

内部留保とその増加要因

北 村 仁 代

Retained Earnings and Reasons for Its Increasing

Kimiyo KITAMURA

Retained earnings at Japanese companies rose to a record 516.475 trillion yen in this September. Criticism against increasing retained earnings at companies is that despite keeping improving its record, Japanese companies continued to hoard the value added they created as cash and deposits instead of sufficiently passing on to wage payments and capital investment, which stunts a virtuous cycle in Japanese economy.

In this paper, we investigate 1) whether retained earnings are allocated to wage payments and capital investment; 2) the value added which firms created are optimally distributed between household and corporate sectors; 3) whether the monetary easing policy by the bank of Japan promoted over-invested of firms. We find in Financial Statements Statistics of Corporations data that retained earnings firms hoarded are mainly allocated to investment securities and cash and deposits. In the Japanese National Accounts data, we also find that there has been excessively large corporate investment (that is, “over-invested”) which has extremely low rate of return. Monetary easing policy does promoted over-investment by firms.

Key Words: retained earnings, over-investment, a virtuous cycle, monetary easing policy, optimal allocation of value added

I はじめに

2022年9月1日に財務省が公表した2021年度の「法人企業統計」によると、金融・保険業を除く全産業の利益剰余金が前年度比6.6%増の516兆4750億円で、過去10年間最高値を更新し続けている¹⁾。利益剰余金は、企業の貸借対照表の項目で、いわゆる「内部留

1) 財務省 財務総合政策研究所「法人企業統計調査」「令和3年度年次別調査」より。<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/r3.pdf>

保」と呼ばれる。この内部留保が近年問題となっており、2022年7月の参議院選挙でも、内部留保への課税が争点となっていた²⁾。

内部留保は、企業会計上の用語では、貸借対照表に計上される「利益剰余金」を意味する。これは、損益計算書に計上される「当期純利益」³⁾から「配当」を差し引いた後に残る利益を積み上げたストックの額であり、「返済義務のないお金」である。企業の現・預金あるいは、手元流動性と同様に議論されることから、特に大企業は、「賃金を上げたり、積極的に設備投資しないので、景気回復や物価の上昇を阻害している。」との議論が生じるのである⁴⁾。

1990年代以降、日本経済は「失われた30年」と言われるように、低迷を続けてきた。この間、日本銀行は幾度かの解除期間はあるものの、金融緩和政策を実施し、市場にマネーを供給し続けてきた。日本銀行が金融緩和政策を実施する目的は、主に、「デフレ」の脱却と、金利を低く抑えることで、企業の設備投資を促すことである。一国の経済の活性化には、金融政策だけでなく、財政政策、経済政策など、複合的な政策の発動が必要であるが、特に、2013年以降は、「異次元」と呼ばれるほど、大規模な金融緩和政策が極だった。内部留保の拡大と緩和政策の時期は一致していることから、本稿では、金融緩和政策が内部留保増大の一要因になっているか否かを考察する。また、日本は、新古典派の経済成長モデルにおける、過小消費、過剰資本蓄積の状況であり、金融緩和がその状況を固定化している可能性があることを調べる。

具体的には、法人企業統計とSNAのデータを使って、企業の内部留保の増加と、その要因について考察した。考察の対象は、(1) 経済の好循環の観点から内部留保は有効に活用されているのか。(2) 内部留保の増加の背景には付加価値の分配のゆがみがあるのか。(3) 金融緩和政策は内部留保増加を促進したのか、の3点である。考察の結果、(1)については、IV節で考察し、内部留保は主に投資有価証券や現金・預金で運用されている可能性が高く、投資有価証券は、主に海外子会社の買収などの資金であるため、国内の設備投資増加には貢献していないことが示された。また、V節から、賃金を通じた還元も、付加価値の増加

2) 例えば、日本共産党と社会民主党は、企業の内部留保への課税を公約としてあげている。NHK選挙WEB『各党の公約「経済政策など」』より。<https://www.nhk.or.jp/senkyo/database/sangiin/pledge/policy/01/>

3) 当期純利益は、売上高から人件費や原材料費などの経費や、法人税を差し引いた額である。

4) 例えば、次のような意見がある。SMC 税理士法人「大企業で話題になる内部留保、企業の貯金に思えるけれど現預金残高となりが違って問題なのか?」2022年3月3日。https://www.smc-g.co.jp/topic/ct03/retained_earnings_problem

ほどには増えていないことが示され、必ずしも、有効に活用されているとは言えないことが明らかとなった。(2)については、V節で考察した。日本経済は新古典派の経済成長モデルにおける、経済成長にとって最適な消費と投資の配分が達成されておらず、1970年代から既に過剰投資・過小消費の状態にあること、また、付加価値の配分は、企業に厚く、家計に薄いことが示された。さらに、(3)については、V節の考察から、日本経済は1970年代から既に最適な消費・投資バランスから乖離していたが、2020年までのデータでも引き続き過剰投資・過小消費の状態にあり、特に、2012年以降は、加速していることが見て取れた。付加価値の還元においては、利子を通じた企業から家計への還元が著しく低下しており、金融緩和政策によって、過剰投資・過小消費が促進された可能性が高いことが示唆される。

以下、本稿の構成は、次の通りである。第II節では、先行研究をレビューし、第III節では内部留保について解説する。第IV節では、法人企業統計を用いて、内部留保の活用を検証し、第V節では、標準的な経済成長モデルの観点から、内部留保増加の背景に、消費と投資のバランスが崩れている状況があったことを明らかにし、第VI節でまとめる。

II 先行研究

内部留保に関する研究は、コーポレートファイナンスの観点からのものが多く、株主還元と自己資本比率の強化の二律背反や、企業の資金調達手段としての役割に焦点をあてて分析されることが多い。例えば、堀・安藤・齋藤(2010)は、日本の上場企業の財務諸表から構築したパネルデータを用いて、1980年代から2000年代前半にかけての上場企業の流動性資産の保有行動の変化を実証的に検証し、現預金保有の決定要因は、金融環境の変化を強く反映していることを示した。1990年代前半までは、成長性の高い企業が流動性資産を保有する傾向にあったこと、金融危機を含む1990年代後半は、資金調達が困難となったため、設備投資の資金として流動性資産の保有が高まったこと、2000年代前半は金融緩和で、設備投資の資金としての現預金の役割が低下したことを示した。また、Pinkowitz and Williamson(2001)は、1974年から1995年の期間で、アメリカやドイツと比べて日本企業の流動性資産保有比率が高く、当時の日本では、資金調達における銀行の支配力が高かったことが背景にあることを指摘している。

次に、遠藤(2020)は、株主と経営者では、内部留保の捉え方が一見異なるように見えるが、両者の利害が一致するような内部留保の水準について、リスクマネジメントの観点から検討している。災害などの突然のリスクによって毀損した資産は、純資産の部の利益剰余金勘定をマイナスとすることで債務超過に陥る危機を回避するとして、内部留保は債務超過の防衛機能をもつとする。他方、新規設備投資の原資とすれば、内部留保は企業収益

の増加に寄与し、株主価値を高める。両者の利害が一致する内部留保の水準の判断基準として、「固定長期適合率」⁵⁾を修正した、「内部留保積立額」⁶⁾とし、いくつかのケースで同額を計算している。また、内部留保が株主評価に与える影響についてもいくつかの場合で検討し、内部留保は、単なる利益剰余金のストックだけでなく、短期支払能力を有することを明らかにしている。

他方、2012年に発足した第二次安倍政権の経済政策である「アベノミクス」⁷⁾の発動以降は、「経済の好循環の実現」という観点から、「『過剰内部留保＝過剰な現金保有』で、企業が稼いだ付加価値が有効に活用されていない。」という議論が注目されている。内部留保は、配当増加で株主還元することや、設備投資として事業拡大に活用すること、あるいは、賃金を上げることで労働者還元するなどして、有効活用することが望ましいとする考えが背景にあるようである。

こうした議論に対しては、賛否や主張内容の訂正などが示されている。例えば、藤田(2018)は、「内部留保過剰＝現金過剰」ではないことを指摘し、過剰かどうかは、「純現金(＝現金保有残高－有利子負債)」で判定すべきで、純現金でみると、日本企業は国際比較では多くないことを示している。(金融保険業を除く)日本企業全体として、有利子負債が増加傾向にあり、過去10年で最も多く増加した資産は、関係会社株式であった。内部留保は、外国企業の買収によって、海外の設備投資に積極的に活用され、国内の設備投資が進まない状況に加え、過去の設備は減価償却によって固定資産額が減少したと指摘している。日本企業は国際的にみて収益力が低く、収益力の改善には、豊富な資金力が必要であるが、日本企業の自己資本の水準は相対的に低いので、自己資本の額のみならず、質の改善が必要である。また、資金調達をめぐる世界情勢の変化も踏まえると、長期的な視野にたつて、自己資本を充実させ、適切なタイミングで投資や研究開発をすべきとしている。日本企業は多様であり、企業内に活用されない資金が滞留しているとは言えないと結論付けている。

対照的に、岩瀬・佐藤(2014)は、「法人企業統計年報」を用いて1998年から2012年までの企業行動の変化について分析している。同時期は、日本企業が国際競争力維持のため、

5) 固定長期適合率 = $\frac{\text{固定資産 (B/S)}}{\text{株主資本} + \text{固定負債 (B/S)}}$ 。通常1以下が望ましい。

6) 内部留保積立額 = $\frac{\text{固定資産 (B/S)}}{\text{株主資本} + \text{固定負債 (B/S)}} - 1$ 。内部留保積立額が負であれば、そのまま設備投資を実行し、非負であれば、先の内部留保積立額 × 固定資産 (B/S) = 新たな内部留保積立額、とし、上限を固定資産額とする。

7) 第二次安倍政権が掲げた経済政策である。1) 大胆な金融政策, 2) 機動的な財政出動, 3) 民間投資を喚起する成長戦略の「3本の矢」を柱とする経済政策の名称である。詳しくは、首相官邸のホームページを参照。<https://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/sanbonnoya.html>

