

企業の資金余剰と現預金の保有行動^{*1}

福田 慎一^{*2}

要 約

近年日本企業の資金余剰が拡大すると同時に、保有する現預金の金額が拡大している。法人部門の資金余剰は、収益の回復を背景に、日本企業の財務の健全性が高まったことの裏返しでもある。ただ、余剰資金の多くは利子率がゼロに近い預金（特に流動性預金）で保有されているケースがほとんどで、日本企業の自己資本利益率（ROE）の低迷の原因ともなっているという指摘もある。そこで、本稿では、企業の保有する現預金がいかなる要因によって増加しているかを考察し、近年の日本企業にとって望まれるコーポレートガバナンスのあり方を検討する。分析ではまず関連の先行研究を概観したのち、3期間モデルを用いて企業が流動性の高い資産を保有するメカニズムを理論的に整理する。そのうえで、近年の日本における企業の現預金の保有動機を産業別データだけでなく、個別企業のケーススタディーを通じて考察する。分析の結果、近年日本企業が保有する現預金残高が大きく増大している背景には、借り入れ制約に直面する中堅中小企業ではいざという時のために現預金を保有するという予備的動機の影響が少なくない一方で、大企業では、国内市場でさまざまな投資機会に潜在的には直面する反面、それを結果的には実現できなかったことがあることを指摘する。ただし、大企業が現預金を保有する動機はさまざまで、優良企業のなかには、きわめて低利で長期的な資金を調達することで、新たな投資機会に向けた成長資金として現預金の残高を増加させた企業もあることを明らかにする。

キーワード：資金余剰，企業の現預金，コーポレートガバナンス

JEL Classification：G32, G34

I. はじめに

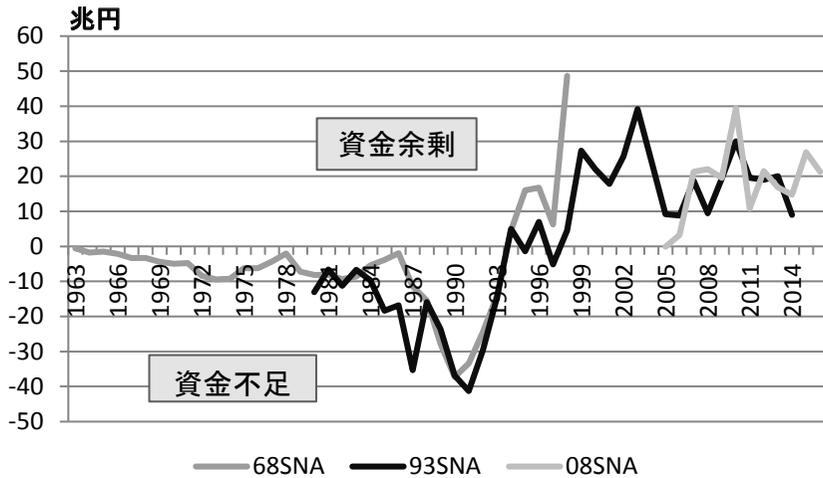
近年日本企業の資金余剰が拡大すると同時に、保有する現預金の金額が拡大している。手元資金が有利子負債を上回る実質無借金の企業

数は、上場企業を中心に大幅に増加しており、従来は資金不足であった法人部門が資金余剰となっている。図1は、『資金循環統計』（日銀）

*1 本稿をまとめるにあたっては、財務省・財務総合政策研究所における『フィナンシャル・レビュー』論文検討会議の参加者から有益なコメントを頂いた。

*2 東京大学大学院経済学研究科教授

図1 民間非金融法人の資金過不足（フロー）の推移



(注) プラスが資金余剰、マイナスが資金不足を表す。
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」。

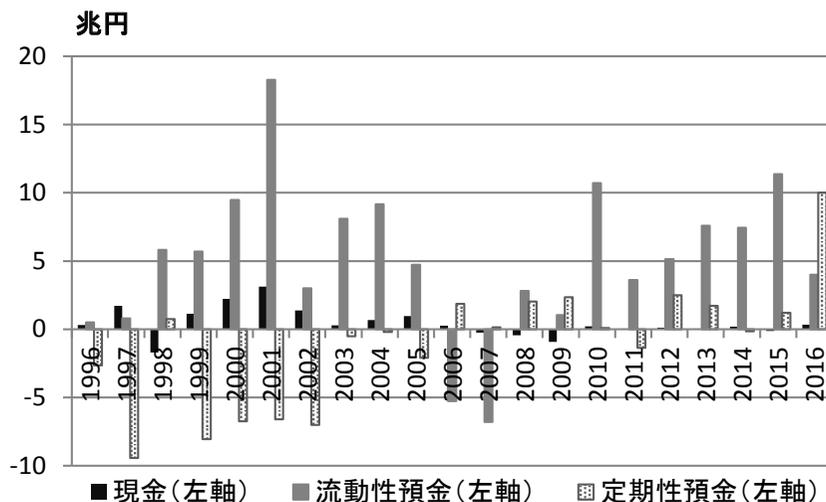
を使って、1963年以降の民間非金融法人の資金過不足（フロー・ベース）の推移を年度ベースで示したものである。各時期とも、民間非金融法人の資金過不足には景気変動に伴う一定のアップダウンがみられる。しかし、時間を通じた流れをみると、1990年代初頭まで慢性的な資金不足（マイナス）にあった日本企業が、1990年代半ば以降、慢性的な資金余剰（プラス）に転じたことが読み取れる。特に、2000年代になって日本企業の資金余剰は拡大し、年によっては20兆円を超えることもあった。このような資金余剰の企業は、最近では、大企業だけでなく、中堅・中小企業でも増えていることが知られている。

慢性的な企業の資金余剰は、結果的に日本企業が保有する現預金の増加につながっている。たとえば、図2は、『資金循環統計』（日銀）を使って、1996年以降、民間非金融法人の保有する現金、流動性預金、および定期性預金がどのように増減したのかを、フロー・ベース（プラスが増加、マイナスが減少）で年度ごとに示したものである。図が示すように、資金余剰の下でも、日本企業が保有する現金や定期性預金は、2016年の定期性預金の増加を例外とすれ

ば、ほとんど増加していない。その一方で、日本企業が保有する流動性預金は、年によっては大きく増加したことが読み取れる。なかでも、2001年度、2010年度、2015年度には10兆円超の流動性預金が日本企業の内部に新たに積みあがっている。

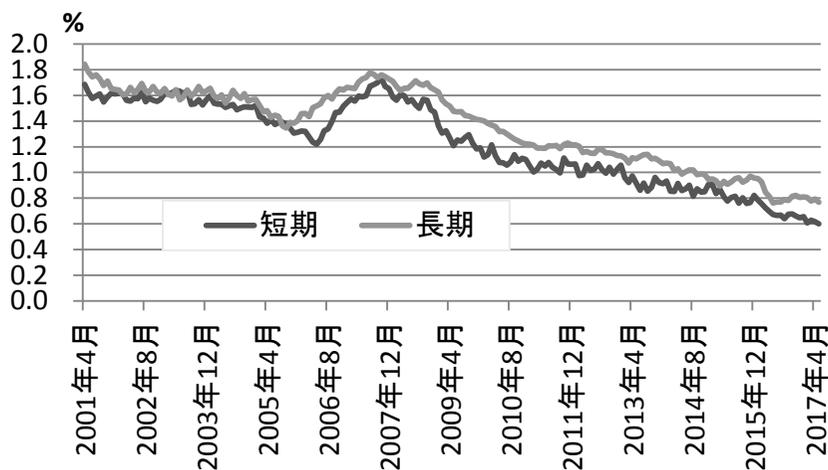
法人部門の資金余剰は、収益の回復を背景に、日本企業の財務の健全性が高まったことの裏返しでもある。ただ、余剰資金の多くは利率がゼロに近い預金（特に流動性預金）で保有されているケースがほとんどで、日本企業の自己資本利益率（ROE）の低迷の原因ともなっているという指摘もある。2014年8月に公表された経済産業省（2014）の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの「最終報告書（伊藤レポート）」では、日本企業のROEは世界の平均像に比べて低く、これが企業評価の高まらない原因とし、「日本企業は最低限8%を上回るROEをコミットすべき」との提言が行われた。個々の企業の事情を鑑みればROEが企業評価基準のすべてではないものの、豊富な手元資金を有効活用し、その収益力を高めていくことの必要性を求める声は少なくない。

図2 民間非金融法人の現金・預金（フロー）の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」。

図3 国内銀行の貸出金利（新規貸出約定平均金利）の推移



(注) 加重平均をとってスムージングを行っている。

(出所) 日本銀行。

2012年12月に第2次安倍政権が誕生して以後、さまざまなマクロ経済指標が改善するなかで、貸出残高に少しずつ回復する兆しが無いわけではない。ただ、その回復のスピードは遅く、同時期、預金が増えたことで、貸出率（銀行の預金に対する貸出しの比率）はむしろ下落傾向にある。より大きな問題は、貸

出金利が足元でも減少を続けていることである。たとえば、図3は、日銀の統計にもとづいて、国内銀行の新規貸出約定平均金利の推移を、短期（1年未満）と長期（1年超）の両方に関して示したものである。図から、2000年代前半には1.6%を超えていた貸出金利は、リーマンショック以降、短期と長期いずれも下落を

続け、短期に続いて長期も1%を割り込んでしまった。預金金利がほぼゼロに近いとはいえ、貸出金利が低下すれば、それだけ銀行の貸出利鞘は減少する。したがって、貸出金利が1%を割り込めば、銀行は新たな貸出を行ってもほとんど利益が上げられないことになる。

このように貸出金利が低迷する理由としては、日銀による超低金利政策が続いていることに加えて、企業の借入れ需要がきわめて弱いが挙げられる。そして、その背景には企業の資金余剰がこのところ拡大の一途を辿っていることが挙げられる。企業が資金余剰である限り、借入れ需要は高まらない。そこで、本研究では、企業の保有する現預金がいかなる要因によって増加しているかを考察し、近年の日本企業にとって望まれるコーポレートガバナンスのあり方を検討する。

次章でまず関連の先行研究を概観したのち、

Ⅲ章では3期間モデルを用いて企業が流動性の高い資産を保有するメカニズムを理論的に整理する。そのうえで、近年の日本における企業の現預金の保有動機をⅣ章では産業別データを使って、またⅤ章では個別企業のケーススタディーを通じて考察する。分析の結果、近年日本企業が保有する現預金残高が大きく増大している背景には、借入れ制約に直面する中堅中小企業ではいざという時のために現預金を保有するという予備的動機の影響が少なくない一方で、大企業では、国内市場でさまざまな投資機会に潜在的には直面する反面、それを結果的には実現できなかったことがあることを指摘する。ただし、大企業が現預金を保有する動機はさまざまで、優良企業のなかには、きわめて低利で長期的な資金を調達することで、新たな投資機会に向けた成長資金として現預金の残高を増加させた企業もあることを明らかにする。

