



シリーズ  
日本経済を考える

57

# 2008年以降の日本企業の 現預金保有比率の 決定要因<sup>\*1</sup>

財務総合政策研究所 研究員  
富永 健司

## 1. はじめに

日本企業が保有する現預金総額は2008年度頃から増加トレンドにある。具体的には、2007年度から2014年度の間、135.3兆円から185.8兆円へと約37.3%増加した(図1)。こうした日本企業の現預金保有の水準の高まりに関して広く関心が寄せられている<sup>\*2</sup>。

企業の保有する現預金が増加している要因について、企業のコーポレートガバナンスとの関連性を指摘する見方がある<sup>\*3</sup>。すなわち、企業の経営者が裁量権を維持・確保するため、外部資金調達と比べて市場の規律が働きにくい内部資金を優先して確保しているとの考え方である(Jensen (1986))。一方、将来的な資金調達の不確実性が企業の現預金保有に影響するとの見方がある(Keynes (1936))。

こうした理論に基づき、主に企業レベルでの個票データを用いた実証研究の蓄積が進んでいる(Opler et al. (1999)、Bates et al. (2009))。日本企業の現預金保有比率<sup>\*4</sup>の決定要因を分析した研究としては、堀・安藤・齊藤(2010)が代表的

である。

本稿では、昨今の増加トレンドが始まった2008年度直後に焦点をあて、日本企業の現預金保有比率の上昇要因を考察する。2008年以降を対象とした研究の蓄積は十分ではないため、本分析の意義は高いと考えられる。本稿の分析では、2008年の景気後退期において発生した需要減少等による企業の運転資本比率<sup>\*5</sup>の低下に着目し、企業の現預金保有比率の上昇に関する事実整理を行う。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、企業の現預金保有に関する理論及び実証研究を整理し、本稿の問題意識・仮説と分析に使用する諸変数を整理する。第3節では、第2節で示した諸変数と現預金保有比率の関係について記述統計による分析を行う。第4節では、本稿の結論と今後の分析の課題を述べる。

## 2. 企業の現預金保有に関わる 諸要因

### 2-1. 理論的仮説

企業の現預金保有に影響を与える重要な要因と

\*1) 本稿の執筆にあたっては、財務総合政策研究所の折原正訓研究官に有益な助言と示唆を頂いた。また楡井誠総括主任研究官、大関由美子総務課長をはじめとする財務総合政策研究所の方々、学習院大学細野薫教授より多くの貴重な意見・コメントを賜った。ここに記して感謝の意を表したい。本稿の内容や意見は全て筆者の個人的な見解であり、財務省および財務総合政策研究所の見解を示すものではない。

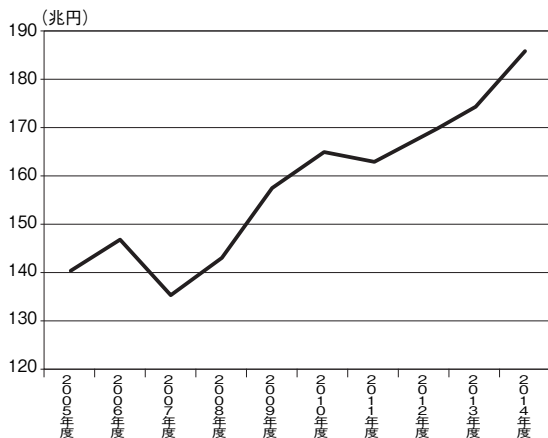
\*2) 例えば、International Monetary Fund (2014) において取り上げられている。

\*3) 前掲注(2)を参照。

\*4) 既存の研究は、個別企業の現預金保有額を個別企業の総資産で除した比率を主な分析対象としている。

\*5) 本稿では「現預金を除く流動資産から流動負債を除いた純流動資産」と定義する。「運転資本」は、売掛金、買掛金、在庫等により構成される。流動性が高い資産であることから、既存研究において、現預金との代替性が高いとの実証結果がでている(Bates et al. (2009)、堀・安藤・齊藤(2010))。

図1 日本企業（金融業、保険業以外の業種）の現預金保有額の推移



(注)業種は法人企業統計調査の業種分類に基づく。  
(出所)財務省「法人企業統計年報」

して、(現預金を除く)流動性の高い資産の保有状況および銀行借入・社債発行等による資金調達能力を上げることができる。現預金と代替性の高い流動資産\*6を保有することは現預金を保有する必要性を低下させる。また、低コストで必要な資金を調達することが可能であれば現預金を保有する必要性は低くなると考えられる。

