

令和 5 年 6 月 26 日現在

機関番号：14301

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2020～2022

課題番号：20K01781

研究課題名（和文）日本企業の現金保有の長期的遷移 ―誰が、なぜ現金を持っているのか―

研究課題名（英文）Who increase cash holdings and why?

研究代表者

山田 和郎（Yamada, Kazuo）

京都大学・経営管理研究部・准教授

研究者番号：90633404

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は日本企業の現金保有について、包括的データセットを用いて検証を行うことである。本研究では未公開企業も含んだデータベースはこれまでに引き続き統計分析をまとめた上で、いくつかの論文の執筆を行った。対象期間中に観察された現金保有の増加が、構成企業の変化によるものなのか、あるいは既存企業が増加させているのかを確認した。結果として、期間中の現金保有比率増加分のおおよそ半分が経済を構成する企業群が変化したことに起因することが確認された。とくにリスクの高い研究開発型企業や融資を得ることが難しい有形固定資産を持たない企業が増加傾向にある。これら企業の現金保有が増加傾向にあることが分かった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

日本企業が現金保有を増加させる傾向にあることは様々な報道媒体でネガティブなトーンで主張されることが多い、しかし企業がなぜ現金保有を増加させているのかについて、企業レベルデータを用いて多角的に検証を行った研究はほとんど多くない。

本研究結果からは、日本企業の現金保有の一部（全てではない）は、事業リスクなどに応じて増加させていることが分かる。今後、現金保有について多面的かつ網羅的に検証をされることが求められる。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to verify the cash holdings of Japanese companies using a comprehensive dataset. In this study, a database including both public and private companies was utilized, and after conducting statistical analyses.

We confirmed whether the observed increase in cash holdings during the target period was due to changes in the composition of companies or existing companies increasing their holdings. As a result, it was confirmed that approximately half of the increase in the cash holding ratio during the period was attributable to changes in the group of companies that constitute the economy. In particular, there is an increasing trend among high-risk research and development companies and companies without tangible fixed assets, which face difficulties in obtaining loans. It was found that the cash holdings of these companies are increasing.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：現金保有

### 1. 研究開始当初の背景

日本企業の現金保有が増加傾向にあることはしばしば指摘される。例えば2018年9月の日本経済新聞には「446兆円 内部留保 6年連続最高」、さらには2021年9月1日の同誌には「企業の内部留保、9年連続で過去最高更新 前年比2%増の484兆円」との見出しの記事が1面を飾った。同様の報道においては、内部留保保有の増加傾向は企業の消極的投資の結果であるとの主張が共になされることが多い。

懸念される点としては、そのような事実の指摘を行うのみならず、そのような増加した内部留保に対して課税を行うといった議論も同時に行われることが多々見受けられる。もし、内部留保が、分配可能であり、企業の中に眠るより、政府のもとで再分配をすることが社会厚生を高めることも可能性として考えられる。

しかしながら、企業が、なんらかの意図を持って内部留保を増加させているのかについているのであれば、場合によっては企業の競争力を削減することにもつながりかねない。そのため慎重な検討が必要であると考えられる。

なお、上述の記事では「内部留保」について指摘されている。そのような会計項目はないものの、通念的に利益剰余金としてみなされることがおおい。ただ企業の利益剰余金はある意味で概念的な者であり、必ずしもそれをステークホルダー間で分配可能なものではない。そのことを鑑み、万が一に分配をする必要性に迫られた際に可能になる、現金および現金同等物に読み替えて議論を行う。もちろん両者は貸借対照表の貸方、借方にある全く異なる項目であることから、読み替え可能な関係ではない。両者の関係については、今後、検討の余地は存在する。