賃金抑制を含めたコストカットや、過剰雇用や過剰債務を抱えて、負債を圧縮し、内部留保を蓄積して資本強化を行った時期である。世界金融恐慌の前後に期間を分けて、貸借対照表の資産、負債、純資産の内容の変化から、内部留保の蓄積と運用、資金調達の変動などを分析している。期間を通じて内部留保が増加傾向にあったこと、資金調達の方法は、1998年から2008年の期間では、負債を圧縮し、純資産による資金調達を増やす傾向にあったことを示している。純資産の部において、特に、繰越利益剰余金の増加が著しく、次いで積立金、資本剰余金、資本準備金の増加、つまり内部留保での資金調達が増大した。内部留保の運用について、現金・預金で保有している可能性がある他、投資有価証券で運用されている可能性が高いと推察している。投資有価証券の内容としては、関連する他の指標からも、海外子会社等の海外企業に対する投資が多いことが示唆される。そして、企業利益の配分は、製造業と非製造業で異なるが、製造業では株主還元が優先、非製造業では内部留保に優先度が高く、設備投資への配分は積極的ではなかった。また、従業員への還元は進んでいないことが示され、昨今の内部留保増大への批判をサポートする結果である。

さらに、上野（2018）も、内部留保は有効活用されていないという結果を得ている。内部留保の増加は、利益の増加だけでなく、生み出した付加価値より人件費の増加が低く、法人税や配当も増えていないことが寄与していることを示している。また、内部留保の活用は、現預金の増加と海外投資が主で、国内の設備投資は進んでいないとしている。内部留保が有効活用されない背景には、少子高齢化や財政状況を背景に、将来の不安を抱き、内需を中心とした低成長持続への懸念が根強いことなどをあげている。その上で、企業発の経済の好循環を起こすには、賃上げや、設備投資を促す減税や、成長の土台作りのために、規制緩和や生産性の持続的な向上の必要性をあげている。

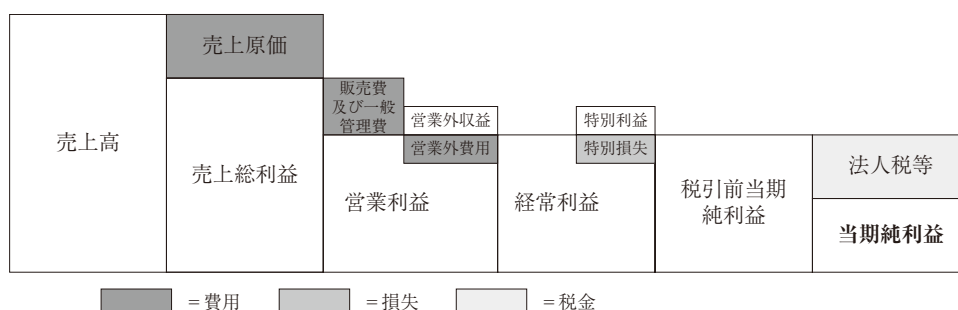
最後に、齋藤（2008）は、戦後最長と言われた日本の2002年以降の景気回復局面で、企業の資本収益率が大幅に改善したのは、企業の内部留保の蓄積と人件費や配当の抑制によるもので、経済全体の付加価値生産性が改善したのではないことを示した。加えて金融緩和政策により利子所得も低迷しており、企業から家計への付加価値の還元が不十分であったために、設備投資に対して、家計の消費が改善しなかったことを示した。

ここであげた既存研究では、金融環境の変化が企業行動に影響を与え、内部留保の増加の一要因となっていることは一致している。しかし、日本の事例に限定したためもあるが、金融政策との関連を明示的に議論するものは少ないようである。本稿では、内部留保増加の背景を、金融政策によるマネーの供給や、日本経済の投資と消費の構造との関連で考察する。

Ⅲ 内部留保

内部留保とは、企業の決算報告書⁸⁾の一つである損益計算書⁹⁾に計上される「当期純利益」から配当支払等を差し引いた額の蓄積で、貸借対照表¹⁰⁾に計上される「利益剰余金勘定」に該当する。両決算書から、詳しくみていく。図1は、損益計算書の勘定項目に基づく収益の概略図である。「売上高」から、様々な費用や税金を除いた正味の利益が当期純利益である。

図1 損益計算書 (Profit and Loss Statement) の概略



この、当期純利益から配当等の支払を差し引いた額の蓄積が、貸借対照表の「純資産の部」における、株主資本勘定の細目である、「利益剰余金勘定」に計上される。

いわば、

$$\text{利益剰余金 } T = \sum_{t=0}^T (\text{当期純利益 } t - \text{配当支払等 } t)$$

(ここで、 t は年度、 0 は企業が創業した年度、 T は当期である。)と表現できる。利益剰余金は、さらに、「利益準備金¹¹⁾」と「その他の利益剰余金」に分かれる。後者のその他の利益剰余金は、利益剰余金のうち、「利益準備金」以外の額で、積立の規定がない。その他の

8) 決算書に関しては、付録を参照のこと。

9) 損益計算書 (Profit and Loss Statement, P/L) : P/Lは、会社の一会計期間における経営成績を示す決算書のことである。会社の経営成績を収益(稼ぎ)と費用(コスト)とを対比して、その差額として利益(もうけ)を示すものである。

10) 貸借対照表 (Balance Sheet, B/S) : B/Sは、借方と貸方を比較対照して、ある時点(期末)における会社の財政状態(資金調達状況と運用状況のこと)を表す資料である。

11) 利益準備金は、債務者保護の観点から定められた法定準備金であり、「会社法」により規定されている。企業は、資本準備金と合わせて、資本金の4分の1に達するまで、利益準備金を積み立てなければならない。利益準備金の計算方法は、会社法計算規則第22条第2項に記載されている。

利益剰余金は、さらに、次の細目に分けられる。

$$\text{利益剰余金} = \begin{cases} \text{利益準備金} \\ \text{その他の利益剰余金} = \begin{cases} \text{任意積立金}^{12)} \\ \text{繰越利益剰余金} \end{cases} \end{cases}$$

内部留保の増大が問題視されるのは、その活用方法である。表 1 に示すように、利益剰余金は、現金として保持しているとは限らず、貸借対照表上の資産の部の様々な勘定の原資となる。どの勘定に配分されているかは、明確に区別することはできない。よって、「利益剰余金 = 現預金」ではなく、不動産や有価証券として保持していることもある¹³⁾。

表 1 貸借対照表 (Balance Sheet) の概略

資産の部	負債の部
I. 流動資産	I. 流動負債
現金・預金	支払手当
受取手形	買掛金
売掛金	短期借入金
棚卸資産	賞与引当金
その他の流動資産	未払い税
貸倒引当金	
II. 固定資産	II. 固定負債
建物	長期借入金
機器	
投資有価証券	純資産の部
その他の投資	I. 株主資本
	1. 資本金
	2. 資本剰余金
	3. 利益剰余金
	4. 自己株式
	II. 評価・換算差額等
	III. 新株予約権
	IV. 非支配株主持ち分

12) 任意積立金：社外への流出を防ぐために会社が任意で積み立てるもの、繰越利益剰余金：社内で内部留保された利益のうち、「利益準備金」と「任意積立金」以外の社内留保利益のこと。

13) 貸借対照表は、次の特徴をもつ。

- 左の合計 = 右の合計、流動性の高いもの（1年以内の決済）を上を書く。
- 右は外部からの「資金調達」。負債と純資産の差は、返還義務の有無。負債を他人資本、純資産を自己資本ともいう。
- 株主資本：株主からの出資金 + 配当されずに留保した利益。さらに細分する。
 1. 資本金：株主からの出資金で、会社が資本金として組み入れた分。

当期純利益が増加するならば、賃金を上げて労働者に還元したり、増配して株主に還元したり、設備投資をして生産性や生産効率を高めるなど事業展開に活用することで、経済を活発にすることに寄与することが期待される。他方で、コーポレートファイナンスの観点からは、内部留保は自己資本比率を高めるので資本強化の要因であるし、外部資金の調達環境に左右されない資金であるため、遠藤 (2020) 他でも示されるように、リスクマネジメントにおいても重要な資金である。

藤田 (2018) が示すように、経済貢献と企業の資金調達の最適化の両者を達成する適切な内部留保の水準があるかどうかについては興味があるが、次節では、法人企業統計をもとに、内部留保の推移や運用状況を観察する。

IV 法人企業統計からの観察

内部留保の増減やその運用については、貸借対照表で観察できる。資産の部が資金の運用状況、負債の部と純資産の部が資金の調達状況を示す。以下、法人企業統計における、金融・保険業以外の業種の貸借対照表について、1975年から2020年までの企業会計の各項目の推移を概観する。

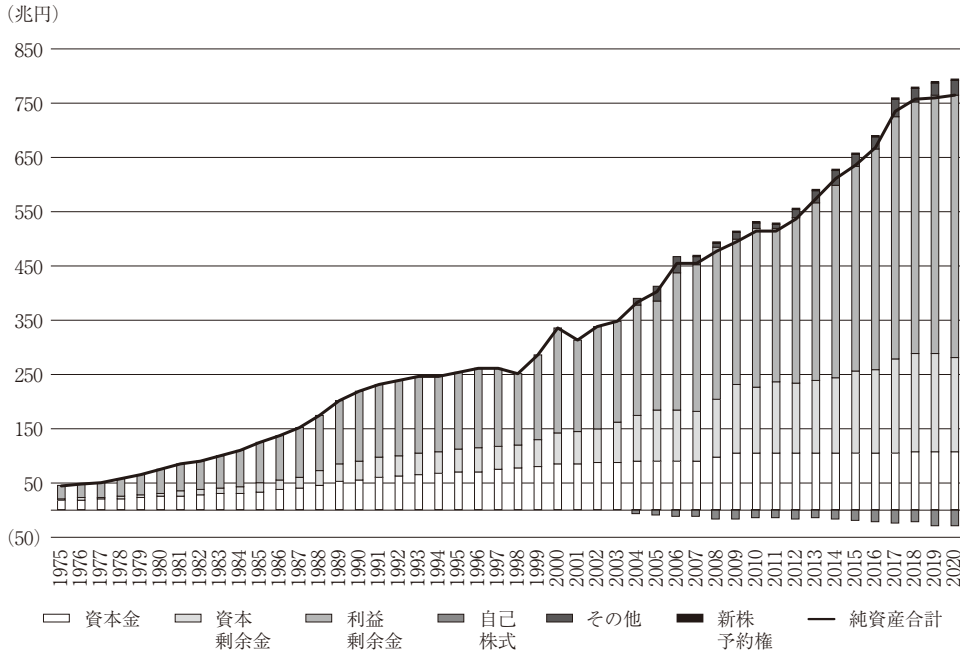
1 純資産の部

表1に示されているように、純資産の部は、株主資本、評価・換算差額等、新株予約権、非支配株主持ち分が計上される。図2の折れ線は、純資産合計であるが、その殆どは、株主資本である。表1をみると、株主資本の構成項目は、1. 資本金、2. 資本剰余金、3. 利益剰余金、4. 自己株式である。図2から、観察期間の1975年から直近の2020年まで、多くを占めるのは、利益剰余金、資本剰余金、資本金である。資本金は、創業当初に出資された資金であり、その後の経営の継続によって、資本剰余金や利益剰余金の変動していく。本稿の分析対象は内部留保であることから、以下、資本剰余金と利益剰余金の推移を観察する。

