



PRI Discussion Paper Series (No.18A-05)

日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証

財務省財務総合政策研究所総務研究部総括主任研究官

奥 愛

財務省財務総合政策研究所総務研究部研究員

高橋 秀行

財務省財務総合政策研究所総務研究部研究員

渡部 恵吾

2018年3月

本論文の内容は全て執筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではありません。

財務省財務総合政策研究所総務研究部
〒100-8940 千代田区霞が関3-1-1
TEL 03-3581-4111 (内線 5489)

要約

世界金融危機以降、日本企業が保有する現預金は増大傾向にあり、2016年度の現預金額は約211兆円にも上る。日本企業が現預金を保有するのは、将来の資金制約リスク等に備えた予備的動機等が主な理由であることが、先行研究や財務省財務局ヒアリング調査から明らかになっている。一方、日本企業が積み上げる現預金は、その価値が市場から割り引かれて評価されている状況にある。その背景には、ROEが低いまま現預金を積み上げていることから、保有する現預金を有効に活用できていないと市場からみなされていることが考えられる。つまり、個別の企業が自身の現預金保有行動を合理的と判断していても、それが市場評価の向上につながっておらず、自らの企業価値を適正に高められていないと考えられる。

保有する現預金を活用して企業価値を高める手段は多く存在する。人への投資・事業への投資や、さらに余剰資金が生じた場合に株主への還元を行うことで企業価値が向上すると考えられる。本稿で他企業の株式取得等や自社株買いを行った企業の株価上昇率を分析したところ、「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結果となった。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用いて自社株買いを行った場合の効果を試算すると、ROEが1.3%ポイント改善することがわかった。経営者は市場からの評価も視野に入れ、現預金保有に関し、より合理的な判断を行うことが求められる。

キーワード：企業の現預金，余剰資金，コーポレートガバナンス

JEL Classification：G32, G34

1. 問題意識

法人企業統計によれば、2016年度の企業（金融業・保険業を除く全規模全産業）の経常利益は約75兆円となり、7年連続の増益、4年連続の最高益を更新した。また、利益剰余金は約406兆円、現金預金は約211兆円にまで増加している。現預金比率（総資産に対する現

* 本稿の作成にあたり、エーザイ株式会社常務執行役 CFO 柳良平氏から貴重なアドバイスを頂いた。記して感謝したい。本稿の過ちは全て筆者の責任である。本稿の内容や意見はすべて筆者の個人的見解であり、財務省及び財務総合政策研究所の見解を示すものではない。

¹ 財務総合政策研究所総括主任研究官

² 財務総合政策研究所研究員

³ 財務総合政策研究所研究員

預金残高の比率) をみても、2008 年の世界金融危機以降上昇が続いている。さらに、資本金 10 億円以上の大企業のバランスシートに着目すると、2007 年度と 2016 年度を比べた場合、現金預金は 31.5 兆円 (総資産の 5%) から 63.6 兆円 (同 8%) に拡大している⁴。

日本企業が保有する現預金は世界金融危機以降、積み上がり続けているが、これらの現預金が企業の成長のために活用されなければ、利益を生まない資産を保有しているに過ぎない。各企業自身が現預金を保有することに合理性があると考えていても、企業価値の向上に結びついていないと考えられる。

本稿は、企業の中でも特に上場企業に着目し、上場企業が予備的動機等から現預金を保有するよりも、人や事業へ投資を行い、それでも余剰の現預金がある場合は株主へ還元することが、結果として株価の上昇を通じて企業価値の向上につながるかどうかを分析することを目的としている。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、第 2 節で企業の現預金保有に関する先行研究及び実際の企業の声を紹介する。第 3 節で日米企業の現預金保有行動を比較することで日本企業の特徴を確認する。第 4 節で日本企業が保有する現預金が市場からどのように評価されているかを確認し、第 5 節では企業が現預金を活用することで市場評価を向上させることができるかどうかを検証する。第 6 節はまとめである。

2. 企業が現預金を保有する要因に関する先行研究と実際の企業の声

企業が現預金を保有する理由について、先行研究を整理する。また、実際の企業の声を紹介する。

(1) 先行研究

現預金を保有する動機について先行研究を基に整理すると、①予備的動機、②エージェンシー・コストの 2 つに大別できる。

① 予備的動機

まず、資金制約に基づく予備的動機が挙げられる。これは、企業の外部借入には制約があることから、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、収益率が低くても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というものである。品田・安藤 (2013) は、企業はコストが高い外部資金より内部資金を選好するというペッキングオーダー仮説を踏まえ、外部調達コストが大きい企業は外部からの資金調達より流動性の高い資産を備えておくことを選ぶと指摘している。福田 (2017) は、1990 年代

⁴ 現金預金に有価証券・投資有価証券を合わせると 167 兆円 (総資産の 25%) から 315 兆円 (同 37%) にまで拡大している。さらに、負債資産比率をみると、負債は 61% から 55% に縮小、純資産は 39% から 45% に上昇している。

末の金融危機や2008年の世界金融危機が金融機関の貸出態度を一時的に厳しくしたことを踏まえ、日銀短観の金融機関の貸出態度判断DI（1995年度から2015年度）の産業別データを用いて、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い傾向があったことを示している。また、福田（2017）は、大企業については、国内市場で様々な投資機会に潜在的には直面する一方で、結果としては実施に結び付かなかったことが現預金残高の増加につながった可能性についても指摘している。

② エージェンシー・コスト

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、エージェント（代理人）である経営者の行動を詳細に監視できない場合、またその行動の結果を適切に評価・判断できない場合に生ずるコストを指す。福田（2017）は、エージェンシー・コストが存在する場合、仮に企業価値を低くするものであっても、経営者は余剰資金を配当で株主に還元せず、自らの裁量等を高めるために現預金を保有するインセンティブを持ちうると指摘している。ただし、Harford, *et al.*（2008）が、株主の権利が弱い企業は株主の権利が強い企業よりも保有する現金準備（cash reserves）が少ないことを示しているなど、エージェンシー・コストと現預金保有の関係については、必ずしもコンセンサスが得られているとは言えない点に留意する必要がある。

（2）現預金保有理由に関する企業の声

企業が現預金を保有する理由を明らかにするため、全国の財務省財務局によるヒアリング調査を実施した（2017年9月～10月実施）。以下では、同ヒアリング調査で得た回答のうち、上場企業の声を確認する。

