

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—

A decision making of retained earnings by risk management: Accumulate retained earnings in corporate or capital expenditure for increase of shareholder value

遠藤 康紀

ENDO, Yasunori

本稿は、企業経営における意思決定（decision making）について、企業が自らの経営努力により稼得した利益を、内部留保（retained earnings）とするか、事業拡大に向けた新規設備投資（capital expenditure）とするか、という基準となる分水嶺を、リスクマネジメントの観点から考察したものである。内部留保とは、一般的に企業が株主からの出資や借入金以外の手段にて稼得した純利益を企業内部に留保することをいう¹⁾。

この内部留保を巡っては、しばしば企業と投資家との間で認識の乖離がみられることがある。前者は、内部留保の蓄積を通じ自己資本を厚くするという意図に対し、後者は、設備や研究開発等による事業への投資が行われているのか、という指摘を通じ、過度の内部留保を良しとしないことである²⁾。これは、設備投資等により株主価値を高め、配当重視経営への転換を望む意図であると捉えることもできよう。

近年、我が国では、令和元年台風第19号を始めとする自然災害や、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）等に起因する想定外のリスクにより、深刻な損害を被っている。財務諸表上、これらのリスクによる損害を吸収するのは、純資産の部（資本金）である³⁾。企業は、事業活動により稼得した利益を内部留保として企業内部に蓄積し、純資産の部を手厚くすることで、想定外のリスクに対処している。一方、株主価値を高めるための積極的な新規設備投資による事業の拡大も、リスク対策の一環として意義を有するのみならず、競合他社との競争が熾烈さを増す市場においては不可欠である。

そこで、内部留保に関する企業と投資家の認識の乖離を解消すべく、リスクマネジメントの観点から、どこまでを内部留保として蓄積し、どこからを新規設備投資として株主価値の向上に活用するのか、という分水嶺を検討し、両者の認識の乖離を解消する糸口を考察する。

キーワード：リスクマネジメント（risk management）、内部留保（retained earnings）、新規設備投資（capital expenditure）、株主価値（shareholder value）

1 はじめに

近年、我が国では、地震や台風等の自然災害をはじめ、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）など、想定外のリスクに見舞われている。これらのリスクは、事業の全部または一部の操業停止をはじめ、従業員のテレワークや自宅待機、ひいては一時解雇等⁴⁾、事業活動

に大きな影響を与えるのみならず、新規卒者の内定取消といった社会問題にまで発展している。国境のボーダレス化が進む中で、想定外のリスクが企業に与える影響は、今後ますます増大し、長期化することが予想される。

企業には、リスクの顕在化により、事業の一部または全部の操業が停止となった状況下にあっても早期に事業を復旧させ、一定の成長を遂

げ、自らの事業における社会的責任を全うすることが求められる。

では、企業はこれらの想定外のリスクに対処するために、どのような対策を講じる必要があるだろうか。本稿では、リスクの顕在化により、企業の財務諸表に与える財務的損失（財務インパクト）を吸収する機能を持つ純資産の部の原資となる内部留保に焦点を当て、リスクマネジメントの観点から、内部留保のどこまでを企業内部に蓄積し、どこからを新規設備投資とするか、という意味決定の分水嶺について考察する。

また、当該分水嶺に基づき、内部留保を蓄積した企業とそうでない企業が、非常時下において、株主価値にどのような差を齎すのかについても検討する。さらに、企業と投資家との間に存在する内部留保に対する認識の乖離について、両者の相互理解に向けた接点を考察していく。

具体的には、まず内部留保の機能について、想定外のリスクから事業活動を防衛するために有する機能と、新たな事業展開の原資としての機能とに捉え直すことから始める。次に、財務指標のひとつである固定長期適合率の考えを応用し、実際の企業データを用いて、企業が稼得した利益を、内部留保とするか新規設備投資とするか、の基準となる分水嶺を検討する。最後に、リスクマネジメントの観点から内部留保が果たす役割について、ケース・スタディを通じて、内部留保の蓄積の有無が非常時下の株主価値にどのような影響を与えるのかについて考察し、内部留保に関する両者の考え方の乖離の解消に向けた糸口を考察する。

2 リスクマネジメントにおける内部留保の性質

(1) 内部留保とは

内部留保とは、企業が株主からの出資や借入金以外の手段にて稼得した純利益を内部に留保することをいう。この内部留保については、し

ばしば企業と投資家との間で見解の相違がみられることがある。一例として、前者は、内部留保の蓄積を通じ自己資本比率を高め、過去の経緯による想定外のリスクへの対応を図るための原資とするのに対し、後者は、過渡の内部留保を良しとせず、新規設備投資等を通じ、事業を成長・拡大させ株主価値を高める点に認識の相違が見られる。また、前者の背景には、例えば、企業の社会的責任への対応や業界の変動に伴う市場シェアの変化への対応、国内外の経済・社会情勢の変化への対応などを含め、過去の積極的な投資の失敗への反省も込められている⁵⁾。

これに対し、後者の背景には、前述した積極的な投資による株主価値の向上のほか、配当重視経営への転換などが考えられる⁶⁾。

一見、両者の間には、内部留保に関する見解の相違が見受けられるが、リスクマネジメントの観点からは、内部留保と新規設備投資との関係は、自動車の両輪と同じ関係にある。自然災害等による想定外の財務的損失を回避するためには、リスクからの防衛機能として、（債務超過を回避するために）ある程度の内部留保の蓄積が必要であるし、企業の成長を促進させるための新規設備投資の原資として、内部留保を対外的に活用することが求められるからである。また、対外的な活用という点に関しては、債権者にとっては、会社財産が唯一の引き当てとなっていることにも留意する必要がある。この点を足掛かりとし、企業と投資家との間にある内部留保に対する認識の乖離を解消できると考えられる。