Ⅱ．関連の先行研究

企業の資金余剰が増加し、保有する現預金が大幅に増加するという傾向は、日本だけでなく近年多くの先進主要国で観察されている¹⁾。たとえば、Bates, Kahle, and Stulz (2009) は、米国企業で、1980年代初頭から2000年代半ばにかけて、現預金保有比率が2倍以上に増加し、総資産の約25%に達したことを、またFerreira and Vilela (2004) は、大陸欧州諸国の企業で、2000年代初頭、総資産の約15%が現預金など流動性の高い資産であったことをそれぞれ示した。また、Brufman, Martinez, and Artica (2013) は、1997-2011年のドイツ、フランス、イタリア、日本、および英国の上場企業（製造業）

5000社の動向を分析し、設備投資の減少と企業貯蓄の増加傾向が共通してみられることを明らかにした。さらに、Gruber and Kamin (2015) は、主要国で企業が現預金を保有する傾向が、2007-2009年の世界同時不況後により顕著になったとし、その傾向はアップル、マイクロソフト、グーグルなど新興IT企業でとりわけ明白であったことを指摘している。

これまでの研究では、企業が保有する現預金を増加させる理由を、大きく分けて2つの観点から論じている。第1の観点は、「予備的動機」としての現預金保有に注目するものである。そこで重要となる点は、企業が実行可能な外部か

1) 日本銀行調査統計局（2016）の図表4における資金循環表の日米欧比較では、2000年代における民間非金融法人企業の資金余剰の対GDP比は、日本だけが大幅なプラスとなっている。ただ、林（1992）らが指摘したように、日本企業の粗貯蓄は資本減耗が多いことで高くなる傾向がある。この点を考慮すると、純貯蓄で見た場合、日本の民間非金融法人企業だけが突出して資金余剰が多いかは慎重に判断する必要があるかもしれない。

らの借り入れには制約があり、有望な投資を行うチャンスが生まれた時でもそれに必要な資金を十分に調達できないことが多いことである。このため、将来的に有望な投資機会が生まれる可能性が高い企業は、流動性の高い資産として現預金を予備的に保有するインセンティブが生まれる。確かに、現預金の保有は、収益性が他の資産よりも低いという点ではコスト（機会費用）を伴うものである。しかし、流動性の高い現預金を保有していない場合、大きな利益をもたらす投資機会に恵まれた時でも、それを実行に移せない可能性がある。このため、将来的に有望な投資機会を逃したくないと考える企業は、収益率が低くても流動性の高い現預金を予備的に保有することになる。

多くの実証研究でも、企業が「予備的動機」として現預金を保有していることが指摘されている。たとえば、Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson (1999) は、1970年代から90年代の米国企業を分析した結果、現預金の保有比率は、成長機会やリスクが高まれば増加する一方で、外部からの資金調達が容易になれば減少するとし、予備的動機の重要性を指摘している。Kim, Mauer, and Sherman (1998) も、現預金を保有することの機会費用（リターンが低いことのコスト）が借入コスト（借り入れ増加に伴うコスト）とトレードオフの関係にあることに注目することで、同様の分析結果を米国企業のデータを使って示している。Almeida, Campello, and Weisbach (2004) は、借り入れ制約が存在する企業でのみ、今期のキャッシュフローの増加が現預金の保有比率の増加につながっていたことを明らかにしている。借り入れ制約と成長機会が同時に存在することが、企業が予備的動機にもとづいて現預金を保有する1つの重要な要因であることは、今日、多くの研究者の間でコンセンサスがあるといえる。

一方、第2の観点は、「エージェンシー・コスト」に伴う現預金の保有に焦点を当てるものである。ここでエージェンシー・コストとは、委託者である株主など企業のステークホル

ダー（利害関係者）が代理人である経営者の行動を詳細に監視できなかつたり、その行動の結果をきちんと評価・判断できなかつたりした場合に生ずるコストである。エージェンシー・コストが存在する場合、仮に企業価値を低めるものであったとしても、経営者は余剰資金を配当で株主に還元せず、自らの裁量や利益を高めるために現預金を保有するインセンティブが生まれる。

所有と経営の分離が進む株式会社において、経営者が株主の利益を犠牲にして自らの個人的な利益を追求する可能性があることは、Jensen and Meckling (1976) の先駆的な研究以降しばしば議論されてきた。特に、この考え方が正しい場合、外部からの規律が働きにくい現預金の保有は、個人的な利益を追求する経営者による非効率的な投資につながる可能性があることが、「フリーキャッシュフロー仮説」として指摘されてきた。

従来の実証研究でも、Dittmar, Marth-Smith, and Servaes (2003) が、このような観点から1998年時点の45か国11000社のデータを用いて国際比較を行い、株主の権利が保護されていない国ほど、企業の現預金保有比率が高くなる傾向にあることを明らかにしている。Kalcheva, and Lins (2007) も、31か国5000社のデータを使い、経営者のグループやその家族による会社のコントロールが強ければ強いほど、現預金の比率が高くなる傾向にあることを示している。

もっとも、米国企業を対象とした実証分析では、株主の権利が保護されていない企業で現預金保有比率が高くなるという傾向は示されていない（たとえば、Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson (1999)）。むしろ、Dittmar and Mahrt-Smith (2007) は、米国の製造業1952社のデータを使い、企業買収など経営者の外部規律からの遮断（entrenchment）が少ない企業（すなわち、ガバナンスが働いている企業）ほど現預金保有の価値が大きいことを示している。Harford, Mansi, and Maxwell (2008) は、仮に経営者が個人的な利益を追求する場合で

も、現預金として保有せず、すぐに私的な目的のために使用する可能性がある」と指摘し、そのうえで、米国では株主の権利が強い企業ほど現預金を保有し、企業買収などに積極的に利用していることを明らかにした。エージェンシー・コストの存在が、企業の現預金保有を増大させるかどうかは、これまでの研究では必ずしもコンセンサスがなないといえる。

主要国の企業を比較した場合、日本企業の現預金保有比率はかつて高い傾向にあった。Pinkowitz and Williamson (2001) は、日本では銀行の独占力が強かったことが、借り手企業の現預金保有を高めた要因であったと主張している。また、Luo and Hachiya (2005) は、株主の権利が保護されていない日本企業ほど、現預金保有比率が高くなるという傾向を示している

(それ以外に近年の研究には、堀・安藤・齊藤 [2010], 品田・安藤 [2013], 佐々木ほか [2016] などがある)。もっとも、近年では他の主要国で企業の現預金保有が大幅に増加した結果、日本企業の現預金保有比率は国際比較を行った際に必ずしも際立って高いものでなくなっている。Kato, Li, and Skinner (2017) は、近年コーポレートガバナンスが強化された企業で、現預金保有が減少し、配当性向が増加する傾向があり、それがパフォーマンスの改善につながっていることを指摘している。ただ、I章で概観したように、金額ベースでは、日本企業の現預金保有は平均すると2000年代になっても大幅な増加を続けていることは事実である。このため、日本企業の現預金保有の決定要因はより幅広い観点から考察することが望まれる。

Ⅲ. 3期間モデル

Ⅲ-1. モデルの概要

具体的なデータにもとづいて日本企業の現預金保有動機を議論する前に、本章では企業が流動性の高い資産を保有するメカニズムを理論的に整理する。そのため、以下では、図4で示されるような0期、1期、2期からなる3期間モデルを考える。

0期の初めに十分に大きい一定の資金 X_0 を保有する企業(株式会社)は、(1)式で表されるように、それを配当 D_0 で株主に還元するか、投資 I_0 を行うか、流動資金 L_0 で保有するかの選択を行う²⁾。

$$X_0 = D_0 + I_0 + L_0. \quad (1)$$

流動資金 L_0 を0期から1期まで保有した場合、それは何らの利子も生み出さないが、1期

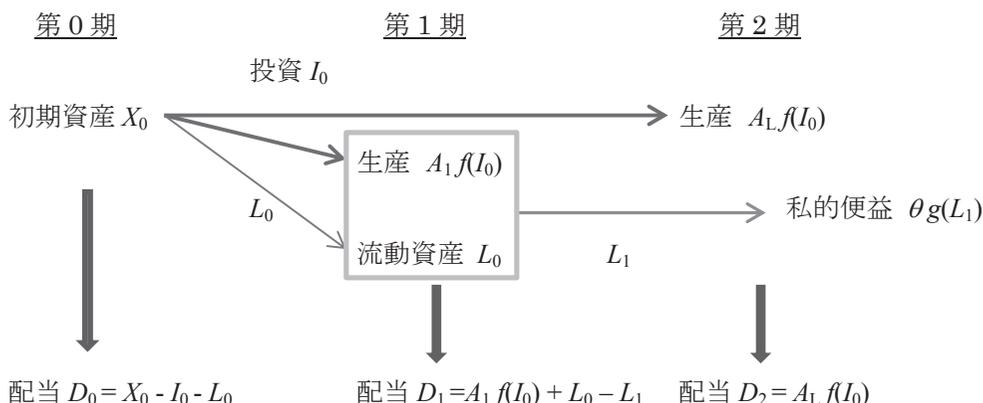
の初めに同額の資金 L_0 が利用可能である。一方、0期に投資 I_0 を行った場合、それは1期だけでなく、2期に成果(=生産)を実現する。1期に実現する投資の成果 $A_1 f(I_0)$ は、0期に既に判明している。しかし、2期に実現する投資の成果は、0期には不確定で、その生産性 A が高いか低いかは1期になって初めて判明するものとする。

1期に2期の生産性が十分に低い(すなわち、 $A = A_L$)と判明した場合には、借入は行われず1期に保有する手持ち資金(1期の生産と流動資金)の大半を配当 D_1 として株主に還元し、2期の生産は0期の投資 I_0 のみに依存して $A_L f(I_0)$ を実現する。一方、2期の生産性が十分に高いこと(すなわち、 $A = A_H$)が判明した場合、企業は1期の生産、流動資金、および新

