

<論文（経済学）>

日本企業における現預金の保有に関する一考察 — 近年の実証研究のサーベイ —

増 田 公 一

要旨

近年、日本企業の内部留保の積み増しが積極的に行われている。直近の財務省の法人企業統計によれば、金融業・保険業を除く全産業において、その額はおよそ463兆円にもぼる。一方、企業の現預金は約223兆円となっており、その金額は1998年から著しく増加傾向にある。2018年時点の日本の名目GDPが約548兆円であることを踏まえると、国内企業の内部留保や現預金の額がいかにも莫大なものであるかが分かる。

このように近年の日本企業の特徴の一つである現預金の保有行動の決定要因を明らかにしようと、国内外の研究者たちによって多くの実証研究がなされてきた。本稿では、それらの実証研究をサーベイして包括的に整理するとともに、今後の課題について言及する。

キーワード

企業行動 内部留保 現預金保有 予備的動機 エージェンシー・コスト

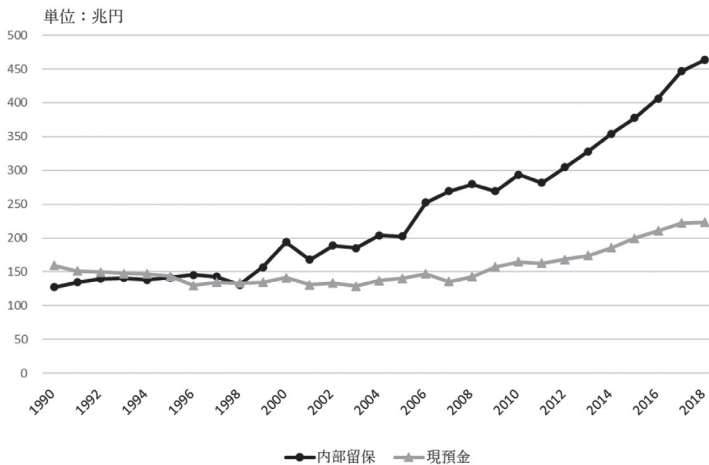
1. はじめに

1990年代前半のバブル崩壊による株価と地価が暴落し、日本経済は未曾有の大不況に陥ってしまった。それ以降長く続いたデフレ不況から2000年代に入ってようやく回復する兆しが見え始めたが、2008年のリーマンショックに端を発する世界金融危機によって、景気が再び急速に冷え込んでしまった。しかし、その後2年ほど経ってから再び回復基調に転じた。このように金融環境が目まぐるしく変化してきた中で、近年、日本企業による内部留保の積み増しが積極

的に行われている¹。また、それと同時に現預金も増加し続けている。

図1は、法人企業統計（財務総合政策研究所）を用いて、1990年以降の金融・保険業を除く全産業の内部留保と現預金の推移を示した年度データである。バブルが崩壊した1990年代前半から1998年までの内部留保と現預金は大きく変動することもなく、安定して推移しているように見受けられる。しかし、1999年あたりから内部留保が徐々に増加するようになり、2005年頃から、その金額はさらに大きく急速に拡大していき、2012年以降は毎年過去最高額を更新している。一方、現預金は内部留保と比べて急速に拡大に転じたような極端な動きはないが、それでも世界金融危機が起こった2008年頃から徐々に増加傾向にあることが分かる。なお、2018年時点の内部留保は約463兆円であり、現預金は約223兆円である²。図1が示すように、ここ20年の内部留保の増加は特に顕著であり、企業の財務状態が良好であることを意味している。

図1. 内部留保と現預金の推移

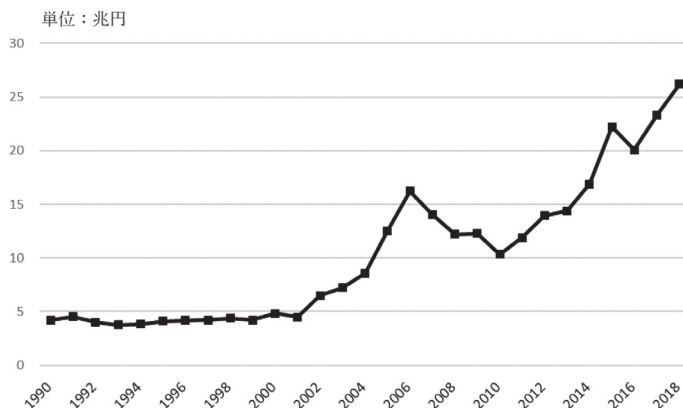


(出所) 財務総合政策研究所 (法人企業統計)