1975年に資本剰余金が18兆円弱、利益剰余金が24兆円程度であったところ、1980年では、資本剰余金が25兆円弱、利益剰余金が44.8兆円程度で、5年間の増加率の平均は、それぞれ、20%と13%であった。1980年代も両者は堅調に増加し、1989年では、資本剰余金が約32.5兆円、利益剰余金が約116.2兆円となった。増加率も、1981年から1989年の平均で資本剰余金が20%、利益剰余金が11%であった。

-
- 2. 資本剰余金 = 資本準備金 + その他の資本剰余金、前者が中心。株主からの出資金で、会社が資本金として組み入れなかった分。
 - 3. 利益剰余金はさらに細分。

図 2 純資産の部の構成項目の推移



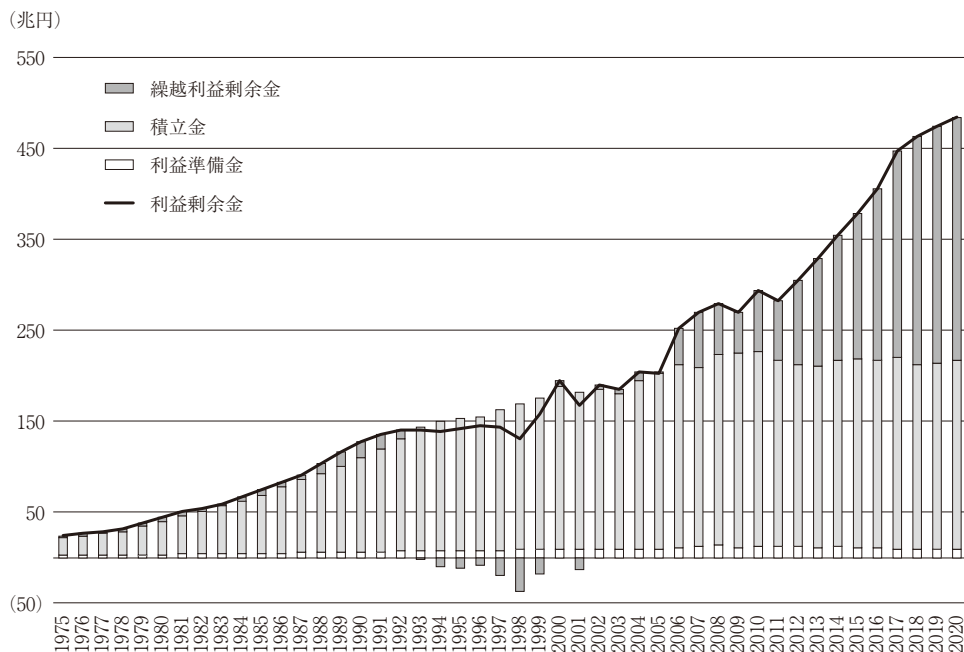
出所) 法人企業統計調査

しかし、1989年に「バブル経済」が崩壊すると、一転して株主資本の増加ペースが鈍化する。1990年代は、資本剰余金も利益剰余金も増加率がマイナスとなる期があり、1990年から1998年の平均で、資本剰余金が3%、利益剰余金が1%であった。1998年には、資本剰余金がおよそ43兆円、利益剰余金がおよそ131兆円であった。1990年代末から2000年代初頭は、日本における金融危機の時期であり、資金調達の制約が強くなったことから、特に利益剰余金の取崩しがあったことが窺える。

2000年代になると、両者の増加率が高くなり、1999年から2008年の平均増加率は、両者ともおよそ10%程度であった。しかし、2008年9月の世界金融危機が発生し、2011年までは利益剰余金を取り崩す傾向がみられる。2012年以降は、再び増加に転じ、2012年から2017年の平均で、資本剰余金の増加率は5%、利益剰余金の増加率は8%であった。また、2018年の資本準備金は181.7兆円、利益剰余金は463兆円であった。直近の公表は2022年9月1日公表の「四半期別法人企業統計調査（令和4年4～6月期）」¹⁴⁾で報告されており、資本剰余金が183.4兆円、利益剰余金が507兆円であった。

14) 「四半期別法人企業統計調査（令和4年4～6月期）」、財務省総合政策研究所。https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/r4.4-6.pdf

図 3a 利益剰余金の構成項目の推移



出所) 図 2 と同じ

利益剰余金の内訳

次に、内部留保に該当する利益剰余金の内訳を観察する。前節で示したように、利益剰余金は、利益準備金とその他の利益剰余金に分けることができる。前者は会社の財政や債権者保護の観点から会社法で固定された法定準備金である。その他の利益剰余金は、任意積立金と繰越利益剰余金に分かれる。特に、「繰越利益剰余金」は、企業活動で生み出した純利益から配当などをひいて、さらに他の利益準備金勘定科目を差し引いた額である。過年度から用途が特定されていない資金の累積で企業内での利益の留保分となる。図 3a は、利益剰余金の内訳の推移である。当初は、その他の利益剰余金のうち、積立金が積み上がっていたが、2006 年を境に繰越利益剰余金が急増する。2006 年では、積立金が 200 兆円余りであったのに対して、繰越利益剰余金は 40.6 兆円程度であった。しかし、2017 年に金額が逆転し、前者が約 210.6 兆円、後者が約 227.1 兆円となり、2020 年では、それぞれおよそ 207 兆円、267.8 兆円である。

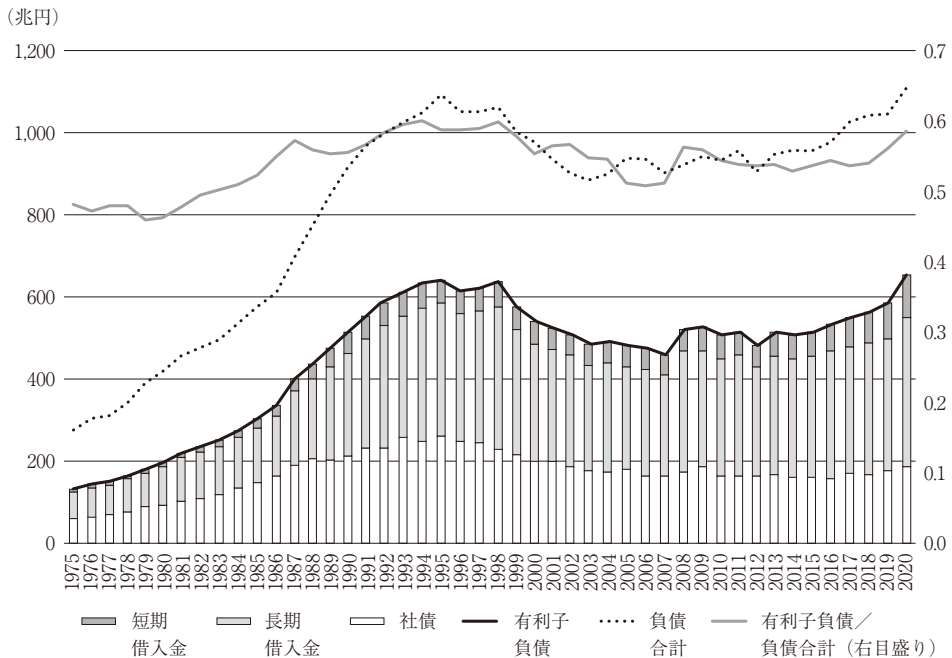
以上、純資産の部をみると、株主資本のうち、利益剰余金、資本剰余金、資本金の占める割合が多く、特に、利益剰余金は直近では、金額も増加率も高くなっている。さらに、利益剰余金の構成項目において、2006 年以降繰越利益剰余金の増加が大きく、営業活動で獲得した利益が累増していることが見て取れる。

2 負債の部

次に、資金の調達状況のうち、外部資金である負債の部を観察する。藤田 (2018) が指摘するように、内部留保の水準について議論するためには、負債に対する有利子負債の比率が重要となる。図 3b は、有利子負債の構成項目と負債合計に対する比率の推移である。期間中ずっと長期借入が最も多い。1998 年の 635.8 兆円をピークとして、有利子負債は 2007 年頃まで減少傾向にあった。世界金融恐慌を経て、いったん増加するが、2012 年にかけて再び減少していた。しかし、2012 年以降再び増加傾向にある。負債合計に対する有利子負債の比率は、やはり 1998 年の 0.60 をピークに減少傾向にある。0.50 から 0.56 の間で推移し、2020 年に再び 0.60 を上回るが、これは新型コロナウイルス感染症拡大の影響である。有利子負債は金融危機を境に減少傾向にあったが、2012 年以降の、異次元の金融緩和政策発動以降は、穏やかに増加している。

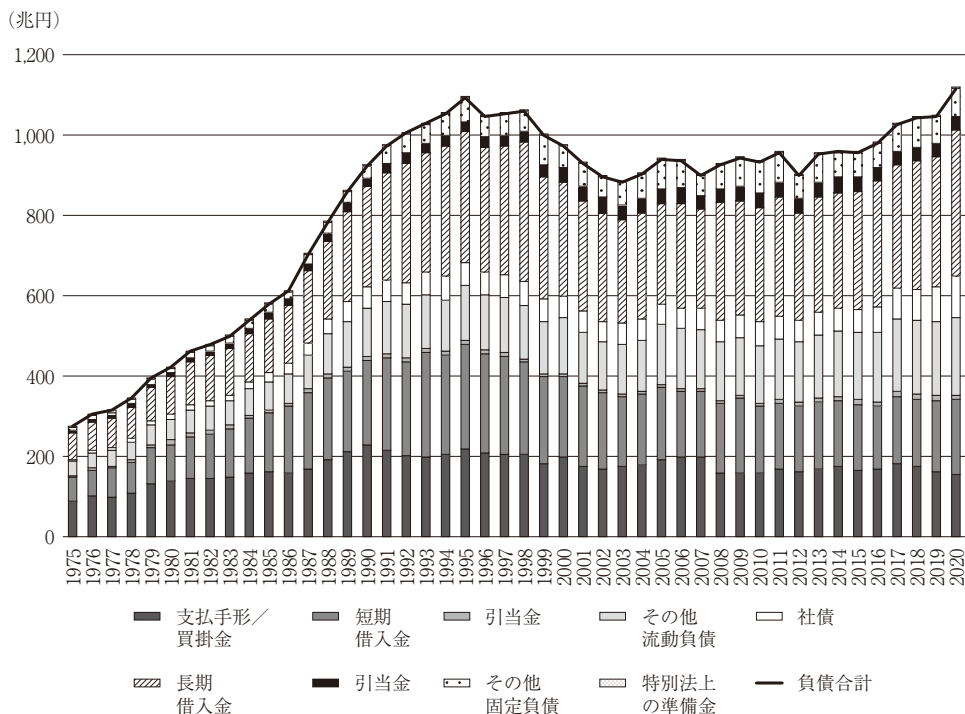
次に、負債全体の推移を観察する。負債は 1995 年の 1091.3 兆円をピークとして、2003 年には、882.6 兆円まで 208.7 兆円程度減少した。同時期は金融危機を含み、日本企業が国際競争力維持のため、また、内部留保を蓄積し、これまでの過剰債務や過剰雇用を圧縮し

