

No. 1145 (2021. 3.29)

内部留保とコロナ禍

はじめに

I 「内部留保」の概要と論点

1 「内部留保」とは

2 「内部留保」をめぐる議論

II コロナ禍の影響

1 企業財務への影響

2 コロナ後に向けた課題

おわりに

キーワード：新型コロナウイルス感染症、内部留保、利益剰余金、企業財務

- 一般に「内部留保」は貸借対照表上の純資産の項目である利益剰余金を指す。利益剰余金は企業が獲得した利益のうち株主（出資者）に分配されずに企業内に蓄積されたものである。
- 日本企業の利益剰余金は、額のみならず総資本に占める比率においても顕著に増加している。利益剰余金の増加は労働分配率の低下や企業が保有する現預金の増加とも関連している。
- コロナ禍を受けて、企業は手元の現預金や金融機関からの借入等によって資金繰りを確保している。コロナ後に向けては、借入金の円滑な返済や設備投資の促進が課題となる。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

経済産業課 あおやま ひさとし 青山 寿敏

第 1 1 4 5 号

はじめに

アベノミクス下の景気回復局面において、日本企業の「内部留保」は度々議論の対象となってきた。また、最近では新型コロナウイルス感染症の感染拡大に端を発する景気悪化（以下「コロナ禍」という。）に関連して内部留保の存在が肯定的に取り上げられることもある。本稿では、内部留保の概要や論点について整理した後、コロナ禍の企業財務への影響やコロナ後に向けた課題について述べる。

I 「内部留保」の概要と論点

1 「内部留保」とは

日本企業の「内部留保」についてはこれまでも論じられてきたものの、その意味するところが論者によって必ずしも明確でなく、しばしば議論のすれ違いを生んできた。

内部留保の意味を理解するためには、貸借対照表の貸方（負債・純資産）と借方（資産）及び損益計算書との関係を理解する必要がある。そこで、以下では貸借対照表と損益計算書の意味と関係を確認しつつ、内部留保が何を指すかについて整理する¹。

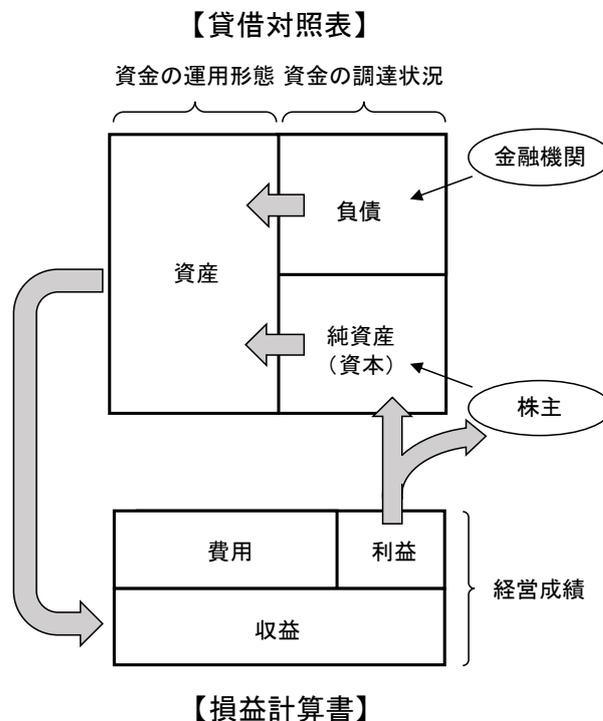
(1) 貸借対照表と損益計算書

貸借対照表と損益計算書は企業が作成する主要な財務諸表である。貸借対照表はある一定時点における企業の財務状況を表し、損益計算書はある一定期間における企業の経営成績を表す。

貸借対照表は貸方（右側）に負債・純資産の部があり、借方（左側）に資産の部がある。負債・純資産の部は資金の調達状況を表し、資産の部は資金の運用形態を表す。損益計算書は資産を利用して行った営業活動の成果（収益）と要したコスト（費用）、及びその差額としての儲け（利益）の形で企業の経営成績を表す。これらの関係を図にすると図1のようになる。

図1を基に説明を加えると、企業は事業を行うに当たって金融機関からの借入れや株式発行等により資金調達を行う。次に、企業はこれらの資金を有形固定資産（土地、建物、機械装置等）や有価証券、現預金等の形態で資産として運用

図1 貸借対照表と損益計算書



* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は2021年3月18日である。

¹ 内部留保に関する既存文献として、鈴木絢子「企業の内部留保をめぐる議論」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』836号、2014.11.11。<https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8795835_po_0836.pdf?contentNo=1> 参照。

する。そして、その資産を用いて得た収益から費用を差し引いた部分が利益として企業の取り分になる。利益のうち一部は配当金として株主（出資者）に還元され、残りは企業内に蓄積される。蓄積された利益は何らかの形態で資産として運用され、新たな収益の源となるのである。