このように現金保有増加が問題視されているものの、申請者の調べたところ、学術的知見を基にして企業単位のデータを用いた精緻な分析は行われていない。実際には日本企業を対象とした、現金保有に関する研究は、とくにここ10年に急速に増加しているものの、そのほとんどが、銀行関係など、いわゆる日本の特色に基づくものである。これは研究成果を英文での国際的学術雑誌など採択されることを目的とした場合には最適な戦略である。しかしながら、そのような学術雑誌に採択されるのが困難であろう論点について、現金保有に関する研究が進んでいるとは言い切れない。結果として、日本企業の現金保有に関する研究は、一部の論点のみに集中し、全体としてのバランスが取れていないことが分かる。そのために政策的含意がある研究の蓄積ができていない。

さらに日本企業を対象とした先行研究は、データ取得可能性の観点から、そのほとんどが上場企業を研究対象としている。しかし、株式会社の大部分が非上場企業であることを鑑みると、非上場企業も含んだ包括的なデータセットを用いた分析を行うことが重要であると考えられる。

このような状況においては、日本企業の現金保有についてどこに、どのような問題点が存在するのかが十分に検討できていない状況である。

### 2. 研究の目的

上述のように、政策の観点から現金保有増加が問題視されているものの、申請者の調べたところ、学術的知見を基にして企業単位のデータを用いた精緻な分析に基づいた提言は行われていない印象がある。そのために、どこに、どのような問題点が存在するのかが十分に検討できていないのが現状である。

それらを踏まえて本研究では上述の報道の情報元である法人統計調査の個票データにアクセスした上で、以下の基本的な問いに答える。これら問いに対して明確な示唆を得ることは、日本企業の現金保有について、政策的含意も大きいと判断できる。

問1: どのような企業が現金保有を増加させているのか。

問2: 現金保有の増加は、資金調達や投資活動とどのような関係にあるのか。

### 3. 研究の方法

これらの問いに答えるために本研究課題においては、上述の新聞記事の元になっている企業法人統計調査の個票データをもとに分析を行う。日本における現金保有に関する論文は調べた限りでは上場企業を対象としたものが多く、未公開企業も含めた広範囲に及ぶものは皆無に近い。日本の株式企業数は300万社を超える中で、上場企業はその0.1%程度である。

なおサンプル期間は2005年から2017年を設定した。同調査の調査対象が変更すること、また産業区分が変化することなどがあり、過去にデータ期間を拡張することは、データの一貫性の観点から問題が存在する。もちろん長期的変化を確認することにも意義があるかとは思われるが、日本企業の現金保有の増加は2008年から上昇傾向にあるため本研究課題の遂行には問題がないと判断できる。サンプル期間が2017年で終了したのは、本申請課題開始時期において同調査個票データを利用可能な直近年が2017年であったためである。

その後も日本企業の現金保有が増加傾向にあること、さらに2020年の新型コロナウイルスの感染拡大期に現金保有が非連続的に増加していることを踏まえると、今後はより長期に分析期間を拡張

することは意義があると考えられる。

#### 4. 研究成果

得られた研究成果を確認する前に、個票データから確認できる特徴を挙げる。第1に現金保有比率の分散が大きくなっている点を確認された。図1は山田(2022)からの抜粋である。サンプル開始年と終了年である2005、2017年とともに、中間年である2011年における現金比率の頻度をプロットしている。横軸の現金比率は現金及び現金同等物を資産合計で除したものである。