図 3b 有利子負債と有利子負債／負債合計比率の推移



出所) 図 2 と同じ

図 3c 負債の構成項目の推移



出所) 図 2 と同じ

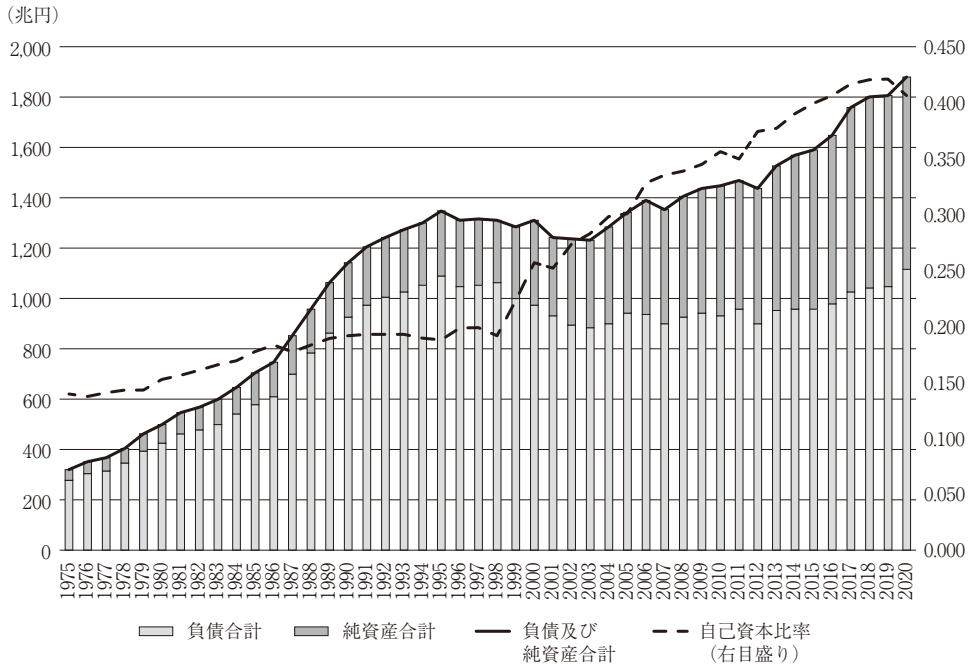
ていった時期である。2004 年以降 2011 年までは、900 兆円台前半で推移し、2013 年以降 穏やかに増加し、2017 年に 1026 兆円と 1000 兆円を超えている。一貫して長期借入が多く、長く続く金融緩和政策によって利率が低位に据え置かれていることが背景にあることが要因の一つである。

負債・純資産

これまで、純資産、負債の順で企業の資金調達の状態を観察してきた。図 4a は、負債/純資産と、自己資本比率¹⁵⁾である。自己資本比率は、1998 年を境にジャンプする。期間当初から 1998 年までは、20%を超えることはなく、1990 年代は 19%前後で推移していた。1999 年に 22.3%に上昇すると、一貫して上昇し、2019 年には、42.1%となった。図 4a と、前節までの観察から、負債を圧縮し、利益剰余金が増加したことで純資産が拡大したことが要因である。高い自己資本比率は、経営の安全性の観点では好ましいが、資本の効率という観点からみれば、運用内容が重要である。生産性の高い資産へ投資せず、増配

15) ここでは、自己資本比率 = 純資産 / (負債 + 純資産の合計) で計算している。

図 4a 負債・純資産・自己資本比率



出所) 図 2 と同じ

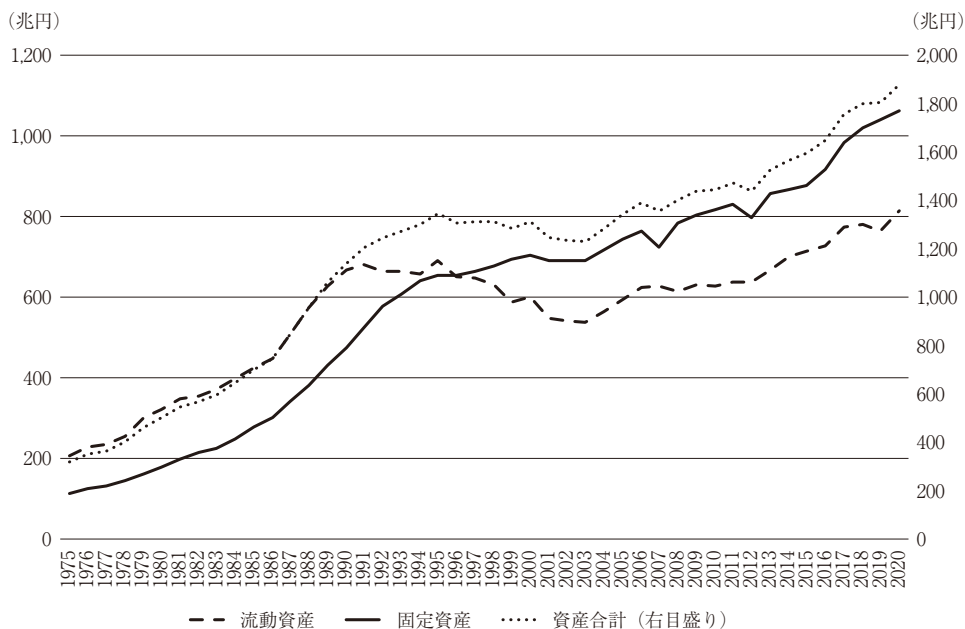
も賃金も低位に据え置いて、資金をただ滞留させているのでは、資本効率性が悪く、成長性が見込めない。経済の好循環の観点からの内部留保への批判もこの点にある。そこで、次に運用状況を観察する。

3 資 産

まず、資産項目を流動資産と固定資産に分けて推移をみる¹⁶⁾。図 4b は、流動資産、固定資産、総資産の推移である。1975 年から 1990 年までは、流動資産も固定資産も順調に増加し総資産を押し上げている。当初、流動資産が約 206 兆円、固定資産が約 113 兆円、総資産が約 320 兆円であった。順調に増加していたが、1991 年に流動資産が約 679 兆円となった次の年（1992 年）から減少し始める。固定資産は、1994 年まで以前と同じペースで増加しているが、以降増加のペースが鈍化する。これを受けて、総資産は、1995 年に約

16) 本来資産の部は、流動資産、固定資産、繰延資産の 3 つに大別される。繰延資産は、既に支払を済ませた支出のうち、支出の効果が 1 年以上に及ぶ資産で、支出した年だけでなく、長期間収益を得ることが可能な支出なので、資産として計上し、数年かけて償却することができるという性質がある。他の 2 つとは性質が異なること、また、額が小さく考察結果に影響がないので、繰延資産は除外する。

図 4b 流動資産・固定資産の推移



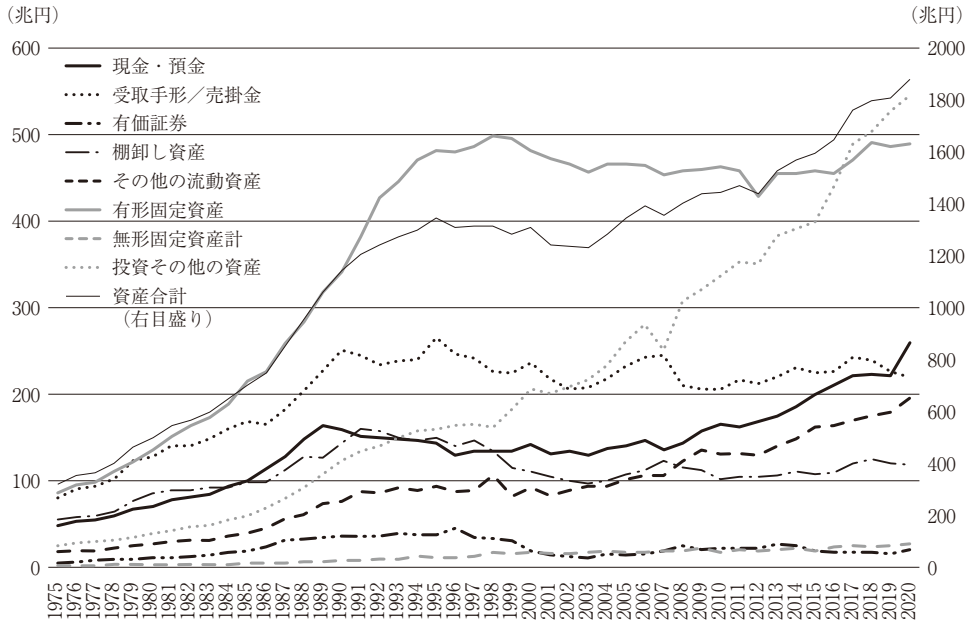
出所) 図 2 と同じ

1345兆円となったところで、減少に転じた。流動資産は2003年に約537兆円まで下がったところで、2004年以降増加に転じた。1990年代後半から2000年代初期までは、流動資産の減少によって総資産が低下する時期であった。同時期、1996年以降は、それまでとは逆に固定資産が流動資産を上回るようになった。

2004年以降は、流動資産、固定資産ともに増加しているが、流動資産については、2006年から2012年まで615兆円から635兆円程度で推移し伸び悩んでいる。2012年以降増加し始めるが、2017年から増加のペースが鈍化し、新型コロナウイルスの感染拡大という特殊な時期となった。資産の部では、1994年を境に固定資産が流動資産を上回り、1990年代から2011年まで、流動資産が概ね横ばいで推移したことから、総資産の伸びも鈍化した。2012年以降は流動資産も固定資産も増加し始め、2020年時点で、流動資産が約814兆円、固定資産が約1062兆円、総資産がおよそ1980兆円となっている。