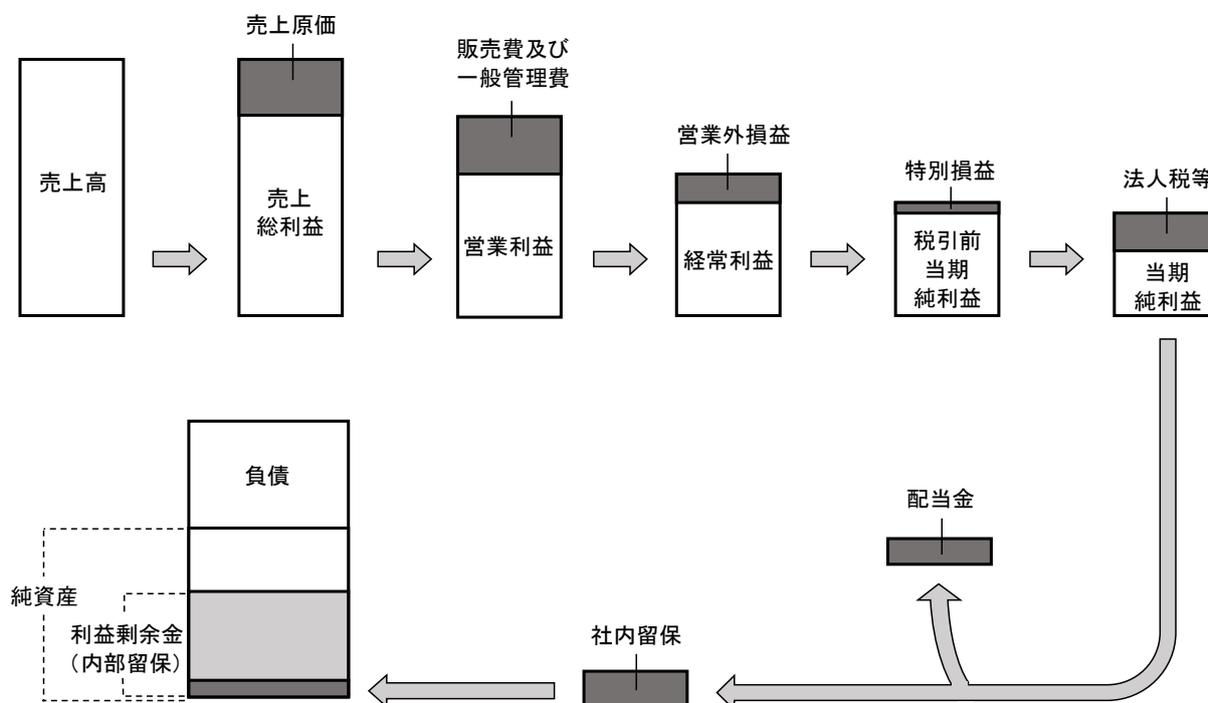
(2) 「内部留保」の意味

では、「内部留保」は財務諸表のどの項目に表れるのであろうか。そもそも内部留保に明確な定義はないが、一般的には企業内に蓄積された利益、すなわち貸借対照表上の純資産の項目である利益剰余金を指す。

図2は利益が企業内に蓄積される流れを表したものである。まず、売上高から売上原価と販売費及び一般管理費を控除した営業利益に、営業外損益と特別損益を加算又は減算し、法人税等を差し引いた最終的な利益が当期純利益となる。このうち一部は配当金として株主に還元され、残りが貸借対照表上の純資産の項目である利益剰余金に加えられることになる²。このように、企業が獲得した利益のうち株主に分配されずに企業内に蓄積されたものが利益剰余金であり、一般にこれを内部留保と呼んでいる。また、ストックの概念である利益剰余金に対し、利益剰余金に追加されるフローの部分のことを社内留保と呼ぶことがある（財務省「法人企業統計調査」等）。

なお、本稿では意味を明確にするために、以降も原則として内部留保ではなく利益剰余金という用語を用いる。

図2 利益と利益剰余金の関係



(注) 説明のため簡略化しており、実際の会計処理とは一部異なる。

(出典) 筆者作成。

² 正確には、当期純利益はまず繰越利益剰余金（純資産）に振り替えられる。そして、配当金の支払額が確定すると繰越利益剰余金の一部が未払配当金（負債）に振り替えられ、未払配当金を消滅させる形で配当金が支払われる。

2 「内部留保」をめぐる議論

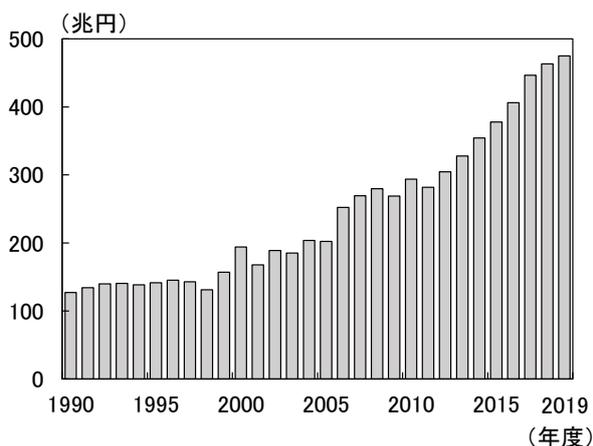
(1) 「内部留保」の増加について

図3に示すように、日本企業全体の利益剰余金は増加を続けており、財務省「法人企業統計調査」によれば2019年度時点で475兆円となっている³。しばしばこのような利益剰余金の増加をもって、日本企業が利益をため込みすぎていると批判されることがある。しかし、図2を見れば分かるように、利益剰余金は、企業が利益を上げている限り、その全額を株主に還元する場合を除いて基本的には増加する性質のものである。したがって、利益剰余金が増加していること自体は自然なことであり、問題は利益剰余金が「顕著に」増加しているかどうかである。

利益剰余金の増加が顕著と言えるかを判断するには、他の負債や純資産と比べてどれだけ増加しているか、すなわち総資本（負債＋純資産）に占める利益剰余金の比率の変化を見る必要がある。図4では貸借対照表における各項目の比率の推移を示しており、これを見ると、総資本に占める利益剰余金の比率は2000年頃から上昇を続けている。代わりに減少しているのは借入金であり、日本企業が利益剰余金を積み増して借入依存度を下げてきたことが分かる。また、企業規模別に見ると、大企業よりも中堅・中小企業においてその傾向が強い（図5）。

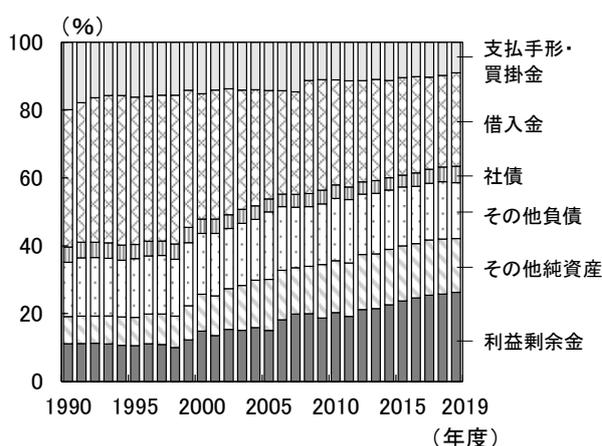
図6は利益剰余金のフローである社内留保について、2010年度から2019年度にかけての増加額とその要因を示したものである。これを見ると、社内留保は大企業が4.9兆円から9.1兆円に(+84%)、中堅・中小企業が3.8兆円から9.6兆円に(+150%)増加しているが、その要因としては本業の利益に当たる営業利益の増加に加えて、本業外の利益（受取配当金等）に当たる営業外利益の増加が大きく寄与していることが分かる⁴。また、大企業は中堅・中小企業と比べて利益の増加を配当金に回す割合が高く、株主に対する利益還元の姿勢の違いが利益剰余金の増加ペースの違いの一因となっていることがうかがえる。