年を経るにつれて、それまで4-5%周辺に集中していた現金比率が減少傾向にあること、さらに30-50%あたりが増加傾向にあることが確認された。

同論文ではこのような分散の増加は、小企業において顕著であることが確認された。

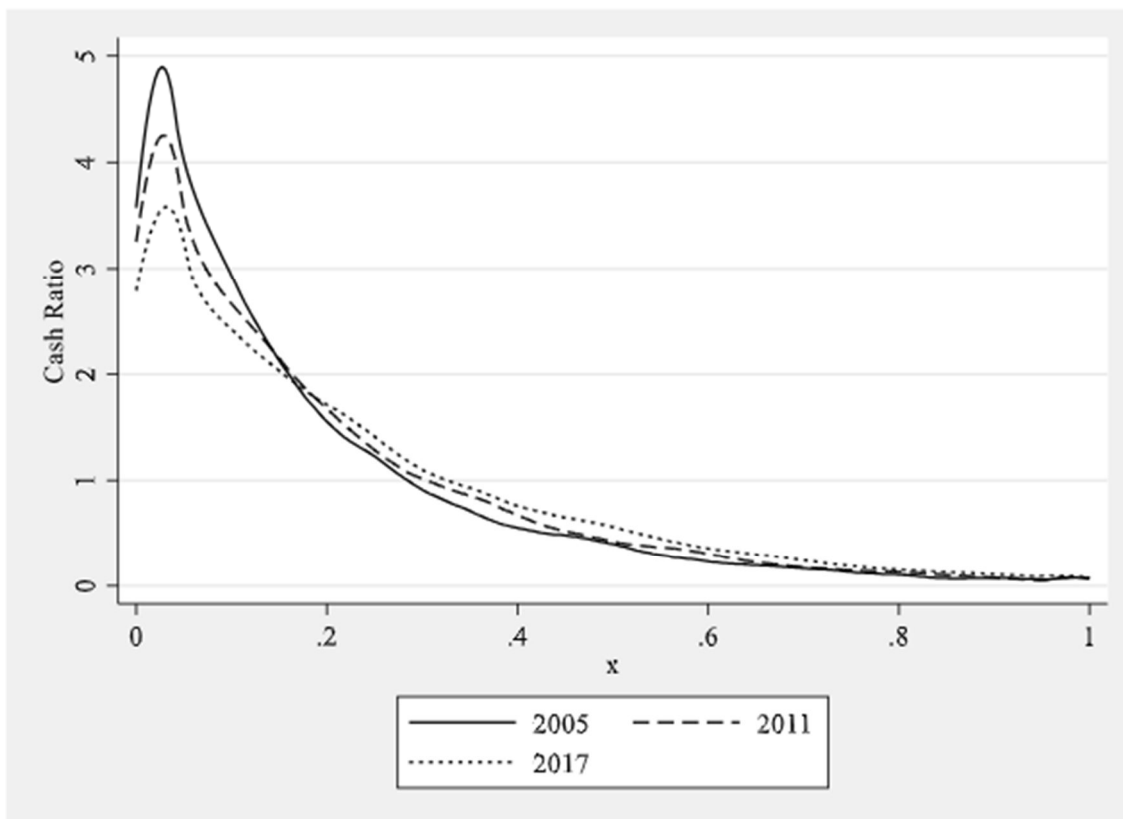


図1 現金比率分布

(1)どのような企業が現金保有を増加させているのか。

先行研究によると、リスクの高い企業は現金保有を増加させる傾向にある。なおここで、企業を取り巻くリスクには様々な種類があることに留意すべきである。一般には事業モデル・リスク、資金調達リスクなどが挙げられている。

本申請課題の結果としては、[1]日本経済の中にリスクの高い企業が増加していること、[2]それら企業は多くの現金を保有すること、[3]それにより必然的に経済全体での企業の現金保有が増加傾向にあることが確認された。一つずつ確認をする。

第1に、リスクの高い企業は多くの現金を保有する傾向にある。リスクの高い企業の例としては、研究開発型企业や、小規模の企業などが該当する。それら企業は経済レベルあるいは企業レベルのショックにより業績が大きく変動する傾向にある。そのようなショックに対応するために日ごろから多くの現金を保有する傾向にある。分析結果からは、研究開発費比率が高い産業に属する企業がサンプル期間中に増加する傾向にあること、さらには小規模企業(資本金1000万円未満)が増加傾向にあることが確認された。