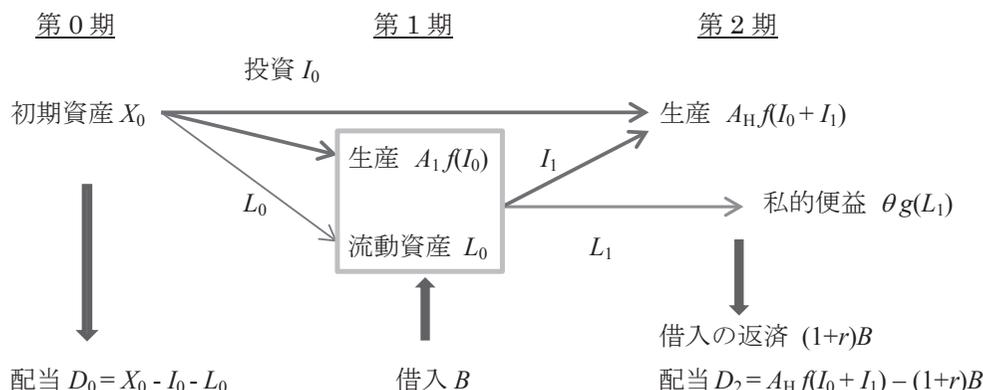
2) 0期首に企業が保有する自己資金が大きくなっても、0期に十分な借入れを行うことができれば、 X_0 は大きくないので、以下の結果は本質的には変わらない。

図4 3期間モデルの概要

(1) 第1期に第2期が「不況」と判明したケース



(2) 第1期に第2期が「好況」と判明したケース



規借入を使って追加投資 I_1 を実施し、その結果、2期に $A_H f(I_0 + I_1)$ の生産を実現する。ただし、いずれの場合も、企業の経営者は、流動資金の一部 L_1 を2期に持ち越して個人的な利益のために使うことによって、2期に $\theta g(L_1)$ だけの個人的な便益を得ることができる（ここで、 θ は経営者個人の便益の大きさを表すパラメータ）。

以下では、議論を簡単化するため、1期になって判明する2期の生産性は、十分に低い場合（以下では「不況」とよぶ）か、十分に高い場合（以下では「好況」とよぶ）のどちらかであるものとする。このとき、1期に2期が「不況」であることが判明した場合には、図4(1)で示されているように、1期に借入 B や追加投資 I_1 は一切行われず（すなわち、 $B = I_1 = 0$ ）

1期に実現した投資の成果 $A_1 f(I_0)$ および0期から持ち越した流動資金 L_0 は、経営者の個人的な利益のために使われる L_1 を除き、以下のように株主に配当される。

$$D_1 = A_1 f(I_0) + L_0 - L_1 \quad (2)$$

ただし、0期の投資 I_0 は不可逆的で、1期に取りやめることができない。このため、追加投資が行われない場合でも、0期の投資 I_0 は2期に成果を実現する結果、2期には、0期の投資 I_0 によって実現した生産 $A_1 f(I_0)$ が株主に D_2 として配当されると同時に、経営者は一部持ち越した流動資金から $\theta g(L_1)$ だけの個人的な便益を得る。

一方、1期に2期が「好況」であることが判

明した場合には、1期に株主への配当は行われない（すなわち、 $D_1 = 0$ ）。その代わりに、1期に実現した生産 $A_1 f(I_0)$ 、新規借入 B 、および流動性資金 $(L_0 - L_1)$ を使って、1期に追加投資 I_1 が以下のように行われる（図4(2)）。

$$I_1 = A_1 f(I_0) + B + L_0 - L_1. \quad (3)$$

追加投資 I_1 の結果、2期には実現した生産から借入の返済を除いた $A_H f(I_0 + I_1) - (1+r)B$ が株主に D_2 として配当される。またそれと同時に、経営者は $\theta g(L_1)$ だけの個人的な便益を得る。

Ⅲ-2. 企業の最大化問題

以上のようなモデル設定の下で、リスク中立的である企業の経営者は、以下のような3期間を通じた配当と私的利益の割引現在価値の期待値を最大化する。

$$\text{Max } D_0 + E_0 \left[\frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2 + \theta g(L_1)}{(1+r)^2} \right] \quad (4)$$

ここで、 r は安全資産の利子率（リスク・フリー・レート）。また、 E_0 は、0期における情報に基づく条件付き期待値のオペレータである。

ただし、1期に行われる企業の新規借入 B には制約があり、1期の段階で2期が「好況」であることが判明した場合でも、企業は借りたいただけ借りることはできない。以下では、1期の新規借入の上限が \bar{B} であり、 B は以下の制約式を満たさなければならないとする。

$$B \leq \bar{B}. \quad (5)$$

また、分析を簡単にするため、1期に判明する2期の生産性 A は、0期の段階では確率 p で「好況」の値（すなわち、 $A = A_H$ ）をとる一方、確率 $1-p$ で「不況」の値（すなわち、 $A = A_L$ ）をとると予想されているものとする（ここで、 $A_L < A_1 < A_H$ ）。このとき、関数 f および g がそれぞれ準凹の増加関数であるとすると、企業の経営者が解く問題は、以下の式を I_0 、 L_0 、および L_1 に関して最大化する問題となる。

$$(X_0 - I_0 - L_0) + p \left[\frac{A_H f(I_0 + A_1 f(I_0) + \bar{B} + L_0 - L_1) - (1+r)\bar{B}}{(1+r)^2} \right]$$

$$+ (1-p) \left[\frac{A_1 f(I_0) + L_0 - L_1}{1+r} + \frac{A_L f(I_0)}{(1+r)^2} \right] + \frac{\theta g(L_1)}{(1+r)^2}. \quad (6)$$

この最大化問題の解は、内点解を仮定すると、一階の条件から、以下ようになる。

$$f'(L_0 + \bar{B} + I_0 + A_1 f(I_0) - L_1) = \frac{(r+p)(1+r)}{pA_H} \quad (7)$$

$$f'(I_0) = \frac{(1-p)(1+r)}{A_1(1+r)^2 + (1-p)A_L} \quad (8)$$

$$g'(L_1) = (1+r)^2 / \theta \quad (9)$$

上の3つの式は、企業が期首時点で流動資金をどのような理由で保有するかを理解する上で有益である。まず、(7)式は、 I_0 および L_1 を所与として、 L_0 を決定する。一方は、(8)式および(9)式は、 L_0 に影響を与える I_0 および L_1 をそれぞれ決定する。

(7)式から決定される L_0 は、 \bar{B} の減少関数である一方で、 A_H の増加関数である。また、 I_0 および L_1 は、 \bar{B} や A_H の値には依存しない。このことから、以下の性質が成立する。

性質1：期首の流動資金 L_0 は、次期に直面する可能性のある借入制約が大きい（すなわち、 \bar{B} が小さい）ほど多くなると同時に、2期後に起こり得る投資機会の生産性が高い（すなわち、 A_H が大きい）と予想されればされるほど多くなる。

もっとも、将来の生産性に関する見通しが高くなれば、期首の流動資金 L_0 が常に増加するとは限らないことには注意が必要である。実際、2期後の生産性 A_H ではなく、1期後の生産性 A_1 の値が高い場合には、期首の流動資金 L_0 は逆に減少する。これは、(8)式から I_0 が A_1 の増加関数で、(7)式から I_0 が増加すれば L_0 は減少することから示すことができる。このことは、長期的に生産性の高い投資機会が存在することは流動資金の需要を増加させる一方で、短期的に高い生産性が見込まれることは逆に流動資金を減少させることを意味する。このため、以下の性質が成立する。

性質2：長期的に有益な投資機会の存在はそれを逃さないために手元資金を確保する必要性を高める。しかし、当面の高い生産性はその利益から投資機会の資金を賄えるため逆に手元資金の重要性を低下させる。

加えて、長期的な投資機会の生産性が流動資産に与える影響に関しては、平均が一定でも、その不確実性が増大した場合に期首の流動資金 L_0 を増加させる効果がある。たとえば、 pA_H と $(1-p)A_L$ が一定のとき、2期の生産性の平均値 $pA_H+(1-p)A_L$ は一定である。このとき、 p の下落は2期の生産性の平均を一定として分散を上昇させるミーン・プリザービング・スプレッド (mean-preserving spread) の効果がある。また、 pA_H と $(1-p)A_L$ が一定のとき、不確実性を高める p の下落は、(7)式における L_0 に対する直接効果だけでなく、(8)式における I_0 の減少を通じた間接効果によっても L_0 を増加させることを示すことができる。したがって、 pA_H と $(1-p)A_L$ が一定のときの不確実性の増大は、手元資金を確保する必要性を高めることがわかる。これは、長期的な不確実性の増大は、0期に行う投資 I_0

と1期に行う投資 I_1 のいずれも減少させることから生まれる効果である。

また、安全資産の利子率（リスク・フリー・レート） r の下落は、直接効果と間接効果いずれも期首の流動資金 L_0 を増加させる効果がある。直接効果は、(7)式から I_0 や L_1 を所与として、 L_0 が r の減少関数となることから示すことができる。間接効果は、(8)式から I_0 が r の増加関数、(9)式から L_1 が r の減少関数、かつ(7)式から L_0 が I_0 の減少関数で L_1 の増加関数であることから示すことができる。この結果は、安全資産の利子率が下落すると流動資金を保有することの機会費用が減少することを反映したものである。

なお、 L_0 は L_1 の増加関数である一方で、 L_1 は θ の増加関数である。このため、 L_0 は θ の増加関数であることも確認することができる。 θ は第2期に経営者が個人的に得る利益の大きさを表すもので、将来のエージェンシー・コストの代理変数と考えることができる。このことは、将来、経営者が私的利益のために現預金を使うインセンティブが高ければ高いほど、現在の流動資産が増加することを示している³⁾。

IV. 「法人企業統計調査」にもとづく分析

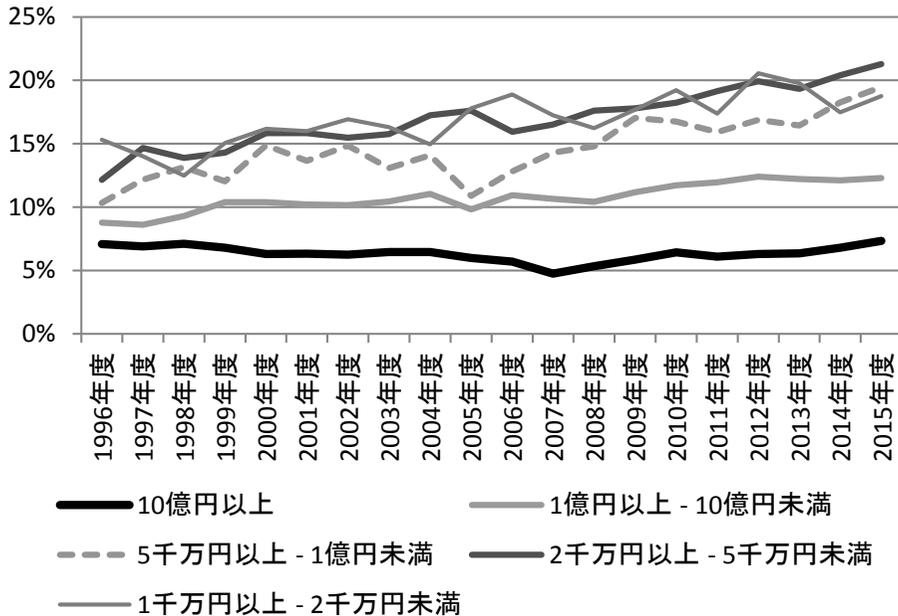
IV-1. 概観

以下の章では、これまでの議論をベースに、近年の日本における企業の現預金の保有動機を、産業別データを使った分析および個別企業のケーススタディーを通じて考察する。まず本章では、財務省「法人企業統計調査」をもとに、近年の日本企業の現預金の保有動向を規模別・産業別に概観すると同時に、その推移がどのような要因によって影響を受けていたのかを産業別データを使って考察する。