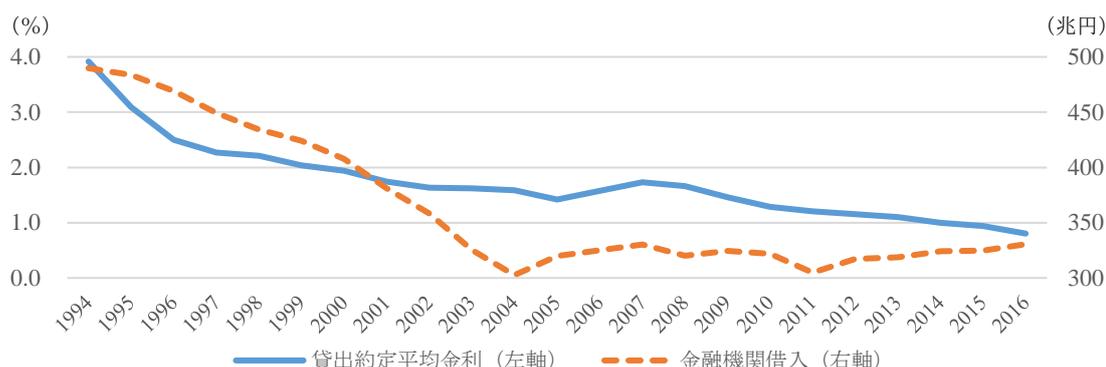
① 予備的動機と先行き不透明感

企業が現預金を保有する理由について、「リーマンショック後に、当社の業績は問題ないにも関わらず金融機関に返済を求められたことがあり、そのような不確実なリスクに対応するためになるべく積み上げておきたい」、「リーマンショック等の経験から、現預金保有の必要性を痛感している」、「リーマンショックの時を経営者はまだ忘れていない」、「財務体質を気にしており、リーマンショック等の過去の出来事を鑑みると慎重にならざるを得ない」といった声が複数あった。ここから、2008年の世界金融危機時の経験が、日本企業の現預金保有行動に大きく影響していることがわかる。

また、「先行きが見通せない経営環境であり、できる限り現金を持っておきたい」、「今が好調であっても不調に陥った際に備えて、ある程度の現預金は確保しておきたい」といった先行きへの備えに関する声があった。さらに、「投資拡大や賃上げに活用していくべきと考えてはいるが、方針としては、無借金体制を推進している」との声のように、投資の重要性は理解しているが、無借金体制を良しとする企業も存在していた。

以上のように、企業ヒアリングで出た実際の企業の声をみると、現預金を保有する大きな理由は、依然として将来の資金制約リスクへの対処となっている。一方、企業を取り巻く環境をみると、現在は投資に必要な資金調達手段は多様化していることに加え、金利の低下が続いているなど金融機関からの借入れ環境は改善傾向にある⁵（図 1）。

図 1 平均金利と借入額の推移



(注) 貸出約定平均金利は月次データを暦年単位で単純平均したもの。金融機関借入は民間非金融法人の民間金融機関貸出・公的金融機関貸出の負債側の計数の合計。

(出所) 日本銀行「貸出約定平均金利」、「資金循環統計」

② 将来の投資機会への備え

また、企業ヒアリングのうち、将来の投資機会への備えとして現預金を保有しているとの回答もあった。具体的には、「大規模投資に素早く柔軟に対応するため、ある程度の現預金を保有しておく必要があると考えている」、「現在、IoT や AI の技術開発が始まった段階であるが、将来的に革新的な技術が開発される可能性は大きいとみている。その際には莫大な投資が必要となることも考えられるため」との回答があった。

以上、企業が現預金を保有する理由について、先行研究及び企業の声を確認した。次節では、日米企業の現預金保有行動の比較を通して、日本企業の特徴を確認する。

3. 現預金保有行動に関する日米企業比較

本節では、日本企業とアメリカ企業の現預金保有行動に違いがあるかを確認するため、日米企業の現預金保有額に関する先行研究及び企業部門の IS バランスの比較、実質無借金企業の割合の推移について確認する。

⁵ 平成 30 年 1-3 月期の法人企業景気予測調査の金融機関融資態度判断 BSI をみても、全産業で「緩やか」超となっている。

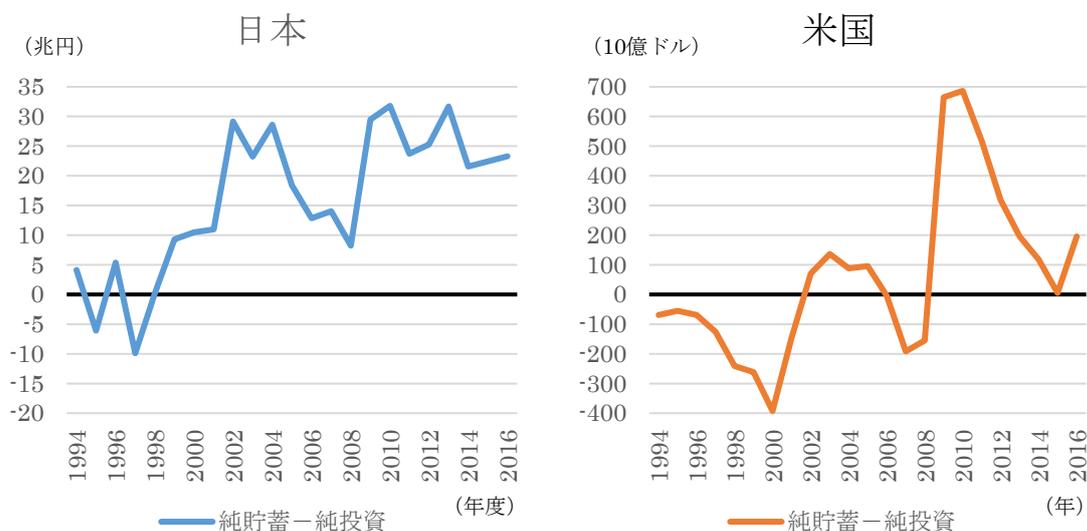
(1) 日米企業の現預金保有額に関する先行研究

Kato, *et al.* (2017) は、Opler, *et al.* (1999) のモデルを拡張して 1990 年度から 2011 年度までの期間、企業の特徴を制御して日米企業を比較したところ、他の条件を一定として、日本企業はアメリカ企業と比べて総資産に対する現預金の比率が 10~20% 高い (2011 年度では 14.9% 高い) という結果を得ている⁶。また、Kato, *et al.* (2017) では、ROE が低いほど現預金保有比率は低くなる結果が示唆されていることから、アメリカ企業より ROE が低い日本企業は現預金保有比率が低くなると考えられるが、分析結果をみると日本企業の方が現預金比率はむしろ高い結果となっている。この結果からも、日本企業が余剰の現預金を保有していることがわかる。