第2に、現金保有に影響を与える企業属性と現金比率の感応度がサンプル期間中に増加傾向にあることが確認された。つまり、例えば小規模企業の保有する現金比率が、サンプル前半と後半では異なることが確認された。具体的には、後半のほうがより多くの現金を保有することが確認された。さらに非製造業企業の増加、特に上述の研究開発費比率の高い産業に属する小企業の増加が確認された。結果として第1の点と相まって、現金を多く持つ傾向にある企業が増加したことに加えて、個々の企業が現金保有を増加させることにより、全体としての現金保有が増加傾向にあったことが分かる。

第3に、それら企業属性を鑑みたくうえで、企業の現金保有増加分のうち、既存理論で説明できる部分について確認を行った。サンプル期間(2005~2017年)の間に日本企業の現金保有総額は約

140兆円から約225兆円まで増加した。しかし、そのうち大部分は既存理論により説明できる増加分であることが確認された。さらに既存理論により予測できる現金保有を超過する部分はおおよそ5兆円であることが試算された。

なおこれら試算値については推定モデルによって、またサンプル期間開始年を変更させることにより変動する点については留意が必要である。2010年以降は現金保有総額が増加する傾向にある一方で、超過する部分は不安定的であるものの、横ばい傾向にあることが確認された。

上述の結果は非上場企業のみならず、上場企業に対象限定をした分析を行った結果でも同様に得られた。つまり、上場企業に限定したうえで、期間中の現金比率の増加が確認されたものの、その多くが構成企業の変化によるといえる。

さらに上場企業については、未上場から上場企業に移行した企業群、つまりIPO企業において、期間中に大きな変化があったことが確認された。とくに2010年以降に上場した企業はその直後の現金比率が過去と比較して高いこと、さらにその高い比率が長期間継続することが確認された。

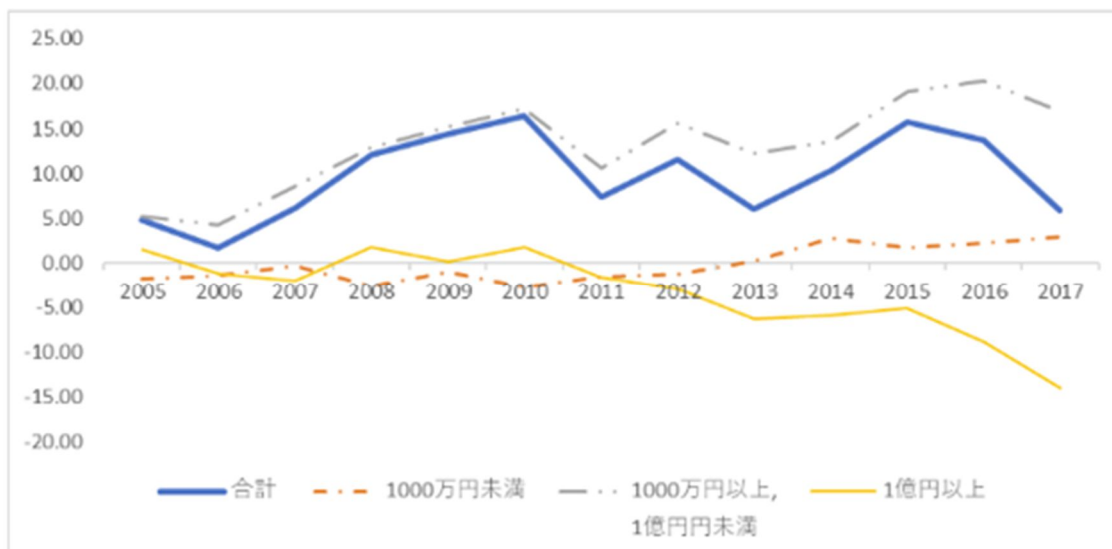


図 2 超過現金

超過現金額の総和を企業規模別に集計したのが図 2 である。興味深いことに縦軸は企業規模グループごとの超過現金の総和である。興味深いことに大企業グループ(資本金1億円以上と定義)は2011年から減少傾向にあることが確認された。小企業グループ(資本金1,000万円未満と定義)は、個々の企業の規模が小さいことから、総和としてはそれほど大きな増加傾向は観察されなかった。