では先ず、内部留保の機能について、リスクから事業活動を防衛する機能と、新規設備投資の原資とする機能について、節を改めて考察する。

(2) リスクからの防衛機能

財務諸表の観点から内部留保は、リスクが顕在化したときに、当該リスクから企業を防衛する機能を有する。では、具体的に見ていこう。

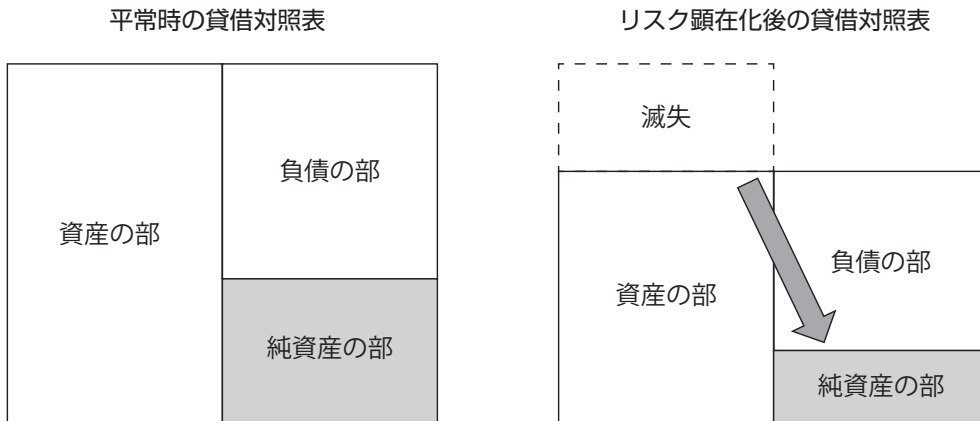


図1 平常時とリスク顕在化後の貸借対照表の変化から見るリスクからの防衛機能

出所：東京海上日動リスクコンサルティング株式会社著（2015）『最新リスクマネジメントがよ〜くわかる本【第2版】』秀和システム p.331 を基に著者一部加工。

例えば、貸借対照表は、資産の部を借方とし、負債及び純資産の部を貸方に位置づけている。一般的に、総負債を総資産で賄えない状況を債務超過というが、債務超過に陥るか否かの分水嶺は、企業活動において蓄積してきた純資産の部（利益剰余金）、即ち内部留保にかかっている。貸借対照表の純資産の部の資本金勘定はマイナスとはならないため、債務超過の状況は、主に利益剰余金勘定がマイナスとして表記された状態をいう。

リスクの顕在化により資産の部が減失しても、負債の部は不変の為、リスクの受け皿となるのは、利益剰余金である。利益剰余金が厚ければ厚いほど、資産の部の減失を吸収することができる。この点に、企業の財務的側面のリスク（債務超過）からの防衛機能があるといえよう（図1）。

（3）新規設備投資の原資としての内部留保

一方、内部留保は、新規設備投資の原資としての機能も有する。企業は、新規設備投資等を通じて優れた製品を適正な価格で市場に提供し、従業員の仕事と生活を保証し、後継者の育成を行い、社内外の利害関係者に利益を公

平に分配する必要がある。また、最近では環境保全や障がい者雇用など、社会の持続的発展の面においても、その責任を果たす存在となりつつある。このように、企業は製品の開発といった主要事業のみならず、自らの事業活動を通じて、持続可能な社会の発展を実現するための活動も、事業活動の一部として位置づけられている。企業活動を利潤の最大化とするのではなく、これらの諸活動を通じて、企業全体のイメージ向上等を含んだ株主価値の創造へと、その目的がシフトしている傾向にある。

これらの株主価値の創造の原資となるのは、内部留保である。内部留保は、企業がこれまで稼得してきた利益の蓄積を意味している。この利益の蓄積こそが、企業がその事業活動から得られた“価値”と言い換えることができよう。このことは、企業の段階的成長の証左として機能している⁷⁾。企業は新規設備投資等により、この段階的成長を支え事業活動を拡大することにより、多くの付加価値を創造し、その価値を継続して高めていくとともに、利害関係者に利益処分（配当等）を通じて付加価値を還元しているのである。

以上、前節及び本節では、リスクマネジメン

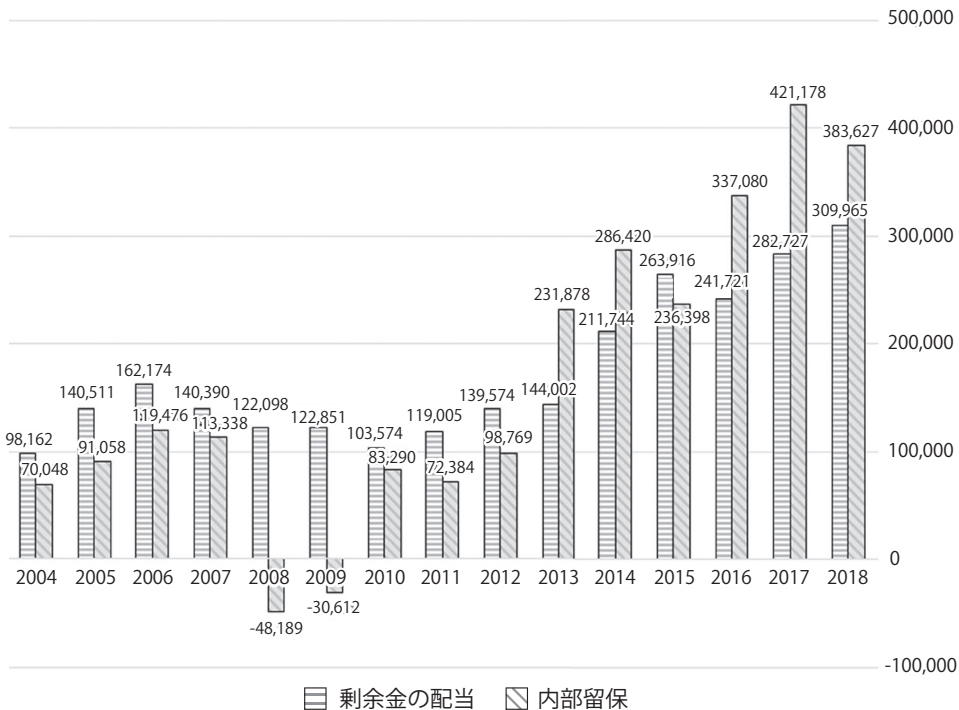


図2 直近15年の内部留保の推移(単位:億円)

出所:「法人企業統計調査(金融機関を除く全産業合計)」財務省 財務総合政策研究所より、2004年から2018年に至るまでのデータを基に著者作成⁸⁾。

トにおける内部留保の性質について、リスクからの防衛機能及び新規設備投資の原資となる点からアプローチした。次節では、内部留保に関する企業と投資家の評価について考察する。

(4) 内部留保に対する企業と投資家の評価について

本節では、内部留保に対する企業の評価と投資家の評価について考察する。前述したように、企業が内部留保を厚くする趣旨は、自然災害等による深刻な財務インパクトが生じたときでも債務超過を回避し、企業としての社会的責任を遂行することや、業界再編等に伴う市場シェアの変化への対応など、主にリスクからの防衛機能を高めるところにある。

企業のこれらの行動に対し、投資家からは「業績が好調なのに、賃金も設備投資も緩やかな増加にとどまる。企業はお金を貯めこんでい

る。」との批判がある⁹⁾。確かに、企業の利益剰余金が増大すれば、結果としてキャッシュも(時期こそ異にするが)増加するのが一般的である。この点について、直近15年間の内部留保の推移を示してみる(図2)。

図2からも分かるように、年々内部留保が増加している傾向が窺える。また、設備投資の諸外国との比較においても、日本企業の投資に対する積極性に疑問が持たれている¹⁰⁾。この点からも前述したように、投資家からは、企業は現金を保有しすぎている、という感を持たれているといえよう。