(2) 企業部門の IS バランス比較

日本企業が保有する余剰現預金の量を確認するため、企業部門の IS バランス (貯蓄・投資バランス) を確認したものが図 2 である。アメリカは世界金融危機の際に貯蓄超過となったが、平時に戻ると貯蓄超過が解消されていることがわかる。日本は平時に戻っても大幅な貯蓄超状態が続いていることが確認できる。

図 2 企業部門の IS バランス比較



(出所) 内閣府「国民経済計算」、Bureau of Economic Analysis, GDP table 5.1 より作成。

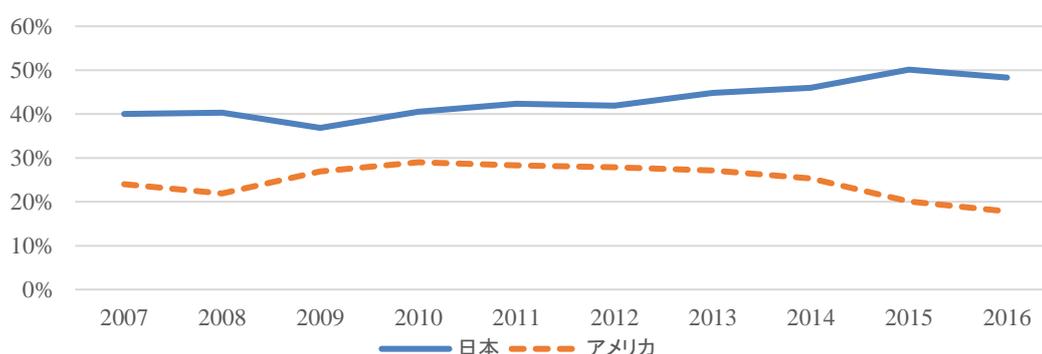
(3) 実質無借金企業の割合の推移

日米企業の余剰現預金を分析するために、現預金から借入金を差し引きプラスになる企

⁶ アメリカ企業は市場性有価証券を流動性の一部として捉え、現金と合わせて管理していることが示唆されるため、アメリカ企業についてのみ現金に市場性有価証券を加えたものを用いて同様の分析を行っても、概ね日本企業の方が高い (2011 年度では 13% 高い) という結果となっている。

業を実質無借金企業⁷と定義し、企業全体に占める割合の推移をみたものが図3である。世界金融危機が生じる前の2007年から2016年までの期間において日米比較をしてみると、アメリカでは、世界金融危機直後に実質無借金企業の割合が上昇したが、平時に戻ると低下している。しかし、日本をみると、世界金融危機が落ち着き平時に戻っても増加傾向が続いている。世界金融危機前から日米企業の実質無借金企業の割合に差はあったが、2016年をみるとその差が拡大している。

図3 実質無借金企業の推移の日米比較



(注1) 日本企業は TOPIX500 から金融機関を除いた 437 社。アメリカ企業は S&P500 から金融機関を除いた 433 社。

(注2) 日本、アメリカとも会計年度。

(注3) 各決算期において、(現金及び現金同等物) - {(短期借入金) + (長期借入金) + (受取手形割引高)} > 0 となる企業を実質無借金企業とする。借入金は社債を含む。

(出所) Bloomberg

上記(1)から(3)を踏まえると、日本企業は世界金融危機時の資金制約等の経験を引かずそのまま現預金を積み上げている企業が増えている可能性がある。世界金融危機の影響はアメリカ企業も受けているが、現預金の保有行動に着目して日本とアメリカの企業行動を比較すると、日本企業は過度に保守化しているといえる。

ここで小括すると、第2節では、日本企業は予備的動機や先行き不透明感等を理由として現預金を保有していることを確認した。第3節では、アメリカ企業と比較すると、日本企業が過剰に現預金を保有していると考えられることを示した。次節では、こうした日本企業が保有する現預金が市場からどのように評価されているのかを確認する。

⁷ 企業の現金及び現金同等物から短期借入金、長期借入金、受取手形割引高の合計を差し引きプラスになった企業を実質無借金企業と定義する。

4. 日本企業が保有している現預金の市場評価

(1) 日本企業が保有する現預金に対する市場評価

日本企業が積み上げる現預金については、市場から割引かれて評価されていることが実証分析及びアンケート調査による先行研究によって明らかになっている。まず、実証分析として、山口・馬場（2012）では、企業が現金保有を1円増加させた場合、市場はそれを0.55円～0.68円と1円よりも有意に小さくしか評価していないことを明らかにしている。また、中井・神山（2013）は、企業の保有すべき現預金額は理論的に明確ではないため、株主と経営者の間の現金利用目的に関する情報の非対称性について、投資家が大きいと見なすほど現金の価値は低く評価されると述べている。柳・上崎（2017）は、現預金に短期性有価証券と投資有価証券を加えた広義の現預金の限界的な価値について、コーポレートガバナンスが平均的な日本企業で約36～37%、コーポレートガバナンスが良い企業で約67～78%にまで割引かれて評価されることを明らかにしている。

また、グローバル投資家サーベイの結果を示したものとしては柳（2015a）がある⁸。これによれば、日本企業が保有する現金及び現金同等物の価値評価について、国内投資家の55%が額面評価、45%がディスカウント評価（ゼロまたはマイナス評価：9%、50%前後：12%、50～100%：24%）、外国人投資家の35%が額面評価、65%がディスカウント評価（0～50%：5%、50%前後：25%、50～100%：35%）している。そして、ディスカウント評価の要因として最も多いものは、「価値破壊的な（投資コストを下回るリターン）投資を行うことへの懸念（＝ROEが低い）」、次いで「コーポレートガバナンスに対する懸念（エージェンシー・コスト）」であることを明らかにしている。

第2節でみたように、多くの企業はそれぞれが合理的だと考える理由から現預金を積み増しているが、市場からはそうした企業が積み増す現預金の価値は割り引いて評価されているといえる。

(2) 企業が株主にもたらす価値の日米比較

では、なぜ日本企業が積み増す現預金の評価が低くなるのだろうか。その理由を探ると、株主の資本を使ってどれだけの利益を生み出したかを図る指標であるROEが低いまま、企業価値を向上させる取組みに保有する現預金を用いることなく積み上げていることが理由として考えられる。

以下では、企業の市場価値に関連する指標に基づき日米企業比較を行うことで、日本企業の状況を客観的に評価する。使用するのには、ブルームバーグから取得した企業データであり、対象企業は、日本はTOPIX500、米国はS&P500の構成企業（共に金融機関を除いた企業）