### 2-1-1. 取引費用仮説

Keynes (1936) は、企業が現金を保有する動機として、日々の取引に資金が必要になることに備えている点を挙げている。この日々の取引において発生する現金需要に備えるという動機の強さは、資産を現金化する際のコストに影響される。こうした現金化のコストが現預金保有比率に影響するとしたのが取引費用仮説である。

例えば、企業が資金不足の状況に陥る場合、(1)投資や配当を減少させる、(2)外部資金調達等を行うことが考えられる (Opler et al. (1999))。こうした場合、現金化するコストが低い流動資産をより多く保有していれば、必要な現金は少なく済むと言える。

### 2-1-2. 予備的動機仮説

予備的動機仮説によれば、外部資金調達を行う際の調達コストが情報の非対称性により割高になる傾向にあるため、企業は将来のプロジェクトへの投資のために現金を保有する。したがって、成長性の高い企業については、将来の資金需要に対応するため、現金を保有する動機が強いことが予想される。

### 2-1-3. フリーキャッシュフロー仮説

取引費用仮説、予備的動機仮説とは異なる視点から企業の現金保有を説明する仮説として、フリーキャッシュフロー仮説がある。当該仮説は、経営者の裁量が働きやすい企業においては、投資機会がない場合にも現金を保有する可能性があるとの考え方である。経営者が内部資金を重視する理由としてJensen (1986) は、経営者が外部からの資金調達に伴って発生する市場からの監視・規律を避け経営の裁量権を確保することを指摘している。

## 2-2. 本稿の分析に使用する変数の定義

本稿の分析に用いる変数の定義と現預金保有比率との関係については以下の通りである。

運転資本比率は、(現預金を除く)流動資産から流動負債を差し引いた金額を総資産額で除した個社毎の比率について、各年毎に企業全体の平均値をとったものである。運転資本比率は、受取・支払手形、売掛・買掛金、棚卸資産など流動性が高い資産及び負債で構成されているため、現預金と代替関係にあると考えられる。結果として、両者には負の相関が見られると予想される。

銀行借入比率は、銀行借入額を総負債金額で除した個社毎の比率について、各年毎に企業全体の平均値をとったものである。金融危機等が起きていない平時には、銀行借入比率が高ければ現預金保有の必要性を低下させる (すなわち、銀行借入比率と現預金保有比率との間に負の相関が見られ

\*6) 以下では、現預金を除く流動資産を「流動資産」として言及する。

る)と考えられる。他方、危機時においては、(現預金を除く)流動資産の減少を補うために、企業が銀行借入による外部資金調達を行うことで、銀行借入比率と現預金保有比率との間に正の相関関係が見られることも考えられる\*7。このため、現預金比率と銀行借入比率の関係は必ずしも一定ではない可能性がある。

設備投資比率は、年間の設備投資支出額を総資産額で除して算出した個社毎の比率について、各年毎に企業全体の平均値をとったものである。設備投資比率と現預金保有比率の関係については次のように考えられる。まず、平時には、資金需要が高い成長企業は、将来資金調達制約に直面し、必要な資金を調達できない可能性が高い。企業はこうした問題を避けるために現預金を保有すると考えられることから、設備投資比率と現預金保有比率との間に正の相関が見られると考えられる。他方、企業が設備投資を行う際、資本コストの低い手元資金を優先的に使用する場合、設備投資比率と現預金保有比率の間には負の相関が見られると考えられる。次に、危機時においては、(現預金を除く)流動資産の減少を補うために、設備投資を削減することも考えられる。この場合、設備投資比率と現預金保有比率には負の相関関係が見られると考えられる。こうした議論は、現預金保有比率と設備投資比率との関係が必ずしも一定でないことを示唆する。

### 2-3. 既存の実証分析

企業の現預金保有の決定要因に関する初期の代表的な実証研究として、Opler et al. (1999) を挙げることができる。Opler et al. (1999) は、現預金等\*8の保有比率に関わる費用と便益のトレードオフを指摘し、現預金等を保有する限界的な費用と限界的な便益が一致する水準に決まるモデル