このように、内部留保については、リスクからの防衛機能はあるものの、企業と投資家の捉え方の間に大きな乖離がある。この乖離を解消することによって、企業と投資家の内部留保に関する認識について、相互理解ができるものと思われる。

では、どのようにして、この乖離を解消していけば良いだろうか。章を改めて、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から、順を追って考察する。

3 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

本章では、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として、前で述べた、企業と投資家との内部留保に関する認識の乖離を解消する方策について考察する。具体的には、稼得した利益剰余金のどこまでを内部留保として蓄積し、どこからを新規設備投資とするか、という意思決定に関する基準点（分水嶺）に焦点を当てて検討する。

（1）固定長期適合率の応用

まず、企業が稼得した利益剰余金（内部留保となる前工程）について、リスクからの防衛機能を充実させるために一定額を確保する必要がある。このことは、リスクマネジメントの観点から非常に重要である。

しかし、リスクからの防衛機能を高めるために、利益剰余金を内部留保として蓄積しすぎるのは、事業戦略の観点から妥当でない。抑々、新規設備投資等を通じて市場を開拓し、新たな収益源を確保し、株主価値を高めることで、より積極的にリスクからの防衛機能を果たせるのである。リスクからの防衛機能を高めるということは、換言すれば、積極的な設備投資に裏付けされているもといえよう。

そこで、企業が稼得した利益のうち、どこまでを内部留保として蓄積し、どこからを新規設備投資として投資するか、という定量的な判断基準を設ける必要があると思われる。この判断基準として、財務指標のひとつである、固定長期適合率を用いて考察する。

固定長期適合率とは、固定資産投資の安全性をみる補助的な指標で、長期的な投資である固定資産について、返済義務のない株主資本や

（一年以内に返済する必要のない）固定負債（他人資本）で獲得した資金で、どの程度賄われているかを測定する指標である¹¹⁾。この指標は、取得する固定資産の財源を、株主資本か他人資本かに紐づけることで、固定資産の再投資としての内部留保に充当する剰余資金を可視化し、株主価値を高めるための新たな収益源の確保に資する資金の用途を立てることも可能とする。

固定長期適合率は、以下の公式1にて算定される。

（公式1）

$$\text{固定長期適合率(\%)} = \frac{\text{固定資産 (B/S)}}{\text{株主資本 (B/S)} + \text{固定負債 (B/S)}}$$

固定長期適合率は、返済する必要のない株主資本で、固定資産をどの程度賄っているかを評価する指標であるため、業種によっても異なるが一般的に100%以下が望ましい。

では、この公式1を一部修正し（公式2）、稼得した利益剰余金のどこまでを内部留保として積み立て、どこからを新規設備投資とするか、の基準となる分水嶺について考察する。公式2は、内部留保を積み立てることを前提とし、目標積立額を満たしているか否かを判断するものである。

（公式2）

$$\text{内部留保積立額} = \frac{\text{固定資産 (B/S)}}{\text{株主資本 (B/S)} + \text{固定負債 (B/S)}} - 1 \dots \text{①}$$

STEP 1

上記計算結果が0未満であれば、そのまま新規設備投資を行うことが可能（つまり、内部留保は不要）となる。

0以上であれば、STEP 2へ。

STEP 2

①×固定資産 (B/S) = 内部留保積立額（但し、固定資産価額を上限とする）

上記計算結果により算定された額を、内部留

保により企業内部に蓄積する必要がある。ではここで、実際の企業データを用いて考察する。

【ケース・スタディ 1】

A 製鐵株式会社

主要財務データ（単位：億円）

固定資産	固定負債	株主資本
28,626	14,773	9,797

STEP 1：内部留保の積立に関する判定

$$28,626 / (14,773 + 9,797) - 1 = 0.165$$

∴ 0.165 > 0 より、内部留保の積立が必要。

STEP 2：内部留保積立額の算定

内部留保積立額 = 0.165 × 28,626 より、
4,723 …①

固定負債（14,773）＋株主資本（9,797）
＋内部留保積立額（4,723）＝ 29,293 …②
②－固定資産（28,626）
＝ 667（余剰内部留保額）…③
①－③＝ 4,056（内部留保積立額）

【ケース・スタディ 2】

B 鋼管株式会社

主要財務データ（単位：億円）

固定資産	固定負債	株主資本
16,861	21,863	3,764

STEP 1：内部留保の積立に関する判定

$$16,861 / (21,863 + 3,764) - 1 = -0.34$$

∴ -0.34 < 0 より、内部留保の積立は不要。
状況によっては全額新規設備投資とすることも可能。

以上、ここでは稼得した利益剰余金のどこまでを内部留保として積み立て、どこからを新規設備投資とするか、の基準となる分水嶺について、固定長期適合率をベースに考察した。

ただ、当該財務指標については、あくまで、

固定資産の再投資において、内部留保として積み立てるか否かの判断基準に過ぎない。また、内部留保の要否に用いる固定資産価額の判定基準には、財務諸表に計上された全ての固定資産を対象とするのか、という問題もある。全ての固定資産価額を満たすまで内部留保を積み立てなければならないとすれば、却って当該固定資産価額までの積立が、企業の事業戦略等の足かせとなり、企業の成長を阻害することにもなりかねない。そこで節を改めて、内部留保の要否に用いる固定資産価額について考察する。

（2）固定資産の再投資における重要事業の固定資産価額の活用とリスクファイナンス戦略の導入

本節では、内部留保として積み立てる固定資産価額について考察する。前節で述べたように、全ての固定資産をカバーできるだけの内部留保を蓄積することは妥当でない。なぜなら、現時点でも企業は十分な内部留保を確保しているにも関わらず、過去に失敗した投資の反省からか、内部留保をさらに積み立てる傾向にあるのが現状だからである。では、内部留保として積み立てる固定資産価額は、どのようにして見積もるべきであろうか。

思うに、確保すべき内部留保の固定資産価額のメルクマールは、企業内における重要事業を支えている固定資産といえる。重要事業とは、非常時に優先的に復旧・再開すべき事業と、それを実行するための事業の選定をいう¹²⁾。とりわけ非常時下では、現存する経営資源を、自社にとって重要な事業の復旧に集中して取り組む必要がある。全ての事業を復旧させようとして、手当たり次第に経営資源を投入するのは、事業の復旧を遅らせるばかりでなく、取引先の事業にも影響を与え、最悪の場合は連鎖倒産も引き起こしかねない。

このような事態を回避するためにも、平時より、何が重要事業で、非常時においては、当該事業を“いつまでに”かつ“どの水準まで”復

旧させるか、といった目標復旧時間と目標復旧水準を設定しておく必要がある¹³⁾。

重要事業を選定した後は、当該事業を継続させるための資金を確保する必要がある（リスクファイナンス）。前で、内部留保の積立の重要性について述べたが、厳密には“内部留保＝現金”ではない。けだし、発生主義会計を採用している以上、実際のキャッシュ・フローと収益の実現、即ち現金化の時期が異なるからである。また、内部留保が集計される貸借対照表の貸方は、資産の調達源泉を表しており、その運用形態において、当該内部留保が現預金以外の資産項目に姿を変えている可能性もある。そこで、非常時下における内部留保の実現までの“つなぎ資金”を、効率的に確保するためのリスクファイナンス戦略が必要となる¹⁴⁾。