¹ 法人企業統計では、利益剰余金を内部留保として定義している。

² 内部留保（利益剰余金）が毎年過去最高額を更新する度に、「内部留保を賃金に充てる」

図2. 配当金の推移



(注) 配当金には中間配当も含まれている。

(出所) 財務総合政策研究所 (法人企業統計)

内部留保と関連している項目として配当金が挙げられる。図2は配当金の推移を年度ベースで示したものである。1990年代は内部留保が安定して推移したのと同様に、配当金もほとんど変動しなかったように見受けられる。しかし、2000年代に入り、景気の影響を受けて途中で大きく下がることもあったが概して増加傾向にある。内部留保の増加にともない配当金も拡大するのは、企業が株主のものであるという観点からすると当然の帰結であるが、利益を生まない現預金も同様に増加し続ける背景として、一体どのようなことが考えられるか。本稿では企業の現預金の保有行動について、国内外の研究者によって行われてきた実証研究の成果を包括的に整理して、今後の課題について言及する。

本論文の構成は以下のとおりである。まず第2節では企業の現預金の保有動

とか「内部留保を設備投資に回す」といった主張が繰り返されるが、これらは「内部留保＝現預金」という誤解に基づいた言説である。図1からも明らかなように、内部留保は現預金と同値ではない、バランスシートの純資産の部に計上される内部留保は利益の蓄積であって、それがどのような形態で資産として保有されているかは内部留保の金額からは特定できないのである。さらに言えば、賃金や設備投資の増加によって減少するのは、内部留保ではなく現預金である。

機に関する理論について概観し、第3節では実証分析に関する先行研究をサーベイする。第4節では、結びとして今後の研究課題について言及する。

2. 企業の現預金の保有動機に関する理論

低金利時代にあっては、現預金を保有し続けても利益を生まないばかりか機会費用が発生してしまうにも関わらず、なぜ企業は現預金を保有するのか。この問いに対して、先行研究で取り上げられてきた2つの重要な理論である「予備的動機」と「エージェンシー・コスト」の観点から議論する³。

2-1 予備的動機

Keynes (1936) によって提唱された貨幣需要に関する3つの動機の1つである予備的動機とは、外部資金調達コストの上昇により厳しい資金制約に直面した場合に備えて、現預金を保有するというものである。資産が潤沢でかつ、外部資金へのアクセスが比較的容易であるとされる大企業ではなく、外部資金へのアクセスが困難で常態的に資金制約に直面している中小・零細企業が、この理論に当てはまると考えられる。

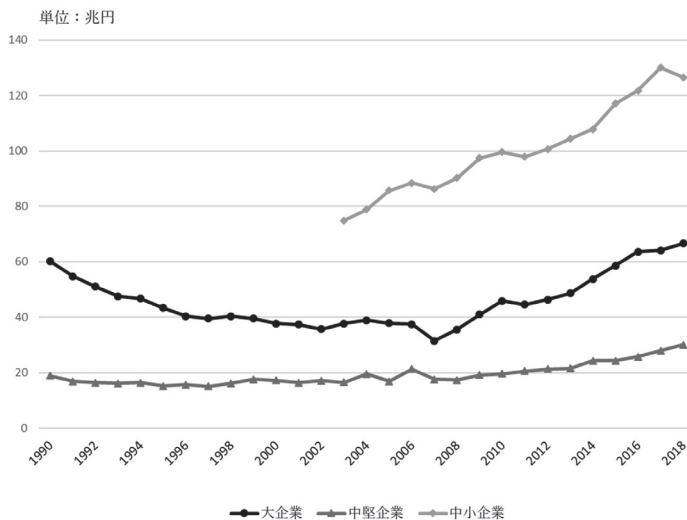
また、大型の長期に渡る投資プロジェクトを抱えている企業にとっては、急激な景気の悪化による外部資金調達コストの上昇によって、資金調達が突発的に困難になり投資資金がショートしてしまった場合に備えて、現預金を予備的に保有する動機があると考えられる。さらには、より優れた投資プロジェクトに備えるという、将来の投資機会への待機資金として現預金を保有することも想定される。