を示した。すなわち、現預金保有比率を高めると、資金不足になるリスクが低くなる(便益は増加する)一方、資金を他の投資等に回すことが出来ないという意味で費用が発生する。以下で示す実証分析においても、Opler et al. (1999) のモデルに基づく分析が多く行われている。

Opler et al. (1999) は上記のトレードオフモデルにより、1971~1994年の米国の上場企業の現預金や流動性の高い証券の保有の決定要因について、主に取引動機仮説、予備的動機仮説に基づく諸変数を構築した分析を行った。分析の結果、現預金等の保有比率は、投資機会が多い企業やキャッシュフローの変動が高い企業ほど高く、資本市場へのアクセスが容易な大企業や高格付け企業ほど低くなることを示した。こうした分析結果は、取引動機仮説および予備的動機仮説を支持するものと考えられる。

Bates et al. (2009) は、Opler et al. (1999) のモデルに基づき、1980~2006年における米国の製造業企業の現預金や流動性の高い証券の保有比率の上昇要因を分析した。Bates et al. (2009) によれば、運転資本の減少、キャッシュフローの変動の高まり、設備投資の減少等が現預金保有比率の上昇に影響を与えたとされる。すなわち、Bates et al. (2009) の分析結果も、取引動機仮説および予備的動機仮説を支持するものと考えられる。他方、フリーキャッシュフロー仮説は支持されなかったとしている。

日本企業の現預金保有についての研究として、Pinkowitz and Williamson (2001)、堀・安藤・齊藤 (2010) がある。Pinkowitz and Williamson (2001) は1974~1995年のデータを用いた日本・米国・ドイツ企業の現預金保有比率に関する分析であり、日本におけるメインバンク制度等の影響について分析した点が特徴である。既存研究にお

\*7) 当ケースの場合、銀行借入により資産サイドでは現預金が増加する。

\*8) 既存研究では現金およびその代替物(預金、短期証券等)が現金の定義として使用されている場合がある。企業の現預金保有を示す指標としては、(1) 現預金 / 総資産、(2) 現預金 / (総資産 - 現預金)、(3)  $\log(\text{現預金} / (\text{総資産} - \text{現預金}))$  等が使用されている。本稿ではサンプル内で資産の多くを現預金が占める企業の値が極端な数値となってしまうとの理由から、(1) を使用している。

いては銀行借入比率と現預金保有比率との間に代替関係があることを指摘しているものがあるが、Pinkowitz and Williamson (2001) は日本企業の現預金保有比率と銀行借入比率が正の相関にあることを指摘し、その要因がメインバンク制を背景とした銀行の影響力の強さにあるとした。堀・安藤・齊藤 (2010) はPinkowitz and Williamson (2001) に基づき、1982～2005年度における日本の上場企業（金融・保険業を除く）の現預金保有の決定要因を分析した。その中で銀行借入比率について、1980年代前半には製造業企業の銀行借入比率の係数が統計的に有意に正の値を示しており、Pinkowitz and Williamson (2001) と整合的な結果となったことが示されている。他方、1980年代後半以降、係数の有意性がなくなったとしている。堀・安藤・齊藤 (2010) では、この他にも、現預金保有比率は、運転資本比率と比較的強い代替関係があること、また、設備投資比率とも代替関係にあるもののその程度は運転資本比率との代替性に比べて小さいことが示されている。

## 2-4. 問題意識と仮説

本稿では、現預金保有比率に関する昨今の増加トレンドが始まった2008年度直後に焦点をあて、その上昇要因を考察する。具体的には、2008年における金融危機後の需要減少等により運転資本が減少する中、企業は銀行借入による資金調達及び設備投資削減等を行い、その結果、とりわけ2008年の金融危機直後に日本企業の現預金保有比率が上昇したとの仮説に関する事実整理を行う。

本稿で、現預金保有比率の上昇に影響を与えた変数として銀行借入比率と設備投資比率を取り上げる理由は次の通りである。まず銀行借入比率については、日本企業に関する既存研究 (Pinkowitz and Williamson (2001)、堀・安藤・齊藤 (2010))

において現預金保有比率に影響を与える要因として着目されており、日本企業を分析する際に重要度が高いと考えられる。また設備投資比率については、既存研究 (堀・安藤・齊藤 (2010)) において、現預金保有比率に対する影響が頑健であるとの実証結果がでているため、今回の分析でも取り上げる。