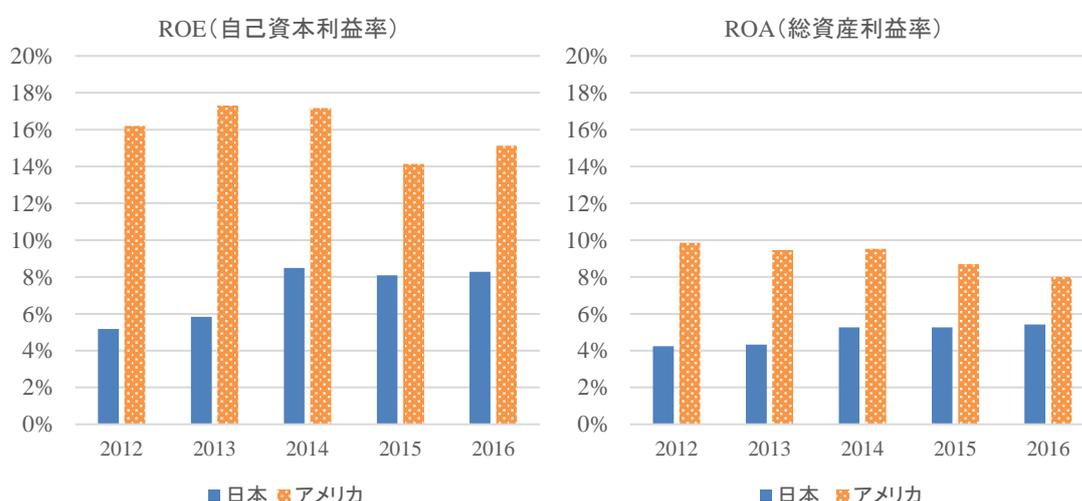
⁸ 2012年10月1日から12月31日までの3か月間、日本株に投資する世界の主要機関投資家200社（UBSコア200）に対して行ったサーベイ調査。国内機関投資家42社、外国人機関投資家40社の合計82社から回答を得ている。

である⁹。

① ROE 及び ROA の状況

ROE に関しては、2014 年に出された通称「伊藤レポート」で ROE8%以上を達成することが目指された¹⁰。その後の推移をみると、日本企業の ROE は 8%を超えるようになったが（図 4 左側）、アメリカ企業はおおむね 15%前後を維持しており、差は縮まったとはいえアメリカ企業の水準には達していない。また、「未来投資戦略 2017」で KPI となった ROA をみると、日本企業の ROA は年々上昇しているが、まだアメリカ企業の水準には達していない¹¹（図 4 右側）。

図 4 ROE と ROA の日米比較



(注 1) ROE=当期純利益/自己資本

ROA=税引前当期純利益/総資産

(注 2) 日本企業は TOPIX500 から金融機関を除いた 437 社のうち、ROE は欠損値を含む企業 9 社を除いた 428 社、ROA は欠損値を含む企業 13 社を除いた 424 社。アメリカ企業は S&P500 から金融機関を除いた 433 社のうち、ROE は欠損値を含む企業 12 社を除いた 421 社、ROA は欠損値を含む企業 11 社を除いた 422 社。

(注 3) 日本、アメリカとも会計年度。

(出所) Bloomberg

そこで日本企業の ROE がアメリカ企業よりも低い理由を把握するために、ROE をデュポーン分解してみると、マージンに大きな違いがあることがわかる（図 5 左側）。日本企業のマージンは年々改善傾向にあるが、依然としてアメリカ企業の約半分の水準にとどまってい

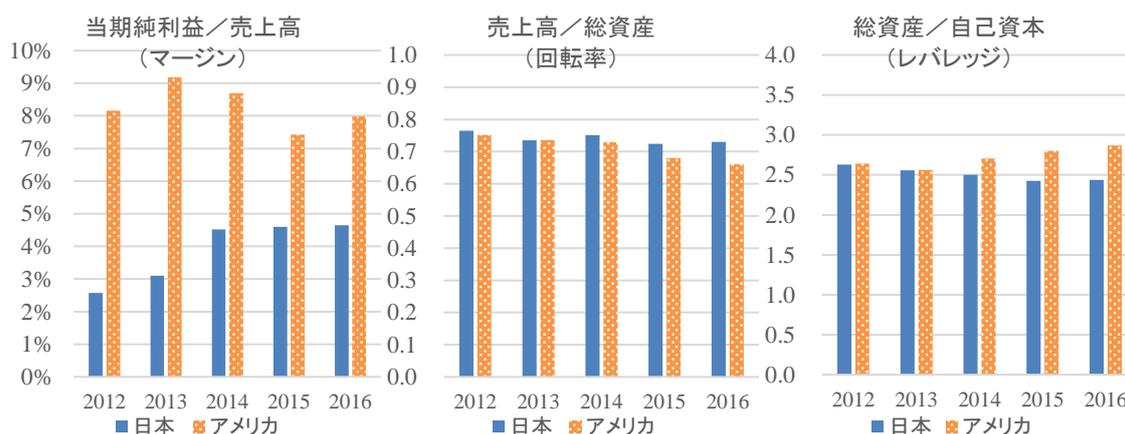
⁹ 2017 年 9 月 29 日時点の TOPIX500 及び S&P500 の構成企業（ともに金融機関を除いた企業）を対象とする。取得データは会計年度を基準とし、会計年度の区切りは各企業の本決算日とする。

¹⁰ 経済産業省（2014）

¹¹ 「未来投資戦略 2017」では、大企業（TOPIX500）の ROA について、2025 年までに欧米企業に遜色のない水準を目指すことが盛り込まれた。

る。また、財務レバレッジ（総資産／自己資本）に着目すると、日本企業は自己資本比率が上昇していることから、レバレッジは一貫して低下傾向にあり、アメリカ企業と差が開いていることがわかる（図5右側）。