リスクファイナンスの主要なものとしては、自己資本、保険、コミットメントライン及びデリバティブ（金融派生商品）などがある。以下、簡単にポイントのみを押さえていく。

自己資本は、換言すれば内部留保（手許現預金）に相当する。財務諸表上、オンバランスであり、資金需要が発生した時に、手許現預金で対応するというものである。内部留保で財務損失を補填するため、健全な財務基盤があれば最も理想的である。反面、過渡の内部留保の蓄積を促すことになり、企業の成長戦略面からは現実的ではない。

保険は、リスクファイナンスの中で、最もポピュラーなものである。身近な例を挙げれば、地震保険がある。保険は、実際の損害額が支払われるので、手厚い資金確保手段であるが、損害調査・査定を要するため、支払までに一定の時間が掛かる場合がある¹⁵⁾。

コミットメントラインは、金融機関との事前の取り決めにより、一定の条件下で、審査なしで融資を受けられるものであり、市場環境等の不測の事態に対処できるメリットがある。しかし、融資に対する金利の他に、コミットメントフィーが発生するため、財務的な負担が重い面

もある。

デリバティブは、例えば、地震デリバティブの場合、デリバティブ契約の期間内に事前に設定したトリガーイベント（観測地点、震度及びマグニチュード等）が発生すると、実損とは無関係に決済金が支払われるというメリットがある。しかし、取引が個別化せざるを得ないため、契約の標準化が進みつつあるも、一般的に取引コストが高くなる傾向にある。また、取引内容が高度化・複雑化しているため、正しく取引内容を理解しておかないと、不測の損害を被る恐れもある。

このように、リスクファイナンスにおいては、それぞれメリットとデメリットがあり、一般的にどのリスクファイナンスが優れているとは言い難い状況である。一般的には、保険を軸として、コミットメントライン等で、保険でカバーできない部分を補填する、といった運用が行われている。

いずれにせよ、リスクファイナンスを戦略的に運用するポイントは、どの損害に対し、どのリスクファイナンスを充当させるか（換言すれば、損害の補填に充てる資金の調達源泉となるリスクファイナンスの紐づけ）ということである。例えば、非常時下における従業員の給与等については自己資本（例えば手許現預金）で充当し、機械設備が損壊した場合は、保険やコミットメントラインで充当するといったケースである。非常時下における時間軸の中で、運転資金が枯渇するタイミングを見極め、短期的に必要な資金は手許現預金で、中長期的に必要な資金は保険やコミットメントラインを活用し、並行して限りある経営資源を効率的に活用し、重要事業を早期に復旧させる必要がある¹⁶⁾。

以上、本節では、重要事業における固定資産価額の活用とリスクファイナンス戦略について考察した。ここで内部留保に焦点を当てると、内部留保は手許現預金の源泉となり、非常時下においては貴重な経営資源となるものである。こ

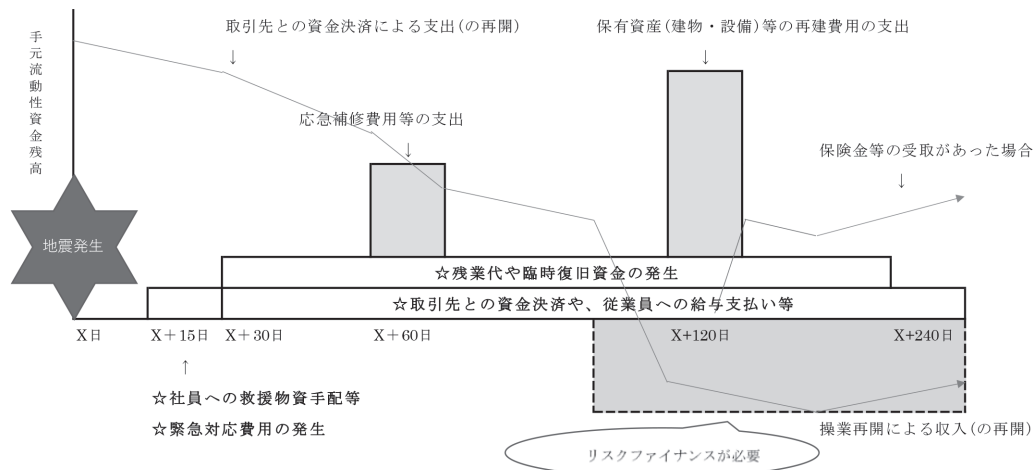


図3 非常時下における資金需要のタイムライン

出所：東京海上日動リスクコンサルティング株式会社著（2018）『実践 事業継続マネジメント第4版』同文館出版 p.213 を基に著者一部加工。

れに対し、過渡の内部留保は投資家から敬遠されている。

そこで、リスクファイナンスの観点から内部留保の機能を再度確認し、内部留保の蓄積のある企業とそうでない企業との間では、株主価値にどのような影響を与えるのかについて、節を改めて検討する。

（3）内部留保と株主価値との関係

1）非常時下における内部留保機能

前節では、リスクファイナンス戦略において、内部留保が手許現預金の源泉となり、非常時下における貴重な経営資源になることを考察した。本項では、内部留保が株主価値にどのような影響を与えるのかについて検討する。

過度の内部留保の蓄積が、投資家から好まれないのは前述の通りである。これと同時に、内部留保には、非常時下で重要事業を早期に復旧させるのに必要な経営資源、即ち手許現預金となるのも事実である。この点、地震発生に伴う非常時下における資金需要のタイムラインを図にすると、以下の通りである（図3）。

図3にある☆印を付した部分が、手許現預金（内部留保）で対処する部分である。需要度合としては、短期資金需要への対応となる。図3から分かることは、保険金収入を得るまでの“つなぎ資金”としての意味合いが強いことである。

この点、単なる“つなぎ資金”と判断するには、聊か早計過ぎるきらいがある。なぜなら、東北地方太平洋沖地震で被災した企業の有価証券報告書では、相当額の原状回復費用が計上されていることが読み取れるからである¹⁷⁾。一般的に災害の規模が大きくなればなるほど、早期復旧にも時間を要し、手許現預金の必要性は高まっていく。そのため、図3☆に記した短期資金需要項目に加え、原状回復に要する費用も事前に把握する必要がある。

一例として地震保険の特性を挙げると、①地震により企業に生じた物的損害への補填（物損補償）、②地震により企業に生じた物的損害を起因として生じた逸失利益への補填（利益補償）、③地震により企業に生じた物的損害を起因として中断された企業活動を再開するための

