

2020年4月27日

企業が資金を溜め込むなか国民皆株主で資金還流を — 国難の時期ほど株式の大衆化で日本を支える

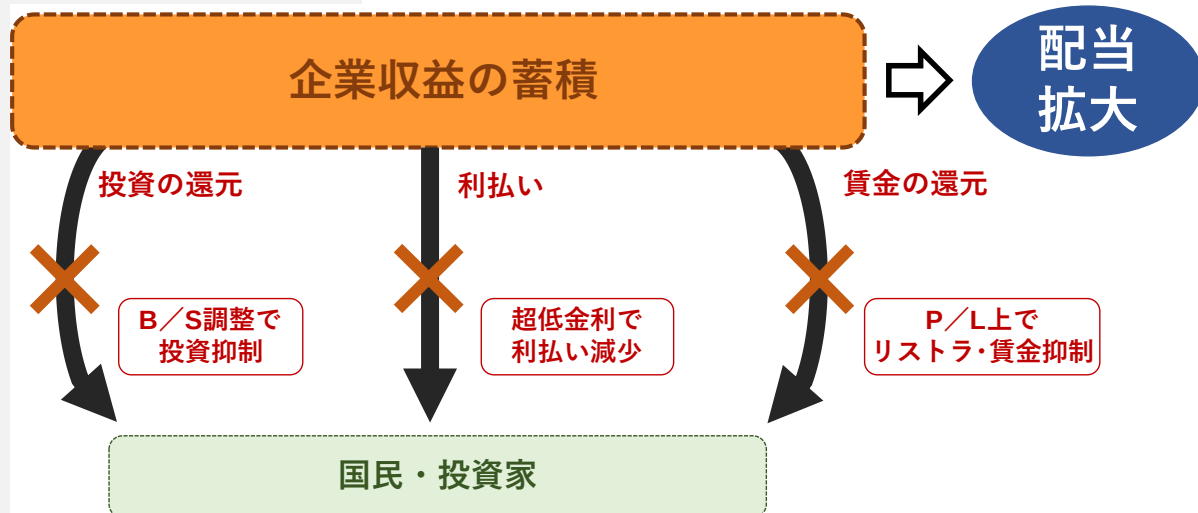
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

企業は3ルートで資金を溜め込む状況に

■投資の抑制やリストラ、
利払い減により、企業の
キャッシュは空前の水準に

先月の当TODAY（3/30）では、法人企業統計を示しながら企業収益の拡大を議論した。今日、企業が内部留保を溜め込んでいるとの議論がなされることが多いが、以下の図表は昨今、どのような経路で企業が資金を溜め込むとされるのかを示した概念図である。今日の日本企業が資金を溜める3ルートが示されており、第1はバランスシート（B/S）上の投資の抑制、第2は損益計算書（P/L）上のリストラ、第3は金融政策面でのマイナス金利政策にある。以上の3ルートの結果、企業が溜め込むキャッシュは空前の水準になっている。今日、上場企業では6割近くの企業が事実上の実質無借金状態とされている。今日、コロナショックに伴い、こうした予備的なキャッシュが危機対応上のクッションになっている面もある。ただし、いずれ平時に戻る段階では適正な資金の水準を改めて考えることになるだろう。

なぜ、今、企業は資金を溜め込むか



（作成）岡三証券

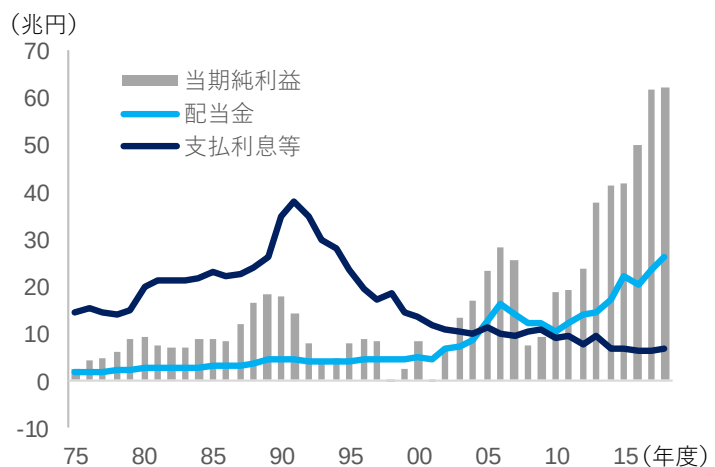
■資金還流ルートが滞り、
企業がキャッシュを
溜め込む状況に

■支払利息等が減る一方、
当期純利益と配当金は
大幅に増加

企業が世の中に資金を還流させる3ルート

逆に、従来、企業が経済全体に資金を還流させるマクロ面での3ルートが存在した。第1は、投資、すなわち、バランスシート拡大によるもの。第2は、P/L上で経費拡大・人件費拡大等によるもの、第3は、利払いによるものであり、それは預金の利子を通じて家計に還元された。本論での議論は、今日、以上の3ルートのどれもが十分に流れなくなっていることにある。第1の投資に関しては、平成のバブル崩壊後、企業はバランスシート調整のなか、バランスシートに「持たない経営」を行い、バランスシートを圧縮し、その結果、投資を抑制する動きを続けた。こうした傾向は、バブル崩壊から転換した今日も根強く続いていた。第2のリストラの動きは、バブル崩壊後も続いた超円高環境で、国際競争力を確保すべく価格を上げないために、人件費を中心として経費を圧縮するリストラの動きが強まった。こうした潮流はこれだけ企業収益が拡大したなかでも続いていた。また、1990年代の金融危機や2000年代に入ったリーマンショックと10年おきに危機が生じたなかで資金を潤沢に保有しておくことが長らく財務担当者の「家訓」になっていた面もあったと考えられる。第3はマイナス金利も含め超低金利による利払いの圧縮である。以下で改めて示した法人企業統計では、2018年度の利払いは1990年度と比べて1/6程度まで縮小し、その傾向はまだ続いている。以上の3要因によって企業がキャッシュを溜め込む状況が続くことになる。

