

日本の企業行動に関するワークショップ

「今、日本の経営者に求められる企業価値の向上と企業経営—日本企業の現金保有は果たして合理的か—」の概要報告

財務総合政策研究所 総括主任研究官 奥 愛 / 前主任研究官 橋本 逸人

財務総合政策研究所（以下、財務総研）は、近年関心が高まっている企業の現金保有行動をテーマに研究を行い、その研究成果を踏まえ、ワークショップ「今、日本の経営者に求められる企業価値の向上と企業経営—日本企業の現金保有は果たして合理的か—」を6月22日（金）に霞が関ビル（アジア開発銀行研究所）で開催した。

本ワークショップは、財務総研からの研究成果報告に加え、中神康議氏（みさき投資(株)代表取締役社長）から報告いただき、その後、パネルディスカッションを行った。パネリストには、山本高稔氏（(株)日立製作所社外取締役、東京エレクトロン(株)社外監査役）、浅古有寿氏（(株)バンダイナムコホールディングス 取締役経営企画本部長）を迎え、中神氏、土井俊範 財務総研所長も加わり、目黒克幸 財務総研総務研究部長のモデレーターのもと、日本企業の現金保有行動や企業価値の向上に関して意見交換を行った（肩書は全て当時）。

本ワークショップには、企業役員を含めた企業関係者、市場関係者、学者、プレスを含め、非常に多くの方に参加いただき、本テーマへの関心の高さがうかがえた。本稿では、本ワークショップの概要を報告する。



1 報告

(1) 「企業の現金保有行動とその合理性の検証」

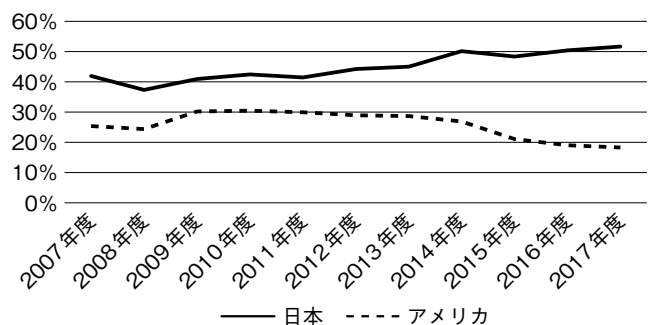
（奥愛 財務総研総括主任研究官）

企業の経常利益は2016年度に過去最高の約75兆円

にまで上昇し、7年連続の増益、4年連続の最高益を記録した。企業のバランスシート上の現預金は約211兆円にまで増加している。企業が稼いだ利益が結果としてバランスシート上に現預金として積み上がるだけでは、利益を生まない資産を保有しているに過ぎない。企業はなぜ現預金を保有するのか。先行研究では予備的動機等が指摘されているほか、全国の財務省財務局による企業へのヒアリング調査（2017年9-10月実施）でも、リーマンショック時の経験に基づく予備的動機や将来の投資機会への備えにすると回答があった。

一方で日本企業が保有する現預金の水準はアメリカ企業よりも高いことを示す結果がある。Kato, et al. (2017) は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高いという結果を得ている。また、企業部門のISバランスをみると、アメリカは貯蓄超過が解消傾向にあるが日本は貯蓄超過が続いている。さらに、実質無借金企業（現預金から借入金を差し引きプラスになる企業）の割合の推移をみると、アメリカは割合が下がる一方で日本は高まっている（図1）。

図1 実質無借金企業割合の推移（日米比較）



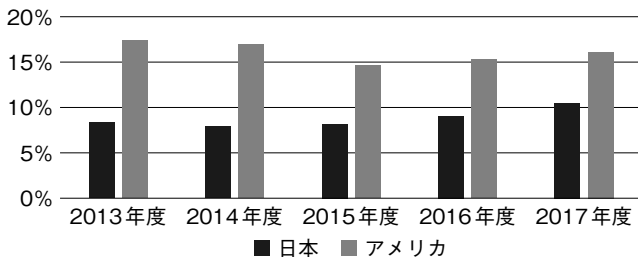
- (注) 1. 日本企業はTOPIX500から金融機関を除いた443社のうち欠損値を含む企業52社を除いた391社。アメリカ企業はS&P500から金融機関を除いた431社のうち欠損値を含む企業37社を除いた394社。
2. 期間は4/1から翌年3/31を年度としており、この間の本決算の数字を用いている（図2、3も同じ）。
3. 各決算期において、(現金および現金同等物) - [(短期借入金) + (長期借入金) + (受取手形割引高)] > 0となる企業を実質無借金企業とする。借入金は社債を含む。
4. データ取得日は2018年6月4日（図2、3、4も同じ）。
(出所) Bloomberg（図2、3、4も同じ）