費用への補填（費用補償）がある¹⁸⁾。これら3つの補償のうち、①物損補償と③費用補償は原状回復費用と捉えることができる。昨今、免振や耐震構造を始めとする建築技術の向上に伴い、物的損害については減少しつつあるも、専ら経営者が留意すべきことは、非常時下における事業の早期復旧であり、短期資金需要や原状回復費用等を担保するための手許現預金（内部留保）の確保である。非常時下における原状回復費用の確保に関しては、前述した地震保険の特性からも、経営者の関心が高まっていると読むこともできよう。

では次に、内部留保と株主価値との関連性について考察する。

2) 内部留保が与える株主価値への影響

企業の究極的な目的は、様々な目的を勘案しながら、企業にとって長期的に満足できる適正な利益を稼得することで、永続的な存続、成長、発展を図ることにある¹⁹⁾。そして、この一連の流れを組織としてマネジメントしていく体制、換言すれば、将来キャッシュ・フローを継続的に稼得できる体制を企業価値ということができる²⁰⁾。

では、内部留保は、企業価値ひいては株主価値をどのように創造していくことができるのか。思うに、内部留保がその機能を発揮するのは、非常時下における手許現預金を必要とするときである。これは、企業の重要事業を早期に復旧させるまでの期間中に、資金の枯渇を防ぐ機能を持つ。

ここで、内部留保が株主価値にどのような影響を与えるのかについて検討する前に、株主価値の算定方法について触れておく。

まず、株主価値を算定するためには、将来の事業計画におけるフリー・キャッシュ・フロー（Free Cash Flow：FCF）を求め、当該FCFを現在の価値に換算し事業価値を求める。次に、当該事業価値から、実際に事業に供されていない資産や、債権者等に帰属する有利子負債等を加減算することにより、株主価値が算定される。

では、非常時下における将来キャッシュ・フローを獲得できる体制を整えた企業（換言すれば、重要事業を早期に復旧させるだけの内部留保を有する企業）とそうでない企業とでは、株主価値にどのような影響を与えるのかについて、ケース・スタディを通じて検討する。

【ケース・スタディ 3】

会社概要

会社名：立教機械工業株式会社

本社所在地：東京都豊島区西池袋 1-2-3

工場所在地：埼玉県新座市北野 1-2-3

海外拠点：中国広東省深圳市，中国上海市，中国浙江省杭州市，中国河南省鄭州市，中国香港行政特別区

事業内容：液晶パネルの製造及び販売

従業員数：350名（うち海外拠点に勤務する者は200名）

資本金：100百万円

年商：15,000百万円 決算月：3月

リスクシナリオ²¹⁾：

原因事象：モーメントマグニチュード9.0の超巨大地震

発生日時：20XX1年4月1日

発生場所：宮城県仙台湾東沖合200km

想定被害：従業員の死傷に伴う人的損失、本社機能の停止及び工場の操業停止、通信等インフラ施設の損傷に伴う情報の遮断等による物的損失、株価下落に伴う信用損失及び新座工場操業停止に伴うマーケットシェアの喪失等。

想定被害額：3,200百万円

目標復旧時間：地震発生後から45日

なお、目標復旧時間は、重要事業を早期に復旧させるだけの内部留保を有する場合（内部留保積立額が0未満の場合）を想定している。これに対し、内部留保積立額が0以上の場合は、目

標復旧時間を180日としている。
目標復旧水準：重要事業である新座工場での液晶パネル製造工程の稼働。

その他補足資料²²⁾：

有利子負債（時価）：5,772 百万円

※うち短期借入金（1,572 百万円）、長期借入金（2,400 百万円）

株主資本（時価）：3,348 百万円

地震発生後5年間の事業収益及びFCF予測（表1）：

まず、FCFの算定方法について確認する（公式3）。

（公式3）

FCF =

EBIT × (1 - 法人税率) + 減価償却費 - 設備投資等 ± 運転資本

次に、割引率を算定する。DCF法（Discounted Cash Flow Method）における企業価値評価は、事業に投下した資産の利益率が資本コスト（cost of capital）をどれだけ上回ったかで評価する。投下された資本に対して、債権者や株主などの投資家が求める期待収益率を資本コストという。

企業全体の資本コストは、金融機関等の債権者が資金を貸し付けるにあたって要求する期待収益率である「負債コスト」と、株主に還元する「株主資本コスト」から構成される。一般的にDCF法では、この二つのコストから導かれる加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital：WACC）が用いられる。

では、実際に割引率を計算する（公式4）。

表1 地震発生後5年間の事業収益及びFCF予測推移[※]

単位（百万円）

	2XX1 年	2XX2 年	2XX3 年	2XX4 年	2XX5 年
営業利益	2,250	2,700	3,240	3,888	4,665
受取配当金	150	180	216	259	311
EBIT ^{※1}	2,400	2,880	3,456	4,147	4,976
法人税等 ^{※2}	△ 960	△ 1,152	△ 1,382	△ 1,658	△ 1,990
EBITDA ^{※3}	1,440	1,728	2,074	2,489	2,986
減価償却費	1,500	1,545	1,590	1,635	1,680
設備投資	△ 1,800	△ 1,440	△ 1,980	△ 2,280	△ 2,380
運転資本の増減 ^{※4}	△ 300	△ 500	△ 700	△ 900	△ 1,100
FCF ^{※5}	840	1,333	984	944	1,186

※公式2の内部留保積立額が0未満の場合を想定している。

※1：Earning Before Interest Taxes（利子及び税引前利益²³⁾）。

※2：法人税率は40%とした。

※3：Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization（支払利息・税金・減価償却控除前利益²⁴⁾）

※4：運転資本（working capital）とは、営業活動に投下されている資金をいう²⁵⁾。

※5：FCFとは、経営者が運用先を自由に選定できるキャッシュ・フローをいう²⁶⁾。

(公式4)

$$WACC = R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D+E} + R_e \times \frac{E}{D+E}$$

R_d：負債コスト（税引前）R_e：株主資本コスト

T：実行税率

D：有利子負債（時価）

E：株主資本（時価）

ここで、株主資本コスト（R_e）について補足する。株主資本コストは、資本資産評価モデル（Capital Asset Pricing Model：CAPM）で求められる。これは、投資家から見れば期待すべきリターンであり、企業からみれば最低限稼得しなければならない利益である。

CAPMによる株主資本コストは、以下の式で算定される（公式5）。

(公式5)

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)^{27)}$$

R_e：株主資本R_f：リスクフリーレートR_m：株式市場全体の期待収益率R_m - R_f：マーケットリスクプレミアム

β：株式の市場感応度

では、具体的に計算する。

R_f：リスクフリーレート：0.38%²⁸⁾R_m：株式市場全体の期待収益率：11.46%²⁹⁾β：株式の市場感応度：0.52³⁰⁾

以上より、

$$R_e = 0.38\% + 0.52 \times (11.46\% - 0.38\%) \\ \approx 6.14\% \text{ (株主資本コスト)}$$