図5 日米企業のROEのデュボン分解



(注1) ROEは、(マージン) × (回転率) × (レバレッジ) で表される。

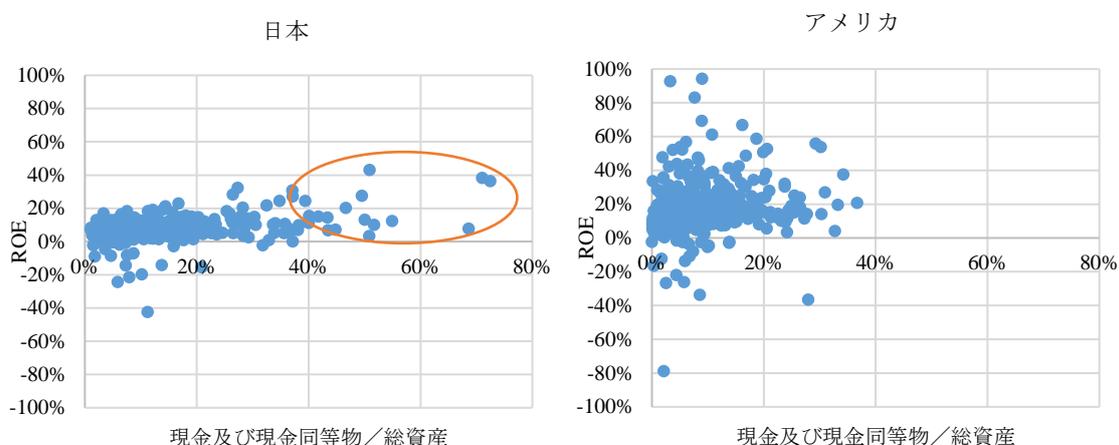
(注2) 日本企業は TOPIX500 から金融機関を除いた 437 社のうち、欠損値を含む企業 9 社を除いた 428 社。アメリカ企業は S&P500 から金融機関を除いた 433 社のうち、欠損値を含む企業 12 社を除いた 421 社。

(注3) 日本、アメリカとも会計年度。

(出所) Bloomberg

図6は、日米企業の総資産に占める現金及び現金同等物の比率（現預金比率）とROEの相関関係を示したものである。日本企業をみると、現預金比率が高いがROEは低い企業がアメリカ企業に比べて多くみられる。世界中に投資対象を持つ投資家の立場に立って日米企業を比較した場合、同じ資金を投資するにしても、ROEが低いまま現預金保有だけが多い企業よりも、高いROEで企業価値を示す企業の方が市場評価は高くなると考えられる。

図6 日米企業のROEと現預金比率の関係



(注1) 日本企業は TOPIX500 から金融機関を除いた 437 社のうち、欠損値を含む企業 9 社を除いた 428 社。アメリカ企業は S&P500 から金融機関を除いた 433 社のうち、欠損値を含む企業 12 社、自己資本がマイナスとなる期がある企業 25 社、ROE が 100 以上の企業 8 社を除く 388 社。

(注2) 2012 会計年度から 2016 会計年度の 5 年平均値。

(出所) Bloomberg

② PBR の状況

次に、日米企業の PBR を確認する (図7)。PBR は、1 株当たりの純資産に対し、株価が何倍まで買われているかを表したものである。図7の一番左の棒グラフが示すように、PBR が 1 倍未満、つまり時価総額が簿価を下回る企業が日本には 3 割も存在する。他方で、アメリカは PBR1 倍未満の企業はほとんどなく、10 倍超が 1 割以上を占めている。日本企業とアメリカ企業では、PBR の水準に大きな格差がある。

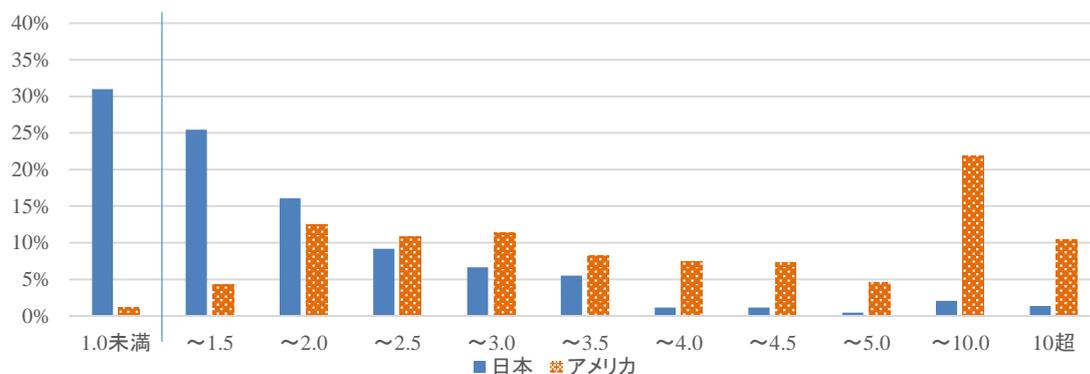
PBR が 1 倍割れをしている企業が、なぜこれほどまで日本に存在しているのだろうか。柳 (2015b) は、アメリカでは PBR1 倍未満になると敵対的買収や CEO 解任リスクにさらされることから、ガバナンスが働き、簿価割れは少なく、資本コスト以上の ROE を計上する価値創造企業が多いと指摘している。日本企業の株主構成をみると、機関投資家 (国内年金、国内投信、外国法人) よりも政策保有株主 (政府及び地方公共団体、保険会社、銀行、事業法人) が依然として多い¹²。政策保有株式が多い場合、資本が有効に活用されていなくとも企業側に経営改善を迫らない環境になっていると考えられ、株主による監視が十分に機能しないことでコーポレートガバナンスは弱くなっていると考えられる。企業のコーポレートガバナンスの改善に向けた取組みが進んでいるとはいえ¹³、日本企業の株主によるガバナ

¹² 上田・小林 (2017) によれば、政策保有株主の内訳は、4 分の 3 程度が事業法人、残りが保険会社と銀行がほぼ等分し、政府及び地方公共団体はごくわずかとなっている。

¹³ 企業のガバナンスの問題の改善については、金融庁より、2014 年 2 月に「責任ある機関投資家の諸原則 (日本版スチュワードシップ・コード)」、2015 年 6 月に「コーポレートガバナンス・コード」がそれぞれ策定されており、企業のガバナンスを強化していく環境整備が進められている。2017 年 5 月にスチュワードシップ・コードの改訂があったほか、同年 6 月「未来投資戦略 2017」が公表され、同年 10 月には「伊藤レポート 2.0」が公表された。2018 年 3 月には金融庁の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において、コーポレートガバナンス・コード改訂案と、

ンスの弱さが、アメリカ企業と比べて ROE や PBR が低いままで現預金を積み上げるといった日本企業の行動を招く要因になっていると考えられる。

図7 PBR の日米比較



(注1) 日本企業は TOPIX500 から金融機関を除いた 437 社のうち欠損値を含む企業 1 社を除いた 436 社。
 アメリカ企業は S&P500 から金融機関を除いた 433 社のうち欠損値を含む企業 18 社を除いた 415 社。
 (注2) 日本、アメリカとも 2016 会計年度。
 (出所) Bloomberg

企業が自ら合理的だと考えている行動が、結果として市場評価の向上につながっておらず、自らの企業価値を適正に高めることができていないのではないだろうか。次節では、企業が保有する余剰の現預金の使途を整理するとともに、余剰現預金の活用が市場価値の向上につながるかどうかを検証する。