これらの結果は日本企業が過度に保守的であることを示唆している。

日本企業は現預金を積み増していることに対する市場評価はどうか。実証分析及び世界投資家へのサーベイ調査による先行研究によれば、日本企業が積み増す現預金は割引いて評価されていることが明らかになっている。その理由は「価値破壊的な（投資コストを下回るリターンの）投資を行うことへの懸念（＝ROEが低い）」ということであった（柳（2015））。つまり、日本企業は「合理的理由がある」から現預金を積み増しているが、市場からは現預金を積み増したところで企業価値の向上に結び付けられていないとみなされ低く評価されているという構図になっているのである。

日本企業はアメリカ企業と比べて、企業価値の向上に向けた取組みが弱いのだろうか。ROE（自己資本利益率）を日米比較すると、日本企業のROEは年々高まっているが、アメリカ企業の水準と比べるとまだ乖離が大きい（図2）。その要因をみると、依然としてマージン（当期純利益/売上高）に大きな差がある

図2 ROE（自己資本利益率）の推移（日米比較）

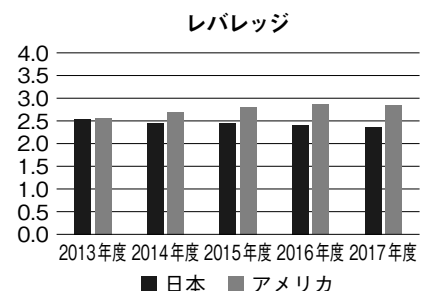
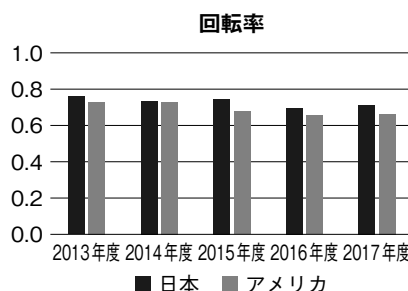
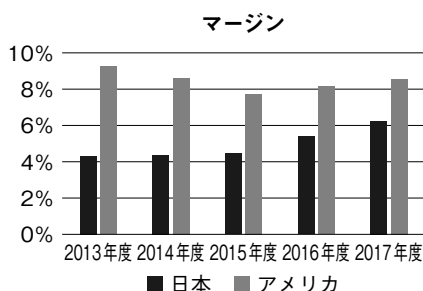


- (注) 1. ROE=当期純利益/自己資本。
 2. 日本企業はTOPIX500から金融機関を除いた443社のうち欠損値を含む企業27社を除いた416社。アメリカ企業はS&P500から金融機関を除いた431社のうち欠損値を含む企業6社を除いた425社（図3も同じ）。

図3 ROEのデュボン分解

$$ROE（自己資本利益率） = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

(マージン) (回転率) (レバレッジ)