図3 利益剰余金の推移（年度別）



(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

図4 負債・純資産の構成（全規模）

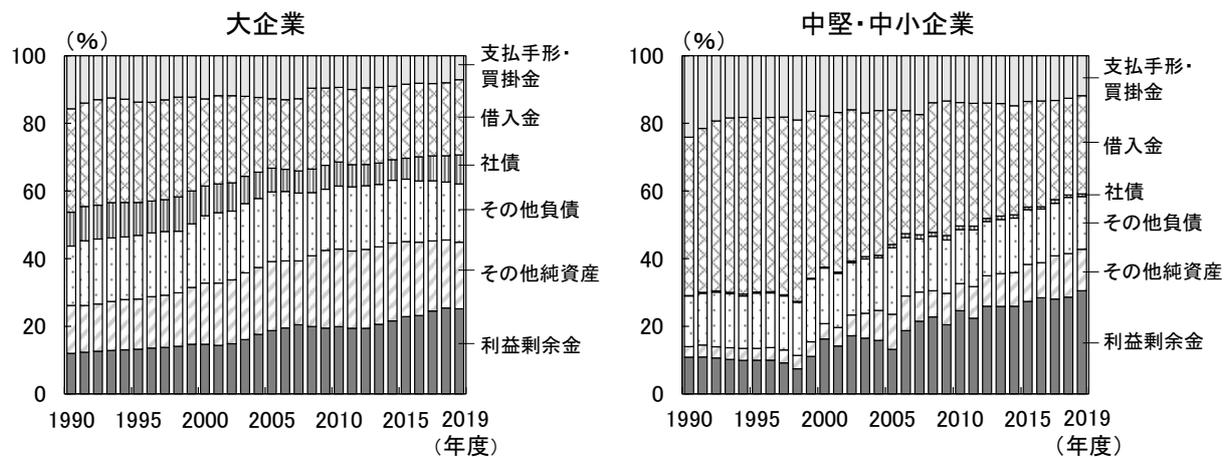


(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

³ 以下、図3～図14、図16、図17、図20は、金融業・保険業を除いた全産業の数値である。企業規模を示す場合には、大企業は資本金10億円以上、中堅企業は同1億円以上10億円未満、中小企業は同1000万円以上1億円未満である。図に用いたデータは、財務総合政策研究所ウェブサイト <<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/index.htm>> から入手した。

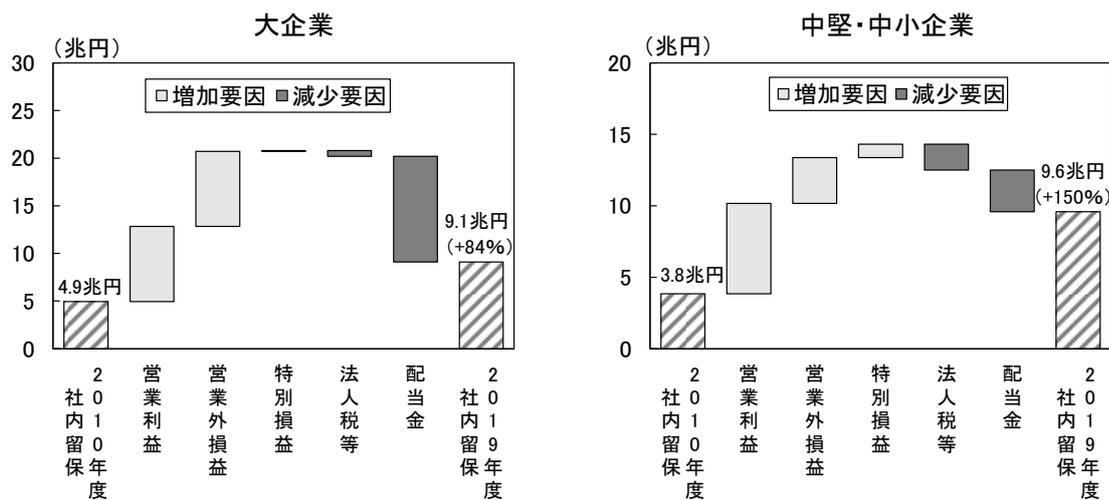
⁴ 図6では、営業利益や営業外利益の伸びに比して法人税等の増加額が小さい点も注目されるが、これをそのまま法人税減税の効果と見ることはできない。なぜならば、法人税は赤字企業には課税されないため、法人税等の額の増減が税率の変化によるものか、赤字企業の増減によるものか、マクロの統計からは判別できないからである。

図5 負債・純資産の構成（規模別）



(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

図6 社内留保の変化と要因（規模別、2010～2019年度）



(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

以上を踏まえると、確かに日本企業における利益剰余金は顕著に増加していると言えそうである。もっとも、利益剰余金の増加は自己資本比率の改善（負債比率の低減）につながり、財務の健全性という観点からは望ましい側面もある。それにもかかわらず利益剰余金の増加が否定的な文脈で語られることがあるのは、①企業が賃金を抑制して利益剰余金に回している、②利益剰余金が現預金として保有され、有効に活用されていないといった批判があるためである。

(2) 「内部留保」と賃金・人件費について

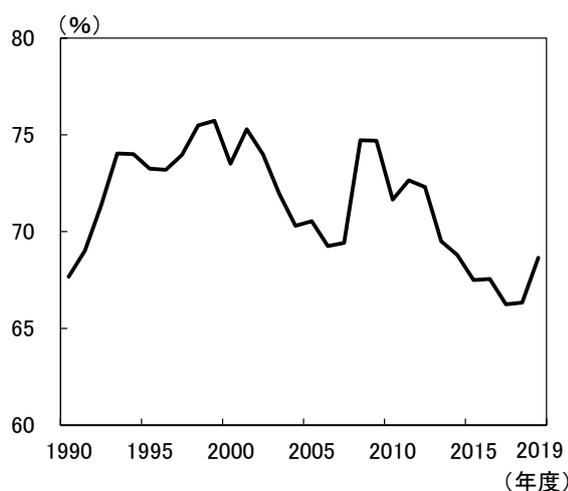
企業が賃金を抑制して利益剰余金に回していると批判される根拠の一つは労働分配率（付加価値額に占める人件費の割合）の低下である。図7に示すように、足元の労働分配率は過去30年の中でも低い水準にある。また、付加価値の分配の内訳を見ると、人件費の比率が低下する

中で近年は社内留保の比率が大きく上昇していることが確認できる（図8）⁵。

労働分配率の低下については、循環要因と構造要因に分けて考えることが必要である。まず短期的に見れば、労働分配率の変動は景気循環におおむね連動する。なぜならば、人件費は企業会計上固定費とみなされていることから分かるように硬直性があり、企業業績ほどは大きく動かないからである。したがって、一般に景気拡大局面では付加価値額（分母）の増加率が人件費（分子）の増加率を上回るために労働分配率は低下し、景気後退局面では逆に労働分配率が上昇する傾向にある。図7を見ると、リーマンショック後の2008～2009年に労働分配率が大きく上昇し、その後徐々に低下しているが、部分的にはこの景気循環からの説明が可能であろう。

