデルであるため明確な区分は必ずしも必要ではなく、むしろ状況に応じてロールプレイングすればよい。本題に戻るが、この三者の相互利益、つまりメリットが生み出されるようにする初めの一手として「政府の確約」が必要になる。その内容は「企業が配当金の額を増やせばそれに応じて法人税の引き下げを個別に行う」という約束である。その約束によって企業の配当意欲は少し高まるだろうが、これだけでは企業のインセンティブはまだ生まれにくい。

次に、配当金の額を増やすことで株主へより多くのお金が渡る。部分的ではあるが内部留保が市場へと流動する初歩である。企業のメリットは法人税減税だけではないだろう。配当金は株主が株を選択する1つの要素であるので、企業が配当金を増やすことは、他企業との差別化を図ることができる点で多くの投資家を呼び込むことができるということを意味する。

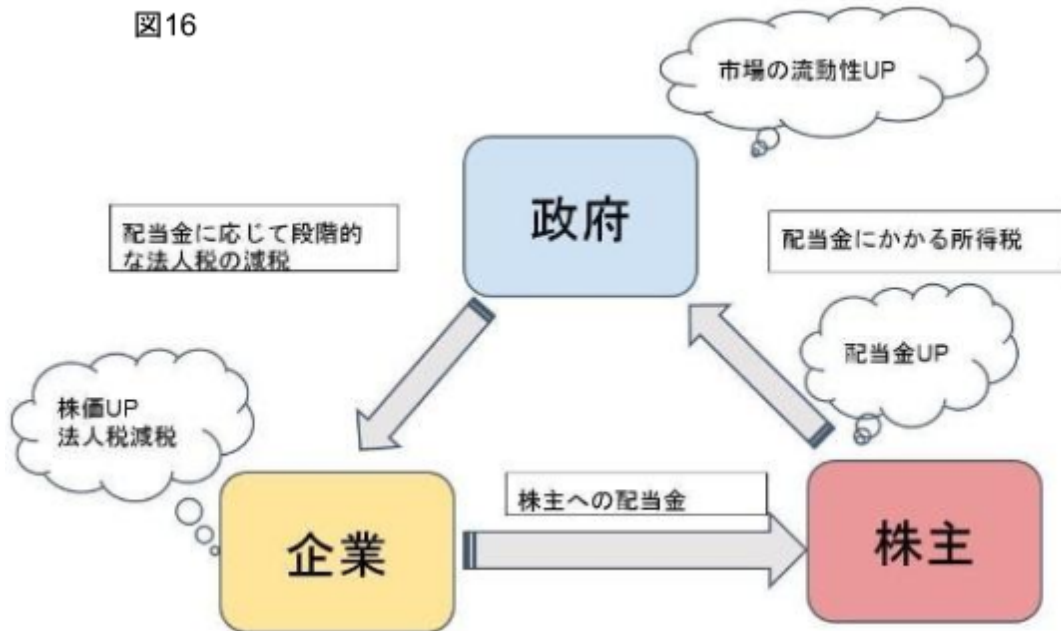
また、株価があがることは、企業価値を高めることにもつながる。経営者の株主利益を守ることはエージェンシー問題の解消にもつながる。ここで問題となるのが政府の財源である。これ以上の法人税減税は慎重にならざるを得ない状況下で、配当金に係る所得税が配当金増加とともに比例して増えることで歳入も増える。その歳入分を法人税減税の財源に補填することが出来れば政府はリスクをあまり負うことなく、積極的な介入策を講じることができる。

<sup>13</sup> 日本型スチュワードシップコードの詳細い内容については以下参照  
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

<sup>14</sup> JPX日経インデックスの評価基準については東京証券取引所HPより  
 ( マーケット情報 東証株価指数 > JPX日経インデックス400 )