上記計算結果を基に、公式4より、WACCを計算する。なお、WACCを構成する数値は以下の通り。

R_d：税引前有利子負債コスト：2.6%R_e：株主資本コスト：6.14%

T：実効税率：40%

D：有利子負債（時価）：5,772百万円

E：株主資本（時価）：3,348百万円

以上より、

$$WACC = 2.6\% \times (1 - 40\%) \times \frac{5,772}{5,772 + 3,348} \\ + 6.14\% \times \frac{3,348}{5,772 + 3,348} \approx 3.19\%$$

次に、企業の残存価値（Terminal Value：TV）を算定する。これは、計画期間終了時点における企業の事業価値をいう。本稿では、地震発生後5年間の事業収益及びFCFの計画期間を基に算定する。TVは、以下の算定式より求められる（公式6）。

(公式6)

$$TV = FCF \times (1 + \text{永久成長率}^{31)}) \div (\text{割引率} - \text{永久成長率})$$

$$TV = 1,186 \times (1 + 0.4\%) \div (3.19\% - 0.4\%) \\ \approx 42,678$$

上記の数値を用いて、FCFをベースとした企業価値を評価すると以下の通りとなる（表2）。

一般的な企業価値の評価方法では、最終段階として、表2の事業価値（41,281）に、非事業用資産³²⁾を加算し、有利子負債を減算することにより、株主価値が算定される。なお、非事業用資産の典型的な例として挙げられるのは、余剰である現預金や有価証券であるが、本稿では、余剰となる現預金が非常時下での事業の早期復旧に寄与するものと捉えているため、ここでは加算の対象として取り扱わないこととする。

$$41,281 - (1,572 + 2,400) = 37,309$$

表 2 事業価値の評価結果

単位 (百万円)

	2XX1 年	2XX2 年	2XX3 年	2XX4 年	2XX5 年	
FCF	840	1,333	984	944	1,186	
TV					42,678	
WACC:3.19%						合計
FCF の現在価値	814	1,251	895	832	1,013	4,805
TV の現在価値					37,490	37,490
事業価値						41,281

表 3 地震発生後 5 年間の事業収益及び FCF 予測推移[※]

単位 (百万円)

	2XX1 年	2XX2 年	2XX3 年	2XX4 年	2XX5 年
営業利益 ^{※1}	1,125	1,350	1,620	1,944	2,332
受取配当金	150	180	216	259	311
EBIT	1,275	1,530	1,836	2,203	2,643
法人税等 ^{※2}	△ 510	△ 612	△ 734	△ 881	△ 1,057
EBITDA	765	918	1,102	1,322	1,586
減価償却費	1,500	1,545	1,590	1,635	1,680
設備投資	△ 1,800	△ 1,440	△ 1,980	△ 2,280	△ 2,380
運転資本の増減	△ 300	△ 500	△ 700	△ 900	△ 1,100
FCF	165	523	12	△ 233	△ 214

※公式 2 の内部留保積立額が 0 以上の場合。

※ 1 : 2XX1 年の営業利益については、リスクシナリオ上、事業の復旧までの期間を 180 日と設定しているため、同一期間内は操業を停止することを想定している。よって、ケース 3 における営業利益 (12 ヶ月 (360 日)) の 2 分の 1 (180 日) に相当する額とした。

※ 2 : 法人税率は 40% とする。

りわけ、被害が大きくなればなるほど、実質的な損害の算定は困難となり、同時に保険金支給額の確定にも時間を要することになる。

以上、本項では、内部留保によって非常時下における重要事業の早期復旧が可能な状況にある企業とそうでない企業とを比較し、非常時下における株主価値への影響について考察した。実際は、本ケース・スタディほどの開きはないにせよ、早期の事業復旧を果たすには、重要事業を復旧させるだけの原資、すなわち内部留保の必要性は十分認められると思われる。非常時下における事業の早期復旧を促進することに貢献するのが内部留保であり、株主価値を創造する上で必要となるものであると評価できよう。

4 リスクマネジメントにおける内部留保の役割

(1) 株主価値の下落防止機能

前章まで、企業が稼得した利益について、どこまでを内部留保として積み立て、どこからを新規設備投資とするかについて、固定長期適合率の考え方をベースに考察した。また、事業の早期復旧の可否が、その後の株主価値にどのような影響を与えるかについても、DCF法を用いて検討してきた。

これらのことから明らかになってきたのは、内部留保には、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という点である。前で、リスクファイナンスについて、保険をはじめ、コミットメントラインやデリバティブ等を紹介したが、リスクファイナンスには、自己資本というカテゴリーもあることに留意する必要がある。リスクファイナンスにおける自己資本とは、簡単に言えば手許現預金を意味する³³⁾。リスクファイナンス上の自己資本の効用は、超巨大地震等により一時的に事業が中断した場合、従業員への給与や取引先への債務の弁済に、これらの手許現預金（自己資本）を充当し、（保険契約を締結している場合）保険金が支給されるまでの、“つなぎ資金”とす

る傾向にあった。

ここにきて、内部留保の蓄積は、非常時下において、直近の支払能力を保証するのみならず、重要事業の早期復旧のための原資となり、株主価値を維持させ得る機能をも有しているということがいえよう。内部留保は非常時下において、重要事業の早期復旧を可能とし、ひいては株主価値の下落を防止せしめる機能を有しているのである。

(2) 企業と投資家との内部留保に対する相互理解

以上、ここまで述べてきたことから、内部留保については、従来とは異なった認識が垣間見ることができたかと思われる。企業は、将来発生が予測されている南海トラフ地震や首都直下地震に被災しても、存続していかなければならない。そのためには、非常時下において、如何に早く重要事業を復旧させることができるかが、最も重要な課題であると思われる。

また一方では、新規設備投資を通じ、事業規模を拡大し株主価値を高めることも、企業を成長させる上では不可欠な要素である。

これら相矛盾する性質を有する内部留保について、企業と投資家が持ち得る相互の認識に理解を示す必要がある。過渡の内部留保を抑制し、非常時下において重要事業を早期に復旧させるだけの資金のストック（内部留保）を認めることで、非常時下でも企業の存続を維持することができると思われる。また、別の見方をすれば、内部留保は、将来のFCFを確保するための原資となり、株主価値を高めることができるということを認識すべきである。

以上のことから、企業及び投資家は、リスクマネジメントの観点から内部留保に関する双方のメリットについて理解を示すことで、両者における内部留保に対する認識の乖離の解消に向けた糸口になるものと考ええる。

5 今後の課題

以上、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考察してきた。

ただ本稿では、内部留保が短期支払能力の原資こそなれ、短期支払能力の担保的機能まで考察することができなかった。短期支払能力は、企業内部に蓄積された現預金に依存するものであり、厳密には内部留保とその性質を異にする、と考える余地もあり、考察すべき課題である。この点については、資本剰余金の維持拘束性の趣旨から短期支払能力と内部留保との関係を考察することにより、解決策が導き出せると思われるので、引き続き今後の課題とする。