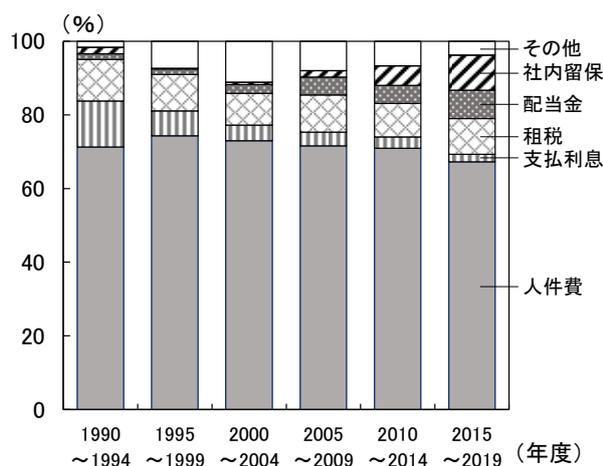
他方、より長い期間で見ても近年の労働分配率は低水準にあり、これについては景気循環とは別に構造的な要因があると考えられる。長期的な労働分配率の低下は先進国共通の現象であり、その要因については様々な研究が行われている。この点についての詳細な議論は本稿の範囲を超えるが、例えば①労働に対して資本の価格が低下していること、②労働集約的な部門を国外に移転したこと、③労働分配率の低い企業が市場シェアを増加させていることなどが指摘されている⁶。

図7 労働分配率



(注) 分子の人件費は役員給与、役員賞与、従業員給与、従業員賞与、福利厚生費の合計。
(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

図8 付加価値の分配



(注) 5年刻みの平均値。租税は租税公課と法人税等の合計。
(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

(3) 「内部留保」と現預金について

しばしば「内部留保」について、企業が保有する現預金の増加と関連付けて論じられることがある。しかし、利益剰余金は貸借対照表の貸方（右側）である純資産の項目であるのに対し、現預金は借方（左側）である資産の項目であり、両者は何らひもづいていない。言い換えれば、

⁵ 図8では、支払利息（主に金融機関への分配）比率が低下する一方で配当金（株主への分配）比率が増加していることも確認でき、労働分配率の低下を議論するに当たっては資本コストや資金調達環境の変化も無視できない要素であることが分かる。

⁶ 三好向洋「労働分配率の低下に関するサーベイ」『ファイナンス』633号, 2018.8, pp.50-53. <https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2018_08.pdf>

利益剰余金は（企業活動で得た利益から資金を調達したという）資金の調達方法を示すにすぎず、その運用形態については何らの情報も有していない。したがって、利益剰余金がどのように運用されているかを貸借対照表から読み取ることはできず、利益剰余金と現預金を関連付けて論じることは基本的にはできない。

他方、仮に利益剰余金と現預金それぞれの増減がある期間についておおむね一致しているのであれば、当該期間について利益剰余金が専ら現預金として運用されているとの推測は不可能ではない。この点を検証するため、図9では2010年度から2019年度にかけての貸借対照表上の各項目の増減額と全体の増加率に対する寄与度を示している。これを見ると、利益剰余金は181.1兆円増加しているのに対し、現預金の増加額は56.3兆円であるから、利益剰余金が専ら現預金として運用されているとは言えない。資産の中で最も増加しているのは投資有価証券（+147.0兆円）であり、利益剰余金が投資有価証券としても運用されていることが推測される。なお、投資有価証券には国内外の子会社株式、関連会社株式等が含まれており、企業が土地や設備など以外の形で投資を行っていることを反映している。

図9 貸借対照表の変化（2010～2019年度）

		増減額 (兆円)	寄与度 (%ポイント)
流動資産	現預金	56.3	3.9
	受取手形・売掛金	20.2	1.4
	有価証券	▲ 6.1	▲ 0.4
	棚卸資産	18.2	1.3
	その他	48.4	3.3
固定資産	土地	▲ 1.6	▲ 0.1
	建設仮勘定	9.5	0.7
	その他の有形固定資産	15.2	1.1
	無形固定資産	7.3	0.5
	投資有価証券	147.0	10.2
	その他	44.3	3.1
繰延資産		0.8	0.1
資産計		359.5	24.9

		増減額 (兆円)	寄与度 (%ポイント)
流動負債	支払手形・買掛金	2.3	0.2
	短期借入金	11.9	0.8
	引当金	2.6	0.2
	その他	41.7	2.9
固定負債	社債	30.5	2.1
	長期借入金	37.0	2.6
	引当金	▲ 4.0	▲ 0.3
	その他	▲ 7.7	▲ 0.5
純資産	資本金	1.3	0.1
	資本剰余金	61.9	4.3
	利益剰余金	181.1	12.5
その他		0.9	0.1
負債・純資産計		359.5	24.9

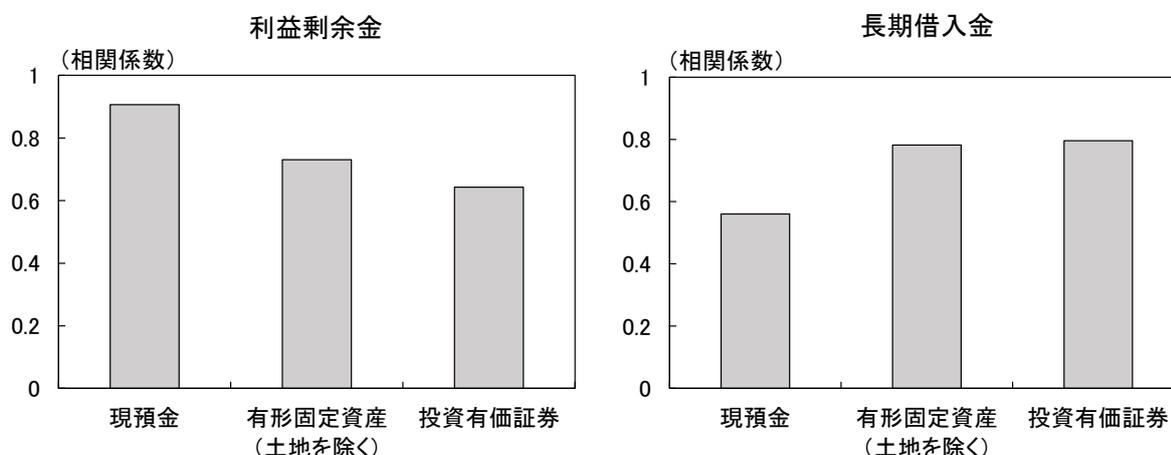
（出典）財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