次に、資産項目の推移を詳細にみていく。図4cをみると、期間中一貫して増加しているのは、投資その他の資産(固定資産)である。観察期間の最初は約24.8兆円であったところ、1998年では、約162兆円となった。2000年代に入ると増加ペースが著しく、2000年時点で、約206兆円から、2020年では、約545.3兆円と2.6倍程度に増加している。2016年以降は、それまで資産項目で最も額が大きかった有形固定資産を抜いて、投資その他の

図 4c 資産の部構成項目の推移



出所) 図 2 と同じ

資産が最も多い勘定項目となった。

次に増加幅が大きいのは、現金・預金である。当初、資産の部で 4 番目に多かった項目であるが、2020 年時点で 3 番目となった。増加幅は、当初の約 48 兆円から、1989 年に約 164 兆円となり、その後、バブル経済の崩壊や、金融危機の影響で資金調達が制限的になったこともあり、2000 年代初頭まで時折増加するも、減少していった。2003 年に約 129 兆円となったところで、増加に転じ、特に、2013 年以降 2017 年まで、増加率は約 4% から 8% の間で推移した。

図 4c からは、資産の構成内容に変化があることが見て取れる。設備投資に該当する有形固定資産は、1998 年の約 499 兆円をピークとして、2017 年まで減少し、代わりに M&A を含む投資その他の資産が最も多くを占めるようになった。また、現金・預金は、1989 年の 163.8 兆円のピークから、その後は低迷していたが、2012 年に 168.3 兆円となり、以降増加し続けている。

最も増加した投資その他の資産の具体的な構成項目は、投資有価証券、投資不動産、長期買付金、(投資その他の資産の) その他が含まれている¹⁷⁾。特に、投資有価証券や投資不

17) 財務省『法人企業統計調査 四半期別調査票 (B) 記入要項』15 ページ参照。 <https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/summary/kihotebiki10.pdf>

動産は、国内外の別が公表されているわけではないが、日本国内の企業買収よりも、海外の企業買収が活発であることから、国内の設備投資への寄与が低いことが推察される。

以上、法人企業統計調査を用いて、金融・保険業を除く企業の貸借対照表から、資金の運用・調達状況を観察した。観察結果をまとめると、負債・純資産の部全体としては、図4aが示すように、1998年を境に、負債の圧縮と純資産(=自己資本)の増加がみられた。2000年代は、金融危機のあと、資金制約が厳しくなった時代でもある。他方で、2012年以降は、再び負債のうち、特に長期借入金が増加している。資金調達のストックは2003年以降増加し続けているが、その押し上げ要因は、図2が示すように、純資産の増加、特に利益剰余金の増加の寄与が大きい。つまり、2000年代以降、資金調達的手段として、利益剰余金、すなわち内部留保が蓄積されていったことが示された。次に、資産の部であるが、投資その他の資産と、現金・預金の増加が顕著であった。有形固定資産は2000年代以降伸び悩んでおり、国内の設備投資が進んだとは言いがたい。両者を合わせると、内部留保で調達した資金は、投資有価証券、投資不動産等の資産と、現金・預金で運用されていることが推察される。法人企業統計からは、経営活動で蓄積した利益が、積極的な投資に回っていない可能性が示唆された。

V 1980年代以降の日本経済

ここまで、企業の内部留保の増加とその活用方法について、法人企業統計のデータを用いて観察してきた。上野(2018)にも言及されているように、「企業がお金を使わず(人件費等にまわさず)内部留保としてため込んでいるので、景気の回復が阻害されている。」という批判について、前節の観察から、内部留保は資金調達手段の一つであり、資産の部のどの勘定科目に支出されるのかは明確に区別できないが、投資有価証券や現預金の増加要因の一つになっている可能性が示唆された。しかし、人件費を上げるために使われたか否かは、貸借対照表(ただし、人件費は、1990年代中頃から200兆円前後で横ばいである。)からは判別することができない。そこで、視点を変えて、本節では、経済の好循環に寄与するために、賃金や配当によって企業から家計への還元が十分であったか否かについて、また、標準的な経済成長モデルにおける、最適な消費・投資バランスの観点で、経済の好循環に寄与するように内部留保が蓄積されているかについて、国民経済計算(以下、SNA)のデータを用いてマクロ経済の視点で検証する。

新古典派経済成長モデルでは、(1)家計の生涯効用を極大化するような最適な消費と投資の配分が達成されているならば、トービンの q は常に1に等しい。また、(2)モディリアーニ・ミラーの定理が成立すると、資本を投入して企業が生み出した付加価値を、企業と家計でどのように配分するかは、経済の消費と投資の経路に影響しない。しかし、Ando

(2002), Ando et al. (2003) は、国民経済計算（68SNA, 1990年基準）のデータから、戦後の日本経済が最適な消費・設備投資配分から大きく乖離し、過剰投資・過小消費の状態であったことを明らかにした。これを受けて、齋藤（2008）は、93SNA・2000年基準のデータも含めて、1980年から2005年で検証したところ、同様の結果を得ており、(1)が成立せず、過剰投資・過小消費の状態に陥っていることが示されている。齋藤（2008）は、また、従来、過小設備投資解消には、内部留保の蓄積が一つの有効な手段という前提で議論されてきたが、過剰投資・過小消費の状況ならば、内部留保が、さらに過剰な設備投資を生み出す原因となることを指摘している。過剰投資・過小消費の状況では、トービンの q が1に等しくなるように動学的な資源配分が実現されるケースと異なり、設備投資で企業が生み出した付加価値を、企業と家計でどのように配分するかが、消費と投資の配分に大きな影響を及ぼす。よって、内部留保の蓄積によって過剰投資・過小消費の状態が固定化する可能性があることを指摘し、(2)も成立せず、政策のあり方の問題も指摘している。

そこで、以下は、齋藤（2008）や齋藤（2016）に沿って、投資と消費の配分の観点から、内部留保について考察する。また、企業から家計への還元は、利子を通じても行われるが、長期的な金融緩和政策によって、利子が低位に据え置かれることで、利子を通じた還元も十分ではなく、本来、内部留保より外部資金の調達コストの方が高いという前提も崩れつつある状況では、さらなる過剰投資・過小消費の原因となり、状態の固定化が進んでいるかどうかについても考察する。

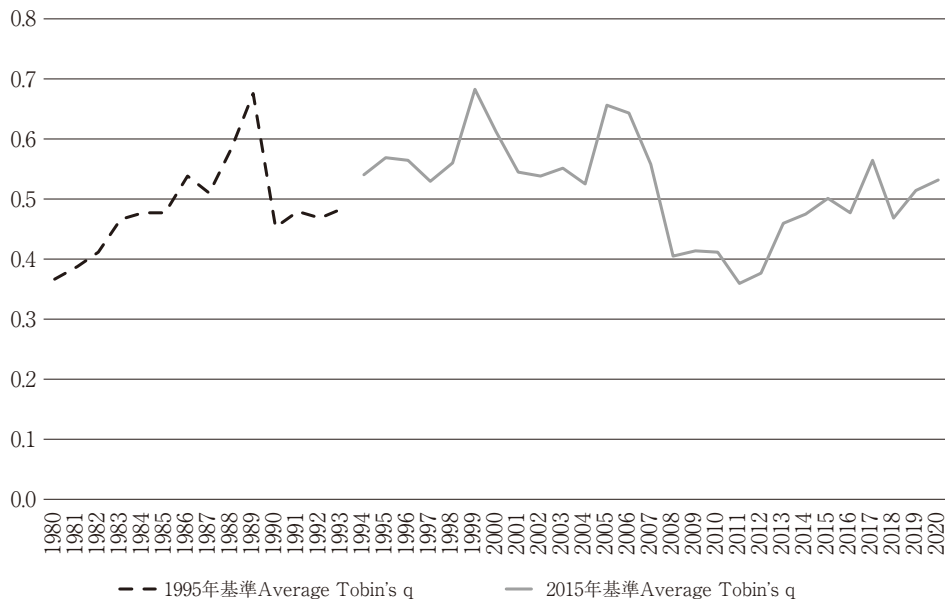
まず、(1)を検証するために、1980年からの平均のトービンの q ¹⁸⁾を観察してみる。

図5aは、(齋藤, 2016)による方法で計算した平均のトービンの q の推移である¹⁹⁾。1980年に0.367であったトービンの q は、1989年、1999年、2005年の資産価格高騰期に0.6を超えて上昇するも、他の期間は、0.4から0.5台を推移している。2011年では、0.359まで低下し、その後も大きく上昇することはない。期間中ずっと1を下回っており、(1)が成立しない、すなわち、最適な消費/投資水準が達成されず、過剰投資・過小消費の状態にあることが窺える。また、トービンの q は、設備投資の費用対効果を表す指標であることから、日本企業は、1980年から一貫して、費用に見合う収益を実現できていない状況が続いている。つまり、慢性的に効率の悪い資本が過剰に蓄積されていることを示している。

図5aがストックベースのトービンの q であるのに対し、Ando (2002) は、フローベースの平均トービンの q で、資本の費用対効果を測ることを提案し、以下の安藤尺度を提示

18) 齋藤 (2016)「第16章 section 5」による方法で計算した数値である。

19) 該当期間でSNAの計算の基準年に変更があり、1993年以前の数値は、1995年基準のデータしか公表されていないため、1980–1993年は、1995年基準のSNAの数値を、1994–2020年は、2015年基準の数値を利用している。