5. 余剰現預金の活用による市場評価の向上

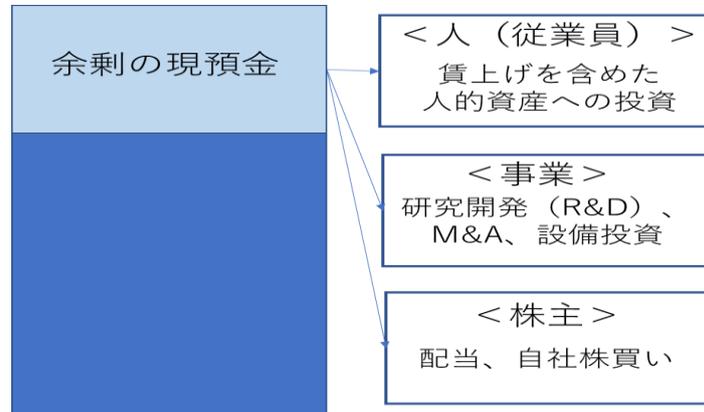
日本企業が必要以上に現預金を保有し有効活用していないのであれば、現預金の使い途として何が有効なのであろうか。そこで、企業の現預金の使い途を整理したのが図 8 である。企業のゴーイングコンサーンを考えると、企業が積み上げる余剰の現預金は、人（従業員）や事業に投資することがまずは重要である。柳川（2017）は、近年は、生産性や収益を向上させる原動力として、アイデアを生み出す人的資産の果たす役割は大きいと指摘している。今後は、さらなる賃金の引上げや待遇改善に充てていくことが重要になる。

また、柳川（2017）は、産業構造が大きく変化する中においては、方向転換のための投資支出や、産業全体の構造を大きく変えるための投資が必要であると指摘している。変化にキャッチアップするためには、R&D 投資や最近活発化している M&A 投資、スタートアップ企業への出資・買収が重要になってくる。こうした人や事業への投資を行っても、なお余りある場合は、佐々木（2013）が配当や自社株買いといったペイアウトの実施は投資家から一定のプラス評価を受けることを明らかにしているように、株主へ還元することも手段とな

投資家と企業の対話ガイドライン案が示されている。

る¹⁴。

図 8 余剰現預金の使い途



（出所）筆者作成。

以下では、企業が余剰の現預金を保有している場合、それらの活用が市場からの評価の向上につながるかどうかを検証する。検証にあたり TOPIX500 のうち、2016 年において「実質無借金かつ ROE8%未満または PBR1 倍割れ」に該当する企業を「資本効率に改善の余地がある企業」と定義する。この定義に該当する企業は、借入金を差し引いてもなお現預金の水準がプラスであるため余剰現預金を保有していると考えられるが、ROE8%未満である場合は株主資本を効率的に利益につなげられておらず、PBR1 倍割れの場合は企業価値が市場から評価されていない企業といえる。

以下、（1）では他企業の株式取得等や自社株買いを行った際の株価上昇率を「資本効率に改善の余地がある企業」と「それ以外の企業」に分けて分析し、（2）では「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元に自社株買いを行った場合の効果について試算を行った。用いたデータは、上記同様のブルームバーグのデータである。

（1）市場評価の向上に関する分析

①他企業の株式取得等による株価上昇率の分析

事業への投資の一環として、近年 M&A が活発化している。本稿では、M&A を含め、他企業の株式取得等を行った企業に対する市場の評価を明らかにするために、当該企業の株

14 佐々木（2013）は、現金保有とペイアウトが企業価値に与える効果を検証した結果、①ペイアウトの実施については投資家から一定のプラスの評価を得ている一方で、現金保有は投資家からまったく評価されていないこと、②機関投資家持分比率が高く、経営者による余剰資金の搾取が起きにくい企業や、余剰資金をペイアウトの形で十分に出している企業は、現金が投資家からプラス評価を受けていたこと、③機関投資家持分比率が高い企業では、現金保有がペイアウト金額に正の効果を与えており、ガバナンスの強弱が現金保有やペイアウト政策に影響を与えることを指摘している。

価上昇率を分析した¹⁵。具体的には、各企業の株式取得等の「アナウンス日前 20 営業日の平均株価」と「アナウンス日以後 20 営業日¹⁶の平均株価」を比較し株価上昇率を確認した。

分析対象は、TOPIX500 から金融機関を除いた企業 437 社のうち、2016 年に他企業の株式取得等を行った実績がある 160 社である。この 160 社に「資本効率に改善の余地がある企業」は 34 社含まれていた。よって本稿では、「資本効率に改善の余地がある企業」34 社の株価上昇率の平均と「それ以外の企業」126 社の株価上昇率の平均を比較した¹⁷。

その結果、「資本効率に改善の余地がある企業」34 社の株価上昇率は平均 2.2%、「それ以外の企業」126 社の株価上昇率は平均 0.7%であった。株式取得は総じて市場から評価されることを示している。これは井上・加藤（2006）で M&A で買収を行った企業の短期株価効果がプラスだったとする先行研究とも整合的である。本結果では、データ数が少ないため統計的な有意性までは確認できなかったものの、「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 1.5%ポイント高い結果となった。ここから、「資本効率に改善の余地がある企業」が株式取得を実施すると、市場からの評価がより高くなる傾向があると考えられる。

②自社株買いの実施による株価上昇率の分析

さらに、自社株買いを行った企業に対する市場の評価を明らかにするために、自社株買いを実施した企業の株価上昇率を分析した。上記同様に、各企業の自社株買いの「アナウンス日前 20 営業日の平均株価」と「アナウンス日以後 20 営業日の平均株価」を比較し、株価上昇率を確認した。

分析対象は上記同様、TOPIX500 から金融機関を除いた企業 437 社のうち、2016 年に自社株買いを行った実績がある 126 社である。この 126 社のうち「資本効率に改善の余地がある企業」は 24 社含まれていた。よって本稿では、「資本効率に改善の余地がある企業」24 社の株価上昇率の平均と「それ以外の企業」102 社の株価上昇率の平均を比較した¹⁸。なお、年内に自社株買いのアナウンスが複数回あった企業は、直近の実績を採用した。

その結果、「資本効率に改善の余地がある企業」24 社の株価上昇率は平均 4.5%、「それ以外の企業」102 社の株価上昇率は平均 3.4%であった。自社株買いのシグナリング理論¹⁹が指