他方、図10（左）は、2010年度から2019年度にかけての利益剰余金と主要資産項目の増減額を産業別に集計し、その相関の強さを見たものである。これを見ると、相関の度合いを示す相関係数は現預金の値が特に大きく、利益剰余金の増減との相関が強いことが分かる。図10（右）は利益剰余金の代わりに長期借入金と各資産項目の相関を見たものであるが、こちらでは現預金は他の資産と比べて強い相関とはなっていない。

以上を踏まえると、近年の利益剰余金の増加分は主に投資有価証券や現預金として運用されている可能性が高い。ただし、投資有価証券は利益剰余金以外（長期借入金等）も資金源としているのに対し、現預金の増加は専ら利益剰余金の増加によるため、現預金と利益剰余金の相

関が強くなっていると考えられる⁷。

図10 利益剰余金・長期借入金と各資産項目の相関（2010～2019年度）



(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

II コロナ禍の影響

2020年に入って世界的に感染が拡大した新型コロナウイルス感染症の影響により、企業は需要と供給の両面で大きな制約に直面した。以下では2020年10～12月期（第4四半期）の法人企業統計調査を基にコロナ禍の企業財務への影響を概観し、コロナ後に向けた課題について述べる。

1 企業財務への影響

(1) 利益剰余金

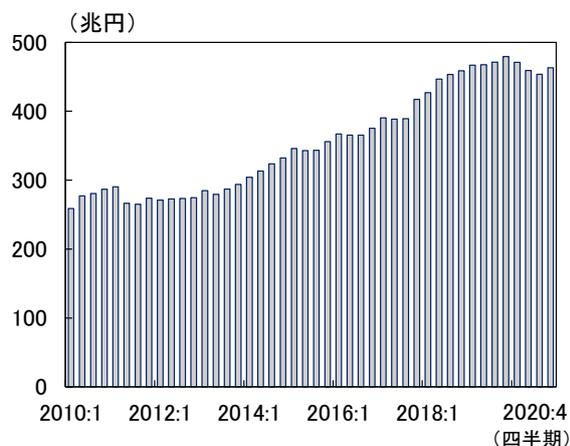
まず利益剰余金の状況を確認すると、2020年第4四半期時点の利益剰余金は463兆円で、前年同期（479兆円）からは▲3.4%の減少となった（図11）。前期比では2020年第1四半期～第3四半期にかけて3期連続で減少したものの、第4四半期は前期比プラスに回復している。経常利益を見ると2020年第1四半期～第3四半期にかけて大幅に減少したものの第4四半期には前年同期比▲0.7%まで回復しており（図12）、コロナ禍による業績の急激な落ち込みと足元の持ち直しが利益剰余金の推移にも反映されている。

規模別に見ると、利益剰余金の減少率は大企業が前年同期比▲0.4%、中堅企業が同▲1.0%であるのに対し、中小企業は同▲8.2%と特に大きい（図13）。また、業種別に見ると、宿泊業、飲食サービス業、娯楽業、生活関連サービス業の減少率が大きく、営業自粛要請、外出自粛や訪日外国人の激減等によって事業活動が特に制限された対面接客業においてコロナ禍の影響が

⁷ 利益剰余金の運用状況を考察した文献として、岩瀬忠篤・佐藤真樹「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』584号、2014.7、pp.86-95。<https://www.komazawa-u.ac.jp/~kobamasa/lecture/japaneco/management_st/Internalsaving_JapaneseCorporations_Finance201403.pdf>; 太田珠美「内部留保は何に使われているのか」2015.12.17。大和総研ウェブサイト <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20151217_010452.pdf> 参照。

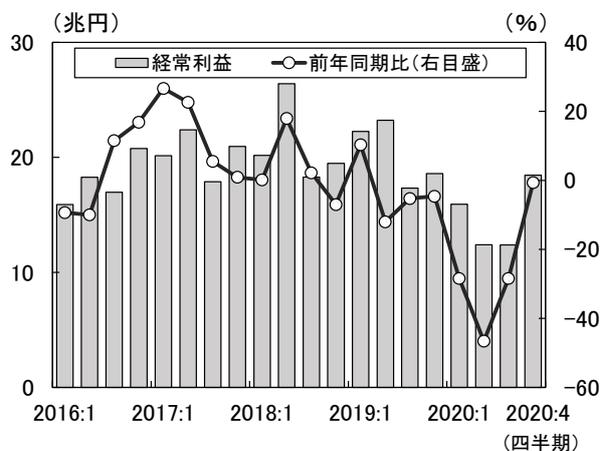
強く出ていることが確認できる⁸。

図 1 1 利益剰余金の推移（四半期別）



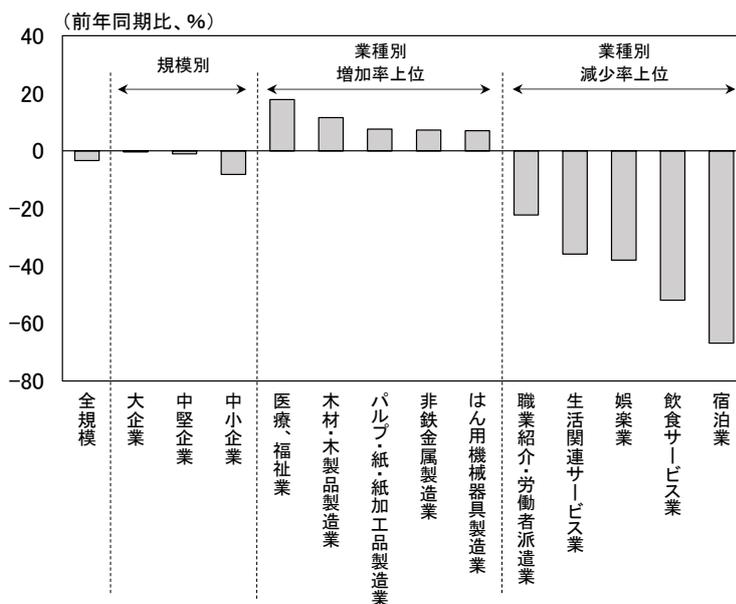
（出典）財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