図 5a 平均のトービンの q 

出所) 国民経済計算

した。

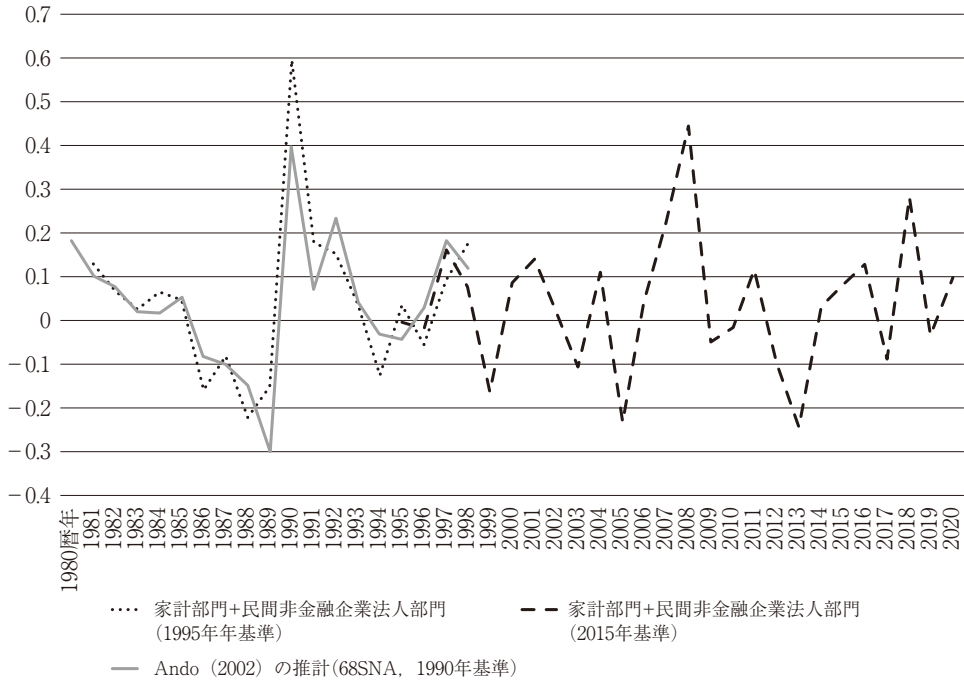
$$\Delta V_t - (\Delta V_t^C + \Delta V_t^S).$$

ここで、 ΔV_t は、トービンの q における資本の再取得価格の増分に該当し、民間非金融法人企業の固定資本減耗を除いた純固定資本形成に該当する。また、 $(\Delta V_t^C + \Delta V_t^S)$ は、トービンの q における負債総額の市場評価 (= 企業価値) の増分に対応する。安藤尺度が正であれば、資本 (取得) の費用が、資本 (稼働) の効果を上回っており、設備投資が非効率であることを示している²⁰⁾。図 5b は、1981 年から 2020 年までの安藤尺度の対民間最終消費比の推移である。1980 年代後半と 1999 年、2005 年の資産価格高騰期、2013 年の安倍政権発足時の「アベノミクス」による財政支出拡大、並びに大規模金融緩和期を除いて、概ね正の値を取っており、期間中設備投資が非効率であり、キャピタル・ロス (capital loss) が発生していることが窺える。

図 5b からは、同期間に日本は、過剰資本蓄積の状態にあったことが示唆され、その間は、資本の収益率が低下していると推察される。よって、民間非金融法人企業の税引き後資本

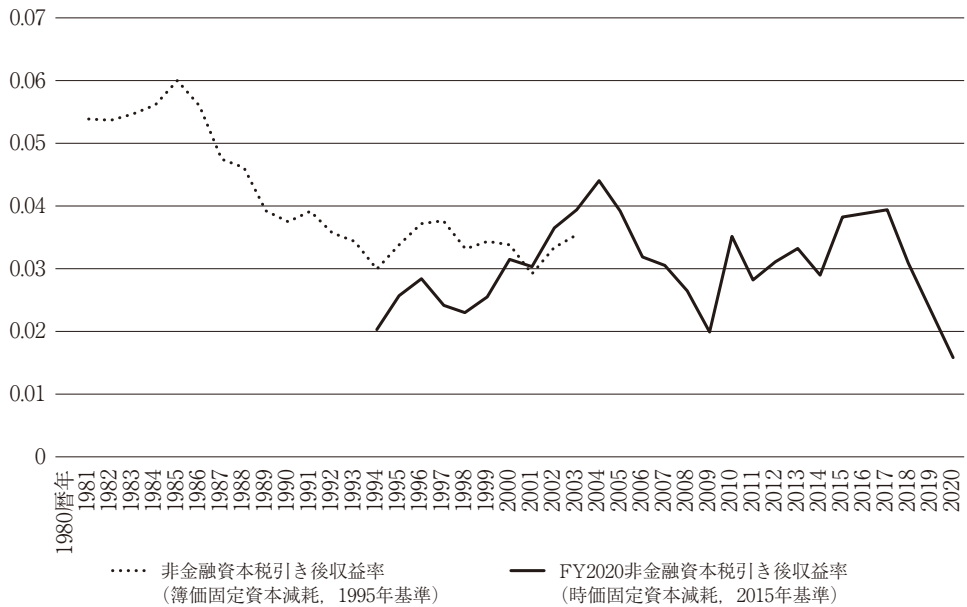
20) 安藤尺度が正であれば、家計は、投下した資金が元本を下回るので、いわゆる「capital loss」となる。逆に負であれば、投下資本は元本よりも高い効果をもたらすので「capital gain」となる。

図 5b 安藤尺度の実質民間最終消費比の推移



出所) 国民経済計算

図 5c 民間非金融法人企業の税引き後資本収益率の推移



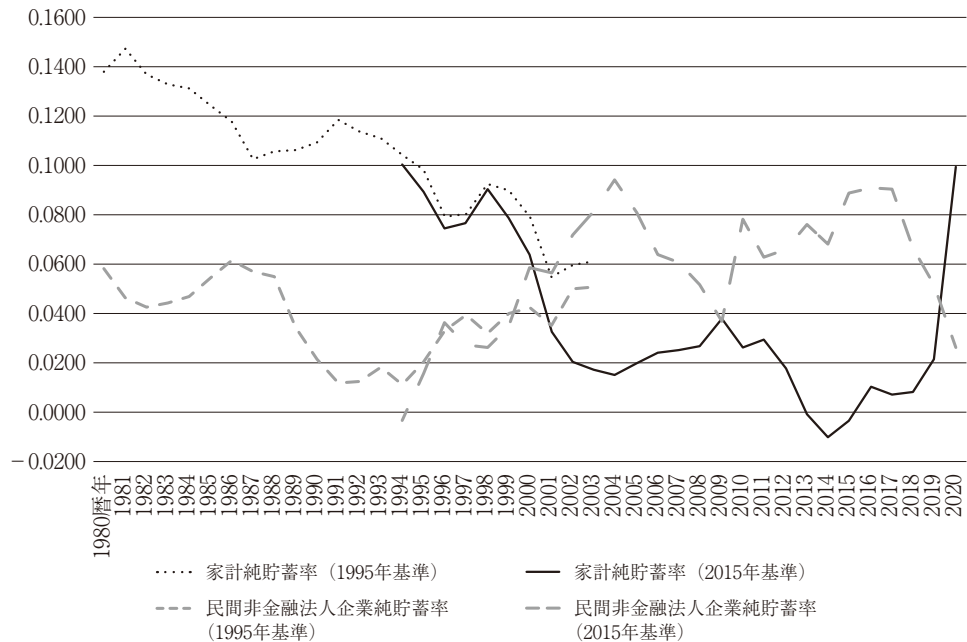
出所) 国民経済計算

収益率（以下、「資本収益率」）を観察する。図 5c をみると、1980 年から 2003 年までの 1995 年基準の SNA で計算された資本収益率は、1981 年に 0.054 であったところ、1985 年に 0.060 まで上昇した後 1994 年に 0.030 まで、低下し続けた。その後は、若干上昇するも、2003 年は、0.035 となっている。他方、2015 年基準の SNA で計算すると、期間の重なる 1994 年から 2003 年は、数値そのものが、0.020 で始まり、1999 年まで、0.02 台で推移しているものの、2004 年の 0.044 まで上昇傾向にあった。しかし、2009 年は、前年に世界金融危機に見舞われたこともあり、再び 0.020 まで低下した。2010 年には、反動で 0.035 まで上昇するが、0.030 から 0.040 の間を推移しており、期間中低迷が続いている。

図 5b と図 5c からは、日本経済が過剰資本蓄積、過小消費の状態に陥っていることが示唆され、Ando (2002), Ando et al.(2003), 齋藤 (2008) らが、1970 年代から同状態にあることを検証していることと合わせると、2020 年までの 50 年間となり、状態が固定化している可能性もある。

そこで、家計と企業の貯蓄、消費、設備投資の動向を観察する。まず、貯蓄について観察する。図 6a は、企業と家計の純貯蓄（固定資本減耗を除いた貯蓄）の対 GDP 比である。1980 年から 2018 年までの推移をみると、家計の純貯蓄率は、2014 年までの間に、大幅に

図 6a 企業と家計の対国民所得純貯蓄率の推移

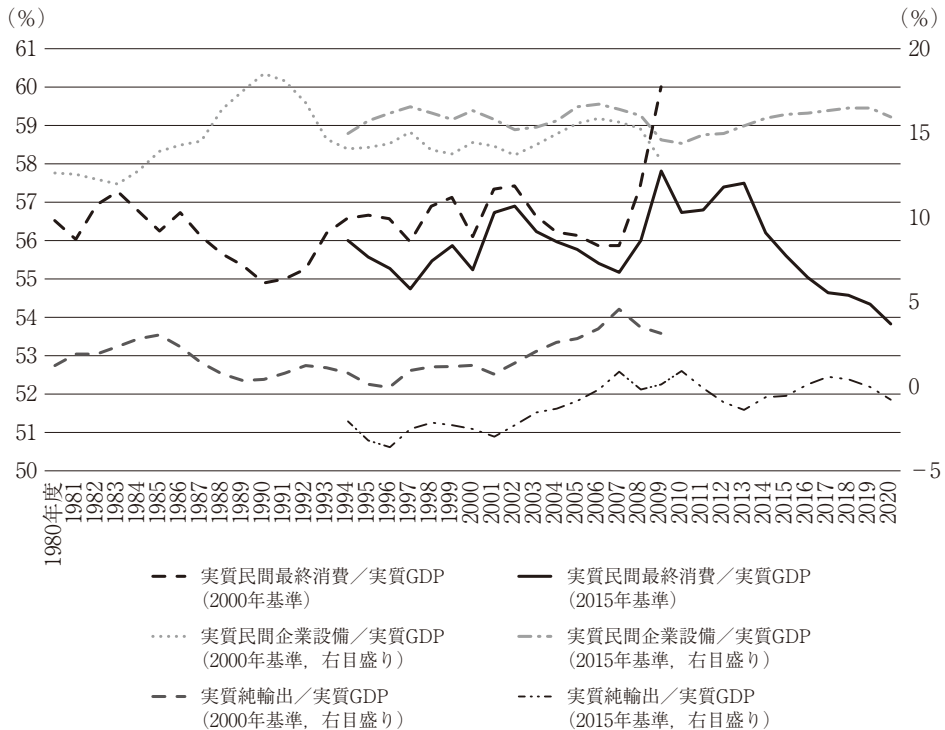


出所) 国民経済計算

減少している。1981年に対GDP比で約14.7%であったが、2014年には、マイナス1%程度まで低下した。その後は上昇に転じるも、2019年で約2.1%であった²¹⁾。一方、企業の純貯蓄率は、当初こそ家計と同様に減少していたが、1994年に1.1%に陥って以降、増加に転じ、2002年以降の景気回復局面の2004年には、約9.4%となった。その後、世界金融危機までの期間は減少し、2009年に約3.7%に落ち込むと、再び増加し、2015年以降は9%前後となった。2000年を境に家計と企業の純貯蓄率は逆転し、世界金融危機と、直近を除いて、企業の純貯蓄率が家計の純貯蓄率を上回っていることが分かる。