企業業績と投資家への収益還元



(出所) 財務総合政策研究所「法人企業統計」、直近は2018年度

どうして資金を還流させるか

こうした環境下、いかに企業の内部留保を経済全体に還元させるかについての議論が生じていた。例えば、内供留保課

■法人減税等が行われる一方、賃上げは限定的となり、企業利益は大きく拡大

■大幅に増える企業利益を国民全体に還流させるスキームが必要

■コーポレートガバナンス強化は企業利益を国民に還元させる第一歩に

税の議論が政治の世界で幾度となく生じたのも企業が溜め込む状況への対応だった。しかし、内部留保課税は議論されたものの、実際には行われなかった。むしろ、実際に行われた対応は法人税引き下げであり、税制面からも企業収益拡大につながった。一方、人件費について安倍政権下では政労使会議を通じて人件費引き上げを実現しようとしたことは、先の図表でも資金還流に資する対応であった。ただし、こうした動きがあったにも関わらず、現実には賃上げは十分には進まず、昨今では政権の賃上げに対する動きはややトーンダウンした感もある。一方、金利低下の流れが続くなか、利払いを通じたルートも殆ど機能しない状況にある。今月の当TODAY（4/15）でも議論したように、マイナス金利は金融機関と家計が企業への事実上の補助金を与える経済効果をもたらし、企業を「勝ち組」とした構造にあった。

企業が唯一拡大させる配当に注目

先の法人企業統計で、2018年度の配当額は26兆円と1990年度の5倍以上になり、先に示した3ルートの資金還流が不全ななか、唯一拡大基調の配当に期待が集まる。これまで、内部留保課税のように企業の利益を無理やり吸い上げようとする動きがありながらも実際には実現していないなかで、企業収益を国民全体に還元させるには国民が企業収益の拡大に預かるスキームを作り上げる必要がある。その一つが、株式市場を通じて株主になることとも考えられる。しかも、企業は配当を通じて株主還元のルートには相応に報いている傾向がある。

コーポレートガバナンスとは 企業収益を拡大させる成長戦略

アベノミクスにおける企業を巡る環境として重要なのは、コーポレートガバナンスを通じ企業収益拡大を働かせるガバナンスを強めたことにあった。また、公的年金を預かるGPIFを通じて株式市場への資産配分を大幅に拡大させたことだ。以上の動きは企業収益の拡大を国民に還元させる第一歩と考えることもできる。企業が収益を高めるべくガバナンスを利かせ、さらに、その投資を行う投資家にもスチュワードシップコードで企業の統治に関するモニタリングを強めさせる緊張感をもたらすことによって資金還流をもたらすことだ。そこで大事なことは国民一人一人が株主としてガバナンスを利かせつつ、同時に企業収益に預かる仕組み、「インベストメントチェーン」を改めて作り上げることだ。

「国民皆株主」で株式の大衆化

国民一人一人を繋ぐ「インベストメントチェーン」の前提

■「貯蓄から投資へ」には
「国民皆株主」と老後への
資産形成促進の意味合いも

には幅広く国民が株主になって日本経済に参画することが重要になる。パナソニックの創業者である故・松下幸之助氏は「株式の大衆化が日本人を豊かにする」と主張した。政府が掲げる「貯蓄から投資へ」の目的は、成長戦略の一環であるが、同時に「国民皆株主」になることによる投資へのシフトとそれによる老後への資産形成の促進の意味合いをもつ。

最近、筆者が読んだ本で印象深かったのが幸田真音さんの近著、「天稟」という本だった。山崎種二の生涯をベースに戦後の預金封鎖や新円切り替え等に伴う時期を描いた歴史小説である。その中で、当時、新円切り替え時における例外措置として株式の購入は旧円でも行えたことが戦後の株式市場の発展に役立ったとの記述がある。限られた資金でいかに幅広く株式市場を支えることとしてできるかが資本市場発展の源泉になることを語る一例でもある。当時、GHQも株式市場の敷居を下げ一般国民の隅々まで株式保有がいきわたるべきだと考えていたとされることも今日、改めて認識されるべき点だろう。

いまこそ、「国民皆株主」で 日本を支える局面、広島カープの教訓も

■国民が潜在力を有する日本
企業の株主となるべき局面

昨年、金融審議会では策定されて話題になった、いわゆる「老後資金の2000万円問題」の報告書にも国民が株主になることも含め、「貯蓄から投資へ」のメッセージが込められていた。コロナショックのような状況では再び、個人の資金は、現預金に滞留する状況が生じやすい。ただし、こうした時期こそ国民が選別を加えつつも日本の潜在力のある企業の株主として参加する局面ともいえる。その実例が戦後の広島で見られた。戦後、日本が敗戦で苦しい時期、広島で広島球団を支えたのは、広島市民による資金支援であった。終戦から間もない1951年に存続の危機にあった広島カープを支えたのが市民を中心とした支援者からの拠出金であり、これは以前、NHKの番組「プロジェクトX」でも紹介された事例である。広島市民が株主となって自らのチームとして支援したことが今日の姿につながっている。

今日、コロナショックで資本市場全体に大きなストレスがかかる状況だけに「国民皆株主」として国民が皆で国を支える姿勢の大切さが改めて認識されるべきだろう。同時に政府としても再び平成の市場デフレには戻らないとの強いメッセージをバランスシート対策として示すことが必要になる。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)