図 1 2 経常利益の推移（四半期別）



（出典）財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

図 1 3 利益剰余金の増減率（2020年第4四半期）



（出典）財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

(2) 資産及び負債・純資産

図 14 は、貸借対照表上の主要項目の現状と前年同期からの変化を示している。まず負債について見ると、短期借入金 (+9.7%)、社債 (+15.9%)、長期借入金 (+8.6%) といった有利子負債が大きく増加している。他方、資産について見ると、現預金の増加率が+15.3%と目立って大きい。これらは、企業が金融機関等からの資金調達により資金繰りを行った上で、資金を現預

⁸ コロナ禍の企業活動への影響については、小池拓自「新型コロナウイルス感染症と日本経済一家計及び企業部門への影響と政策対応」『レファレンス』840号, 2021.1, pp.3-26. <https://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_11623233_po_084002.pdf?contentNo=1> を参照。

金として確保していることを示している。企業側から見た金融機関の貸出態度を示す貸出態度DI（日銀短観）はリーマンショック時と比べてはるかに緩和的な水準にあり（図15）、信用保証制度の拡充（信用保証協会が融資額の100%を保証するセーフティネット保証4号の実施、同じく80%を保証する5号の対象拡大、保証料の減免等）を始めとする政策支援が資金供給に効果を発揮していると考えられる。

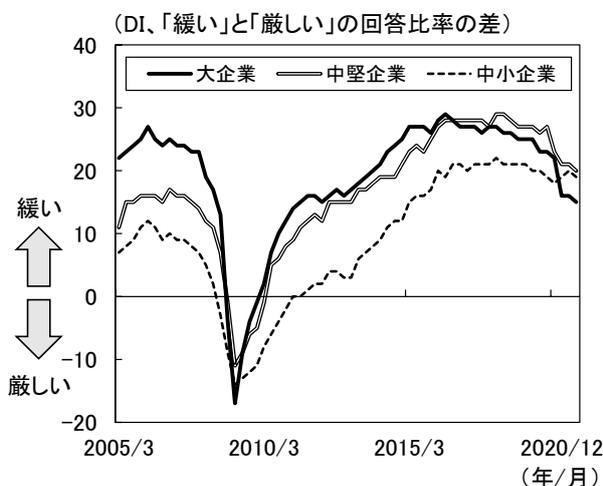
財務指標として財務の健全性を示す自己資本比率と短期的な支払能力を示す手元流動性を見ると、大企業における自己資本比率の低下がやや目立つものの全体としては高い水準を維持している（図16、17）。これには各種資金繰り支援の効果もあるが、企業が利益剰余金や現預金の蓄積を進めてきたことがコロナ禍においてはプラスに働いたことも事実であろう。

図14 貸借対照表（2020年第4四半期）

現預金 234兆円(+15.3%)	支払手形・買掛金 155兆円(▲7.7%)
受取手形・売掛金 210兆円(▲6.0%)	短期借入金 177兆円(+9.7%)
有価証券 16兆円(+3.4%)	その他流動資産 201兆円(+2.3%)
その他流動資産 322兆円(+1.3%)	社債 98兆円(+15.9%)
固定資産等 979兆円(+2.0%)	長期借入金 284兆円(+8.6%)
	その他固定負債 98兆円(+2.0%)
	利益剰余金 463兆円(▲3.4%)
	その他純資産等 285兆円(+4.5%)

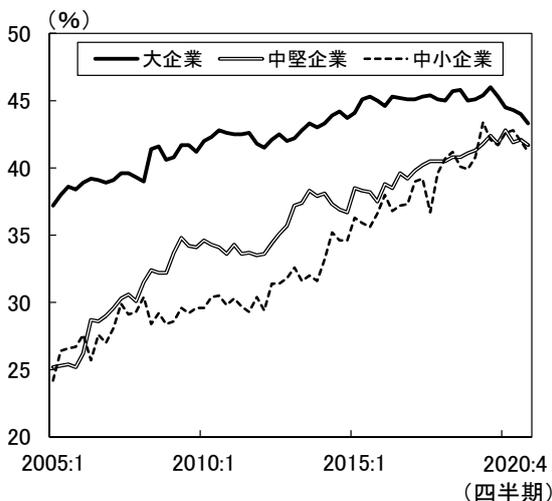
(注) 括弧内は前年同期比。
(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

図15 貸出態度DI



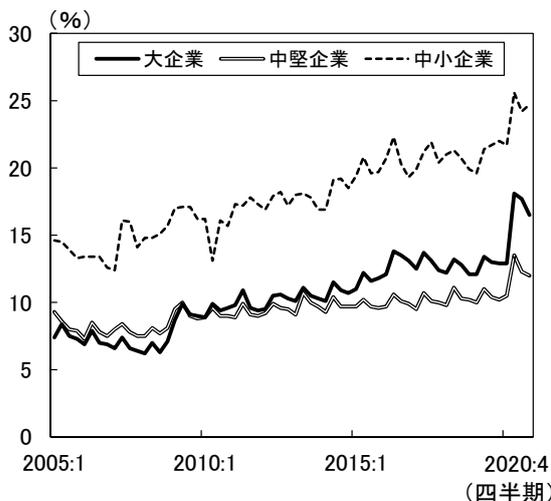
(出典) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査（短観）」を基に筆者作成。

図16 自己資本比率



(注) 自己資本比率 = (純資産 - 新株予約権) ÷ 総資産
(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

図17 手元流動性



(注) 手元流動性 = (現預金 + 有価証券) (期首・期末平均) ÷ (売上高 × 4)
(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

2 コロナ後に向けた課題

このように、コロナ禍に直面した企業はこれまでに蓄積した現預金や金融機関からの借入金等により資金繰りを行っており、現在のところ倒産件数が大幅に増加するような事態は生じていない。コロナ禍の収束は依然として見通しが立たない状況ではあるが、以下ではあえてコロナ後に向けた課題についてポイントを絞って言及する。

(1) 借入金の返済

コロナ後における懸念の一つは、コロナ禍により急増した借入金等の債務の返済が円滑に行われるかである。企業の資金繰り判断 DI は各種政策支援にもかかわらずコロナ前の水準を大きく下回っており（図 18）、コロナ禍収束による業績回復が遅れば借入金の返済にも影響が生じ得る。政府は、日本政策金融公庫等に対し、元本・金利の返済猶予等の既往債務の条件変更について柔軟に対応するよう累次の要請を行っており⁹、現在のところ民間金融機関も条件変更の申出に基本的には応じている模様である¹⁰。また、有識者の中には、明確な基準を設けた上で債務の減免を可能とする政策スキームを導入すべきとの主張もある¹¹。