上述したように、予備的動機に基づいて現預金を保有するならば、企業規模

³ 中岡 (2015) は、企業の現預金保有の動機として、この他に近年注目されている節税動機について検証しているが、本稿で節税動機について触れなかったのは、この考えが多国籍企業のスキームに着目したもので、すべての企業に共通した要因ではないからである。

別の保有額に自ずとその特徴的な違いが現れると考えられる。この点を法人企業統計のデータを用いて確認する。図3は企業規模別に現預金の保有額の推移を年度ベースで示したものである⁴。

図3. 現預金の保有額の推移（企業規模別）



(注) 企業規模は資本金の大きさに応じて次のように定義している。

大企業：10億円以上，中堅企業：1億円以上10億円未満，中小企業：1億円未満。

(出所) 財務総合政策研究所（法人企業統計）

企業規模別の違いを見るために、資本金の大きさに応じて3つのグループに分類した⁵。3つのグループに共通してみられる特徴としては、2008年頃から現預金の積み増しが顕著に始まっていることである。

次に外部資金制約に常に直面しているとされる中小企業の現預金の推移を見てみると、その額は他の企業グループよりも大きく上回っている。特に2003年

⁴ 資本金1億円未満の企業グループについては、データ制約の関係上2003年以降のデータしか取得できなかった。

⁵ 2018年時点の各グループの企業数は、大企業が5,026社、中堅企業が24,961社、そして中小企業が2,785,724社となっている。

から現預金の保有額は既に70億円を超えており、その後、持続的に拡大していった。そして2018年においては、前年に比べて少し下がりはしたが、それでも約126億円という莫大な保有額となっている。大企業については1990年代前半から2000年代初めまで、現預金の保有額は減少傾向にあったが、やはり2008年頃から大きく拡大するようになった。しかも、それ以降はほぼ毎年過去最高額を更新し続けており、2018年時点の現預金は約67億円である。また、中堅企業に関しては、他の2つのグループよりも金額は低く、1990年から2018年にかけて緩やかに増加してきたことが分かる。このように大企業と中小企業に関しては、予備的動機が想定している理論的なシナリオとほぼ整合的である。

2-2 エージェンシー問題とエージェンシー・コスト

エージェンシー問題とは、依頼人（Principal）と代理人（Agent）の間に生じる利害の不一致のことであり、また依頼人の意向に逆らって代理人が非効率的な行動をとることで生じるのがエージェンシー・コストである。企業の株主（依頼人）と経営者（代理人）の関係は正にエージェンシー関係であり、所有と経営の分離の問題は、株主と経営者の間に起こる典型的なエージェンシー問題である。

例えば、株主の意向に沿う形で行動することが、必ずしも経営者にとって望ましいとは限らず、経営努力に見合うだけのインセンティブがないと、杜撰な経営をしてしまう可能性が大きくなってしまう。あるいは、少額の株式しか保有していない経営者であれば、株主としての便益を享受するよりも、経営者という立場に優位性を見出して私的な利得を追求するかもしれない。

Jensen（1986）は、このような所有と経営の分離の問題によって、経営者が自由に利用できる現金を保有するインセンティブが生じることを示した。つまり、経営者は配当として株主に還元せず、また有望な投資案件が無い場合は、積み上がった自由に利用できる現金をリターンのそれほど期待できない投資案件に費やしてしまうモラル・ハザードが起こってしまう可能性を指摘したので

ある。

情報の非対称性に起因する現預金の保有行動に関する、その他の理論としては、Myers and Majluf (1984) が考案したペッキング・オーダー理論がある。この理論によれば、企業は新規の投資プロジェクトに必要な資金の調達に際して、その資金調達手段の間には情報の非対称性の程度に応じた一種の序列が存在する。まず情報の非対称性が存在しない内部資金（キャッシュ・フロー）、次に情報の非対称性が軽度な銀行借入や社債の発行、そして株式の発行による資金調達である。加賀林（2004）は、1990年代以降においても依然として日本企業の資金調達手段に占める銀行借入の割合が高いと報告している。しかし、福元（2017）は、近年外部資金調達の依存度が低下し、投資の資金調達を内部資金で賄う企業の割合が長期的に上昇していると報告している。