図5は、「法人企業統計調査」（金融業、保険業を除く全産業ベース）をもとに、資本金の規模別に現預金比率（＝現預金残高／総資産）を計算し、その1996年度から2015年度にかけての推移をグラフに描いたものである。図から、現預金比率は、中堅・中小企業の方が大企業よりも大きいだけでなく、その差は時間を通じて拡大傾向にあることが読み取れる。大企業（資本金10億円以上）の現預金比率は、2007年度に一時的に5%を割り込んだものの、期間を

3) ただし、この結論は、経営者が個人的な利益を追求するタイミングが将来ではなく現在の場合には成立しない。

図5 規模別の現金預金比率の推移



(注) 財務省「法人企業統計調査」(全産業ベース)をもとに筆者が作成。

通じて約6%から7%の間を安定的に推移した。これに対して、中堅企業(資本金1億円以上10億円未満)や中小企業(資本金1億円未満)の現預金比率は、多少のアップダウンを伴いつつも、トレンド的に上昇している。この傾向は、中堅企業(資本金1億円以上10億円未満)より、中小企業(資本金1億円未満)でより顕著である⁴⁾。

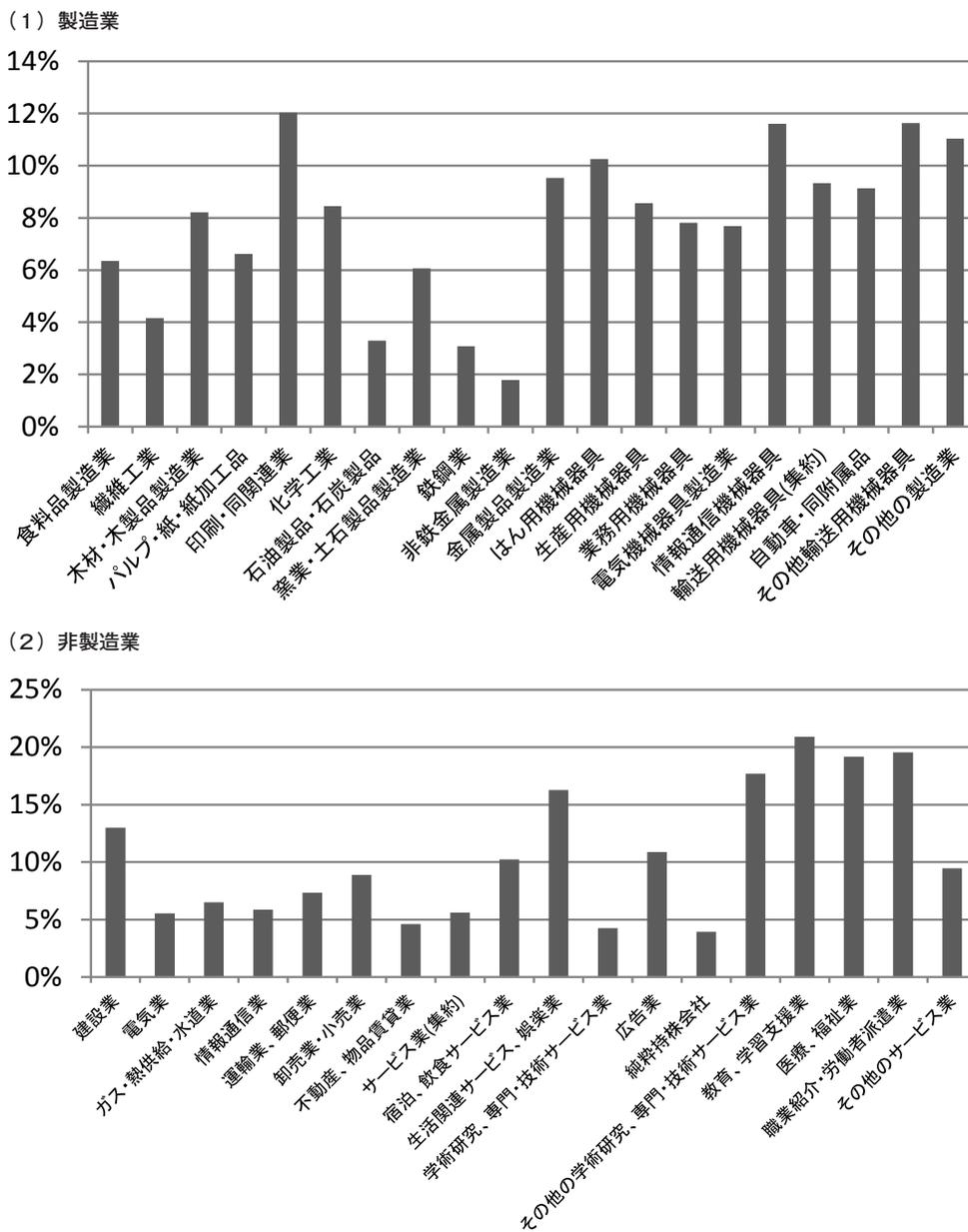
中小企業の現預金比率は、1990年代後半でも12%から15%と大企業や中堅企業より高い水準にあった。しかし、資本金1千万円以上~2千万円未満や資本金2千万円以上~5千万円未満の中小企業の現預金比率は、2000年代に15%を上回り、その後もトレンド的に上昇した

結果、2010年度以降は20%近くに達している。一方、資本金5千万円以上~1億円未満の中小企業の現預金比率は、2000年代前半はトレンド的な上昇は明確には見られなかった。しかし、2006年以降は急速に増加し、約10年で2倍近く上昇して、より規模の小さい中小企業と同様に20%近くに達している。

一般に、信用力という点では中堅・中小企業の方が大企業よりも低い傾向にあり、その分、借り入れ制約も中堅・中小企業の方が大企業よりも深刻である。特に、わが国では、1990年代末に深刻な金融危機が発生し、それに伴って深刻な「貸し渋り」が中堅・中小企業を中心に発生した。また、2008年度には世界的金融危

4) 本稿における「中小企業」の定義は、必ずしも厳密なものではない。中小企業基本法においては、「製造業その他」では「資本金の額又は出資の総額が3億円以下の会社又は常時使用する従業員の数が300人以下の会社及び個人」、「卸売業」では「資本金の額又は出資の総額が1億円以下の会社又は常時使用する従業員の数が100人以下の会社及び個人」、「小売業」では「資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社又は常時使用する従業員の数が50人以下の会社及び個人」、「サービス業」では「資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社又は常時使用する従業員の数が100人以下の会社及び個人」と定義されている。なお、法人税法における中小企業軽減税率の適用範囲は、資本金1億円以下の企業が対象となっている。

図6 2015年度の産業別の現金預金比率



(注) 財務省「法人企業統計調査」(全規模ベース) をもとに筆者が作成。

機（リーマンショック）の影響で、深刻な景気の低迷を経験した。図にみられる中小企業の現預金比率の特徴は、このような中小企業と大企業の借入れ制約の差異を反映している可能性が高い。

また、現預金比率は、企業の規模だけでなく、産業によってもばらつきがある。図6は、「法人企業統計調査」(全規模ベース) をもとに、産業別に2015年度の現預金比率（＝現預金残高／総資産）を計算し、製造業と非製造業それ

それぞれに関して棒グラフに描いたものである。図から、現預金比率は非製造業に属するいくつかの産業で高い傾向にあることが読み取れる。特に、生活関連サービス業、教育・学習支援業、医療・福祉業、職業紹介・労働者派遣業など、サービス業の一部では、現預金比率が15%以上の高い水準になっている。これら産業は労働集約的な産業であり、従業員の給与など運転資金を常に確保しておくために現預金比率が高くなっているものと考えられる。

一方、製造業では、印刷関連業に加えて、機械関連の業種で現預金比率が高くなる傾向が読み取れる。特に、情報通信機械器具の現預金比率は11.6%と、製造業のなかで印刷関連業やその他の輸送用機械器具と並んで、もっとも高い値をとっている。情報通信機械器具は、近年大きな成長が見込まれる産業で、そのような成長産業で現預金比率が高まっていることが示唆される。

以下では、「法人企業統計調査」のデータを使って産業別の現預金比率（＝現預金残高／総資産）を計算し、その推移がどのような要因によって影響を受けていたのかを考察する。以下で考察する要因は、（1）借り入れ制約の大きさ、（2）短期的な業績見通し、（3）中長期的な成長率、である。

IV-2. 借り入れ制約の影響

はじめに、借り入れ制約の大きさと現預金比率の関係を考察する。借り入れ制約の存在が、企業が現預金を保有する大きな動機であることは、これまでの章でも論じてきた通り、多くの先行研究で指摘されてきた。特に、わが国では、1990年代末に深刻な金融危機が発生し、それに伴って深刻な「貸し渋り」が発生した。また、2008年秋のリーマンショック後の世界同時不況下でも、金融機関の貸し出し態度が一時的に厳しくなった。そこで、以下では、日銀

の「短観（企業短期経済観測調査）」（全規模）の「金融機関の貸出態度判断DI（＝「緩い」－「厳しい）」の産業別データを使い、金融機関の貸出態度がより厳しいと判断された産業で現預金の保有比率が高い傾向にあるかどうかを検討した。日銀「短観」の「金融機関の貸出態度判断」は、全国の資本金2千万円以上の民間企業（金融機関を除く約21万社）を対象に、回答企業からみた金融機関の貸出態度についての判断（「最近の状況」）を調査するもので、回答に恣意性は残るものの、借り手が直面する借り入れ制約の大きさをとらえる1つの代表的な指標である。貸出態度判断DIの値が小さいほど、借り手がより強い借り入れ制約に直面していると考えられる。

図7は、横軸に産業別の「金融機関の貸出態度判断DI」（1995年-2015年の平均）、縦軸に「現預金比率の変化」（1995年度から2015年度にかけての比率の差）をとり、その関係を製造業と非製造業それぞれに関してプロットしたものである。縦軸に、現預金比率ではなく、現預金比率の変化をとったのは、各産業に固有の要因によって現預金比率に差が生まれ得る効果（固定効果）を取り除くためである。