## 2-5. 使用データ及び分析方法

分析に使用するデータは、日本経済新聞社「NEEDS-FinancialQUEST」より取得した1990～2014年度（現預金保有比率）及び1997～2014年度（運転資本比率、銀行借入比率、設備投資比率）の個別企業の単独決算の財務データである\*9。このデータは、上場企業のほか、有価証券報告書を開示している一部の非上場企業の財務データを収録している。業種については、日経業種分類に基づき、金融関連以外の業種を対象に分析している（具体的には「銀行」「証券」「保険」「その他金融」を除いたもの）。

分析では、「現預金保有比率（平均企業数2608）」、「運転資本比率（平均企業数2607）」\*10、「銀行借入比率（平均企業数2607）」、「設備投資比率（平均企業数1515）」を使用している。

## 3. 現預金保有比率及び諸変数の記述統計

### 3-1. 現預金保有比率の推移

仮説の下での事実整理を行うに当たり、まず企業の現預金保有比率の推移を概観する。図2は1990～2014年度における日本企業の現預金保有比率の時系列推移を示している。特に1994年度以降の動きを見ると、景気後退期前まで現預金保有比率が低下し、その後景気後退期から現預金保有比率が上昇するという動きが繰り返されているこ

\*9) 分析の際、企業の現預金保有比率等を同時点で評価するため、決算期が3月の企業に絞って分析を行っている。また、1997年以前の設備投資額の数値はデータ元の有価証券報告書において開示義務がないため、設備投資比率は他の変数と比較して欠損が多く、データ数が十分に確保できない。そのため、設備投資比率等の各種変数（運転資本比率、銀行借入比率、設備投資比率）については1997～2014年度のデータを使用している。

\*10) 運転資本比率の算出にあたり、運転資本比率が-1以下の企業については除外した。

とがわかる\*11。つまり、現預金保有比率の動きについてはある程度、景気と関連した動きをしていることが推察される。直近の現預金保有比率の動きを見ると、2008年度頃から上昇傾向にあり、歴史的に見ても過去最も現預金保有比率が高かった1990年度頃と同水準となっている。

### 3-2. 運転資本比率と現預金保有比率

運転資本比率は、売上債権（受取手形や売掛金）や保有在庫、買入債務（支払手形や買掛金）等によって構成されているため、景気動向に影響を受けやすいと考えられる。図3より、運転資本比率は、2008年度の景気後退期に低下していることがわかる。すなわち、景気後退期の需要ショックによって、運転資本比率が低下したと考えられる。

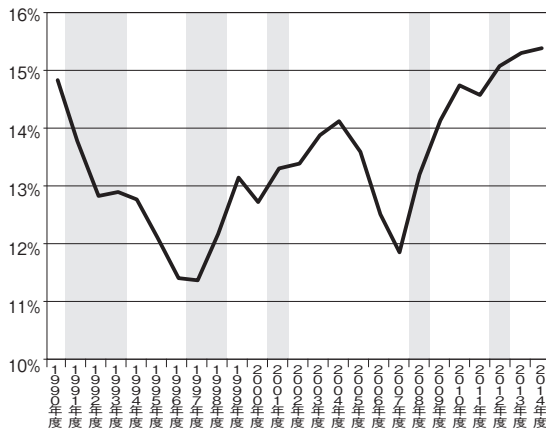
2008～2011年度における運転資本比率と現預金保有比率との間の関係を見ると、負の相関が見られる（代替関係がみられる）。こうした動きは、2008年度以後に、運転資本比率の低下を代替するために、企業は現預金保有比率を上昇させたことを示唆する。運転資本比率と現預金保有比率に代替性が見られることは、堀・安藤・齊藤（2010）と整合的である。すなわち、堀・安藤・齊藤（2010）においても、現預金保有比率と運転資本比率との代替関係が示されている\*12。

### 3-3. 銀行借入比率と現預金保有比率

こうした運転資本比率の低下（図3）に対して、資金確保のために企業が行う選択肢として銀行借入等の市場からの資金調達や投資の削減がある。本項では銀行借入比率、次項では設備投資比率に注目して考察を行う。