3. 日本企業の現預金保有行動に関する先行研究

企業の現預金保有行動の要因について検証した実証研究は、これまでに数多く蓄積されてきた。ここでは、代表的な先行研究を挙げて、その主要な結果を整理する。

Pinkowitz and Williamson (2001) は、日本企業の現預金保有行動に関する実証分析の嚆矢である。彼らは1974年から1995年までの日本の財務データを用いて、日本企業の現預金の保有比率がアメリカとドイツに比べて高いことを示した上で、その要因が銀行の企業に対する独占力の強さにあったと結論づけている。

堀・安藤・齊藤（2010）は、日本の上場企業を対象にパネル・データを用いて、1980年代から2000年代前半にかけて企業の流動性資産（現預金）の保有行動の決定要因がどのように変化してきたのか検証している。彼らの分析によれば、1990年代においては、成長性の高い企業が現預金を保有する傾向が認められたが、2000年代の金融緩和期に入ると、そのような関係性が見受けられなくなった。また、製造業、非製造業ともに、1990年代半ばまでは、企業規模に応

じて流動性資産を保有する傾向があり、積み増した現預金を設備投資の原資としてきた。さらに製造業の銀行借入と企業間信用は、現預金と強い代替関係にあったが、メインバンクを通じた信用供与が現預金保有に代替するのは1980年代前半までであり、その後は、土地を担保にした借入との代替関係も認められた。

金融危機が起こった1990年代後半になると、現預金の保有額は企業規模と比べて縮小する傾向にあった。つまり彼らは、金融危機で資金調達が困難となった企業は、内部資金として積み上げた現預金を設備投資の主要な資金源として利用した可能性を指摘しているのである。その一方で、ゼロ金利政策や量的金融緩和政策が施行された2000年代前半の金融緩和期においては、製造業、非製造業のどちらにおいても、代替的な資金調達手段の中で現預金が設備投資の資金源としての役割が低下したと報告している。

品田・安藤（2013）は、日本の上場企業を対象に1980年から2010年までのデータを用いて、パネル・データ分析を行った。企業が現金を保有する要因を特定するために、次の6つの仮説を検証した。

- ① より多くのキャッシュフローを獲得するほど現金を多く保有する。
- ② レバレッジが高い（負債が大きい）企業ほどより多くの現金を保有する。
- ③ 負債に係る支払いが大きいほど多くの現金を保有する。
- ④ 信用度が低い企業ほど多くの現金を保有する。
- ⑤ 資金調達環境が厳しいほど多くの現金を保有する。
- ⑥ キャッシュフローの変動が大きいほど、企業は多くの現金を保有する。

上記の仮説のうち、統計的に有意に支持されたのは⑥である。この結果から品田・安藤（2013）は、ここ最近の現預金の積み上がりの要因が、キャッシュフローの変動に関する不確実性の増大にあると主張している。

中村（2017）は、1996年から2015年までの法人企業統計年報の調査票データを利用して、企業規模別に資金余剰（貯蓄超過）、現金保有、そして投資行動の決定要因を検証した。貯蓄超過関数と現金保有関数の推定結果より、資金余

剰と現金保有の要因として、中小・零細企業の資金制約が影響したこと、そして一括的投資行動を控えたことが報告された。

しかし、現預金の積み増しや債務返済のために貯蓄を増やしたという仮説は支持されなかったとされる。但し、世界金融危機後に流動性の確保を優先する傾向が見られたこと、そして規模の小さい企業ほど現預金を増加させる向きがあることを主張している。

福田（2017）は、日本企業による現預金の保有動機を明らかにするために、まず法人企業統計調査の1996年から2015年までの産業別データを使って分析した。さらに、日本の代表的な企業7社を対象にイベントスタディーを行った。

分析の結果、日本企業が保有する現預金の保有額が大きく増加している背景として、資金制約にある中堅・中小企業の予備的動機の影響が考えられるとする一方、大企業が現預金を保有する動機は様々ある中で、新たな投資機会に向けた資金源として現預金を増加させた企業もあることを明らかにした。