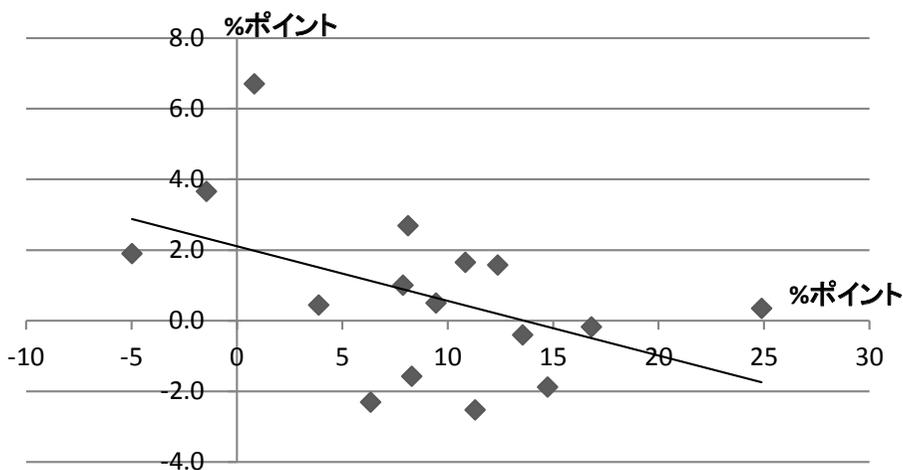
図は、他の要因をコントロールしたものでないため、必ずしも当てはまりは高くない。特に、非製造業ではいくつかの産業で異常値がみられる。しかし、全体としてみると、製造業と非製造業いずれにおいても右下がりの関係が観察される。このことは、金融機関の貸出態度が「厳しい」と判断した企業の比率が高い産業ほど現預金比率が高く、逆に金融機関の貸出態度が「緩い」と判断した企業の比率が高い産業ほど現預金比率が低くなる傾向にあることがわかる⁵⁾。

製造業では、繊維、木材・木製品、およびその他の輸送用機械器具で金融機関の貸出態度判断DI（1995年-2015年平均）がそれぞれ－5.0

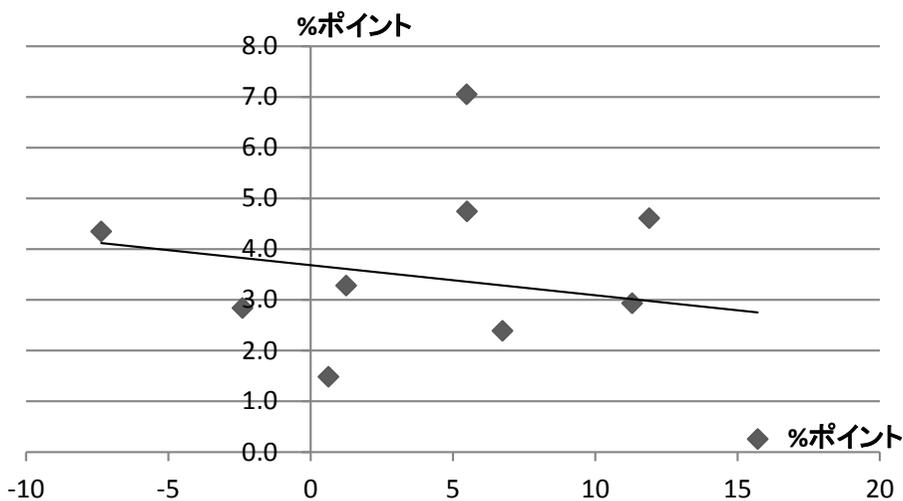
5) 同様の右下がりの関係は、貸出態度判断DIを銀行危機が深刻化した1997年-1999年の平均としてグラフを描いた場合でも観察された。

図7 金融機関の貸し出し態度と現預金比率の変化

(1) 製造業



(2) 非製造業



(注1) 横軸 = 産業別の「金融機関の貸出態度判断DI」(1995年-2015年の平均)、縦軸 = 産業別の現預金比率の変化(1995年度から2015年度にかけての比率の差)。

(注2) 「短観」と「法人企業統計調査」の間でマッチングできなかった産業はサンプルから除外した。

(注3) 日銀「短観(企業短期経済観測調査)」(全規模)および財務省「法人企業統計調査」(全規模ベース)をもとに筆者が作成。

ポイント、-1.5ポイント、0.8ポイントと低い一方で、これら産業における1995年度から2015年度にかけての現預金比率の増加はそれぞれ1.9%ポイント、3.7%ポイント、6.7%ポイントと製造業平均を大きく上回っている。1990年代後半以降、金融機関の貸出態度が厳しかっ

た産業で、より大きな現預金比率の増加がみられたことを示している。一方、製造業では、1995年度から2015年度にかけて現預金比率は、食料品、石油製品・石炭製品、非鉄金属、業務用機械器具、電気機械器具、自動車・同附属品で減少したが、これら産業の「貸出態度判断

DI] (1995年-2015年の平均) はいずれもプラス6.0ポイントを超えており、金融機関の貸出態度はそれほど厳しいものではなかった。以上の結果は、特に製造業において、借入れ制約が深刻ではなかった産業で、現預金の保有比率が逆に減少する傾向があったことを示している。

IV-3. 短期的な業績見通しの影響

Ⅲ章の理論分析(性質2)で見た通り、生産性の見通しの改善が現預金の保有動機に与える影響は、生産性の改善が短期的なものなのか、長期的なものなのかによって大きく異なる。以下ではまず、短期的な業績見通しと現預金比率の関係を考察する。短期的な生産性見通しは、景気循環に伴う先行きの業況判断に反映されると考えられる。そこで、日銀「短観」の「業況判断の先行きDI(=[良い]-[悪い])」の産業別データを使い、業況の先行きがより良いと判断された産業で現預金の保有比率が低くなる傾向にあるかどうかを検討した。

「金融機関の貸出態度判断」と同様に、日銀「短観」では全国の資本金2千万円以上の対象民間企業から、収益を中心とした業況についての全般的な判断(「良い」、「さほど良くない」、「悪い」)を調査している。しかも、調査は、「最近(回答時点)の状況」に関する判断だけでなく、「先行き(3か月後)の状況」に関する判断についても実施している。このため、「短観」の「業況判断の先行きDI」は企業の短期的な業績見通しをとらえる1つの代表的な指標で、その値が大きい産業ほど短期的な業績見通しがよいと考えられる。

図8は、横軸に産業別の「業況判断の先行きDI」(1995年-2015年の平均)、縦軸に「現預金比率の変化」(1995年度から2015年度にかけての比率の差)をとり、その関係を製造業と非製造業それぞれに関してプロットしたものである。図7と同様に、縦軸に現預金比率の変化をとることによって、産業ごとの特徴によって生まれる固定効果を取り除いている。

図では、いくつかの産業で異常値がみられるものの、全体としてみると、製造業と非製造業いずれにおいても右下がりの関係が観察される。このことから、業況の先行きが「悪い」と判断した企業の比率が高い産業ほど現預金比率が高く、逆に業況の先行きが「良い」と判断した企業の比率が高い産業ほど現預金比率が低くなる傾向にあることがわかる。

製造業では、1995年度から2015年度にかけて、繊維と木材・木製品が、「業況判断の先行きDI」が平均してそれぞれ-35.2ポイントと-27.2ポイントときわめて悪い一方で、現預金比率はそれぞれ1.9%ポイントと3.7%ポイントの増加がみられる。また、同時期、食料品と電気機械器具で、現預金比率が2%ポイント以上の下落がみられるが、これらの産業の「業況判断の先行きDI」は平均してそれぞれ-5.9ポイントと-7.9ポイントと、製造業のなかで比較的良好である。

非製造業では、建設業で「業況判断の先行きDI」の期間平均が-24.9ポイントと非製造業で最も悪いと同時に、同時期の現預金比率の増加が7.1%ポイントと全産業中で最も大きい。逆に、情報通信では「業況判断の先行きDI」の期間平均が4.1ポイントと全産業中で最も良いと同時に、同時期の現預金比率の増加が0.3%ポイントと非製造業で最も小さくなっている。

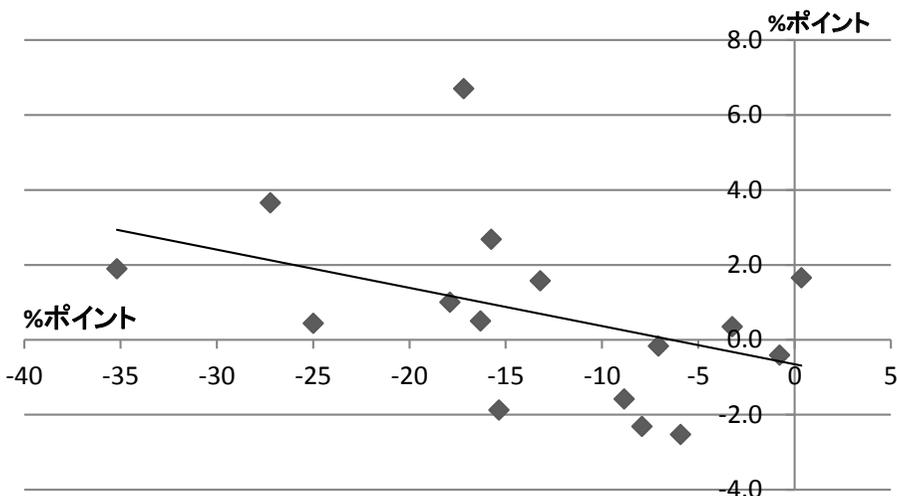
Ⅲ章の理論分析が示す通り、短期的な業績の悪化は、当面の資金繰りを悪化させるため、数か月後に業績の悪化が見込まれる場合には、企業は現預金の保有を高める傾向があることが予想される。一方、短期的な業績の改善は、内部留保の増加等を通じて当面の資金繰りを改善させる効果が期待できるため、数か月後に業績が改善する見通しであれば現預金の保有は逆に減少することが予想される。以上の結果は、そのような傾向がわが国の産業別の分析である程度観察されることを示している。