他方、支払猶予や債務減免等の便益が企業に生じるのであれば、それに対応する負担もどこかに生じることになる。仮にコロナ関連の融資の不良債権化が進めば金融機関の財務健全性に影響が生じ得るほか、貸出態度の厳格化により企業の資金繰りにも影響が生じる可能性がある¹²。また、足元では信用保証の承諾額が急増しているが（図 19）、業績低迷による経営悪化が深刻化すると、企業に代わって信用保証協会が債務を弁済する代位弁済¹³の増加につながるおそれがある。単純に比較はできないが、1998 年 10 月から 2001 年 3 月にかけて実施された「中小企業金融安定化特別保証制度」では、保証承諾額約 29 兆円のうち約 2.5 兆円（2007 年度末時点）について代位弁済が行われ、少なくとも約 1.7 兆円¹⁴が国の財政負担、すなわち国民負担となった¹⁵。各種給付金等による多額の財政支出も含めて、コロナ対策によって生じたコストの分担の在り方は今後の論点となろう。

⁹ 「新型コロナウイルス感染症の影響拡大を踏まえた事業者の資金繰り支援について（麻生財務大臣兼金融担当大臣談話）」2020.3.6. 財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/financial_system/fiscal_finance/torikumi/corona-danwa.html>; 「緊急事態宣言の延長等を踏まえた資金繰り支援等について」2021.2.5. 同 <https://www.mof.go.jp/financial_system/fiscal_finance/torikumi/20210205_yousei.html> 等。

¹⁰ 「コロナ政策 2 年目の試練（上）中小融資 40 兆円に近づく期限」『日本経済新聞』2021.2.8.

¹¹ 植田健一「コロナ禍での過重債務問題、外形的な基準で削減、迅速に」『日本経済新聞』2020.10.5; 安田行宏「中小企業の資金繰り対策（上）債務減免や資本支援、検討を」『日本経済新聞』2020.10.26.

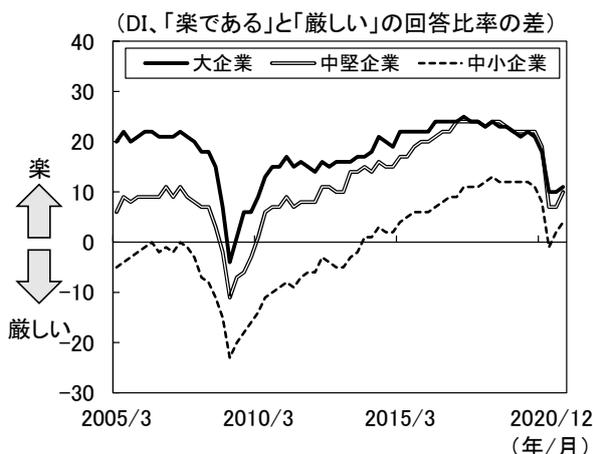
¹² 長内智・坂口純也「新型コロナウイルス禍の企業の資金調達環境に見られる特徴と今後の展望」2020.9.10. 大和総研ウェブサイト <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20200910_021761.pdf>

¹³ 代位弁済を行った信用保証協会には日本政策金融公庫から保険金が支払われるが、保険金でカバーされない損失は地方公共団体によって一部が補てんされる。また、公庫の信用保険事業は政府からの出資を受けているため、代位弁済による損失は最終的に財政負担となる。

¹⁴ 2005 年度末時点における保険収支の赤字額 1 兆 4489 億円と、信用保証協会の基金造成に対する出えん金 2900 億円から 2007 年度末時点における基金残高 459 億円を差し引いた 2441 億円の合計。

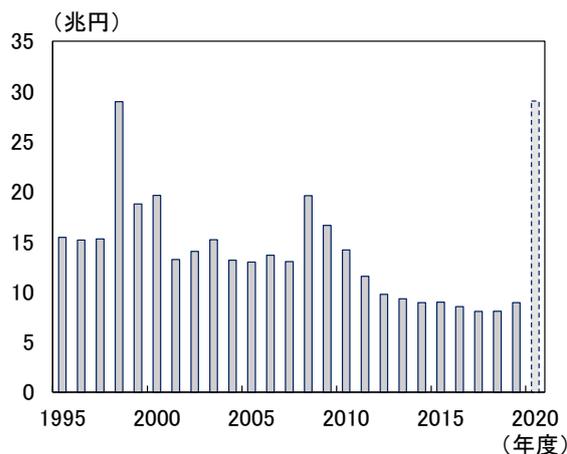
¹⁵ 会計検査院「中小企業金融安定化特別保証制度の実施状況について」『決算検査報告 平成 17 年度』2006. <<http://report.jbaudit.go.jp/org/h17/2005-h17-0859-0.htm>>; 同「取り崩される見込みのない中小企業金融安定化特別基金について、緊急保証による欠損の補てんにも充当できるようにするなど、有効活用を図るよう改善の処置を要求したもの」『決算検査報告 平成 20 年度』2009. <<https://report.jbaudit.go.jp/org/h20/2008-h20-0414-0.htm>>

図 18 資金繰り判断 DI



(出典) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査(短観)」を基に筆者作成。

図 19 信用保証承諾額



(注) 2020 年度は 2020 年 4 月～2021 年 1 月の合計。
(出典) 全国信用保証協会連合会「信用保証実績の推移」等を基に筆者作成。

(2) 設備投資

設備投資の低迷はコロナ以前から日本経済における課題の一つであった。前述のように日本企業における近年の利益剰余金の増加分は主に投資有価証券や現預金として運用されていると推測されるが、それは利益が設備等に十分に再投資されていないことの裏返しでもある。実際、近年の日本企業の設備投資額はキャッシュフロー（社内留保と減価償却費の合計）を大きく下回って推移している（図 20）。このような設備投資の低迷は資本投入量の鈍化を招き、全要素生産性（Total Factor Productivity: TFP）¹⁶ 上昇率の低迷と並んで日本経済の「実力」を示す潜在成長率¹⁷が伸び悩む一因となってきた（図 21）¹⁸。

コロナ禍による経営悪化や不確実性の増大は、設備投資にとって一層の下押し要因となる。さらに、現預金の蓄積がコロナ禍においてはプラスに働いたことにより、設備投資を抑制して現預金を確保する姿勢がコロナ後に強まる可能性がある¹⁹。民間エコノミストの予測を集計した ESP フォーキャストによれば、設備投資額がコロナ以前の水準に回復するのは 2022 年度以降になる見込みである（図 22）。

