

内部留保問題への解

～循環型内部留保のススメ～



応募区分: 大学

チームID: SL700978

チーム名: ふれあいの里

学校名: 東京大学

学年: 3年

メンバー: 田村弘治(経済学部3年・リーダー)

清野雄貴(経済学部3年)

長谷川英俊(経済学部3年)

松野舜介(経済学部3年)

指導教員: 東京大学大学院経済学研究科 首藤昭信 准教授

基礎学習

- 1 モノ（財）やサービスを（【1】生産）し、（【2】流通）させ、（【3】消費）することを経済という。
- 2 経済活動を行う主な主体には、消費の主体である（【4】家計）、生産・流通の主体である（【5】企業）、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する（【6】政府）がある。
- 3 通貨には、紙幣や硬貨といった（【7】現金）と、預金口座を持っていれば支払いや受け取りができる（【8】預金）とがある。
- 4 我が国の少子高齢化とその影響に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（【9】d）
- a. 日本の現在の年間出生数は、1985年と比べて約30%減少している。
 - b. 日本の人口は2008年をピークに減少傾向が続いている。
 - c. 少子高齢化による商品市場への影響にはプラスとマイナスの両面がある。
 - d. 生産年齢人口の減少により、日本全体の医療費の支出も減少する。
- 5 「女性が活躍する社会」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（【10】b）
- a. 「女性活躍推進法」では、女性の職業生活における活躍推進のために、事業者だけではなく、国や地方公共団体の責務が明確にされた。
 - b. 女性の労働力率を向上させるには、男女による役割分担を固定するのがよい。
 - c. 女性が活躍する社会の実現には、子育て支援などの対策が重要となる。
- 6 グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？（【11】b）
- a. グローバルな課題への対応は、課題ごとに設置された各国国際機関が取り組んでおり、一般の市民が果たす役割は少ない。
 - b. 先進国の企業が発展途上国に工場を建設した場合、途上国には雇用の創出や技術移転などの様々なメリットがある。
 - c. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくことは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - d. グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。
- 7 2つ以上の国や地域間で締結する貿易などに関する協定としては、自由貿易を促進する（【12】自由貿易協定（FTA））と、これにとどまらず知的所有権や労働力の移動などより幅広い分野での協力を規定する（【13】経済連携協定（EPA））がある。アメリカのトランプ政権が離脱を決定した「環太平洋経済連携協定（TPP）」は（【13】経済連携協定（EPA））の一つである。
- 8 GDP（国内総生産）に関する次の説明文のうち、正しいものは？（【14】a）
- a. GDPとは、一定期間に国内で生産されたモノやサービスの付加価値の合計額をさす。

- b. GDPには、国内で働いている外国人の生み出した所得は含まれない。
 - c. GDPには名目GDPと実質GDPとがあり、常に、物価の変動分を反映させた実質GDPよりも名目GDPが上回っている。
 - d. GDPは国全体の経済規模を示す指標であり、国民一人あたりのGDPで比較することは意味がない。
- [9] ある商品の価格が上がれば需要量が減り、価格が下がれば需要量が増えることを（ [15] **需要の法則** ）、ある商品の価格が上がれば供給量が増え、価格が下がれば供給量が減ることを（ [16] **供給の法則** ）という。つまり、市場経済では、（ [17] **価格** ）が消費者と生産者の行動に対するインセンティブとして機能している。
- [10] お金を貸し借りする「金融」の形態としては、借り手が貸し手から直接お金を融通してもらう（ [18] **直接金融** ）と、銀行などの金融機関が仲介して貸し手と借り手を間接的に結びつける（ [19] **間接金融** ）とがある。
- [11] 日本の株主が企業の株式を所有する目的の組み合わせとして正しいものは？（ [20] **b** ）
- a. インカムゲイン — キャピタルゲイン — 元本保証
 - b. インカムゲイン — キャピタルゲイン — 株主優待
 - c. インカムゲイン — 為替差益 — 株主優待
- [12] 株式を購入することは、その企業を資金面で応援することであり、株式投資は（ [21] **社会参加** ）の一つの方法といえる。
- [13] 株式投資や金融商品購入などのリスクに関する次の説明文で、誤っているものは？（ [22] **c** ）
- a. 銀行預金などの安全性の高い金融商品は、一般に株式投資に比べ収益性が低い。
 - b. 株式をはじめとする金融商品の主なリスクには、価格変動、為替変動、金利変動、信用リスク、カントリーリスクなどがある。
 - c. 安全性が高く収益性の高いローリスク・ハイリターンの金融商品を勧められたら、無理をしてでも購入しておく方がよい。
 - d. 投資に関わるリスクを減らす方法には、投資先を分散させることや、時間を分散して投資することなどがある。

～要旨～

現在の日本社会では、「**内部留保問題**」が生じている。内部留保問題とは、内部留保を巡って各ステークホルダーの意向と経営者の意向が一致しておらず、経営者が各ステークホルダーの不信・不満を招いていることである。この内部留保問題に対して多くの議論がなされているが、建設的と言えるものは多くなく、有効な解決策が提示されているとは言い難い。

そこで我々は、本レポートにおいて、「内部留保問題への解」を提示する。すなわち、①各ステークホルダーに成果物を公正に分配したうえで内部留保を蓄積し、②その内部留保を適切に活用し分配の原資となる成果物を獲得しているかどうか、③そしてそのような成果物の分配による内部留保の形成と内部留保の活用の循環を保証するような環境が整っているかという観点から、「循環型内部留保企業」を選出し、投資する。このような企業を応援することで、内部留保問題解決の大きな一歩となることが期待される。

目次

I. 投資テーマ

1. 背景
2. 投資案

II. 内部留保とは何か

III. スクリーニング

1. 内部留保の形成プロセス（成果物の分配）

- 1-A 経営者対株主
- 1-B 経営者対債権者
- 1-C 経営者対従業員

2. 内部留保の活用

- 2-A 経営者対株主
- 2-B 経営者対債権者
- 2-C 経営者対従業員

3. 最適な内部留保の形成・活用を保証する環境

- 3-1 ガバナンス
- 3-2 情報開示

IV. ポートフォリオ分析・銘柄紹介（投資家へのアピール）

V. ストックリーグを通して学んだこと

参考文献

I. 投資テーマ

1. 背景

現在の日本には内部留保問題が発生している。内部留保問題とは、内部留保を巡って各ステークホルダーの意向と経営者の意向が一致しておらず、経営者が各ステークホルダーの不信・不満を招いていることである。好況と言われるも実感出来るレベルで生活水準は向上していない中、企業の内部留保が積みあがっているという情報に対し、企業の内部留保に関する説明の不足も相まって、この問題が生じている。

この内部留保問題は従来から存在しているが、2017年10月の衆議院選挙において、内部留保課税政策が争点になったことで一気に表面化した。この政策は、まさしく内部留保問題を端的に表したものである。「内部留保＝埋蔵金」という（誤った）考えのもと、内部留保を株主への還元、設備投資や賃上げに回すべく、課税によりその達成を測ろうとしたものである。この内部留保課税政策に対して、多くの議論が噴出した。その多くは内部留保課税に反対するものであり、特に会計学者をはじめとした専門家によって内部留保課税がいかに的外れなものであるかが強調された。

我々は、この内部留保問題に強い危機感を抱いている。確かに専門家らの指摘する通り「内部留保＝埋蔵金」は誤った考え方ではあるが、だからといって内部留保が過剰に積みあがっている、すなわち還元が十分にされていない可能性があることは事実である。また、内部留保が設備投資などに十分に活用されているとは言い難い。重要なのは、内部留保課税政策の根底にある、企業の内部留保への不信感、すなわち各ステークホルダーの意向が経営者の企業経営の方針と一致していないのではないかという各ステークホルダーの疑心・不満である。これを解決する手段としての内部留保課税は確かに間違っているといえるが、それを批判するのみでは内部留保問題を解決することはできない。建設的な方策、つまり「内部留保問題への解」を考える必要がある。

そこで我々が提案するのは、「循環型内部留保企業」への投資である。①企業がその成果物をステークホルダーへ最適に分配しつつ内部留保を形成し、②蓄積された内部留保を各ステークホルダーの期待に沿って効率的に活用し、③この内部留保の形成・活用のサイクルを保証する環境を有する企業、つまり「循環型内部留保企業」に投資することが内部留保問題を解決する方策になると考えた。各ステークホルダーを満足させるような成果物の分配・内部留保の活用、そしてそれを保証する環境がある企業は、内部留保を巡る各ステークホルダーの対立を克