IV-4. 中長期的な見通しの影響

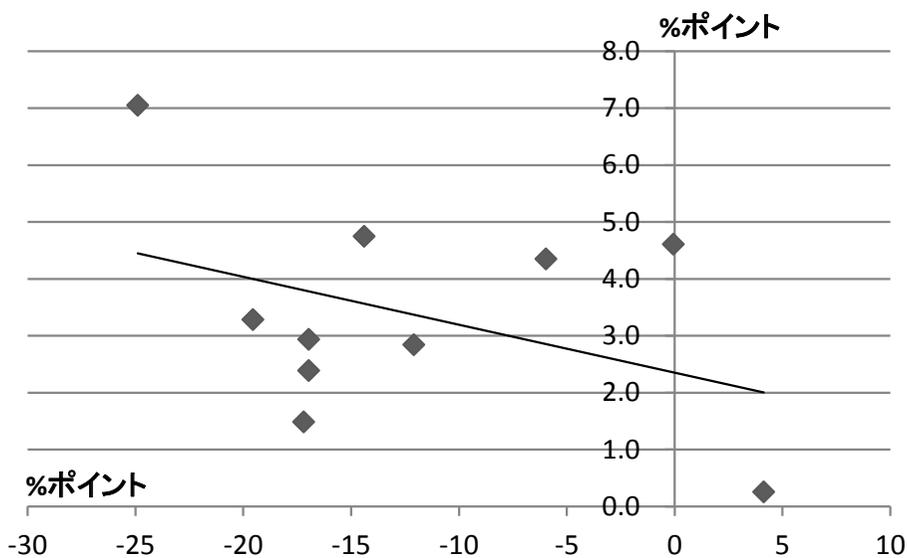
既にみた通り、短期的な生産性の改善による業績

図8 企業の先行き業況判断と現預金比率の変化

(1) 製造業



(2) 非製造業



(注1) 横軸＝産業別の「業況判断の先行きDI」(1995年-2015年の平均), 縦軸＝産業別の現預金比率の変化(1995年度から2015年度かけての比率の差)。

(注2) 「短観」と「法人企業統計調査」の間でマッチングできなかった産業はサンプルから除外した。

(注3) 日銀「短観(企業短期経済観測調査)」(全規模) および財務省「法人企業統計調査」(全規模ベース) をもとに筆者が作成。

の好転は、現預金の保有を低める傾向が観察される。これに対して、長期的な生産性の改善は、潜在的な投資機会の存在を意味するため、Ⅲ章の理論分析で見た通り、流動性の高い現預金を

予備的に保有する動機を逆に高める可能性があることが予想される。そこで次に、長期的な生産性の見通しと現預金比率の関係を考察する。

長期的な生産性見通しは、生産のトレンド

的な動きによって影響されると考えられる。そこで、内閣府「国民経済計算年次推計」(実質、連鎖方式)から1995年-2015年の産業ごとの平均成長率を求め、その値が高い産業ほど現預金の増加が大きい傾向にあるかどうかを検討した。「失われた20年」ともよばれた過去約四半世紀の日本経済においても、産業ごとに成長率は大きなばらつきがあった。

たとえば、製造業では1995年-2015年にかけての平均成長率がマイナスであった産業は15産業中8産業であった一方で、プラスの産業も7産業あった。特に、電子部品・デバイスと情報・通信機器の年平均成長率はそれぞれ12.0%と9.1%ときわめて高い値をとっている。このような産業間のばらつきは、非製造業でも観察され、1995年-2015年にかけての平均成長率は、電気業、建設業、および宿泊・飲食サービス業で-1.0%を下回るマイナスであった半面、情報通信業では年平均4.7%の高い成長率が観察される。以下では、これら過去約20年間の産業ごとの成長率の違いが、各産業における中長期的な生産性を見通しを決定しているものと仮定(静学的期待を仮定)して、それが同時期の現預金の増加率と正の関係があるかどうかを検証した。

図9は、横軸に産業別の1995年-2015年の平均成長率(実質)、縦軸に「1995年度から2015年度の現預金の変化率」をとり、その関係を製造業と非製造業それぞれに関してプロットしたものである。縦軸に現預金の変化率をとることによって、図7や図8と同様に産業ごとの特徴によって生まれる現預金の差(固定効果)を取

り除いている。ただし、図7や図8とは異なり、縦軸には、現預金比率(=現預金÷総資産)の変化ではなく、現預金残高の10年間の変化率をとっている。これは、中長期的な成長が見込まれる場合、現預金だけでなく、他の資産項目も増加するため、比率では十分な変化が見られない可能性があることを考慮したものである。

図では、いくつかの産業で異常値がみられる。また、非製造業では情報通信業という成長率が突出して高い産業の存在が、結果に大きな影響を与えている可能性がある。しかし、全体としてみると、製造業と非製造業いずれにおいても右上がりの関係が観察される。このことは、中長期的な経済成長率が高い産業ほど現預金の増加率が高く、逆に中長期的な経済成長率が低迷している産業ほど現預金の増加率が低くなる傾向にあることがわかる。特に、製造業では、平均成長率が-5.6%であった繊維で現預金の変化率が約マイナス40%(すなわち、現預金が約4割減少)となっていた一方で、平均成長率が大きなプラス成長であった鉄鋼、化学、および輸送用機械で現預金の大きな増加がみられた。

1995年-2015年の平均成長率が高かった産業は、利益率が高く、設備投資も活発に行われる傾向にあったと考えられる。その一方で、上記の結果は、そのような有望産業ほど、現預金の蓄積が同時に進んだことを示している。これは、有望産業では潜在的な投資機会が多く、その機会を逃さないために流動性の高い現預金を予備的に保有する傾向にあったことを示唆している。

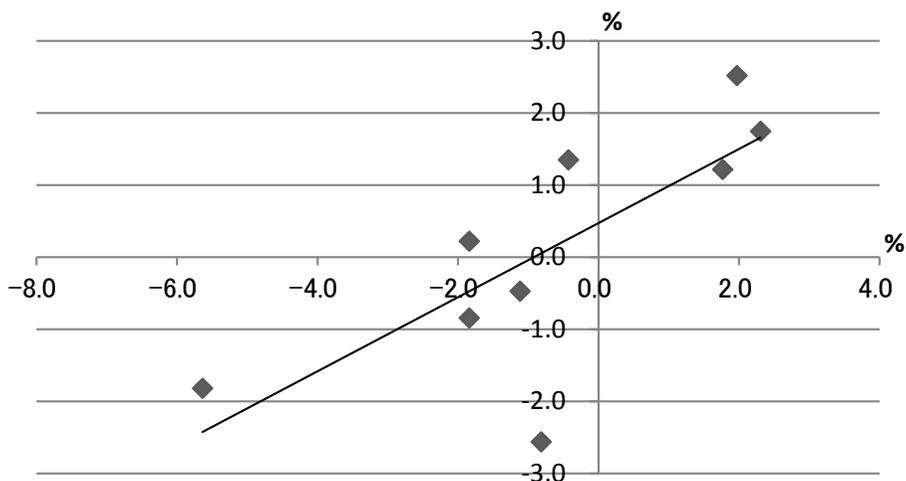
V. ケース・スタディー

前章では、産業別データを用いて、近年の日本において企業の現預金残高が増加した要因を考察した。本章では、同様の問題を個別企業の

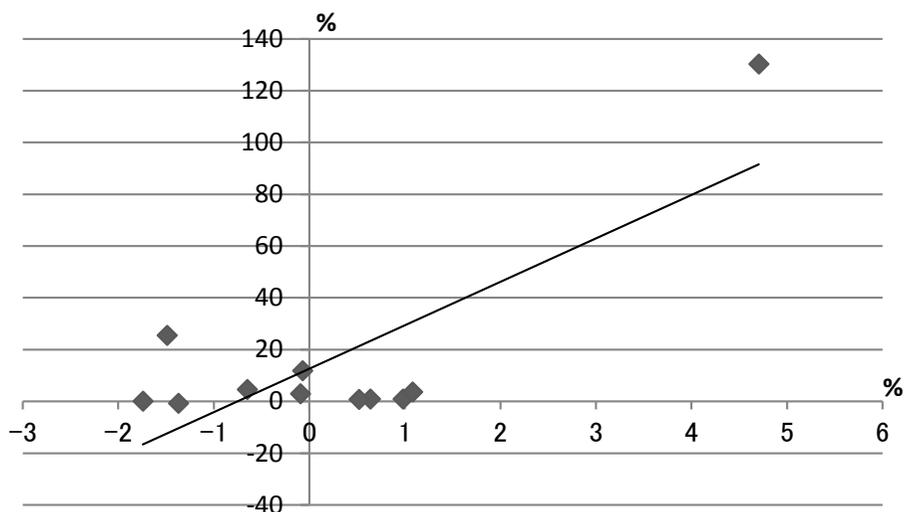
ケーススタディーを通じて考察する。本章で対象とする企業は、トヨタ自動車とソフトバンクである。いずれの企業も、現預金の保有残高で

図9 中長期的な成長と現預金比率の変化倍率

(1) 製造業



(2) 非製造業



(注1) 横軸 = 産業別の1995年-2015年の平均成長率（実質，年率），縦軸 = 産業別の1995年度から2015年度の現預金保有額の変化率。

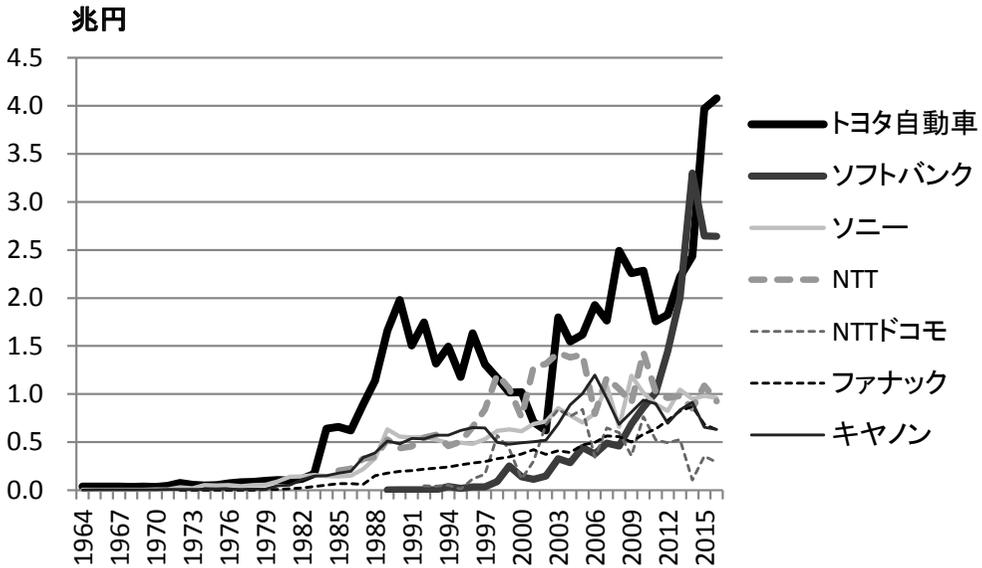
(注2) 「国民経済計算」と「法人企業統計調査」の間でマッチングできなかった産業はサンプルから除外した。

(注3) 内閣府「国民経済計算年次推計」（実質，連鎖方式）および財務省「法人企業統計調査」（全規模ベース）をもとに筆者が作成。

は、日本の非金融民間法人のなかでは突出した存在である。2社の2014年度と2015年度の連結決算における現預金の残高は、トヨタ自動車が2.43兆円と3.97兆円、ソフトバンク・グループが3.30兆円と2.64兆円にも及んでいる。財務

省『法人企業統計調査』（全規模）によると、同時期の各社が属する産業全体の現預金の残高は、自動車・同附属品製造業が5.17兆円と6.32兆円、情報通信業が9.84兆円と9.95兆円なので、産業全体に占める各社の比率は、トヨタ自動車

図10 日本の主要企業の現預金保有残高の推移



(出所) Nikkei NEEDS - Financial QUEST.