¹⁵ 他企業の株式取得のアナウンスをした企業を対象とする。合併については今回分析対象としていない。

¹⁶ アナウンス当日を含む。

¹⁷ 株式の取得割合は問わずに集計。なお井上・加藤（2006）では、「増資資本は買収企業の内部に留まりその株主には分配されないこと、したがって買収対象企業の株主は買収企業からの買収価格の提示を受けないことから、他の取引形態とは大きく性格の異なる取引」であることから研究の対象外とされており、本稿でも増資は分析対象には含めないものとする。

¹⁸ 株式の取得割合は問わずに集計。

¹⁹ 榊原（2012）はシグナリング理論について、外部投資家と比べて企業の情報を良く知る経営者が自社株を買い戻すと計画するのは、経営者が妥当と考える株式価値と比べて市場の株価が割安状態にあると判断したためであり、自社株買いの発表は株価が割安状態にあるとのシグナルを経営者が具体的行動を通じて投資家に発信したものと市場は考え、そのために自社株買いの発表は株価上昇につながると主張されていると説明している。

摘されているが、本稿の試算でも自社株買いは総じて市場から評価されていることが確認できた。本結果では、データ数が少ないため統計的な有意性までは確認できなかったものの、「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1.1%ポイント高い結果となった。ここから、「資本効率に改善の余地がある企業」が自社株買いを実施すると、市場からの評価がより高くなる傾向があると考えられる。

(2) ネットキャッシュを元に自社株買いを行った場合の効果の試算

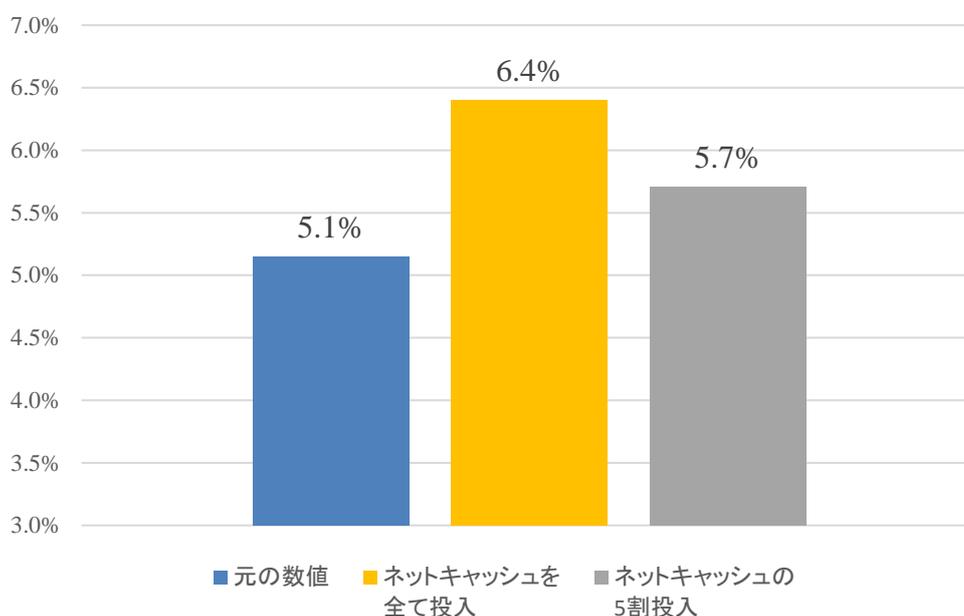
本稿では、上記(1)で「資本効率に改善の余地がある企業」に着目した分析を行ったことから、仮に当該企業が剰余現金を用いて自社株買いを行った場合、ROEがどの程度改善するのかといった試算も行った。

分析対象は、TOPIX500から金融機関を除いた企業437社のうち、「資本効率に改善の余地がある企業」91社である。これらの企業の現金及び現金同等物から短期借入金、長期借入金、受取手形割引高の合計を差し引きプラスになった額を「ネットキャッシュ」とし、このネットキャッシュを元手に、「すべて自社株買いに投入した場合」、「5割を自社株買いに投入した場合」の2パターンでROEを試算した。

その結果、「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すべて投入して自社株買いをした場合、ROEが5.1%から6.4%となり、1.3%ポイント向上することがわかった²⁰(図9)。また、ネットキャッシュの半分を保持し、半分を自社株買いに充てた場合でも0.6%ポイント上昇することがわかった。

²⁰ なお、自社株買いについては留意点もある。近年、転換社債型新株予約権付社債(CB)の発行による調達資金で自社株買いを行う「リキャップCB」によってROEの向上を図る企業が存在する。「リキャップCB」とは、CBを発行して負債を増やし、その資金で自社株買いを行って資本を減らすことで、「純利益/自己資本」から導き出されるROEの数値を一時的に引き上げる手法である。この場合、将来、発行したCBが株式に転換されるとROEが低下すること、また株式の希薄化を招くことから、既存株主の価値を毀損する方法だと考えられる。

図9 資本効率に改善の余地がある企業が自社株買いを行った場合のROE改善の試算



(注1) ネットキャッシュは、(現金及び現金同等物) - {(短期借入金) + (長期借入金) + (受取手形割引高)} で算出。

(注2) 自社株買い後の減少した自己資本額を以下で算出のうえ、自社株買い後のROEを算出。5割投入の場合は、「B (自己資本減少額)」に5割を乗じて算出。

$$\frac{\text{A}}{\text{B}} = \frac{\text{自己資本}}{\text{自己資本} - \{(\text{ネットキャッシュ}) \div (\text{年度末時価総額}) \times (\text{自己資本})\}}$$

(注3) 2016会計年度。

(注4) 日本では2001年の商法改正により自社株買いが可能となった。株主との合意によって取得が可能となるため、株主総会や取締役会の決議が必要等の規制あり。

(出所) Bloomberg

6. まとめ

2008年の世界金融危機以降、日本企業が保有する現預金は増加傾向にある。先行研究や財務省財務局のヒアリング調査によれば、企業は将来の資金制約リスク等に備えた予備的動機や先行きの不透明感等を理由として現預金を保有している。しかし、アメリカ企業と比較すると日本企業は過度に保守的になっていると考えられる。日本企業は過度な将来への懸念から現預金を積み増しているが、企業価値の向上につながっていないため、市場からは積み増した現預金が割り引かれて評価されている。日本企業が合理的であるとする現金保有行動が、企業価値の向上に結びついておらず、むしろ市場から評価されない状況に陥っているといえる。こうした日本企業が多くなることで、日本経済全体の成長を押しとどめる一因となっていると考えられる。近年のように産業構造の変化が激しい中においては、企業はアイデアを生み出す人への投資が欠かせず、賃上げや待遇改善を行うことが必要であり、また、R&DやM&A投資等によって技術をキャッチアップすることが重要になってい