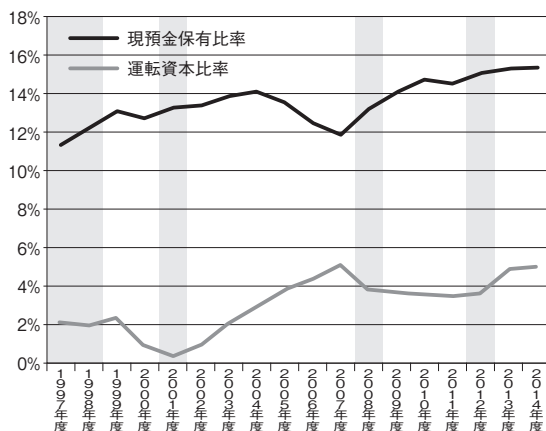
図4には、銀行借入比率と現預金保有比率の時系列推移が示されている。2008年度前後の動きを

図2 現預金保有比率（金融関連以外の業種）の推移



(注1)シャドーは景気後退局面を含む主な時期。  
(注2)業種は日経業種分類における「銀行」「証券」「保険」「その他金融」以外の業種。  
(出所)内閣府、日経NEEDS-FinancialQUEST

図3 運転資本比率（金融関連以外の業種）の推移



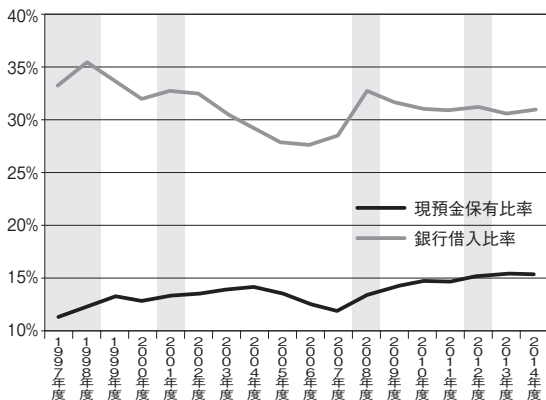
(注1)シャドーは景気後退局面を含む主な時期。  
(注2)業種は日経業種分類における「銀行」「証券」「保険」「その他金融」以外の業種。  
(出所)内閣府、日経NEEDS-FinancialQUEST

見ると、2007年度から2008年度にかけて、銀行借入比率が上昇し、その後下落していることが読みとれる。2007年度から2008年度の景気後退期にかけて企業が銀行からの調達を増やしているこ

\*11) 景気後退期は、1991～1993年度(1991年1～3月が山、1993年10～12月が谷)、1997～1998年度(1997年4～6月が山、1999年1～3月が谷)、2001年度(2000年10～12月が山、2002年1～3月が谷)、2008年度(2008年1～3月が山、2009年1～3月が谷)、2012年度(2012年1～3月が山、2012年10～12月が谷)として示した。括弧内は四半期日付。

\*12) ただし、運転資本比率と現預金保有比率の間に正の相関が見られる期間もある。例えば、2012年以降は、正の相関を示している。

図4 銀行借入比率（金融関連以外の業種）の推移



(注1)シャドーは景気後退局面を含む主な時期。  
 (注2)業種は日経業種分類における「銀行」「証券」「保険」「その他金融」以外の業種。  
 (出所)内閣府、日経NEEDS-FinancialQUEST

とは、本稿の仮説と整合的である。ただし、銀行借入の増加要因の一つに直接金融市場における調達環境の悪化による、銀行借入へのシフトがあったことには留意する必要がある。日本銀行(2009)によれば、2008年の金融危機後、社債市場やCP市場において調達環境が悪化し、資金調達手段を銀行借入へ振り替える動きが見られたとされる。すなわち、直接金融市場において資金調達が制約的な状況にあったことが大企業の銀行借入の上昇要因としてあげられる。この間、現預金保有比率も上昇していることを踏まえると、銀行借入比率と現預金保有比率との正の相関の背景には、直接金融市場における資金調達環境の悪化が影響していたことが示唆される。

他方で2009～2011年度頃まで、銀行借入比率は下落、現預金保有比率は上昇しており、両者には負の相関が見られる。この期間においては、銀行借入の需要が減少したことが示唆される。