最後に、本稿の執筆にあたり、常に学ぶ姿勢を後押しして頂いた咲徳栄高等学校の恩師・濱本光治氏及び異国上海の地より、変わらぬ友情を与えてくれる張菁菁氏に厚く御礼申し上げる。

【注】

- 1) このほか、引当金の計上による利益の費用化部分や保有資産の含み益などの利益留保も含まれている。小栗崇資・谷江武士編著（2011）『内部留保の経営分析』学習の友社、p.86。
- 2) 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第11回）議事録」金融庁ホームページ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20171018.html>。（2020年5月4日閲覧）
- 3) 遠藤康紀（2019）「最新リスクファイナンス戦略における財務インパクト分析の意義」『立教ビジネスデザイン研究 No.16』立教大学大学院ビジネスデザイン研究科、pp.15-32。なお、資本金とする見解について、東京海上日動リスクコンサルティング株式会社著（2015）『最新リスクマネジメントがよ〜く分かる本【第2版】』秀和システム、pp.329-331。
- 4) 例えば、全日本空輸（ANA）が、全社員の3割に相当する客室乗務員5,000人を対象にした一斉休業を労働組合に提案したことが挙げられる（「ANA5,000人に一時休業 労組に提案、減便対応－新型コロナ」<https://www.jiji.com/jc/article?k=2020031901325&g=eco>。（2020年3月

19日閲覧）。

- 5) 遠藤康紀（2019）「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」ビジネスクリエーター研究学会（2019年11月9日実施）報告資料。
- 6) 因みに、株主総会の決議を経れば、配当の回数に制限はない（会社法第454条1項。なお同条5項参照）。
- 7) 遠藤康紀（2019）「リスクファイナンス戦略における財務インパクト分析の意義」『前掲』立教大学大学院ビジネスデザイン研究科、pp.15-32。
- 8) 2004年から2006年までの剰余金の配当の中には、役員賞与がそれぞれ含まれている（2004年：12,313、2005年：15,225、2006年：0、単位は億円）。役員賞与については、内部留保と区別する便宜上、剰余金の配当に加算している。
- 9) 太田珠美（2018）「内部留保が増えるのは問題なのか？－現預金残高ではなくROAや資本コストに与える影響に注目」大和総研グループコラム・レポート https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180220_012756.html。（2020年5月5日閲覧）
- 10) 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第11回）議事録」金融庁ホームページ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20171018.html>。（2020年5月4日閲覧）
- 11) 花岡幸子（2002）『経営分析ハンドブック』かんき出版、pp.132-133。
- 12) 東京海上日動リスクコンサルティング株式会社編（2018）『実践 事業継続マネジメント第4版』同文館出版、p.94。
- 13) 一般的には、事業継続計画（Business Continuity Plan：BCP）に盛り込まれている。このため企業では、平時より自社にとっての重要事業は何か、また当該事業を運営する為に必要となるリソース（人財、物資及び資金）を把握しておく必要がある。
- 14) 企業におけるリスクファイナンスの運用については、保険を軸として、コミットメントラインやデリバティブを併用しているのが一般的である。なお、前提として、事前に被災状況等をシミュレートしたリスクシナリオを作成し、当該シナリオに基づいて、損害の見積り等を算定し、どの損害に対し、どのリスクファイナンスで補填するか、といったところまで踏み込んだ対策が必要となる。東京海上日動リスクコンサルティング株式会社編（2018）『前掲』同文館出版、

- pp.217-218.
- 15) 一般的に企業向けの地震保険では、物損補償の保険金は、地震発生から6ヶ月から1年後（状況によってはそれ以上）に支払われる傾向にあり、地震直後の資金調達手段としての効果には限界があるという見解もある。保険事故は、発生から時間が経過するほど、損害の証明が困難となるため、何らかの形で損害状況を記録しておく必要がある。藤田浩一（2016）『地震アリバティブと自然災害リスク投資』文芸社、p.77.89. ただ最近では、保険会社においても、調査・査定時間を短縮し、損害の補填を迅速に行う傾向にある。
 - 16) この点、地震が企業の資金繰りに与える影響を例として、①物的損害、②逸失利益、③原状回復費用、④短期資金繰り及び⑤中長期資金調達計画が挙げられる。実際のところ、リスクファイナンスの軸となる保険が機能するのは①であり、②及び③については限定的な効果しか認められず、④及び⑤に至っては、直接的な貢献は期待できないといった見解もある。藤田浩一（2016）『前掲』文芸社、p.9.
 - 17) 例えば、東日本旅客鉄道株式会社の有価証券報告書第28期（平成26年4月1日から平成27年3月31日）の追加情報（東日本大震災による影響）には、「平成23年3月11日に発生した東日本大震災に伴う復旧費用等の支出に備えるため、その見積り額を貸借対照表の負債の部に災害損失引当金として計上」しているとあり、前年度の計上額より1,306百万円を追加計上している（下線は著者が記した）。なお、同社は同会計年度において、保険会社における損害の額の算定が完了したことを受け、3,361百万円を受け取っている。東北地方太平洋沖地震が発生してから約3年が経過しつつあるが、保険金を支給するまでの期間としては、査定に時間がかかるといえよう。 <https://www.jreast.co.jp/investor/securitiesreport/2015/pdf/securitiesreport.pdf>. (2020年6月20日閲覧) なお、藤田浩一（2016）『前掲』文芸社、p.19.
 - 18) 藤田浩一（2016）『前掲』文芸社、pp.18-19.
 - 19) 櫻井通晴（2019）『管理会計【第七版】』同文館出版、p.39.
 - 20) 本稿では、将来キャッシュ・フローを継続的に稼得できる体制とは、企業全体（つまり、非事業用資産も含める）で収益を稼得できる体制とし、これを企業価値とした。本来、非事業用資産の典型である現預金を企業価値に含めているため、このように定義した。なお、これに類似する定義に、事業価値と株主価値がある。事業価値とは、本業となる事業のみの価値をいい、株主価値とは、企業価値から債権者に属する負債価値（負債を時価評価したもの）を控除した価値をいう。なお、櫻井通晴（2019）『前掲』同文館出版、p.131.
 - 21) リスクシナリオとは、リスク毎に詳細な被害想定をシナリオ形式で策定することをいう。リスクシナリオには、発生日時、場所、原因及びその後の発展要素等を盛り込むのが一般的である。また損害の程度は、企業への影響度を分類し、人的被害、物的損害、賠償責任、利益損失、信用失墜（マーケットシェアの喪失）等を具体的に明記する。東京海上日動リスクコンサルティング株式会社著（2015）『前掲』秀和システム pp.90-91.
 - 22) 本ケースにおける有利子負債及び株主資本の数値については、遠藤康紀（2019）「リスクファイナンス戦略における財務インパクト分析の意義」『前掲』立教大学大学院ビジネスデザイン研究科 pp.15-30のケースに明記した企業データを用いている。
 - 23) 会計上の営業利益に、事業のために保有している資産を源泉として生み出される営業外の損益等を加減算した値と言われている。一般的には、営業利益に受取配当金を加算したもので、支払利息や受取利息は含まれない。山田コンサルティンググループ株式会社 経営ナレッジ「企業価値評価における3つのアプローチとDCF法」 https://www.ycg-advisory.jp/whats_ma/valuation/#private. (2020年6月21日閲覧)
 - 24) EBITDAは、異なる国の企業を比較するにあたって、会計基準や税率の違いが現れないので、経済実態に即した業績比較ができるメリットがある。櫻井通晴（2019）『前掲』同文館出版、pp.89-90.
 - 25) 具体的には、売上債権、棚卸資産、仕入債務、その他流動資産及び流動負債などが含まれる。デロイトトーマツ ナレッジ「運転資本とは」 <https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/mergers-and-acquisitions/articles/term-working-capital-20110629.html>. (2020年6月21日閲覧)
 - 26) 櫻井通晴（2019）『前掲』同文館出版、p.87.
 - 27) リスクフリーレートは、リスクのない債権の最終利回りを指し、実務では10年物国債の利回りを利用することが多い。また、 β 値（株式の市場感応度）は、個々の株価の変化と株式市場全体の変化の相関を示しており、 β 値が高いほど、その株式の市場感応度が高く、株価変動リスクも高いもの