が約50%、ソフトバンク・グループが約30%にも達している。同時期の現預金の残高は、製造業全体でも47.36兆円と51.80兆円、サービス業全体で32.28兆円と32.79兆円、卸売・小売業全体で43.27兆円と48.92兆円だったことを鑑みても、この2社の現預金の残高が日本企業のなかでいかに巨額なものであったかがわかる。

トヨタ自動車は古くから現預金など流動性の高い金融資産を蓄積してきた日本最大のモノづくり企業である⁶⁾。一方、ソフトバンクは新興企業として近年急成長した情報通信産業に属する企業で、M&Aなどを通じた活発な事業展開を世界的に行っている。いずれも超優良企業であり、中小企業が直面するような借入制約に直面しているとは考えられない。しかし、2社とも、ダイナミックに変化するグローバル経済で、銀行など金融機関の審査にはなじまない高度な経営判断を必要とするさまざまな投資機会に直面していると考えられる。そうしたなかで、優良企業であっても、投資機会を速やかに

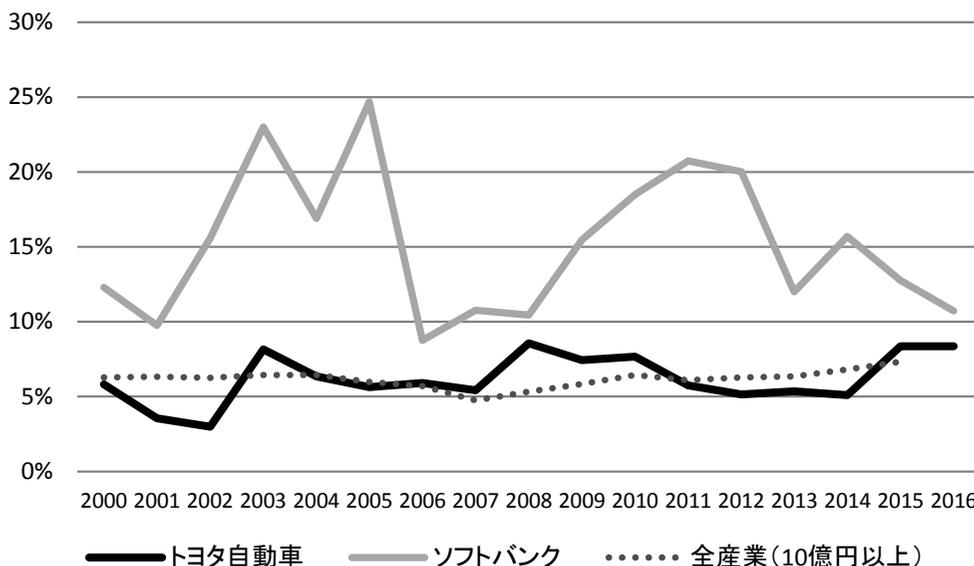
実現するには、その調整に時間やコストがかかりがちな外部資金よりも、速やかに支出が可能な流動性の高い現預金などの金融資産をあらかじめ保有しておくことが必要になっていると考えられる。

そのような観点から2社の現預金残高の特徴を他の財務が健全な日本企業（NTT、NTTドコモ、ファナック、キャノン）と連結決算ベースで比較した場合、図10からもわかるように、2000年代初頭の段階では、2社は他の主要企業と際立った差がなかった。しかし、2社の現預金残高は、2000年代に大きく増大し、その増加率は2010年代に入って加速している。2015年度の現預金残高を2000年度のそれと比較した場合、トヨタ自動車が約3.9倍、ソフトバンク・グループは18.7倍に増加した。

もっとも、この間、総資産に占める現預金残高の比率は、2社とも必ずしも増大していない。図11は、トヨタ自動車およびソフトバンク・グループの連結決算を使って、2000年度

6) 1990年代初頭までの代表的な日本企業の資金調達行動に関しては、福田・計（1994）を参照。

図11 トヨタ自動車およびソフトバンクの現預金保有比率の推移



(出所) Nikkei NEEDS - Financial QUEST.

から2016年度にかけての現預金残高比率（＝現預金÷総資産）の推移を示したものである。図では、比較のため、同時期の産業全体の現預金比率の推移も同時に描いている。図から、トヨタ自動車の現預金残高比率は、おおむね5%前後の水準で推移し、その平均的な値は産業全体のそれと大差がない。一方、ソフトバンクの現預金比率はほとんどの年で10%を超え、年によっては20%を超えるなど、平均的な日本企業と比較して非常に高水準であった。しかし、現預金残高比率がトレンド的に上昇するという傾向は観察されず、期間全体を平均してみると、ソフトバンクでも現預金残高比率は2000年代前半も2010年以降もおおむね15%前後であった。このことは、2000年代に入って現預金残高が大きく増加する一方で、他の資産項目も大きく増加したことを示している。

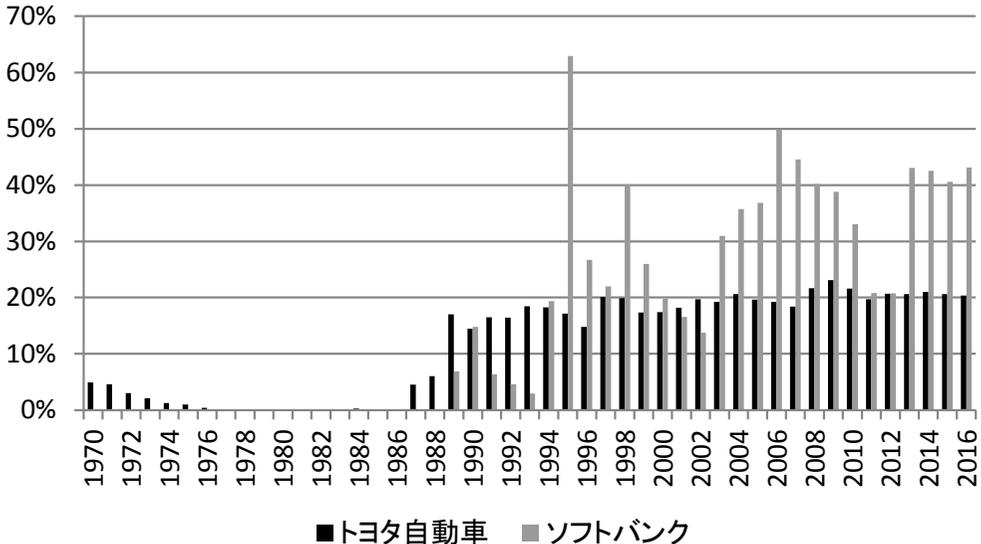
ただし、2000年代の全産業平均の動きとは異なり、両社の現預金比率の動きには、短期的な変動が大きいという共通した特徴が観察される。この傾向は、特にソフトバンクで顕著で、2005年度には25%近くであった現預金比率は翌年度の2006年度には10%未満に減少してい

る。トヨタ自動車でも、その現預金比率は、2001年度、2002年度、2014年度などで全産業平均を大きく下回った一方、2003年度、2008年度、2015年度などで全産業平均を大きく上回った。このことは、両社が単に現預金を保有し続けたのではなく、それを大きく取り崩した年度もあれば、逆に大きくため込んだ年度もあったことを示唆している。

より興味深いのは、いずれの企業も同時期に、流動資産だけでなく、非流動資産も大きく増大していたことである。たとえば、2000年度から2015年度の有形固定資産（機械装置や建物など）の増加額は、トヨタ自動車が約4.9兆円、ソフトバンク・グループが4.2兆円で、同時期の現預金の増加額（トヨタ自動車が3.0兆円、ソフトバンク・グループが2.4兆円）を大きく上回っている。このことは、いずれの企業も好調な企業業績に支えられて現預金の残高を蓄積すると同時に、投資を積極化して事業規模を拡大させていたことを示唆している。

また、いずれの企業も総資産残高が拡大する一方で、負債残高はそれを上回る勢いで増大している。とりわけ、2社とも長期借入金や社債

図12 トヨタ自動車およびソフトバンクの長期負債比率の推移



(出所) Nikkei NEEDS - Financial QUEST.

の増加が顕著である。図12は、トヨタ自動車およびソフトバンク・グループの連結決算を使って、2000年度から2016年度にかけての長期借入金・社債・転換社債の総資産に占める比率（＝長期借入金・社債・転換社債÷総資産）の推移を示したものである。トヨタ自動車は、長期借入金・社債・転換社債の合計金額が1977年度から1983年度までゼロとなるなど、かつては長期負債が極めて少ない無借金企業であった。ソフトバンクも、東京証券取引所に上場した当時（1994年7月）は、長期負債が極めて少ない企業であった。しかし、いずれの企業も1990年代後半から長期負債が急速に増加し、総資産に占める長期借入金・社債・転換社債の比率は、トヨタ自動車が約20%前後、ソフトバンクは特定の年度を除けばおおむね20%から40%の間で推移している。

残高ベースでみると、2000年度から2015年度にかけて長期借入金・社債・転換社債が、トヨタ自動車は約3.4倍、ソフトバンク・グループに至っては約27.7倍に増加している。これらの動向は、同じ時期、マクロ経済全体としてはバブル崩壊後の経済停滞を反映して貸出市場や

社債市場が低迷したのとは対照的である。

より重要な特徴としては、2000年度から2015年度の長期借入金・社債・転換社債の増加額は、トヨタ自動車が約6.1兆円、ソフトバンク・グループが8.2兆円で、同時期の現預金の増加額や有形固定資産の増加額を大きく上回っていたことである。特に、ソフトバンク・グループの長期借入金・社債・転換社債の増加額は、現預金の増加額と有形固定資産の増加額よりも大きかった。このことは、いずれの企業も長期負債を拡大することによって、有形固定資産を拡大させると同時に現預金の残高を増加させていたことを示唆している。