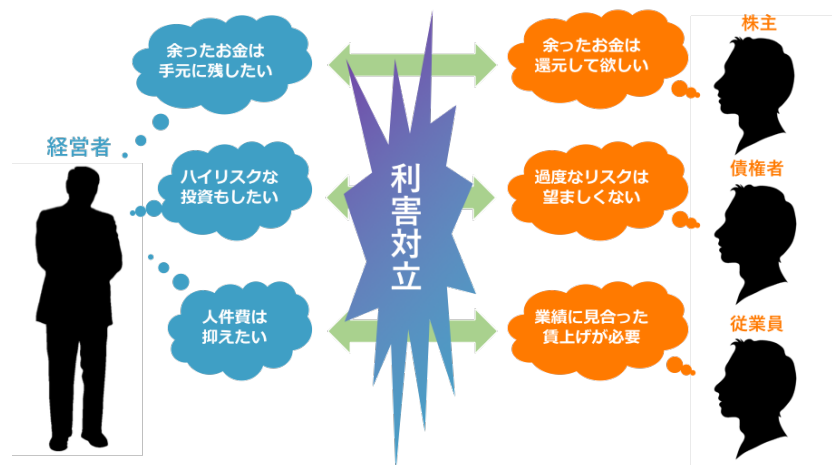
服できている企業である。そうした企業を投資によって後押しし、発展させていくことによって内部留保問題が解決され、不信感や対立を解消することができる考えた。

我々は夏ごろから内部留保を扱った投資案を練り上げてきた。しかし、10月の衆議院選挙を契機とした内部留保問題の加熱を目の当たりにして、我々の投資案が一夜にして社会的問題になったことに大きな戸惑いを感じた。だが、「有識者」たちの内部留保に対する意見の錯綜を目にし、我々の戸惑いは使命感へと一変した。つまり「内部留保を絡めた良いレポートを提出しよう」という気持ちから、「我々には現在の日本が抱える内部留保問題に正面から向き合い、解を提示する義務がある」という強い使命感を抱くようになったのである。また、我々は感情的・イデオロギー的な内部留保批判に陥ることを避け、豊富な学術的知見に裏付けられた解を導くよう努めた。内部留保問題を定義化し、それに対して学術的に正しい解を導くということは想像を絶する労力と献身を必要とするものだったが、それを支えたのは我々の強い使命感であった。我々の思いが一人でも多くの方に届けば幸いである。

2. 投資案

上述の内部留保を巡る議論を各ステークホルダーの視点から要約すると、図表1のようになる。

図表1 経営者の視点と各ステークホルダーの視点の対立



株主の立場：投資機会があるなら投資をし、企業内に最低限留保すべき資金以外は全て株主に還元するべき。

債権者の立場：利息と元本の支払いを可能にするだけの投資をしたら、あとはリスクテイクや過剰な分配をせず、企業内部に留保してほしい。

従業員の立場：景気は上向き始めているのに労働分配率は上昇していない。業績に見合った賃金が支払われるべき。

このように、企業（経営者）をとりまくステークホルダーが各々の思惑で内部留保に関して議論していることが分かる。そこで、我々は①各ステークホルダーに対して成果物の公正な分配を行って内部留保を形成し、②その結果として蓄積された内部留保を各ステークホルダーの意向に沿うように活用し、③さらに、そのような成果物の分配による内部留保の形成と内部留保の活用を将来にわたり保証する環境を有する企業を選ぶ、という3つのステップで企業を選出する。このような企業はステークホルダーとの利害対立を克服しているといえよう。

第1スクリーニング（①）で着目するのは、フローとしての分配による内部留保の形成プロセスである。それは、1年間の経済活動で稼得した成果物をどのように各ステークホルダーに分配していくかという議論である。成果物のうち各ステークホルダーに分配した結果残った分が、内部留保として蓄積される。第2スクリーニング（②）で着目するのは、フローとしての分配が積み重なった結果のストックとしての内部留保である。内部留保は、貸借対照表（以下B/S）の借方（左側）において安全資産から設備投資まで様々な形に姿を変えている。内部留保を効率的に活用することは、次なる分配の原資となる成果物を生み出すために重要である。第3スクリーニング（③）では、企業の株式保有構造と情報開示に着目し、①の最適な分配、②の最適な活用の循環を長期的に保証する環境を有する企業を選ぶ。

以上のスクリーニングによって選出された企業は、各年度において最適な分配（フロー）を行いながら最適な内部留保（ストック）を形成・活用し、かつ今後も中長期的に最適な内部留保の形成・活用を維持し続け、各ステークホルダーを満足させながら成長していく企業である。すなわち、上述の内部留保問題を解決することのできる企業といえよう。

Ⅱ．内部留保とはなにか

具体的なスクリーニングの前に、内部留保とは何かを明らかにする。そもそも、会計上「内部留保」という項目は存在しない。内部留保を巡る議論では、「内部留保」の意味を理解していない、あるいは自分の内部留保観を相手も共有していると思い込んでの議論が散見される。そこでは、内部留保＝キャッシュというような捉え方をしている主張さえみられる。しかし、内部留保はキャッシュと同一ではない。内部留保の意味を明らかにしておくことで、我々の問題意識も明確になると期待される。

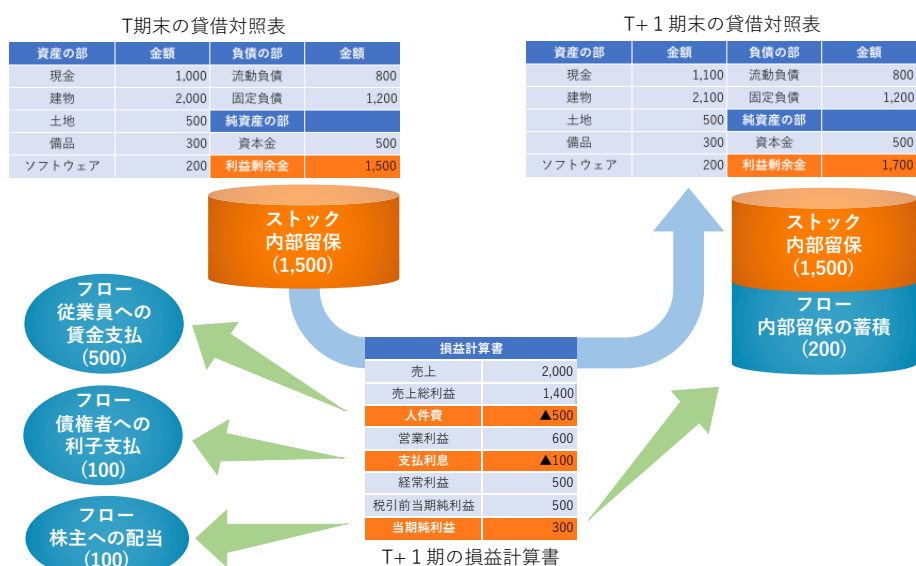
図表 2 貸借対照表の概略（数値は例）

資産の部	金額	負債の部	金額
現金	1,000	流動負債	800
建物	2,000	固定負債	1,200
土地	500	純資産の部	
備品	300	資本金	500
ソフトウェア	200	利益剰余金	1,500

貸方にある
利益剰余金が
内部留保！

図表 2 に示しているように、内部留保とは B/S において「利益剰余金」として純資産の部に掲載されるものである（オレンジ色の部分）。この利益剰余金は、B/S に掲載されていることから明らかなようにストックの項目であり、毎年の利益の蓄積によって形成されたものである。この内部留保形成プロセスは、図表 3 に示しているように、損益計算書（と株主資本等変動計算書）に示されている。すなわち、企業は年間の経済活動により稼得した成果物を人件費・支払利息として従業員・債権者に分配し、当期純利益のうち配当に回されなかった分が内部留保として蓄積される。これが、第 1 スクリーニングで着目する分配による内部留保の形成プロセスである。

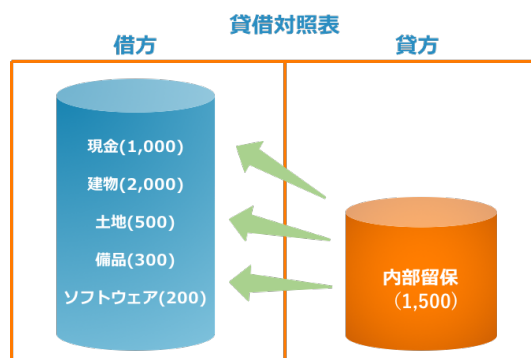
図表 3 内部留保形成プロセスと財務諸表の関係の概略（数値は例）



ここで、年間の経済活動により稼得される利益は、必ずしもキャッシュと同一ではないことを確認する。これは、会計上の利益がキャッシュフローを期間配分したものであることに起因する。よって、内部留保もキャッシュとは限らないのである。具体的には、図表 4 のように B/S の貸方（右側）にあらわれるストックとしての内部留保は、借方（左側）において様々な

資産として活用されているのである。この点において、内部留保＝埋蔵金という考えは誤りなのである。そしてこれが、第2スクリーニングで着目する内部留保の活用という視点である。