と考えられる。山田コンサルティンググループ株式会社 経営ナレッジ「前掲」 https://www.ycg-advisory.jp/whats_ma/valuation/#private. (2020年6月21日閲覧)

- 28) Bloomberg マーケット日本国債・金利「国債利回り」日本国債20年利回りより引用。 <https://www.bloomberg.co.jp/markets/rates-bonds/government-bonds/japan>. (2020年6月21日閲覧)
- 29) 企業年金連合会「市場の収益率等」より、2020年4月から2020年5月までの期間収益率(11.46%)を、ヒストリカルデータ方式にて期待収益率に引用。 <https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/tokei01.html>. (2020年6月21日閲覧)
- 30) 日本経済新聞「 β (ベータ) 値高位ランキング」における銘柄(HOYA:証券コード7741)の β 値を同業他社の参考値として引用。 <https://www.nikkei.com/markets/ranking/page/?bd=betahigh&Gcode=31&hm=1>. (2020年6月21日閲覧)
- 31) 永久成長率については、様々な要因が関連し算定が困難なため、2020年5月の消費者物価指数を代替値として引用した。総務省統計局「2015年基準 消費者物価指数 全国 2020年(令和2年)5月分 (2020年6月19日公表)」 <https://www.stat.go.jp/data/cpi/sokuhou/tsuki/index-z.html>. (2020年6月21日閲覧)
- 32) ここでの事業用資産は余剰となった現預金であり、有利子負債は、短期及び長期借入金とする。
- 33) 東京海上日動リスクコンサルティング株式会社編(2018)『前掲』同文館出版, p.214.

【参考文献】

- 遠藤康紀(2019)「リスクファイナンス戦略における財務インパクト分析の意義」『立教ビジネスデザイン研究 No.16』立教大学大学院ビジネスデザイン研究科.
- 小栗崇資・谷江武士編著(2011)『内部留保の経営分析』学習の友社.
- 櫻井通晴(2019)『管理会計【第七版】』同文館出版. 東京海上日動リスクコンサルティング株式会社著(2015)『最新リスクマネジメントがよ〜く分かる本【第2版】』秀和システム.
- 東京海上日動リスクコンサルティング株式会社編(2018)『実践 事業継続マネジメント第4版』同文館出版.
- 野田健太郎著(2013)『事業継続計画による企業分析』中央経済社.
- 花岡幸子(2002)『経営分析ハンドブック』かんき

出版.

藤田浩一(2016)『地震デリバティブと自然災害リスク投資』文芸社.

【資料】

遠藤康紀(2019)「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」ビジネスクリエーター研究学会(2019年11月9日実施)報告資料.

【インターネット資料】

- 「ANA,5,000人に一時休業 労組に提案、減便対応ー新型コロナ」時事ドットコムニュース <https://www.jiji.com/jc/article?k=2020031901325&g=eco>. (2020年3月19日閲覧)
- 「運転資本とは」デロイトトーマツ ナレッジ <https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/mergers-and-acquisitions/articles/term-working-capital-20110629.html>. (2020年6月21日閲覧)
- 太田珠美(2018)「内部留保が増えるのは問題なのか?ー現預金残高ではなくROAや資本コストに与える影響に注目」大和総研グループコラム・レポート https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180220_012756.html. (2020年5月5日閲覧)
- 「企業価値評価における3つのアプローチとDCF法」経営ナレッジ 山田コンサルティンググループ株式会社 https://www.ycg-advisory.jp/whats_ma/valuation/#private. (2020年6月21日閲覧)
- 「国債利回り」日本国債20年利回りより引用。Bloomberg マーケット日本国債・金利 <https://www.bloomberg.co.jp/markets/rates-bonds/government-bonds/japan>. (2020年6月21日閲覧)
- 「市場の収益率等」企業年金連合会 <https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/tokei01.html>. (2020年6月21日閲覧)
- 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第11回)議事録」金融庁ホームページ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20171018.html>. (2020年5月4日閲覧)
- 竹中明洋「なぜ日本企業は内部留保を増加させるのか」President Online. <https://president.jp/articles/-/24451>. (2020年3月22日閲覧)
- 「2015年基準 消費者物価指数 全国 2020年(令和2年)5月分(2020年6月19日公表)」総務省統計局. <https://www.stat.go.jp/data/cpi/sokuhou/tsuki/index-z.html>. (2020年6月21日閲覧)

「東日本旅客鉄道株式会社 2015 年度（平成 27 年）
有価証券報告書」 [https://www.jreast.co.jp/investor/
securitiesreport/2015/pdf/securitiesreport.pdf](https://www.jreast.co.jp/investor/securitiesreport/2015/pdf/securitiesreport.pdf).
（2020 年 6 月 20 日閲覧）

「 β （ベータ）値高位ランキング」日本経済新聞
[https://www.nikkei.com/markets/ranking/
page/?bd=betahigh&Gcode=31&hm=1](https://www.nikkei.com/markets/ranking/page/?bd=betahigh&Gcode=31&hm=1)（2020
年 6 月 21 日閲覧）

「法人企業統計調査」財務省 財務総合政策研究所（平
成 20 年から平成 30 年まで）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h20.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h20.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h21.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h21.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h22.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h22.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h23.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h23.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h24.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h24.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h25.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h25.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h26.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h26.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h27.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h27.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h28.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h28.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h29.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h29.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）

[https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/
h30.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h30.pdf).（2020 年 6 月 29 日閲覧）