最後に超過現金に最も貢献しているのは資本金が1,000万円から1億円未満の中企業グループであることが確認された。それら企業は必ずしも経営慣行が盤石であるとは言えないことから、同グループに対して超過現金に課税することが経済全体に正の効果をもたらすとは言い切れない可能性がある。

## (2)現金保有の増加は、資金調達や投資活動とどのような関係にあるのか。

DeAngelo et al. (2022)で説明されるように現金保有は負債利用と強い関係にあることが予想される。本申請課題においても同論文の追試を日本のデータを用いて行った。なお、対象としては長期パネルデータが利用可能である上場企業に限定をしている。

結果として米国と同様の傾向が確認された。時系列でみたときに現金比率が変動する傾向にある企業は負債比率は変動しないこと、逆に現金比率が変動しない企業は負債比率は変動すること、が明らかになった。

投資との関係については、既存研究ではほとんど触れられていない、人的投資との関係について確認した。近年、日本企業は現金保有を増加させるために人件費を意図的に下げているとの指摘を聞くことがある。しかし分析結果からはそのような傾向は確認されなかった。重要な点として、特にリスクが高く資本制約にある小企業において、人件費の高い企業は現金を増加させることが確認された。

## 参考文献

DeAngelo, H., Gonçalves, A. S., & Stulz, R. M. (2022). Leverage and Cash Dynamics. *Review of Finance*, 26(5), 1101-1144.

山田和郎 (2022) 「日本企業は現金保有を増加させているのか」 J-Xiv

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 2件／うち国際共著 3件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Ahn Yongkil, Shinozawa Yoshikatsu, Yamada Kazuo	4. 巻 Forthcoming
2. 論文標題 Corporate Debt Mix and Long-term Firm Growth in Japan	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Emerging Markets Finance and Trade	6. 最初と最後の頁 1～14
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1080/1540496X.2021.1961739	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する
1. 著者名 Mohsni Sana, Otchere Isaac, Yamada Kazuo	4. 巻 70
2. 論文標題 Passive trading and firm performance: A quasi-natural experiment using the TSE-OSE merger in Japan	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Pacific-Basin Finance Journal	6. 最初と最後の頁 101666～101666
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.pacfin.2021.101666	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する
1. 著者名 Takahashi Hidenori, Yamada Kazuo	4. 巻 74
2. 論文標題 When the Japanese stock market meets COVID-19: Impact of ownership, China and US exposure, and ESG channels	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 International Review of Financial Analysis	6. 最初と最後の頁 101670～101670
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.irfa.2021.101670	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 El Kalak Izidin, Leung Woon Sau, Takahashi Hidenori, Yamada Kazuo	4. 巻 63
2. 論文標題 The Bank of Japan's equity purchases and stock illiquidity	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Journal of Financial Markets	6. 最初と最後の頁 100770～100770
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.finmar.2022.100770	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 山田和郎	4. 巻 3
2. 論文標題 人件費と株主還元	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 100-110
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 山田和郎	4. 巻 27
2. 論文標題 日本企業は現金保有を増加させているのか	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Jixv	6. 最初と最後の頁 1-45
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

[学会発表] 計5件 (うち招待講演 1件 / うち国際学会 4件)

1. 発表者名 山田和郎
2. 発表標題 新型コロナがもたらした(非)連続性
3. 学会等名 経営財務研究学会 (招待講演)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Kazuo Yamada
2. 発表標題 Labor share and cash holding
3. 学会等名 JFA-PBFJ Special Issue Conference (国際学会)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Kazuo Yamada
2. 発表標題 Does monitoring improve engagement?
3. 学会等名 Japan Economy Network (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 Kazuo Yamada
2. 発表標題 Labor share and cash holding
3. 学会等名 FMCG (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Kazuo Yamada
2. 発表標題 Labor share and cash holding
3. 学会等名 Auckland Finance Meeting (国際学会)
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------