次に、家計の消費と企業の設備投資について観察する。図6bは、民間最終消費支出（実質）、民間企業設備の総固定資本形成（実質）、純輸出（実質）の対GDP比の推移である。民間最終消費支出は、1980年から2013年までは、55%から57%前後で安定的に推移していたが、2014年以降、減少し、2020年には、54%程度となっている。企業設備の対GDP

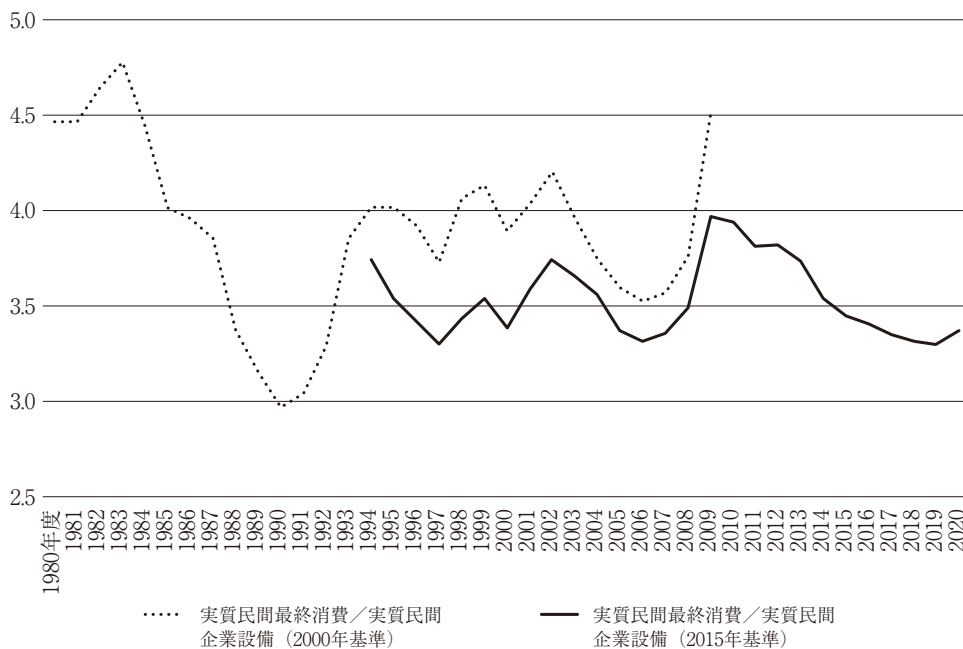
図6b 実質民間最終消費／実質民間企業設備／実質純輸出の対GDP比率の推移



出所) 国民経済計算

21) 2020年は新型コロナウイルスの感染拡大による影響で、特異な数値であることから、考察の対象から外す。

図 6c 民間最終消費／民間設備投資比率の推移



出所) 国民経済計算

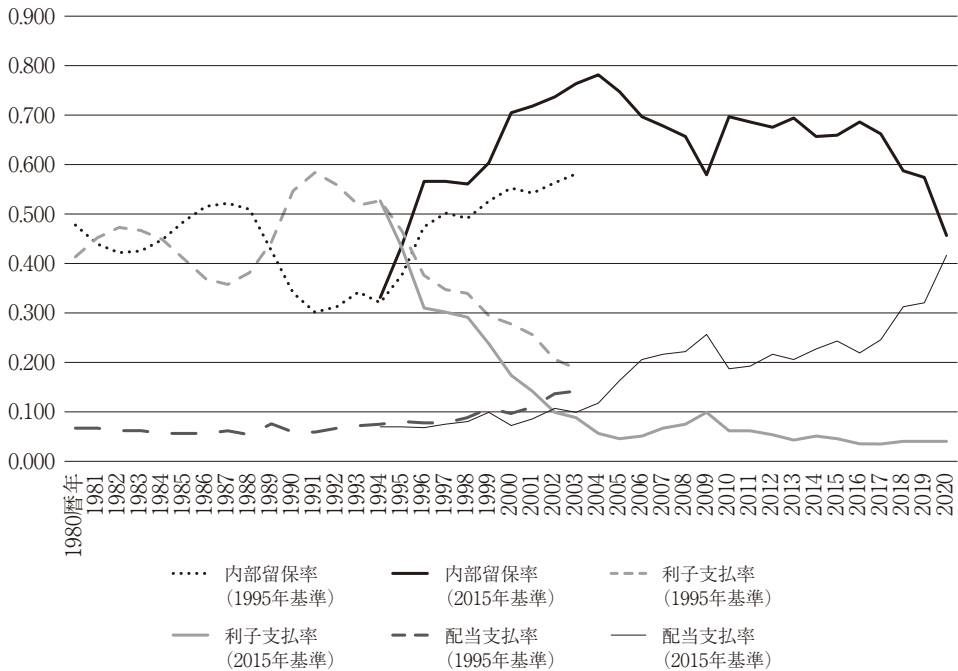
比率は、13%から17%程度までを推移し、期間中に大きな変化はみられない。純輸出の対GDP比は、期間中ほぼマイナスで輸入超過の状態である。図6cにみられるように、この間、消費／投資比率は大きく変化している。1980年代は、消費の減少と投資の増加によって、消費／投資比率は著しく低下した。1990年代は乱高下するも、2000年代後半から、消費が増加する一方で、投資が横ばいまたは低下傾向にあったため、比率は上昇し、2009年には、およそ4倍となった。しかし、その後は、消費が著しく低下したことから、比率も低下し、2020年時点では、3.4倍弱まで低下している。1990年代中頃を境に家計と企業の消費／貯蓄行動は、逆の関係に変化している。家計は貯蓄を減らすだけでなく、消費も減っている。他方、企業は貯蓄が増え、投資は横ばいかやや増加している。つまり、過剰投資も解消されず、消費も回復していないことが分かる。

ここまでみてみると、1994年から2005年まで企業の純貯蓄率は著しく上昇しているが、この間、設備投資の対GDP比率は横ばいである。2005年から2010年は、企業の純貯蓄と設備投資がともに低下している。さらに、2010年代は純貯蓄も設備投資も増加傾向にある。そして、1994年からの10年は、家計の純貯蓄率が著しく低下し、消費は乱高下しつつも、2000年以降は減少している。一方、2005年以降、企業の純貯蓄と設備投資の増減

の対応関係がみられ、企業で生み出された付加価値が、企業の内部留保として留まり、家計に十分に還元されていない可能性が示唆される。そこで、企業収益の家計部門への還元を観察する。

図7は、民間非金融法人企業の所得²²⁾を、内部留保、配当支払、利子支払に分配した割合の推移を示す。内部留保率は、1988年以降低下し、1994年まで30%余りで推移するが、その後急上昇し、2004年には78%程度まで上昇した。2009年には、再び60%を下回るも、その後増加し、2017年まで60%台後半で推移している。次に、配当比率をみると、1980年から2000年代初頭まで、10%を下回る程度であったが、2004年に11%となり、以降増加に転じ、2018年以降、30%を上回る水準となる。配当支払率の増加と内部留保率の減少が呼応しているようである。他方、利子支払率は、1992年以降急速に減少する。1992年に始まった日本銀行による金融緩和政策で、金利が低位に抑えられていることが要因と考えられ得る。特に、2012年以降は、5-3%の間で推移し、1990年代前半まで50%程度

図7 民間非金融法人企業所得の分配



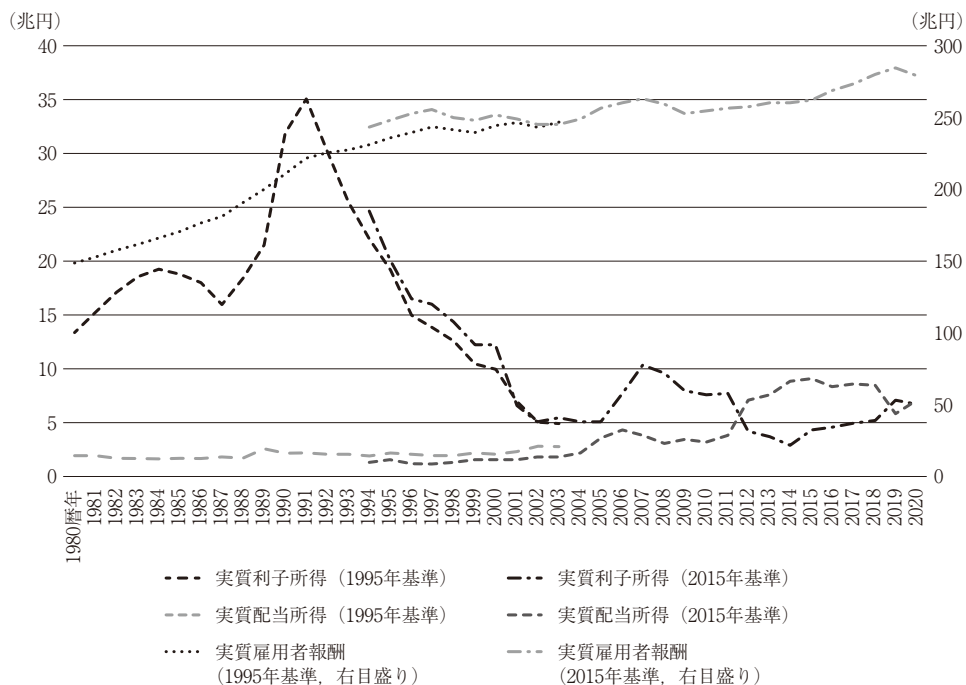
出所) 国民経済計算

22) 民間非金融法人企業の生産活動から発生した付加価値のうち、企業部門の貢献分と財産所得の受け取り分の合計。

を占めていた利子支払は、数%の割合まで低下し、最も配分が低くなっている。背景には、1992年から断続的に続けている金融緩和政策によって、金利が0付近まで抑えられて、利子支払が極端に減少したことがあげられる。利子支払が削減されたことが、内部留保と配当支払を押し上げた要因であることが示唆される。金融緩和政策以降、企業から家計への還元のパターンが変化し、政策によっても、企業に厚く、家計に薄い配分となっていったことが分かる。