図表4 内部留保と資産の関係図（数値は例）

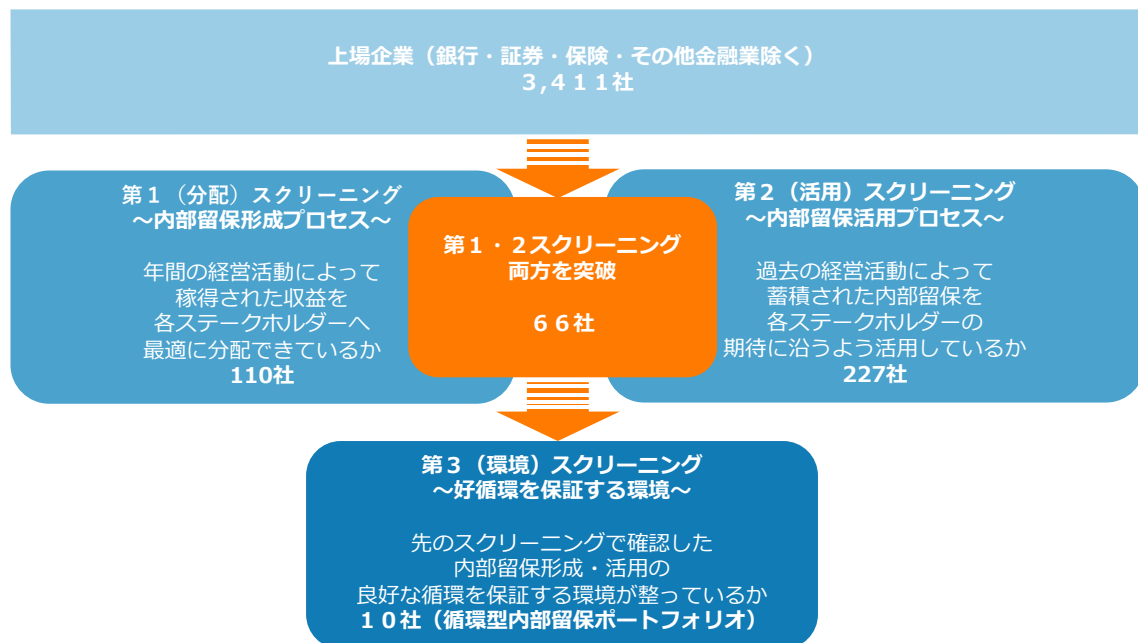


なお、内部留保の実質を適切に捉えるためには、減価償却累計額と引当金も含める必要がある。これは、費用としての減価償却費と引当金繰入額は、必ずしもその期のキャッシュアウトフローを伴うものではないにもかかわらず、利益のマイナス項目とされることで、たとえ利益をすべて配当したとしても減価償却費・引当金繰入額の分だけ資金が企業内に留保されるからである（資金留保効果）。詳細は後述するが、本レポートでは、利益剰余金を「内部留保」、これにさらに剰余金・減価償却累計額・引当金を加えたものを「実質内部留保」と呼ぶことにする。

III. スクリーニング

スクリーニングでは、東証1部、2部、マザーズ、及びジャスダックに上場している3,626社のうち銀行・証券・保険・その他金融業（業種分類は日経NEEDS業種中分類を参照）を除く3,411社を対象としている。スクリーニングの概要を図表5に要約した。まず、全社を対象に第1スクリーニング（分配による内部留保の形成）と、第2スクリーニング（蓄積された内部留保の活用）を実施する。第1スクリーニングでは110社/3,411社が、第2スクリーニングでは227社/3,411社が選出された。我々は第1スクリーニング（分配による内部留保の形成）と第2スクリーニング（蓄積された内部留保の活用）の両方が等しく重要であるという観点から、両スクリーニングの条件を同時にクリアした企業のみを第3スクリーニング（循環を保証する環境）に進めた。そして、両スクリーニングを突破した66社を対象に第3スクリーニングを行って10社を最終的に選出した。この10社を「循環型内部留保ポートフォリオ」とする。

図表5 スクリーニングの概要



1. 各ステークホルダーに対して成果物の最適な分配を行って内部留保を形成することで利害対立を調整しているか

内部留保は企業が年間の経済活動で稼得した成果物を分配した結果の余りが積み重なって形成される。この過程では、経済活動により稼得した成果物を各ステークホルダーに分配していく、分配の結果最終的に残った分が企業内に留保されることになる。

ここでは、分配に着目し、各ステークホルダーに成果物の最適な分配ができている企業、すなわち適切な内部留保の形成ができている企業を選ぶ。

以下では、**エージェンシー理論**に即して各ステークホルダーの利害対立を明確に整理し、それらの対立を克服するような成果物の分配による内部留保の形成ができている企業を選出する。

1-A. 経営者対株主

Milgrom and Roberts (1992)によれば、株主と経営者の利害対立は以下のように説明される。両者の関係をエージェンシー関係で捉えるとき、経営者に企業の運営を委託する**株主はプリンシパル**、委託された**経営者はエージェント**と理解される。このとき、経営者は自己の利益を追い求めることがあり、株主の意向に沿うような行動を取るとは限らない。ここでいう**株主の意向とは企業価値の最大化**である。経営者が自己の利益を追求する例として、過大な交際費を支出したり企業資産を私物化したりすることがある。

このような株主と経営者のエージェンシー関係のもとで、現在日本社会で問題となっている内部留保はどのように捉えられるだろうか。株主にとって望ましいことは、企業価値最大化のために NPV が正の投資案を採択し、余ったお金は企業の所有者である株主に還元（配当）することである。他方、経営者は、余ったお金を将来に備えるために蓄えたり、自己の利益のために使ってしまう。ここに、還元を求める株主と留保を好む経営者の間で内部留保を巡る利害対立が生じている。

利害対立を調整し、エージェンシー・コストを削減するためには、両者の意向のバランスを取った分配による内部留保の形成が最適となると考えられる。すなわち、将来のため適切な水準の内部留保を維持しつつ、必要以上に溜め込まず株主に還元していった結果としての内部留保である。ここでは、図表 6 に要約している通り、①過剰キャッシュ推計モデル②リントナーモデル③コロボレーション効果の 3 つに注目してスクリーニングを行う。

図表 6 スクリーニング 1-A 概要



まず、企業の現預金水準が適正であるかを分析する。内部留保は B/S の借方（左側）において様々な形に姿を変えているから、「内部留保＝埋蔵金」という考えは誤りであると先述した。しかし、借方（左側）においてそれが現預金として保有されているなら、内部留保を「埋蔵金」としてため込んでいるという図式が成立してしまう。実際、法人企業統計によれば、内部留保 406 兆円に対し日本企業の現預金は 216 兆円に達している。多くの企業は現在の現預金の水準を「適正」とみているが、株主の多くは「適正水準を上回っている」と述べている（日本経済新聞, 2017 年 10 月 18 日付）。この現預金水準に対する認識のギャップが、「企業が内部留保を埋蔵金としてため込んでいる」という不信感の原因になっていると推察される。現預金が余っているのなら、株式会社の本質から考えてそれは株主に還元すべきものである。ただ

し、手元資金は円滑な取引のため、経済危機に備えるためなどの目的に有用であるから(Bates et al., 2009)、手元資金もある程度は必要である。

そこで、我々は過剰キャッシュ (excess cash) 推計モデルを用いて、企業の現預金水準が適正であるかを推計し、過剰に現預金を保有している企業を除外する。過剰キャッシュ推計モデルは以下の通りである。なお、このモデルは Opler et al. (1999)の研究を Dittmer and Mahrt-Smith (2007)が発展させたものである。

過剰キャッシュ推計モデル

$$\log\left(\frac{Cash_t}{NA_t}\right) = \beta_0 + \log(NA_t) + \beta_2\left(\frac{FCF_t}{NA_t}\right) + \beta_3\left(\frac{NWC_t}{NA_t}\right) + \beta_4(IndustrySigma)_t + \beta_5\left(\frac{MV_t}{NA_t}\right) + \beta_6\left(\frac{RD_t}{NA_t}\right) + \epsilon_t$$

Cash_t:現預金, NA_t:純資産簿価, FCF_t:フリーキャッシュフロー, NWC_t:正味運転資本, IndustrySigma_t:各産業における FCF/NA の 10 年間の標準偏差, MV_t:株式時価総額+負債時価総額, RD_t:研究開発費支出

この式を産業ごとに年度でクロスセクション回帰して、各企業について得られた残差が正なら現預金が適正水準を上回っていることを示す。したがって、スクリーニングでは残差が正であった企業を除外し 1,269 社を選出した。