図16

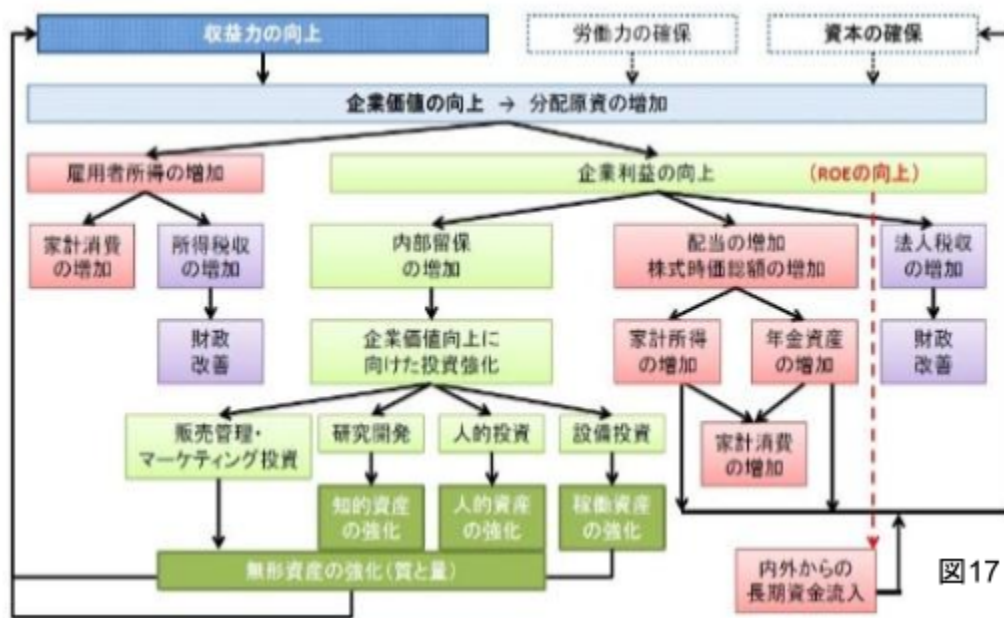


## 第2節 ( 3 . 2 ) モデル実現による経済効果

配当金の増加によって経済にどのような好影響をもたらすのか、効果の波及について研究した伊藤レポート(2014年)<sup>15</sup>のチャートがある。

図17からわかるように配当金の増加は家計所得の増加と年金資産の増加を誘発する。企業収益の増大が、内部留保、配当の増大につながる。配当の増大は、株式を保有する家計消費の増加にもつながるのでデフレ脱却にも好影響を及ぼすだろう。同時に年金基金の収益性も増大させる。さらに、企業収益の増大が、投資の増大を引き起こせば、さらに無形資産が強化され収益性が高まる。そして内外からの長期資金流入も加速し、企業の資本確保がなされ、そして企業価値の向上につながる。こうした好循環が生まれれば、日本経済の安定的発展に大きく資することになる。一方で、企業収益が増大すれば、税収も増え、財政状況を改善させる。

<sup>15</sup> 経済産業省より伊藤「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」中間論点整理(概要)



<資料> 経済産業省より伊藤「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」中間論点整理（概要）

## 結びにかえて

以上概観してきたように、内部留保の蓄積は、様々な要因から引き起こされてきた複合的なものである。しかし、現状では賃上げや設備投資に収益が結びつかず、マクロで見ると、日本経済の持続的発展には大きな問題があった。本稿では、結論として、配当比率を増大させた企業に法人税減税をするというインセンティブを与えることで、日本企業の企業価値を増大させ、ひいてはそれがマクロ経済の持続的発展に大きく資することを示した。

時間的制約、データ収集上の制約などから、本稿では実証研究ができなかった。本稿での定性的分析を、将来的に定量的分析に結びつけていきたい。また理論的アプローチについて、より精緻に整理して、この分野の研究蓄積に貢献したい。

# 先行研究・参考文献・データ出典

## 参考文献

- 新屋吉昭、野瀬憲二(2005)「資金面から見た最近の企業行動の特徴」『日米欧の企業の資金構成・配当行動についての国際比較』
- 伊藤邦夫(2014)「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～」伊藤レポート
- 岩瀬忠篤(2014)「法人企業統計から見る日本企業の内部留保(利益剰余金)と利益配分」『シリーズ日本経済を考える』財務総合政策研究所
- 木下信行(2012)「わが国企業の低収益性等の制度的背景について」
- 佐々木寿記、花枝英樹(2010)「わが国企業の配当行動のマクロ分析」日本経営財務研究学会
- 中島幹(2013)コーポレートガバナンスと企業の現金保有 朴勝俊(2014)「内部留保は活用できるか」
- 中野誠(2013)『日本企業の現金保有決定要因分析-所有構造と取締役会の視点から-』
- 山田亮・戸田淳仁(2009)「なぜ賃金は抑制されたのか～前回景気回復期とバブル期の比較を中心に～」
- 労働総研(2011)「内部留保をめぐるいくつかの議論について——内部留保の活用は可能である」
- Aoyagi, Chie and Giovanni Ganelli, 2014, "Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan", *IMF Working Paper*
- Fama, E. and K. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?," *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.

## データ出典

- 財務省「法人企業統計」2014/10/10データ取得  
(<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/index.htm>)
- 国民経済計算「国民経済計算確報」2014/10/14データ取得  
([http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/sonota/jyokiyaku/jyokiyaku\\_top.html](http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/sonota/jyokiyaku/jyokiyaku_top.html))
- 国税庁「民間給与実態統計調査」2014/10/20データ取得  
(<https://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/minkan/top.htm>)
- OECD "National Accounts" 2014/10/20データ取得  
(<http://www.oecd.org/std/na/>)
- Department of Commerce "Bureau of Economic Analysis" 2014/10/20データ取得  
([http://www.bea.gov/national/nipaweb/Ni\\_FedBeaSna/Index.asp](http://www.bea.gov/national/nipaweb/Ni_FedBeaSna/Index.asp))