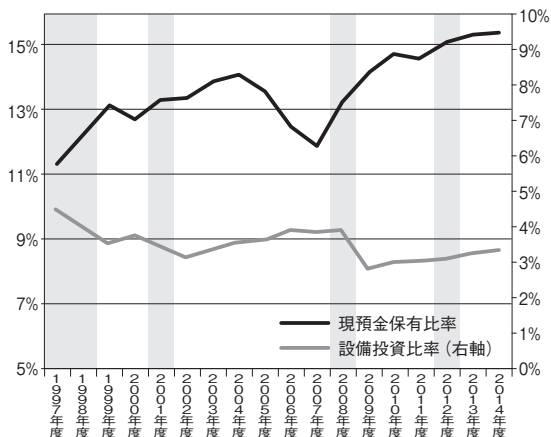
本項の考察から、2008年の金融危機時には銀行借入が一時的に資金調達のバックストップとして機能していたことが示唆される。

### 3-4. 設備投資比率と現預金保有比率

設備投資比率(図5)は2008年度には3.90%であったが、2009年度には2.84%へと低下し、その後は微増する動きとなっている。現預金保有比率との関係は特に金融危機直後において負の相関関係(代替関係)を示している。しかし、例えば2010年度以降の動きを見ると、負の相関関係は見られない\*13。

これらの動きを総合すると、設備投資比率と現預金保有比率については、金融危機直後には代替関係がみられるものの、両者の関係は運転資本比率程強い代替関係にはないと考えられる。堀・安藤・齊藤(2010)における推定においても、設備投資比率の係数(負値)の絶対値は、運転資本比率の係数の絶対値よりも小さかったことが示されている。

図5 設備投資比率（金融関連以外の業種）の推移



(注1)シャドーは景気後退局面を含む主な時期。  
 (注2)業種は日経業種分類における「銀行」「証券」「保険」「その他金融」以外の業種。  
 (出所)内閣府、日経NEEDS-FinancialQUEST

## 4. 結論と今後の課題

本稿では、2008年の金融危機直後の日本企業の現預金保有比率の上昇要因についての考察を行った。

\*13) 設備投資比率についてはデータが取得できる企業数が比較的少なくなってしまうことから、設備投資額が取得できる企業に限定した上で、現預金保有比率の推移の分析も行っている。この分析においても、結果は概ね同様であった。

分析の結果は、概ね本稿の仮説と整合的な結果であった。

運転資本比率については、2007年度から2009年度にかけて比較的大きく低下しており、現預金保有比率との負の相関が見られた。こうした動きの解釈として、2008年の景気後退期における需要減少等の影響により運転資本比率が低下し、同時に運転資本比率と代替性の高い現預金保有比率の上昇が起こっていたと考えることができる。

銀行借入比率については、2007年度から2008年度に上昇し現預金保有比率と正の相関を示している。しかし、その後は両者には負の相関が見られた。すなわち、日本企業が2007年度から2008年度において一時的に現預金を銀行借入によって確保していたと考えられる。

設備投資比率について、特に2008年の金融危機直後に現預金保有比率と負の相関が見られた。すなわち、2008年直後、企業が現預金確保のために設備投資を減少させたことが示唆される。

これらの事実を総合すると、景気後退による需要減少等で、企業の運転資本比率が減少し（図3）、企業は資金確保のために銀行借入や（図4）、設備投資の削減を行った（図5）と考えられる。こうした一連の動きの結果として、現預金保有比率の上昇が起こったということが示唆される。

本稿の分析の主眼は、仮説に関する事実整理であった。今後の課題として、計量手法を用いること等により、結果の頑健性を分析することが挙げられる。また、今回の分析で使用したデータは、上場企業が中心となっていることについては留意が必要である。既存研究において、企業規模が現預金保有比率に影響するとの結果がでており、中小企業も含めた分析が重要であると考えられる。こうした課題を踏まえ、現預金保有比率の決定要因に関する更なる分析が必要である。

#### 参考文献

- Bates, T. W., Kahle, K. M., Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?, *Journal of Finance* 64 (5), 1985-2021.
- International Monetary Fund. (2014). Japan: Staff Report for the 2014 Article IV Consultation, *IMF Staff Country Report* No. 14/236.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*, London: Macmillan.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics* 52 (1), 3-46.
- Pinkowitz, L., Williamson, R. (2001). Bank power and cash holdings: Evidence from Japan, *Review of Financial Studies* 14 (4), 1059-1082.
- 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』第27巻, 3-24.
- 日本銀行. (2009). 『金融システムレポート』