次に、企業が株主への還元すなわち配当を業績に応じて適正に行っているかを分析する。過剰キャッシュ推計により、適正な現預金水準を上回って保有している企業を除外したが、現預金が適正水準であっても、株主への成果物の還元を伴っていなければ意味がない。ここでは、Lintner (1956)によって示されたモデルを基に、利益に応じた適切な配当ができているかを分析する。なお、石川(2010)によると、日本企業は自社株買いを増やすかわりに配当を減らすことはしていないので、自社株買いが配当と代替可能な利益還元策であるといえない。また、日本においては 30 年間以上、上場企業の 7 割が配当を行っており相対的に自社株買いの重要性は低いといえる。したがって、本スクリーニングにおいて自社株買いは考慮しない。

Lintner モデル

$$D_{it} - D_{it-1} = a_i + c_i(D_{it}^* - D_{it-1}) + u_{it}, \quad D_{it}^* = r_i P_{it}$$

$$D_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 P_{it} + \beta_2 D_{it-1} + \epsilon_{it}, \quad \beta_1 = cr, \beta_2 = 1 - c,$$

D:一株当たり配当+自社株買い, P:一株当たり利益, c:配当調整速度, r:目標配当利益率

このモデルは、経営者の配当行動を、目標とする配当性向、当期純利益そして配当の時間調整によって説明するものである。利益に応じて時間をかけて配当を調整していくことは、安定的内部留保確保のために重要であり、稼得した成果物分配という配当の性質から考えて、このモデルにより得られる期待配当は適切な水準であると考えられる。過去 10 年間のデータにおいて個別企業ごとに時系列でこの回帰式を推計し、残差を求めた。この残差が小さい企業は、期待水

準に満たない配当しか行っておらず、株主への適切な還元が行われていない企業と仮定できる。したがって、企業を残差で順位付けし、下位 30% のものを除いた 1,031 社を選出した。

さらに、**企業業績の裏付けのある配当を行っているか**を判断するために「**コロボレーション効果**」に注目する。「コロボレーション効果」とは、企業が発表する利益と配当の 2 つの異なる変化を、市場が相互に関連付けて評価することで株価が通常よりも大きく変化する効果のことである(Kane et al., 1984; 石川, 2010)。下の図表 7 に配当の変化と利益の変化のコロボレーション効果をまとめた。配当変化と利益変化がともにプラスの⑨に属する企業に対して市場は最もプラスの評価をし、逆に配当変化と利益変化がともにマイナスの①に属する企業に対して市場は最もマイナスの評価をする。配当変化がプラスで、利益変化がマイナスの③のように変化の方向が異なる企業に対してはその方向の違いを割り引いた評価がなされる。

図表 7 利益変化と配当変化のパターン分類

利益の変化\配当の変化	－	0	＋
－	①	②	③
0	④	⑤	⑥
＋	⑦	⑧	⑨

Lintner モデルにおいては、目標配当利益率に向けて徐々に配当を調整していくため、増益のときに増配になるとは限らない。増益と増配によって市場に適切なアナウンスメントを行う企業は、市場から高い評価を受ける。このように、**首尾一貫した配当政策は株価を向上させていくので、株主は大きなベネフィットを得ることができる。**

本スクリーニングでは、利益と配当の実績値に着目し前年度よりも利益が増加し、配当を据え置か増加させた、図表 7 の⑧および⑨に属する企業 672 社を選出した。

以上、スクリーニング 1 -A の分析手順の結果、323 社が選出された。

1-B. 経営者対債権者

同様に、Milgrom and Roberts (1992)によれば、株主と債権者の利害対立は以下のように説明される。両者の関係をエージェンシー関係で捉える時、経営者に資金の貸付を行う**債権者はプリンシパル**、貸付を受けた**経営者はエージェント**として捉えることができる。経営者は株主のために行動するインセンティブを有するため、債権者の意向に沿うような行動を取るとは限らない。ここでいう**債権者の意向とは最初の契約で定められた利息と元本を確実に回収すること**である。

内部留保に関して両者の関係を当てはめると以下ようになる。債権者は企業が倒産して利息と元本を回収できなくなることを恐れるため、経営者にできるだけ多くの内部留保をもった慎重な経営を望み、過度なレバレッジの増加や資金繰りの悪化を嫌う。他方、経営者は株主を優先しようとするため、現金配当の増加によって内部留保を減らし、企業価値を高めようとハイリスク・ハイリターンな投資を行うインセンティブをもつ。ここでも、慎重な経営を求める債権者と積極的な経営を求める経営者の間で内部留保を巡る利害対立が生じている。

このような利害対立を念頭に置くと、最適な内部留保を考える上では、まず、**債権者の富を害するようなハイリスクな投資や株主への分配が行われていないことが重要**だろう。企業が稼得した成果物が過度な投資に振り向けられているのであれば、債権者を害するような成果物の分配が行われていることになる。また、企業会計によって計上される利益はキャッシュの期間配分によって生み出される相対的なものであるから、配当可能である利益が過大に計上され、債権者を害する可能性もある。そこで、そういったことを防ぐ仕組みとして、利益を保守的に計上する**保守主義会計**に着目した。したがって図表8に要約している通り、①過剰投資と②保守主義会計の2つに注目してスクリーニングを行う。

図表8 スクリーニング1-B 概要



はじめに、**過剰投資**を行っていない企業を選出する。上述したように、過度なリスクテイクを望まない債権者にとって、利払い・元本返済の原資となる成果物が過剰な投資に振り向けられるのは好ましくない。本来なら分配に回すべき成果物が、リターンが望めない過剰な投資に浪費されれば、確実に利払い・元本返済を望む債権者にとって大きな損害である。具体的には、**Chen (2013)**を参考にした**モデル**を用いたクロスセクション回帰をして判断する。

過剰投資モデル

$$Inv_t = \beta_0 + \beta_1 Q_{t-1} + \beta_2 \Delta Sales_{t-1} + \epsilon_t$$

Inv: (Δ有形固定資産 + Δ無形固定資産 + Δ建設仮勘定 + 減価償却費 + 減損損失 + 研究開発費)/期中の平均総資産, Q: トービンの Q, ΔSales: 売上高変動率 (t-2 期から t-1 期への変動率)

このモデルは、投資の適正水準をトービンの Q と売上高の変動率で説明するものである。推計した結果の残差が正である場合には過剰投資に相当すると考えられる。したがって、スクリーニングでは残差が正であった過剰投資企業を除外し、2,169 社を選出した。

次に、**保守主義会計**を積極的に採用している企業を選出する。保守主義会計とは、グッドニュースの認識は遅らせる一方でバッドニュースの認識は適時に行うという会計実務を指す。Watts (2003)は、保守主義会計によれば利益が過大に計上されることがなく、債権者を害し企業価値を棄損するような分配が行われる可能性が低くなることを指摘している。また、Ball and Shivakumar (2005)は、保守主義会計は経営者の投資意思決定に良い影響をもたらす、つまり NPV が負の投資案を採択しにくくなることを指摘した。つまり、保守主義会計のもとでは利益が「実質内部留保」として留保されるために債権者を害するような分配がおこる可能性は低く、また企業価値を棄損するような投資案の採択が防がれることで債権者にとって最適な内部留保の形成を促進することができると考えられる。すなわち、**保守主義会計は債権者にベネフィットをもたらす分配を促進する**のである。

保守主義の程度は、Khan and Watts (2009)によって示された **C_Score** により求められる。

Khan and Watts (2009)が示した C_Score は、以下の Basu (1997)によるモデルを発展させたものである。

C Score ①

$$X_t = \beta_1 + \beta_2 D_t + \beta_3 R_t + \beta_4 D_t R_t + \epsilon_t$$

X: 当期純利益/期首時価総額, R: 年率株価リターン (グッドニュース、バッドニュースの代理変数),

D: 年率株価リターンが負のとき 1、非負のとき 0 となるダミー変数, β_3 : グッドニュースに対する会計利益反応の適時性, β_4 : バッドニュースに対する会計利益反応の適時性 (保守主義の程度)

上式の Basu (1997)モデルは個別企業の保守主義を測定できないという問題点がある。この問題点を克服するために、Khan and Watts (2009)はグッドニュース、バッドニュースそれぞれに対する会計利益反応の適時性が以下のように個別企業の特性をを用いて決定されると仮定した。

C Score ②

$$\beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_t + \mu_3 \frac{M}{B_t} + \mu_4 Lev_t \quad \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_t + \lambda_3 \frac{M}{B_t} + \lambda_4 Lev_t$$

Size: 時価総額の対数値, *M/B*: 時価簿価比率, *Lev*: 負債/時価総額

これを Basu モデルに代入し、交差項に対応する定数を加えると、以下の式が得られる。

C Score ③

$$X_t = \beta_1 + \beta_2 D_t + R_t \left(\mu_1 + \mu_2 Size_t + \mu_3 \frac{M}{B_t} + \mu_4 Lev_t \right) + D_t R_t \left(\lambda_1 + \lambda_2 Size_t + \lambda_3 \frac{M}{B_t} + \lambda_4 Lev_t \right) + (\delta_1 Size_t + \delta_2 \frac{M}{B_t} + \delta_3 Lev_t + \delta_4 D_t Size_t + \delta_5 D_t \frac{M}{B_t} + \delta_6 D_t Lev_t) + \epsilon_t$$