奥・高橋・渡部（2018）は、これまで見てきた先行研究とは視点が異なる。彼らは、世界金融危機以降、日本企業が現預金を積み増している理由は、将来の資金制約に備えた予備的動機にあると、先行研究や財務省財務局のヒアリング調査から明らかにしている。

その上で、ROE（自己資本利益率）が低いまま現預金が増加している状況は、市場関係者から見れば有効に活用できていないと判断されているため、積み上がっている現預金は、その価値が市場から割引かれて評価されていると指摘している。

そこで彼らは、保有する現預金を利用した企業価値を高める手段として、人への投資、事業への投資、さらに余剰資金を株主に還元することで企業価値が上昇すると考え、他企業の株式取得や自社株買いを行った企業の株価上昇率を分析した結果、「資本効率に改善の余地がある企業」は、「それ以外の企業」と比べて株価上昇率が高いことを示した。

また、「資本効率に改善の余地がある企業」が、ネットキャッシュを使って

自社株買いを行った場合の試算を行った結果、ROEが1.3%ポイント改善することを明らかにした。これらの結果から奥・高橋・渡部（2018）は、現預金をただ積み増しするだけでなく、市場からの評価も考慮に入れて、積み上がった現預金を効果的に活用することが企業に求められると主張している。

4. 結び

近年、内部留保が大きく拡大して続けているのと同様に、企業の現預金の保有額も顕著に増加している。2018年時点の内部留保は約463兆円であり、現預金は223兆円である。本稿では、このように企業が現預金を保有する決定要因がどこにあるのか、この点について、代表的な実証分析の先行研究を概観した。

企業が現預金を保有する理論的なシナリオとしては、予備的動機とエージェンシー・コストの2点があげられる。さらにこの2点に関して共通しているのは、情報の非対称性の存在によって、結果的に企業が現預金を保有するということである。つまり、資金制約が緩く外部資金が調達しやすい資産が潤沢な大企業よりも、厳しい資金制約に常態的に直面していて、外部資金の調達コストが高いために所望する資金が得られにくい小企業の方が、現預金を多く積み増しすることになる。この点については、図3の企業規模別の現預金保有額の推移で確認したとおりである。

そして企業が現預金を保有する主要な要因として挙げているのが、将来に対する不確実性に備えて現預金を保有するという予備的動機である。しかし、リーマンショックによって生じた世界金融危機以降、企業の収益は大きく改善しているのにも関わらず、集計的に捉えた内部留保の約半分の水準を現預金として保有する要因が、予備的動機だけで説明できるとは考えにくい。様々な動機によって企業は現預金を保有するので、既存の理論では説明できない部分があり、潜在的な要因が先行研究で採用された推定モデルでは捉えきれていない可能性もある。今後は、理論だけでなく推定方法も視野に入れた研究の蓄積によって、企業が現預金を保有する新たな動機や要因が明らかになるかもしれない。

参考文献

- 奥愛・高橋秀行・渡部恵吾（2018）「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」PRI Discussion Paper Series, No.18A-05, 財務総合政策研究所。
- 加賀林陽介（2004）「企業の資金調達動向－銀行借入と代替的な資金調達手段について－」日本政策投資銀行『調査』第65号。
- 品田直樹・安藤浩一（2013）「日本企業の現預金保有の推移とその要因」、『証券アナリストジャーナル』第51巻第6号, pp. 6-16.
- 中岡孝剛（2015）「海外事業活動が現金保有水準に及ぼす影響－我が国上場企業における定量分析－」、『商経学叢』第62巻第1号, pp. 95-112.
- 中村純一（2017）「日本企業の資金余剰とキャッシュフロー用途－法人企業統計調査票データに基づく規模別分析－」,財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第132号, pp. 27-55.
- 福田慎一（2017）「企業の資金余剰と現預金の保有行動」,財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第132号, pp. 3-26.
- 福元渉（2017）「日本企業の投資と資金調達動向」,財務総合政策研究所「ファイナンス」69, pp. 76-82.
- 堀敬一・安藤浩一・齊藤誠（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用いたパネル分析－」,『現代ファイナンス』No.27, pp. 3-24.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan and Co. Limited.
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.
- Pinkowitz, L., Williamson, R. (2001), "Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan," *Review of Financial Studies*, 14(4), pp. 1059-1082.

（ますだ こういち 本学専任講師）