最後に、企業から家計への付加価値の還元を、家計部門の側から観察する。図8は、個人企業を含む家計の雇用者報酬、利子所得、配当所得の推移である。1980年に約148.7兆円であった実質雇用者報酬は、1990年代まで順調に増加している。しかし、2000年代に入ると増加の速度は低下し、2014年まで250兆円から260兆円の間で推移していた。2015年以降は増加し、2020年では、279.5兆円となっている。実質利子所得は、1980年代後半から増加し、1991年に35兆537億円となった。しかし、1992年に「ゼロ金利政策」が実施され、その後も断続的に「量的緩和政策」、「ゼロ金利政策」が実施され、2005年まで急激に低下していった。2006年に「ゼロ金利政策」が解除されると、一時的に7.7兆円に、2007年に10.3兆円に増加するが、再び減少し、2010年に「包括的な金融緩和政策」、2013

図8 実質利子所得・配当所得・雇用者報酬の推移



出所) 国民経済計算

年に「量的・質的金融緩和政策」が実施され、さらに低下して2014年に2兆8977億円となった。その後は若干増加傾向にあるものの、極めて低位である。最後に、配当所得をみる。配当所得は期間を通じて低調である。2000年代中頃までは、1.2兆円から2兆円前後で推移している。2005年に3.5兆円程度になると、その後は増加に転じ、2011年まで3兆円台で推移し、2012年に約7.6兆円に急増すると、8兆円前後で推移し、2019年以降再び減少した。金融緩和の影響で、家計においても2011年に利子所得と配当が逆転している。

図7と図8から、企業が生み出した付加価値の家計への還元傾向を観察してみると、利子率が低下したことで、利子支払を通じた家計への還元が著しく低下していることがわかる。雇用者報酬を通じての還元は、付加価値の増加ほどは増えず、企業所得における営業余剰の増加をもたらしている。配当を通じた還元は増加しているものの、付加価値の配分は、企業に厚く、家計に薄いことが見て取れる。雇用者報酬の停滞と、金融緩和政策による低金利で利子支払が減少したことが、企業の内部留保の増加を下支えしていることが窺える。

ここまで、SNAのデータでみると、トービンの q が慢性的に1を下回っていること、また、安藤尺度と図5cから資本効率性が低下していることから、新古典派の経済成長モデルの仮説(1)は、成立せず、日本経済は、過剰投資・過小消費の状態にあることが示唆された。また、投資によって生み出された付加価値の企業と家計への配分を観察した、図6aから図8の結果から、企業に厚く、家計に薄い配分となっていることが明らかとなった。

本節の始めに示したように、過剰投資・過小消費の状態では、企業が生み出した付加価値の家計と企業との配分が、消費と投資のバランスに影響を与える。すなわち、企業に厚く分配し、内部留保を蓄積することは、過剰投資・過小消費を促進し、資本収益率が低い設備投資が実行されることになる。金融緩和政策や法人税の減税といった企業への厚い配分を助長する政策は、以前から続いている投資・消費のアンバランスを固定化している可能性がある。本節からも企業の内部留保は、効率的な設備投資に回らず、家計への還元も不十分であることが観察された。

VI おわりに

本稿では、法人企業統計調査とSNAのデータを使って、企業の内部留保の増加と、その要因について、次の3つの観点で考察した。(1) 経済の好循環の観点から内部留保は有効に活用されているのか、(2) 内部留保の増加の背景には付加価値の分配のゆがみがあるのか、(3) 金融緩和政策は内部留保増加を促進したのか。考察の結果、(1)については、IV節で考察し、内部留保は主に投資有価証券や現金・預金で運用されている可能性が高く、投資有価

証券は、主に海外子会社の買収などの資金であるため、国内の設備投資増加には貢献していないことが示された。また、V節から、賃金を通じた還元も、付加価値の増加ほどには増えていないことが示され、必ずしも、有効に活用されているとは言えないことが明らかとなった。(2)については、V節で考察した。新古典派の経済成長モデルにおいて、経済成長にとって最適な消費と投資の配分は達成されず、1970年代から既に観察されていた過剰投資・過小消費の状態にあること、また、付加価値の配分は、企業に厚く、家計に薄いことが示された。さらに、(3)については、V節の考察から、日本経済は1970年代から既に最適な消費・投資バランスから乖離していたが、2020年までのデータでも引き続き過剰投資・過小消費の状態にあり、特に、2012年以降は、加速していることが見て取れた。付加価値の還元においては、利子を通じた企業から家計への還元が著しく低下しており、金融緩和政策によって、過剰投資・過小消費が促進された可能性が高いことが示唆される。また、過剰投資の場合には、資本収益性の低い設備投資に資本が費やされるので、金融緩和策によって金利が低位に抑えられ、利払いが低下すると、「ゾンビ企業」と呼ばれる企業の延命の一因となっている可能性もある。

金融緩和策によっても物価が上昇しないのであれば、「流動性の罠」に陥っているという解釈もできるため、例えば、Krugman et al. (1998)のように、マネーサプライを大規模に供給して、人々の将来のインフレ予測を高めることで、実質金利をマイナスにする方法が有効であるという議論もある。しかし、経済が過剰・過小消費の状態にあるという前提に立てば、行き場のない資産が蓄積され、アンバランスの固定化を促進する可能性がある。本稿では、利用可能なデータを観察することで、仮説を検証し、金融緩和策は有効ではない可能性があることを示したが、過剰投資・過小消費を解消し、最適な成長経路に再び戻るためには、どのような政策が有効であるかについては議論していない。有効な政策を議論するには、Hayashi (2006)のように、過剰投資と過小消費が発生するメカニズムを理論的に説明するモデルを構築し、最適な成長経路から逸脱した場合に、いかに成長経路に戻るのかを理論的に説明する必要がある。さらに、成長経路に戻るために政策がどのような役割を果たすことができるかを分析するモデルの構築と実証も必要である。これらは、次の課題である。

日本経済が過剰資本蓄積の状態であるならば、市場に供給されたマネーは、企業の設備投資に回ったとしても、生産性の低い設備に投資されるだけである。また、金融緩和策によって金利が低位に抑えられた結果、利子支払が低下したことが、内部留保増加に寄与していることが示唆されている。今後は、さらに詳細なデータを用いて、業種別、企業規模別に内部留保の増減や付加価値の配分を観察することも必要である。本研究を通じて、日本が過剰投資・過小消費の状態にあり、企業が生み出した付加価値の分配は、企業に厚く、

家計に薄いことが示された。特に、利子を通じた還元が極端に減少していることで、内部留保の増加に寄与しており、金融緩和政策が内部留保の増加を促進している可能性があることも示された。法人企業統計からの観察では、内部留保が増加する一方で、資産側では、投資有価証券と現預金が増加しており、SNA からの観察では、賃金を通じた家計への還元も伸び悩んでいることが観察される。経済の好循環の観点から内部留保が十分に活用されていないことが明らかとなった。

参考文献

- 岩瀬忠篤・佐藤真樹 (2014) 法人企業統計からみる日本企業の内部留保（利益剰余金）と利益配分、ファイナンス、2014年7月号、86-95 ページ。
- 上野剛志 (2018) まるわかり“内部留保問題”：内部留保の分析と課題解決に向けた考察、ニッセイ基礎研究所報、Vol. 62、121-133 ページ。
- 遠藤康紀 (2020) リスクマネジメントにおける内部留保に関する意思決定について—内部留保か新規設備投資か、立教ビジネスデザイン研究、Vol. 17、1-18 ページ。
- 齋藤誠 (2008) 家計消費と設備投資の代替性について—最近の日本経済の資本蓄積を踏まえて、現代経済学の潮流、27-68 ページ。
- 齋藤誠 (2016) 新しいマクロ経済学（新版）、有斐閣。
- 藤田勉 (2018) 日本企業の内部留保剰余説の誤解、資本市場、No. 393、52-60 ページ。
- 堀敬一・安藤浩一・齋藤誠 (2010) 日本企業の流動性資産保有に関する実証研究—上場企業の財務データをを用いたパネル分析—、現代ファイナンス、Vol. 27、3-24 ページ。
- Ando, Albert (2002) Missing household saving and valuation of corporations: Inquiry into Japanese national accounts i. *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 16, No. 2, pp. 147-176.
- Ando, Albert Dimitrios Christelis, and Tsutomu Miyagawa (2003) Inefficiency of corporate investment and distortion of savings behavior in Japan. *In Structural impediments to growth in Japan*, pp. 155-190.
- Hayashi, Fumio (2006) 10. the over-investment hypothesis. *Long-Run Growth and Short-Run Stabilization: Essays in Memory of Albert Ando*, p. 275.
- Krugman, Paul R. Kathryn M. Dominquez, and Kenneth Rogoff (1998) It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, pp. 137-205.
- Pinkowitz, Lee and Rohan Williamson (2001) Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 4, pp. 1059-1082.

〈付録〉決算報告書

決算報告書には、「貸借対照表」、「損値期計算書」、「株主資本等変動計算書」、「キャッシュフロー計算書」などがある。「会社法」、「法人税法」、「金融商品取引法」等、法律の目的の違いによって、提出を求められる書類が異なる。

【会社法】「会社法」では、「貸借対照表」、「損益計算書」、「株主資本等変動計算書」、「個別注記表」の4つと、「事業報告書」、「付属明細書」を作成することが義務づけられている。提出先は、株主総会などである。

【法人税法】「法人税法」では、「貸借対照表」、「損益計算書」、「株主資本等変動計算書」の3つを作成することが義務づけられている。提出先は、所轄の税務署で、確定申告書に添付して提出する。

【金融商品取引法】「金融商品取引法」では、上場企業に対して、「有価証券報告書」と呼ばれる決算報告書を作成することを義務づけている。決算日後3ヶ月以内に金融庁に提出し、金融庁が運営する「EDINET」等で公開される。

決算報告書名	義務づける法律	提出先
貸借対照表	会社法 法人税法 金融商品取引法	株主総会 所轄の税務署（確定申告書に添付して提出） 金融庁
損益計算書	会社法 法人税法 金融商品取引法	株主総会 所轄の税務署（確定申告書に添付して提出） 金融庁
株主資本等変動計算書	会社法 法人税法 金融商品取引法	株主総会 所轄の税務署（確定申告書に添付して提出） 金融庁
個別注記表 事業報告書	会社法	株主総会
計算書類の付属明細書	会社法、金融商品取引法	株主総会、金融庁
キャッシュフロー計算書	金融商品取引法	金融庁