この式を年度でクロスセクション回帰して得られる

$\beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_t + \lambda_3 \frac{M}{B_t} + \lambda_4 Lev_t$ が保守主義の程度を表す C_Score であり、個別企業ごとの保守主義の程度が測定可能となる。この **C_Score** が高ければ債権者保護の度合いが高いことになる。したがって、スクリーニングにおいては、C_Score によって企業を順位付けし、下位 30% を除いた 2,169 社を選出した。

以上、スクリーニング 1-B の結果、1,296 社が選出された。

1-C. 経営者対従業員

小山 (2007)は、日本企業では経営者と従業員は相互的なエージェンシー関係が成立していると述べている。本レポートでは企業の経営者から他のステークホルダーへの内部留保の分配を軸に議論しているので、人的資本（労働力やスキル）を提供する**従業員をプリンシパル**、提供された人的資本を運用して得られた成果物を従業員に分配する**経営者をエージェント**と捉える。こうした背景から、内部留保を巡った経営者の意向と従業員の意向の対立構造がみられる。経営者は、経済環境の変化や投資機会に備えて内部留保の蓄積が必要であり、そう簡単には賃上げに踏み切れないと主張する。一方で従業員は、企業が内部留保を過度に蓄積させるのであれば、従業員への労働分配のあり方を再考すべきだと主張する。この主張の対立が内部留保を巡る議論を引き起こしてきた。こうした議論をふまえ、我々が望ましいと考える従業員への分配について説明する。

一般的に従業員への分配に関する議論では労働分配率が注目される。

労働分配率＝人件費/付加価値

労働分配率は上のように定義される。この労働分配率の低下傾向を引き合いに出し、内部留保を従業員への分配に一層活用すべきであるという主張がなされることが多い。こうした主張

は経営者が利己的に労働分配率を下げているという印象を強める。しかし実は経営者の利己的な行動という内的な要因以外にも、経営者が労働分配率を下げざるを得ないような外的な要因があるという見方がある。

Karabarbounis and Neiman (2013)は情報社会やITの発展は資金を労働から資本へとシフトさせ、労働分配率を低下させると述べている。Koh and Zheng (2016)も、アメリカでは知的財産(IPP: Intellectual Property Product)に資本が集中し、労働分配率が低下していると述べている。また、篠崎 (2008)は、日本においてグローバル化が労働生産性に比して労働分配率が割高な企業の淘汰を促し、マクロ的に労働分配率が低下することを、シミュレーションで示している。

我々は、情報社会とグローバル化の進展で労働分配率の高い企業が淘汰されているという上述の議論をふまえ、単純に企業が労働分配率を上げたからといって、その企業が従業員への最適な分配を行っているとはいえないと考える。確かに労働分配率を上げることで短期的には賃金水準の向上は達成される。しかし、それによって長期的に企業が市場から淘汰されてしまうのであれば、そもそもの分配の原資が毀損されてしまう。したがって我々は、**持続的な企業の成長を確保しつつ、分配の原資を増加させるというアプローチで従業員への分配を向上させていく企業が望ましい**と考えた。

そこで、経営者と従業員双方の意向を満たす企業をスクリーニングするにあたり、労働分配率から視点を変え、**田中 (2006)の人件費管理の考え方を導入する**。これは**一人当たり人件費の増加率が労働生産性の増加率を越えないように管理する**というものである。労働生産性は従業員一人が生み出した付加価値¹で、労働生産性の増加率を一人当たり人件費の増加率が越えてしまった場合、付加価値増大への貢献以上の追加報酬を従業員に分配していくこととなる。この分配を長期的に続けた場合、田中 (2006)は企業価値の毀損を招くと述べている。その一方、労働生産性の増加率が一人当たり人件費の増加率よりも大きい場合は、従業員が付加価値増大に貢献した範囲で追加報酬を分配していくこととなり、企業価値の毀損を招くことはない。このとき一人当たり人件費の増加率が労働生産性の増加率を越えない範囲で正となっていれば、賃金水準の向上も伴っていることになる。つまり、**このような分配（労働生産性の伸び $\geq$ 一人当たり人件費の伸び、となる分配）は、経営者と従業員の利害対立を調整する分配**といえる。

¹ 付加価値とは企業が購入した原材料やエネルギーに対して、新たに生み出した価値のことである。本レポートでは加算法を用いて付加価値を算定した。加算法とは、付加価値の構成要素に着目して各要素の合計額を求めることで計算するものである。その要素とは人件費・貸借料・税金・他人資本利子・当期純利益である。

以上の議論をふまえて、このスクリーニングでは労働生産性の増加率 $\geq$ 一人当たり人件費の増加率となっている企業を選出する。この結果、1-C では 1,986 社を選出した。

以上、スクリーニング 1 -A, B, C すべてのスクリーニングを突破した企業として 110 社が選出された。

2. 内部留保を各ステークホルダーを満足させるように活用しているか

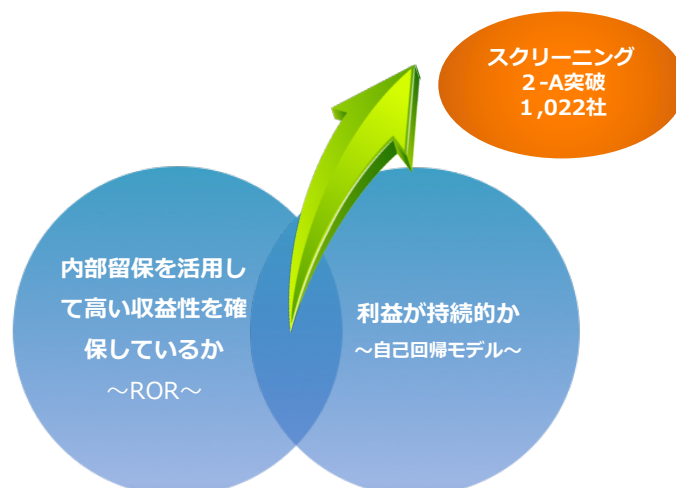
ストックとしての内部留保は貸方（右側）に着目したものであり、それは借方（左側）において現金から設備投資まで、様々な形に姿を変えている（図表 4 参照）。第 1 スクリーニングで選び出された企業は過去に最適な分配によってストックとしての内部留保を形成してきた企業である。そのような企業の中で、**企業体内に蓄積された内部留保を、各ステークホルダーを満足させるように活用**している企業を選出する。各ステークホルダーの利害を勘案した内部留保の効率的な活用は、企業内に適切な水準の内部留保を維持することを可能にする。また、内部留保の活用は更なる分配の原資を生み出すことに繋がるという点でも重要である。

以下では、各利害関係者にとって内部留保の最適な活用ができているかを分析していく。

2-A. 経営者対株主

ここでは、図表 9 に要約しているように、株主にとって満足のいく内部留保の活用ができていくかという点について、①**収益性**と②**利益の持続性**に着目して分析を行う。

図表 9 スクリーニング 2-A 概要



第一に、株主はより**高い収益性**を望むので、内部留保を活用して高い収益性を実現している企業を選定する。このような企業は内部留保を適切に投資に結びつけていると考えられるた

め、内部留保を投資に振り向けるべきであるという論調とも対立しない。我々は ROR (Return on Retained Earnings) という独自の財務指標を用いてスクリーニングを行う。

第二に、内部留保を活用し稼得された利益が持続的なものであるか（来期の利益を今期の利益でどれだけ説明できるか）を分析する。たとえ一時的に高い収益を達成したとしても、それが一過性のものであるならば、株主にとって望ましくないからである。

まず、ROR を分析する。一般的な収益性分析では、当期純利益/株主資本のような形の財務比率を用いることが多いが、ここでは本投資案のテーマに即した財務比率として、ROR を導入する。それは以下の通りである。

ROR (Return on Retained Earnings) = 当期純利益/期首の実質内部留保

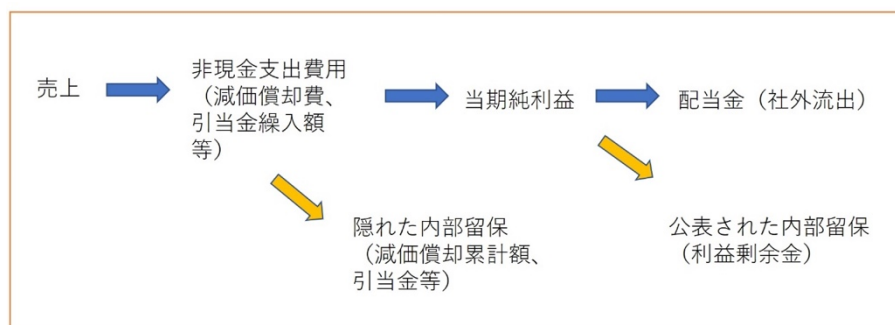
※実質内部留保 = 利益剰余金 + 資本剰余金 + 引当金 + 減価償却累計額

実質内部留保は、小栗他 (2015) を参考にして定義したものであり、企業が非現金支出費用として留保してきた分と、利益を配当に回さずに留保してきた分の蓄積であり、いわば「真の内部留保」である。むろん、先述したようにこれらは借方（左側）において様々な形に投資されている。