明るい材料は、コロナ禍を機に IT 投資の重要性が改めて認識されたことである。日本情報システム・ユーザー協会の「企業 IT 動向調査」によれば、2021 年度も 4 割弱の企業が IT 予算を増やすと回答しており、IT 投資はコロナ禍にあっても底堅く推移する見込みである（図 23。ただし上場企業中心の調査）。かねてより日本企業は IT 投資の不足が指摘されてきたが²⁰、コロナ禍を IT 投資の促進につなげることができれば、中長期的に見てコロナ禍が日本企業の設備

¹⁶ 経済成長（生産の成長）から労働投入の成長が寄与する部分と資本投入の成長が寄与する部分を控除した残差であり、広義の技術進歩と解される。

¹⁷ 正確には、労働投入、資本投入、技術（TFP）の三つの要素の平均的な投入水準から得られる実質 GDP の伸び。

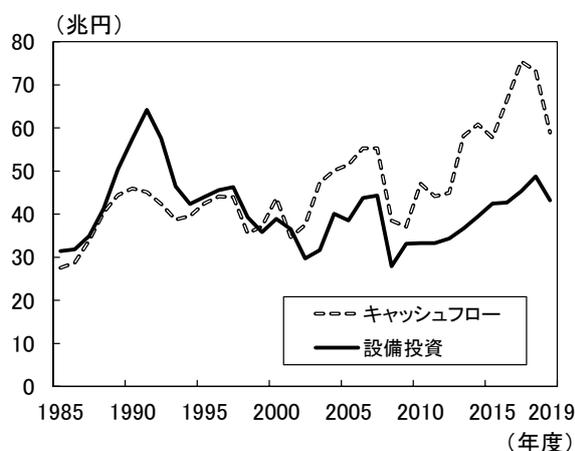
¹⁸ 近年の設備投資低迷の要因を分析した文献として、加藤直也・川本卓司「企業収益と設備投資—企業はなぜ設備投資に慎重なのか?—」『日銀レビュー』2016-J-4, 2016.4. <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2016/data/rev16j04.pdf>; 中村純一「日本企業の設備投資はなぜ低迷したままなのか—長期停滞論の観点からの再検討—」『経済分析』193 号, 2017.3, pp.51-82 参照。

¹⁹ 早川英男「コロナ・ショック下の金融と経済（第 3 回） コロナ・ショックと潜在成長率」2020.7.31. 東京財団政策研究所ウェブサイト <<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=3498>>

²⁰ 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）『日本経済 2016-2017—好循環の拡大に向けた展望—』2017, pp.106-111. <https://www5.cao.go.jp/keizai3/2016/0117nk/pdf/n16_2_2.pdf> 等。

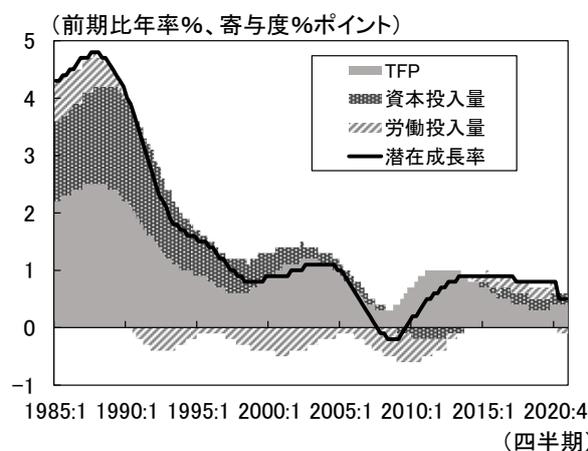
投資に好影響を与えたという結果になる可能性もある。

図 2 0 キャッシュフローと設備投資



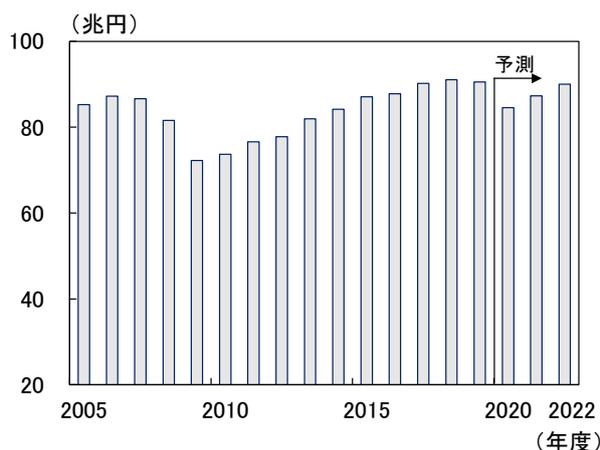
(注) キャッシュフローは社内留保と減価償却費の合計。
(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

図 2 1 潜在成長率



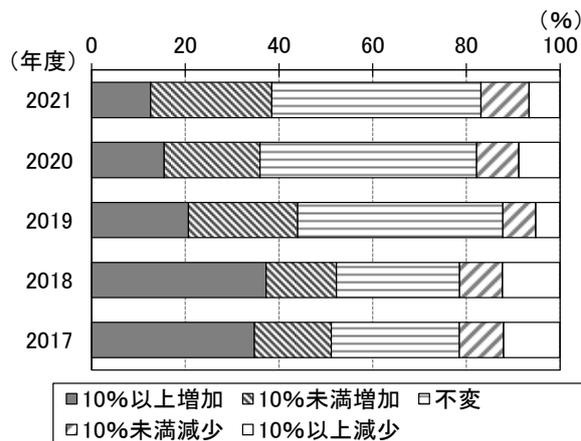
(出典) 内閣府「月例経済報告」のデータを基に筆者作成。

図 2 2 実質民間設備投資



(注) 予測は 2021 年 3 月調査の平均値。
(出典) 内閣府「四半期別 GDP 速報」；日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査」を基に筆者作成。

図 2 3 企業の IT 予算見込み



(注) 2020 年度までは調査年度の計画。2021 年度は 2020 年度調査時点の予測。
(出典) 日本情報システム・ユーザー協会「企業 IT 動向調査」各年版を基に筆者作成。

おわりに

「内部留保」をめぐる諸議論の前提となる状況、すなわち総資本に占める高い利益剰余金比率、賃金・設備投資の抑制と現預金の蓄積といった日本企業の傾向が早期に変化する可能性は低く、今後も日本企業の「内部留保」は議論の対象となることが予想される。その際には、利益剰余金と現預金の蓄積を好む企業の姿勢がコロナ禍においてはプラスに働いたことと、日本経済の持続的成長の観点からはそのような姿勢が必ずしも望ましくはないこととの相克をいかに克服するかが重要な論点になろう。