この時期は、日銀が事実上のゼロ金利政策を採用していた時期ともほぼ対応している。そうしたなかで、業績が好調で信用力も高かったこれら2つの企業が、きわめて低利で長期的な資金を確保することで、事業規模を拡大すると同時に、新たな投資機会に向けた資金として現預金の残高を増加させていったことを示している。

VI. 設備投資と余剰資金

マクロ経済全体でみた場合、近年、日本企業の資金余剰が拡大し、現預金保有残高が増大した背景には、設備投資が長きにわたって低迷を続けていることがある。設備投資は、1990年代初頭まで更新投資を反映する減価償却費を大幅に上回っていたが、バブル崩壊後の1990年代前半にその差が急速に縮まり、1990年代末以降マクロ経済レベルでは平均すると更新投資以外の設備投資はほとんど行われてこなかった。

1990年代半ば以降、企業が設備投資に慎重となった一因には、マクロのファンダメンタルズ（基礎的条件）の悪化や不確実性の増大があったことは否定できない。ファンダメンタルズの悪化が、内外需要や企業収益の見込を減退させ、結果的に、設備投資意欲を低迷させた側面は決して小さくない。また、不確実性の増大が、経営者の設備投資スタンスを過度に慎重にさせた可能性も否定できない。しかしながら、これまでの章で検証した結果を踏まえると、よりミクロレベルの観点から近年の日本企業による現預金保有の要因を考察した場合、その残高の増大を設備投資に対する保守的なスタンスのみに帰着させるのは適切な議論とはいえない。むしろ、近年、日本企業が現預金残高を大きく増加させてきた背景には、足元のマクロのファンダメンタルズに関してはネガティブな見方が多い一方で、長期的には潜在的な投資機会が存在すると考え、それを逃がさないために流動性の高い金融資産を大量に保有するという側面が少なくなかったといえる。

この傾向は、さまざまなアンケート調査でも

顕著である。以下では、このことを、日本の上場企業の設備投資に関する代表的なアンケート調査の1つである日本政策投資銀行『全国設備投資計画調査（大企業）』にもとづいてみてみよう。日本政策投資銀行調査部が毎年実施している『全国設備投資計画調査（大企業）』は、資本金10億円以上の民間法人企業（ただし、農業、林業、金融保険業を除く）を対象に、設備投資を中心とした企業の意識や見通しを調査したものである⁷⁾。調査では、毎年3000社を超える上場企業に調査票を送付し、そのうち2000社を超える企業から、設備投資の計画や実績に関する回答を得ている。

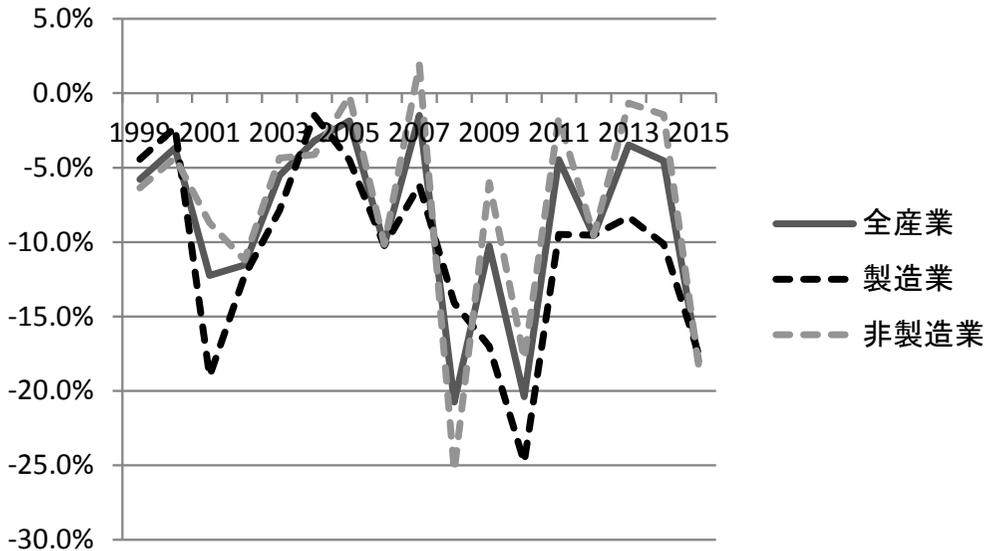
図13は、この調査結果をもとに、年度当初の設備投資計画と各年度の実績が毎年何パーセント乖離していたかを、「実績値」-「計画値」/「計画値」を計算することでまとめたものである⁸⁾。図からまず読み取れることは、2000年代を通じて、いずれの年も実績が当初の計画を大きく下回っていたことである。

その乖離幅は年によってばらつきがあり、2001年度（ITバブルの崩壊期）、2008年度（リーマンショック）、2010年度（東日本大震災）では、実績が計画をとりわけ大きく下回っている。しかし、それ以降の年度でも、5%から10%程度、実績が計画を下回る傾向が観察される。特に、リーマンショック以降は製造業でその乖離が顕著で、2011年度や2013年度は、非製造業では実績の計画からの乖離がほとんどなかったのに対して、製造業では10%近い乖離が観察されている。この結果は、特に製造業において、日本企業には実績値をはるかに上回

7) 2005年度以前は、年2回の調査であった。

8) 公表ベースのデータでは、年度当初に計画値を答えた企業と、翌年度にその実績値を答えた企業は完全には一致していないため、数字にはその分の誤差も含まれている点は留意が必要である。

図13 国内設備投資の計画と実績のギャップ



(出所) 日本政策投資銀行『全国設備投資計画調査(大企業)』に基づいて筆者作成。

る設備投資の機会が潜在的には存在し、その計画が結果的に実施に結びつかなかったことが資

金余剰や現預金残高の増大に結びついたことが示唆される。

VII. 日本経済の課題

近年日本企業の資金余剰が拡大すると同時に、保有する現預金の金額が拡大している。そこで、本稿では、企業の保有する現預金がいかなる要因によって増加しているかを考察し、近年の日本企業にとって望まれるコーポレートガバナンスのあり方を検討した。分析の結果、近年日本企業が保有する現預金残高が大きく増大している背景には、借り入れ制約に直面する中堅中小企業ではいざという時のための予備的動機が存在があった。その一方で、大企業では、国内市場でさまざまな投資機会に潜在的には直面する反面、それを結果的には実現できなかったことがあった。

大企業の国内市場での行動は、その海外での活動とは好対照であった。たとえば、前章で紹介

した日本政策投資銀行『全国設備投資計画調査(大企業)』をみると、日本企業の海外設備投資では、実績値が計画値を上回って大幅に増加した年もあった。特に製造業では、国内設備投資の実績値が計画値をすべての年で下回ったのとは対照的に、2012年と2013年は海外設備投資の実績値が計画値を逆に大きく上回った。このことは、日本企業が2000年代に入ってすべての設備投資に消極的になっていただけではないことを示唆する。むしろ、超金融緩和政策の下で日本企業が、潜在的な国内での投資機会を逃さないために流動性の高い金融資産を保有したものの、国内市場の中長期的な成長性には依然として不確実性が高いために、流動性の高い金融資産を積極的に活用するには至らなかった。

たと考えられる。このことは、コーポレートガバナンスをいくら強化しても、国内の成長余力に確信が持てない限り、日本企業は現預金残高を国内向けの投資機会に活用するには至らないことを示唆している。

わが国では、急速な少子高齢化の進展や巨額に累積した財政赤字など、潜在成長率の低迷が大きな懸念材料となっており、欧米に比べて国内市場に対する将来不安を高めているのが実情

である。このため、日本企業が保有する現預金残高の問題を考える上では、これら国内経済の中長期的な懸念を払拭する成長戦略の役割が極めて重要で、それが現預金残高の有効活用につながると考えられる。日本経済が置かれた構造的な問題に正面から向き合い、痛みを伴う規制緩和や構造改革も例外としない毅然とした姿勢が余剰資金を成長資金へと変えていく上で不可欠であるといえる。

参考文献

- 経済産業省（2014）『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書』。
- 佐々木隆文・佐々木寿記・胥鵬・花枝英樹（2016）「日本企業の現金保有と流動性管理－サーベイ調査による分析－」『現代ファイナンス』no.37, 19-48。
- 品田直樹・安藤浩一（2013）「日本企業の現金保有の推移とその要因」『証券アナリストジャーナル』vol.51, No.6, 6-25。
- 日本銀行調査統計局（2016）『資金循環の日米欧比較』。
- 林文夫（1992）「日本の貯蓄率について：最近の研究結果のサーベイ」『金融研究』第11巻第3号, 1-16。
- 福田慎一・計聡（1994）「日本企業の資金調達の動学的分析」『経済研究』第45巻, 312-321。
- 堀敬一・安藤浩一・斎藤誠（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, 3-24。
- Almeida, H., M. Campello, and M.S. Weisbach, (2004), “The Cash Flow Sensitivity of Cash,” *Journal of Finance* 59, 1777-1804.
- Bates, T.W., K. Kahle, and R. Stulz, (2009), “Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?” *Journal of Finance* 64, 1985-2021.
- Brufman, L., L. Martinez, and R. P. Artica (2013), “What are the causes of the growing trend of excess savings of the corporate sector in developed countries? An empirical analysis of three hypotheses,” Policy Research Working Paper 6571. World Bank.
- Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith, (2007). “Corporate governance and the value of cash holdings,” *Journal of Financial Economics*, 83, 599-634.
- Dittmar, A., J. Marth-Smith, and H. Servaes, (2003), “International corporate governance and corporate cash holdings,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111-133.
- Ferreira, M., and A. Vilela, (2004), “Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries,” *European Financial Management*, 10, 295-319.
- Gruber, J.W., and S.B. Kamin, (2015), “The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis,” Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers 1150.
- Harford, J., S.A. Mansi, and W.F. Maxwell, (2008), “Corporate governance and firm cash holdings in the US,” *Journal of Financial Economics* 87, 565-555.

- Jensen, M.C., and W.H. Meckling, (1976), "Theory of the firm : Managerial behaviour, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kalcheva, I., and K.V. Lins, (2007), "International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems," *Review of Financial Studies* 20, 1087-1112.
- Kato, K., and M. Li, and D.J. Skinner, (2017), "Is Japan Really a "Buy"? The Corporate Governance, Cash Holdings, and Economic Performance of Japanese Companies," *Journal of Business Finance & Accounting* · January 2017.
- Kim, C., D. Mauer, and A. Sherman, (1998), "The determinants of corporate liquidity : Theory and evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 335-359.
- Luo, Q., and T. Hachiya, (2005), "Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value : Evidence from Japan," *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 08 (04) : 613-636 · December 2005.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, (1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings," *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Pinkowitz, L., and R. Williamson, (2001), "Bank power and cash holdings : Evidence from Japan," *Review of Financial Studies*, 14, 1059-1082.