実質内部留保を構成する要素として、資本剰余金については、実質的に配当可能であることから含めた。引当金については、引当金繰入額という非現金支出費用により資金を企業内部にとどめておくことができることから含めた。短期性引当金（貸倒引当金など）については、それが短期に実際に取り崩されるのならば資金を留保しているとは言えないが、現実には取り崩し率は低く、内部留保を構成する。減価償却累計額については、損益計算における資金留保という面では引当金と同様である。一方、減価償却費は、間接控除方式のもとで、固定資産に対する投資額の回収分を表すという特徴がある。

つまり、実質内部留保は冒頭で定義した内部留保（公表された内部留保）だけでなく、以下の図表 10 の「隠れた内部留保」まで含む概念である。

図表 10 実質内部留保の概念図



分母に実質内部留保を用いることで、企業が内部留保をどれだけ効率的に活用できているかが分かる。内部留保は、うまく活用できないのであればステークホルダーに還元されるべき性格のものである。**ROR** が高いことは、企業体内に留保することが非合理的ではなく、収益の獲得のためという積極的な行動であったことを示す。

以上の議論をふまえ、各企業の5年間の**ROR**の平均値を算出して順位付けし、そのうちの下位30%を除外した1,470社を選出した。

さらに、内部留保を活用した結果として生み出された利益が持続的なものであるかを分析する。利益が持続的であることは株主にとって重要である。**Richardson, Sloan, Soliman, and Tuna (2005)**によると、投資家は経営者に比べて情報劣位にあるため利益の持続性の評価を誤り、企業価値をミsprayしてしまう。このことは最終的に株価の下落に帰結するため、株主に直接的な損害を与える。利益の持続性は、**Dichev and Tang (2009)**を参考にした以下の自己回帰モデルによって算出する。

利益の持続性

$$E_t = \alpha + \beta E_{t-1} + \varepsilon$$

E_t : t期の経常利益

この自己回帰式で導かれる β が利益の持続性を表しており、この β の値が高いほど利益の持続性が高いといえる。本スクリーニングでは、各企業を β の値で順位付けし下位30%を除いた1,884社を選出した。

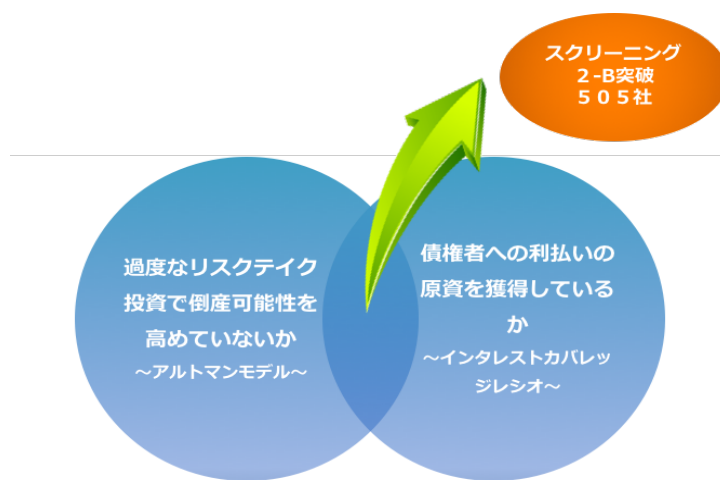
以上、このスクリーニング2-Aの結果から1,022社が選出された。

2-B. 経営者対債権者

1-B の経営者対債権者の項目でも述べた通り、債権者の意向とは契約時に定められた利息と元本を確実に回収することである。つまり企業が倒産しないことが最重要事項と考えられる。内部留保の活用として倒産の危険性が高まるようなものは望ましくない。

そのため、ここでは企業の安全性を分析し、安全性が高ければ、債権者にとって望ましい活用ができていると推定する。具体的には、図表 11 に要約しているように、①アルトマンモデルと②インタレストカバレッジレシオを用いてスクリーニングを行う。

図表 11 スクリーニング 2-B 概要



企業の安全性を測定する手法としてはこれまで数々の倒産予測モデルが開発されている。白田(2003)は日本において内部留保を用いた指標が倒産企業の判別能力を持つことを示している。そこで今回は内部留保がキーファクターであり、世界的にも有名な倒産予測モデルであるAltman (1968)の多変量モデルを用いてスクリーニングを行う。

Altman モデル

$$Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.010X_5$$

X_1 : 運転資本/総資本, X_2 : 留保利益/総資本, X_3 : 利子税金の控除前利益/総資本, X_4 : 株式時価総額/総負債, X_5 : 売上高/総資産

このモデルで導かれた Z スコアが 2.675 より小さければ、倒産の可能性が高いと判別される。今回のスクリーニングでは Z スコアが 2.675 より小さい企業を除外する。非倒産企業を選出するのではなく倒産企業を除外する理由は、このモデルでは倒産企業の判別力の方が非倒産企業の判別力より強いとされているからである。Z スコアが 2.675 を下回っていないということは、少なくとも債権者を害するような内部留保の活用はなされていないということである。

以上の議論をふまえて、Z スコアが 2.675 を下回った企業を除いた 2,248 社を選出した。

さらに、**インタレストカバレッジレシオ**を用いてスクリーニングを行う。倒産予測モデルを用いて倒産可能性の比較的高い企業を除外した。残った企業からさらに本業での金利負担能力を示す**インタレストカバレッジレシオ**を用いてスクリーニングすることでより安全性の高い企業を選出するのが狙いである。内部留保を効果的に活用して十分な EBIT（利払前・税引前利益）を稼得できていれば、積極的な意味において、債権者を満足させる内部留保の活用ができていることになるだろう。

$$\text{インタレストカバレッジレシオ} = \text{EBIT} / \text{支払利息}$$

ここでは各企業を**インタレストカバレッジレシオ**によって順位付けし、下位 30%を除いた 1,571 社を選出した。

以上、スクリーニング 2-B において 505 社が選出された。

2-C. 経営者対従業員

従業員にとって、内部留保の活用として 2-A で見たような収益性や 2-B で見たような安全性が高いことが望ましいことは言うまでもない。しかし、会社と運命を共にするともいえる従業員にとって、それだけでは不十分である。ここでは、従業員にとって特に重要な指標として、**成長性**に着目して分析を行う。

成長性を両者の共通の目標とする根拠は次の通りである。Jensen (1986)によれば、従業員にとっての企業における報酬は、ボーナスだけではなく昇進という形で与えられることが多い。昇進して上位の職につけば、一時的ではない安定的な賃金が望める。そのため、ポスト確保のために従業員は企業の成長・拡大を望むのである。

我々は、内部留保を活用した企業の成長力に着目した。内部留保の増加は新株発行によらずに自己資本が増加した分であるので、内部留保の成長は潜在的な成長可能性を示していると考えられるからである。石崎 (1999)は内部留保を将来の経営活動の源泉ととらえており、内部留保に注目して成長性を測る指標として以下の**自己資本内部留保率**を紹介している。

$$\text{自己資本内部留保率} = \text{当期の内部留保の増加額} / \text{期首の内部留保}$$

石崎 (1999)は成長性を測定するための内部留保を利益準備金、任意積立金と繰越利益剰余金の合計としている。本レポートの定義する内部留保とは異なるが、成長性を図る内部留保としてはこの算出が適切と判断した。この比率は社内留保率と自己資本比率を一定としたとき、現在の収益構造で実現可能な成長を示す。つまり収益構造を一定とすれば、**自己資本内部留保率は社内留保率や他人資本への依存度を変えずに達成できる持続的成長率**を示す。

以上の議論をふまえ、自己資本内部留保率によって各企業を順位付けし、下位の 30%を除いた 1,516 社を選出した。

最終的に、第 2-A, B, C すべてのスクリーニングを突破した企業として 227 社が選出された。

そして、第 1・2 スクリーニングの 2 つを両方とも突破した 66 社を選出した。

3. 内部留保に関する環境が良好であるか

最後に、内部留保に関する環境が良好である企業を選ぶ。以上 2 つのスクリーニングによって選出された企業は、最適な分配により内部留保を形成し、かつその内部留保を効率的に活用している企業であった。ここでは、①株式保有構造と②情報開示に着目し、最適な分配による内部留保の形成・内部留保の効率的な活用を中長期的に保証する環境が整っているかを分析する。