る。

本稿で、他企業の株式取得等を実行した企業の株価上昇率を調べたところ、株価は総じて高まるが、特に「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1.5%ポイント高かった。また、同様に自社株買いを行った企業の株価上昇率を調べたところ、株価は総じて高まるが、特に「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1.1%ポイント高かった。これらの結果から、他企業の株式取得や自社株買いの実行は総じて市場評価を高めるが、「資本効率に改善の余地がある企業」が行う場合は、市場からの評価がより高くなることが示唆された。また、「資本効率に改善の余地がある企業」が、仮にネットキャッシュを全て用いて自社株買いを行った場合、ROEは1.3%ポイント改善することがわかった。

企業によって経営戦略や投資に対する考え方が異なることは当然であるが、上記の結果からは、余剰の現預金を手元に持ち続けるよりも、事業への投資を行った方が企業価値の向上という観点からは有効であること、また投資後でも現預金に余剰が生じる場合には、それを株主への還元を用いることが企業価値を高める手段となることがわかった。個別の企業が自身の現預金保有行動を合理的だと判断していても、市場からは非合理的だと判断され、企業価値は適正に高められていないと考えられる。本稿で触れてきたとおり、保有する現預金を活用して企業価値を高める手段は多く存在する。人への投資・事業への投資や、さらに余剰資金が生じた場合に株主への還元を行うことで、企業価値を向上させる必要がある。そのためには、経営者が市場からの評価も視野に入れ、現預金保有に関し、より合理的な判断を行うことが求められる。

経営者にこうした行動を促すためには、コーポレートガバナンスが重要である。日本で依然として多く見られる株式の持ち合いは、株主による監視が十分に機能しないため、コーポレートガバナンスを弱める一因となっていると考えられる。積極的な理由が説明できない限り、政策保有株式は解消されていくことが必要である。

日本企業がさらに収益を上げ、市場からより高く評価されることは、日本経済の拡大につながる。平成30年1-3月期の法人企業景気予測調査によれば、平成29年度における大企業（全産業）の利益配分スタンスは重要度が高い順に、設備投資、株主への還元、内部留保、従業員への還元となっており、徐々に企業の動きも変化が生じているといえる。こうした動きをさらに加速させる必要がある。企業が成長し、従業員の賃金上昇につながり、投資をした株主にも還元されるといった良い循環を作り出すことが経営者に求められる。

補論 <政策的な対応に向けて>

本稿での分析や先行研究を踏まえると、日本企業が余剰現預金をより企業の成長のために有効活用するためには二つの方策が考えられる。一つは、取り組みを進めている企業とそうでない企業を選別する「メルクマール」を設定することである。もう一つは、株主を中心としたステークホルダーによる企業の財務戦略の監視を強化することである。

(1) 取り組みを進めている企業とそうでない企業を選別する「メルクマール」の設定

Chattopadhyay *et al.* (2017) は、「JPX 日経インデックス 400²¹」に選定された企業と漏れた企業について、選定前後の財務分析を実施したところ、インデックスに採用されるというインセンティブが、マージン、資産の効率性、株主への還元を向上させることで、閾値周辺の企業に ROE を比例的に 35% 上昇させたことを明らかにしている。つまり、「JPX 日経インデックス 400」に選定されるよう企業が取り組んだ結果といえる。取り組みを進める企業とそうでない企業を分ける「メルクマール」を設定することは有効だと考えられる。

(2) 株主を中心としたステークホルダーによる企業の財務戦略の監視を強化

Jensen and Meckling (1976) や佐々木 (2013) では、現預金保有の効率性という観点から、外部からのモニタリングが重要である可能性が指摘されている。特に大口株主は、スチュワードシップ・コードにより、資本効率性を向上させる取り組みを積極化させている企業を評価する責任を果たしていく必要がある。さらに、株主と企業との対話を通じて企業の資本効率性を向上させるためには、多くの日本企業において従来から見られる政策保有株式についても、より積極的な理由づけが求められると考えられる。

²¹ 2014 年に導入された株式インデックス。ROE や時価総額等を基準として、収益性、資本効率等の観点から、日本のトップ 400 の企業を日本取引所グループ、東京証券取引所、日経新聞社が選定したもの。

参考文献

- 井上光太郎・加藤英明（2006），『M&A と株価』，東洋経済新報社。
- 上田亮子・小林慶一郎（2017），「企業統治と安定株主 持ち合い解消へ税優遇も」，日本経済新聞（朝刊）2017年8月30日。
- 官邸（2017），『未来投資戦略2017 –Society5.0の実現に向けた改革–』。
- 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』。
- 榊原茂樹（2012），「自社株買いのアナウンスによる株式価値の増加－理論的増加額とその原因分析－」，『商学論究』第60巻第1・2号，pp.97-125。
- 佐々木寿記（2013），「企業の現金保有とペイアウト政策の関係－リーマンショック前後でのわが国企業における変化－」，『証券アナリストジャーナル』第51巻第6号，pp.26-35。
- 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。
- 中井誠司・神山直樹（2013），「保有現金の価値評価：リーマンショック前後と日米欧比較」，『証券アナリストジャーナル』第51巻第6号，pp.17-25。
- 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。
- 柳川範之（2017），「投資に関する構造変化」，『企業の投資戦略に関する研究会－イノベーションに向けて－報告書』，財務総合政策研究所。
- 柳良平（2015a），『ROE 革命の財務戦略－外国人投資家が日本経済を強くする』，中央経済社。
- 柳良平（2015b），「ROE 向上へ向けた企業と投資家の望ましい関係：伊藤レポートを受けて－投資家サーベイの示唆とエクイティ・スプレッドの考察－」『証券アナリストジャーナル』2015.6。
- 柳良平・上崎勲（2017），「日本企業におけるコーポレートガバナンスと保有現金価値の関係性－平均的な企業の保有する現金の限界の価値の検証－」，『インベスター・リレーションズ』第11号，pp.22-40。
- 山口聖・馬場大治（2012），「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」，『経営財務研究』第32巻，第1・2号，pp.108-122。
- Chattopadhyay, A., M. D. Shaffer, C. C. Y. Wang (2017), “Governance through Shame and Aspiration: Index Creation and Corporate Behavior in Japan”, *Harvard Business School Working Paper* 18-010.
- Harford, J., S.A.Mansi and W.F.Maxwell (2008), “Corporate governance and firm cash holdings in the US”, *Journal of Financial Economics* 87, pp.535-555.

- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) , “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Kato, K., 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* 44(3) & 44(4), pp.480-523.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz and R. Williamson (1999) , “The determinants and implications of corporate cash holdings”, *Journal of Financial Economics* 52, pp.3-46.