(1) 株式保有構造

以上 2 つのスクリーニングでは、最適な分配・活用を行っている企業を選出したが、それが将来にわたって持続するとは限らない。そこで我々は中長期的な視点で内部留保の最適な分配・活用を維持できる企業を選定するため、コーポレート・ガバナンスの仕組み、とりわけ株式保有構造に注目する。特定のステークホルダーに偏らない良好な株式保有構造によって、内部留保の分配・活用に関する経営者の意思決定の適性性が確保され、中長期的に最適な分配・活用が続けられれば、企業は各ステークホルダーを満足させながら成長していくことができるだろう。

ここでは、金融機関持株比率、機関投資家持株比率、外国人投資家持株比率に着目する。Lichtenberg and Pushner (1994)によれば、金融機関はモニタリングによって経営者を規律づけることが報告されている。金融機関は企業に対して融資も行っているため、他の経済参加者が知れない情報を入手することができそのモニタリング能力も高い(Lumner and McConnell, 1989)。また、機関投資家は企業分析などの専門能力が高く、企業の株式保有数も多いので議決権行使によって株主に不利となる事案に対して積極的に議決権を行使し経営者を規律づけることが知られている(Pound, 1989)。外国人投資家についても株式を保有する多くが機関投資家であるため、同様に経営者を規律付けると考えられる。また、Jiang and Kim (2004)によると情報

劣位の立場にある外国人投資家はディスクロージャーなどで情報の非対称性が小さな企業を好んで投資するので、外国人投資家の高い企業を選定すれば内部留保の活用・分配が適切な企業を選定することができると考えられる。

このように、金融機関持株比率、機関投資家持株比率、外国人投資家持株比率が高ければ、**経営者の機会主義的な行動を抑制して、特定のステークホルダーに偏らず内部留保の最適な分配・活用が中長期にわたって持続することが期待される。**

以上の議論をふまえ、金融機関持株比率、機関投資家持株比率、外国人投資家持株比率が上位の企業を選出する。それぞれの比率における順位で点数付け（1位なら1点、20位なら20点）し、それらの和の小さい20社を選出した。（順位の和が小さいほど良いことに注意。）

(2) 情報開示

冒頭でみた内部留保に関する批判は、経営者が内部留保をなぜため込んでいるのか、どのように使用しているかを十分に説明できていないために、ステークホルダーの疑心を招いてしまっていることから生じていると考えられる。

成果物の最適な分配（第1スクリーニング）と内部留保の効率的な活用（第2スクリーニング）が達成されていたとしても、投資家にその意図が伝わっていなければ、経営者と投資家の間の信頼関係を築くことはできない。このような状況下では、投資家が要求する資本コストは高くなり、資金調達に関わるコストが高くなる。それでは、各ステークホルダーを中長期的に満足させていくことはできないだろう。そのため、ここでは経営者と投資家の間の情報の非対称性を解消する適切な**情報開示**が行われていることに注目する。適切な情報開示が資本コストを下げることは、理論的には Diamond and Verrecchia (1991)によって、実証的には Botosan (1997)によって示されている。

ここでは、企業が**ステークホルダーと内部留保を意識した情報開示**を行なっているかを分析する。具体的には、内部留保概念についての説明や、成果物の分配・留保に関する方針の説明、内部留保の活用（投資計画）についての説明を重視する。

対象企業20社の有価証券報告書とIR情報を精読し、ペイアウト政策、資金計画、中長期計画について各ステークホルダーの説明が十分になされていると判断できた10社を選出した。

最終的に、この10社について、購入金額が概ね均等になるように投資を行った（図表12参照）。この10社によるポートフォリオが「**循環型内部留保ポートフォリオ**」である。これらの企業は、成果物の公正な分配によって内部留保を形成し、内部留保を効率的に活用して次なる

分配の原資を生み出し、さらに分配→活用→分配の循環を保証する環境を備えている企業である。これらの企業に投資して応援することが、我々の考える内部留保問題への解である。

図表 12 循環型内部留保ポートフォリオ（証券コード順）

証券コード	企業名	購入金額	構成比
5261	リソルホールディングス	494,149	9.88%
5279	日本工業	494,480	9.89%
5956	トーソー	486,200	9.72%
6488	ヨシタケ	487,770	9.76%
7510	たけびし	491,533	9.83%
7889	桑山	496,526	9.93%
8044	大都魚類	493,696	9.87%
8285	三谷産業	492,372	9.85%
9628	燦ホールディングス	496,915	9.94%
9639	三協フロンティア	494,560	9.89%

IV. ポートフォリオ分析・銘柄紹介（投資家へのアピール）

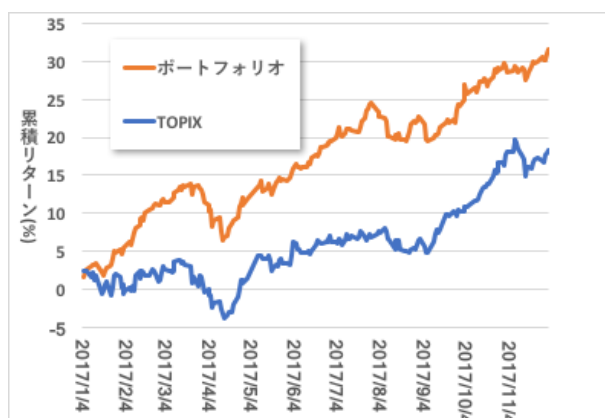
最後に、我々のポートフォリオのパフォーマンスを確認する。本ポートフォリオがマーケットの平均的なポートフォリオのパフォーマンスを上回っていれば、我々のテーマである「循環型内部留保」企業を市場が高く評価していることを意味する。

まず、市場リターンを上回ることができるか分析する。我々がスクリーニングに用いたデータは6月の段階で取得したデータであるが1月時点でも分析した企業の実態は変わらないと仮定し、1月4日に購入した場合を想定し以下の式に則って累積リターンを算出した。また、図表 13 はその結果をグラフに表したものである。

$$\text{累積リターン}_t = \prod_{i=1}^t (1 + \text{日次リターン}_i) - 1$$

$$\text{日次リターン}_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

図表 13 本ポートフォリオと TOPIX の累積リターン比較



図表 13 の通り、我々のポートフォリオのリターンは TOPIX のリターンをアウトパフォームしており、我々のポートフォリオのリターンの面での有効性が確認できる。

次にリスクを考慮した上でのポートフォリオの**リターンの有効性**について分析するため、シャープレシオに注目する。**シャープレシオ**とはリターンの効率性を見ることができる尺度であり、以下の式で算出される。なお、無リスク資産として 10 年物国債の金利を用いている。

$$\text{シャープレシオ} = \frac{\text{超過リターン(リターン - 無リスク資産のリターン)の平均}}{\text{リターンの標準偏差}}$$

シャープレシオではポートフォリオの変動をリスクとして捉えているが、通常プラスのリターンをリスクとはみなさない。したがって、下方リスクのみをリスクとして捉えシャープレシオの分母を下方リスクに置き換えた**ソルティノレシオ**も同時に見る必要がある。

図表 1 4 リターン・リスク・シャープレシオ・ソルティノレシオ比較

	ポートフォリオ	TOPIX
シャープレシオ	0.232	0.112
ソルティノレシオ	0.244	0.197

計算の結果は図表 1 4 のようになった。リスクはともに TOPIX よりも低く、シャープレシオ、ソルティノレシオの値はともに TOPIX よりも高い。対象期間においてリスクを考慮してもポートフォリオが良好なパフォーマンスを挙げていることがわかる。

同様に、ポートフォリオを保有した際にどの程度の損失を被る可能性があるかを表す **VaR (Value at Risk)**について分析する。我々は、本ポートフォリオを 1 ヶ月保有した際の最大損失を 99%水準と 95%水準で求めた。結果は図表 15 の通りである。これは、本ポートフォリオを 1 ヶ月保有した際の最大損失が 99%の確率で 7.88%以下の損失に収まることを表している。この通り、本ポートフォリオは VaR の観点からも TOPIX よりも最大損失が小さく、良好なポートフォリオであることがわかる。

図表 1 5 VaR 比較

予想最大損失	ポートフォリオ	TOPIX
99%	-7.88%	-9.59%
95%	-5.17%	-6.50%

最後に「循環型内部留保ポートフォリオ」の個別銘柄を詳述する。銘柄紹介には、企業の主力事業の説明に加えて、我々のスクリーニングの特にどの指標において良好な成績を残していたかを示す。これによって各企業がどのような点において内部留保問題の解決に良い影響をもたらしているかが明らかになる。

企業名	リソルホールディングス
主な事業はホテル及びゴルフ場の運営である。人、社会、地球にやさしい企業を目指すという企業の方針通りスクリーニングにおいても株主、債権者、従業員の指標がバランス良く高い。	
企業名	日本興業
コンクリートなど都市関連製品やガーデニング用品などの生活関連製品、土木工事関連製品の設計や製造を行っている。1-BのCscoreの指標が良好であり保守主義の程度が高いことが特徴である。	
企業名	トーソー
カーテンレールやブラインドといった窓まわりのインテリアを扱い、カーテンレールの国内シェアは60年以上に渡り1位。1-BのCscoreが良好であり保守主義の程度が高いことが特徴である。	
企業名	ヨシタケ
自動調整弁（バルブ）の総合メーカー。1-AのLintnerの指標が上位であることから配当がより適正な水準で担保されており、また2-Aの利益の持続性の指標も高く安定的に株主への配当が実現できる企業であるといえる。	
企業名	たけびし
三菱電機系列の電気機器を取り扱う電気商社。全国8カ所・海外5カ所に拠点をもち、産業機械・半導体などを扱う。金融機関持株比率、外国人法人持株比率、証券会社持株比率がいずれも高くガバナンス環境が良好な企業である。	
企業名	桑山
総合ジュエリーメーカー。「クオリティ・ファースト」を掲げて品質を重視し、ジュエリー製造の国内トップシェアを誇る。他の選出企業と比べて1-Cの労働分配率の伸びと人件費の伸びに差がない。	
企業名	大都魚類
築地市場に本社を置く水産物卸売業者。2-AのRORや2-Cの自己資本内部留保率の指標が良好で内部留保の活用に優れた企業と言える。	
企業名	三谷産業
情報システム、化学品の販売など多角的に行う会社である。6つの事業部に加え、ベトナムにもグループ会社を持つ。1-Aの過剰キャッシュの指標が良好で、手元資金がより適正に保持されている企業といえる。	
企業名	燦ホールディングス
葬儀業界の最大手であり、近年ではフランチャイズ方式の介護といった新事業にも進出している。1-Aの過剰キャッシュ、Lintnerモデル、1-Bの過剰投資の指標が良好であり、適正な内部留保を保持している企業といえる。	
企業名	三協フロンティア
主な事業は建設用設備機材の製造・販売で、ユニットハウスの販売やレンタルを行う。IRのスクリーニングにおいて、HPIに内部留保を説明する項目があり内部留保問題を解決しようとする姿勢が見られる。	

V. ストックリーグを通して学んだこと

今回のストックリーグで最も苦心し、そして多くの学びを得たのは、投資テーマの選定であった。投資テーマの選定に当たっては、①独自性のあるテーマであること、②投資を通じて社会貢献につなげることを目標に掲げ、4月から準備を進めていた。しかし、投資や財務諸表分析の知識もなく、これまで社会問題に関心の薄かった我々は、何度話し合っても納得のいくテーマを見つけられなかった。そこで、投資や財務諸表分析の勉強とともに、各自の関心に沿って幅広いサーベイを行った。その中で見つけたテーマが、「内部留保問題を投資で解決する」というものであった。企業の内部留保を巡る不信感が蔓延していながら、それに対してなんら建設的な議論がなされていないことに気付いた我々は、「自分たちの勉強してきたことを活かして自分たちにしかできない投資案を提言することで、内部留保問題解決への一步を踏み出せる」と考え、テーマとした。この時点では、チームの中で「このテーマで本当に良いのか」という不安もあったが、冒頭で述べたような内部留保課税政策による議論の表面化を受け、我々の投資テーマの必要性を確信するとともに、このテーマの重要性を再確認した。テーマ選定にかなり時間をかけたため、細部のブラッシュアップや分析にかけられる時間は多くはなかったが、社会に向けたより良い提言となるように4人で協力し、完成させることができた。

また、スクリーニングやポートフォリオの分析を通じて、財務諸表分析や企業評価の基礎を習得できたのも大きな学びであった。上場企業約3,000社を対象としてデータ分析を行い、精緻にスクリーニングを行っていくことで真に「各ステークホルダーを満足させ、内部留保問題を克服できている」企業を選出できたと考えている。また、データ分析だけでなく、非財務情報も入念に読み込むことで、財務諸表数値には表れない企業の魅力もスクリーニングに反映できた。ポートフォリオ分析では、実際に我々が投資した（バーチャルの）お金がどのように動いたかを確認し、今まで縁のないように思えた「投資」を身近なものと考えることができた。

さらに、チームで協力することの力も実感することができた。各人がそれぞれの得意分野を活かしつつ、それぞれの考えをぶつけ合うことで、互いに大きく成長し、納得のいくレポートを完成させることができた。このチームの4人だからこそなし得たことだと確信している。

最後に、今後の課題として、内部留保問題を克服している企業をさらに研究していくことを挙げておきたい。本レポートでは、主に財務情報から「循環型内部留保企業」を選出した。しかし、経営者の行動理念や、組織文化など、まだほかにも重要なファクターがあるはずだ。今後の大学生活を通して、真の「循環型内部留保企業」を探求していきたい。それらの企業を応援することで、内部留保問題が解決されることを切に願っている。

末筆ながら、ストックリーグを開催して下さった日本経済新聞社様、野村ホールディングス様、そして熱心に指導して下さった指導教員の首藤昭信先生に厚く御礼申し上げます。

参考文献：

- 石川博行 (2010)『株価を動かす配当政策—コロボレーション効果の実証分析』 中央経済社。
- 石崎忠司 (1999)『企業の持続的成長分析』 同文館。
- 小栗崇資,谷江武士,山口不二夫 (2015)『内部留保の研究』 唯学書房。
- 小山明宏 (2007)『日本の経営とエージェンシー・コストの削減—エージェンシー理論による、日本の経営の再考察の試み—』
- 白田佳子 (2003)『企業倒産予知モデル』 中央経済社。
- 篠崎公昭 (2008)『グローバル化、企業分布、労働分配率—Firm Heterogeneity を通じた企業間資源再配分メカニズム—』 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ。
- 田中恒行 (2006)『人件費管理を中心にした経営計画へのアプローチ』 システム・ダイナミックス学会日本支部。
- Altman, E. I. (1968). "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy." The journal of finance, Vol. 23, No. 4, pp.589-609.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). "Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness," Journal of accounting and economics, Vol.39, No.1, pp. 83-128.
- Basu, S. (1997), "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings," Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, pp. 3-37.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). "Why do US firms hold so much more cash than they used to?" The Journal of Finance, Vol. 64, No. 5, pp. 1985-2021.
- Botosan, C. A. (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital." Accounting Review, pp.323-349.
- Chen, C., Young, D., & Z, Zhung (2013) "Externalities of mandatory IFRS adoption: Evidence from cross-border spillover effect of financial information on investment efficiency." The Accounting Review, Vol. 88, No. 3, pp. 881-914.
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2003). "Why are earnings kinky? an examination of the earnings management explanation." Review of Accounting Studies, Vol.8, No. 2, pp. 355-384.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). "Disclosure, liquidity, and the cost of capital." The Journal of Finance, Vol. 46, No. 4, pp. 1325-1359.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). "Earnings volatility and earnings predictability." Journal of Accounting and Economics, Vol. 47, No. 1, pp.160-181.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate governance and the value of cash holdings." Journal of Financial Economics, Vol. 83, No. 3, pp. 599-634.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers." The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

- Jiang, L., & Kim, J. B. (2004). "Foreign equity ownership and information asymmetry: Evidence from Japan." *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(3), 185-211.
- Kane, A., Lee, Y. K., & Marcus, A. (1984). "Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect?" *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 4, pp. 1091-1099.
- Karabarbounis, L., & Neiman, B. (2013). "The global decline of the labor share." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, No. 1, pp. 61-103.
- Khan, M., Watts, R. (2009). "Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, No. 2-3, pp. 132-150.
- Koh, D., Santaclàudia-Llopis, R., & Zheng, Y. (2016). "Labor share decline and intellectual property products capital."
- Lichtenberg, F. R., & Pushner, G. M. (1994). "Ownership structure and corporate performance in Japan." *Japan and the World Economy*, 6(3), 239-261.
- Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends , Retained Earnings , and Taxes," *The American Economic Review*.
- Lummer, S. L., & McConnell, J. J. (1989). "Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements." *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 1, pp. 99-122.
- Milgom, P., & Roberts, J., (1992). "Economics, Organization and Management." Uppersaddle River, NJ: Prentice Hall.(奥野正寛、伊藤秀史、今井晴雄、八木甫訳(1997)『組織の経済学』NTT 出版)
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). "The determinants and implications of corporate cash holdings." *Journal of financial economics*, Vol. 52, No. 1, pp. 3-46.
- Pound, J. (1988). "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight." *Journal of financial economics*, Vol. 20, pp. 237-265.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). "Accrual reliability, earnings persistence and stock prices." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 3, pp. 437-485.
- Watts, R. L. (2003). "Conservatism in accounting part I: Explanations and implications." *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, pp. 207-221.