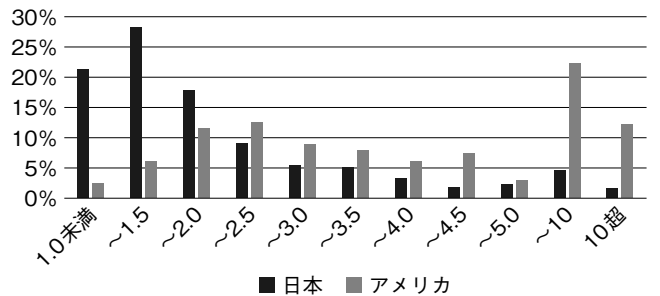


ほか、レバレッジ（総資産/自己資本）は一貫して低下傾向にあり、アメリカ企業と除々に差が開いているのがわかる（図3）。

では、PBR（株価純資産倍率）はどうか。日本企業（TOPIX500）のうちPBRが1倍割れの企業がまだ2割も存在しているが、アメリカ企業（S&P500）ではPBRが1倍割れの企業はほとんど存在していない（図4）。アメリカでPBR1倍割れの企業がほとんどないのは、市場を通じた企業経営者の淘汰が自然に行われているからである。日本でこれほどPBR1倍割れの企業が多いのは、日本企業の株主構成に占める政策保有株主が多いことが理由だと考えられる。その結果、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といったようにコーポレートガバナンスが弱い環境になっている。

日本企業が必要以上に現預金を保有し企業価値の向上のために活用していないのであれば、どのような使い途が有効なのか。バランスシート上の観点からは、最適な資本構成を目指す手段として自社株買いがありえる。資本効率に改善の余地がある企業が自社株買い

図4 PBR（株価純資産倍率）の状況（日米比較）



- (注) 1. 日本企業はTOPIX500から金融機関を除いた443社のうち欠損値を含む企業2社を除いた441社。アメリカ企業はS&P500から金融機関を除いた431社のうち欠損値を含む企業22社を除いた409社。
 2. 時点は2018年6月1日としている。

を行った際の株価上昇率を分析したところ、市場が評価していることが分かった。また、企業が価値を高めるための方策として人に対する投資がある。財務総研が主催した「イノベーションを通じた生産性向上に関する研究会」では、リストラや賃下げなどのコスト削減を生産性向上の手段とするがまんが経営で企業経営者のマインドが内向きになった点が指摘されている(大橋(2018))。生産性向上の手段は、コスト削減よりもむしろ付加価値の創出が重要である。そのためには、当研究所が主催した「企業の投資戦略研究会—イノベーションに向けて—」では、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ことが指摘されている(柳川(2018))。企業価値を高めるための現預金の使途として、人的資本への投資は有効であり、顧客のニーズを捉えた上でR&Dや設備投資の実施や、構造転換のためのM&Aも考えられる。

日本企業が合理的だと考え積み増している現預金も、結果として企業価値の向上に結びついていない。企業は市場からの評価を視野に入れ、企業価値の向上に取り組む必要がある。企業に改善を促すコーポレートガバナンス改革を通じた企業行動の変革は道半ばである。企業の経営者が果敢な経営判断を行うことが重要である。

(2) 中神康議氏(みさき投資(株)代表取締役社長)からの報告 「新コーポレートガバナンス・コードが経営に与えるインパクト」

新しいコーポレートガバナンス・コードで「資本コスト」概念が導入された。投資事業には先人たちの叢智が詰まっているが、それ



中神康議氏

は株主資本を経営者が複利で回せるかどうかである。資本生産性から資本コストを引いたものが超過利潤であるが、長期投資家が求めるのは資本コストを上回る資本生産性を上げて超過利潤を生み出すことである。現代金融理論の教えによれば、超過利潤がマイナスの企業は、成長するほど企業価値破壊を加速していく企

業なのである。過去10年間でみると日本の上場企業の4分の3はマイナスの超過利潤企業であり、国富が危機的状況にあるといっても過言ではない。

企業の「成長」と「膨張」はまったく異なる。日本企業の中には資本コストを意識して設備投資やM&A投資の判断を行っていない会社や、また横並びの株主還元政策やレバレッジをかけることへの拒否感、持ち合い株式といった必ずしも超過利潤を意識しない行動が見受けられる。企業経営者は思考停止に陥らず、最適現金水準や最適資本構成についても考えていく必要がある。稼いだキャッシュの使い途は保有も含めて経営者の専権事項であるが、超過利潤を生み出すことは、大切な資金を預かっている上場企業経営者の最低限のルールであり、マナーでもある。溜まりすぎた現預金は確かに問題だが、経営者に「正しく使う能力」がない場合は、価値破壊を単に加速させるだけである。経営の進化は常に市場との接点から産まれる。投資家の率直な意見を取り入れ、新たな経営フロンティアを切り拓いていくことが、日本企業経営がより強く進化する切り口になる。

2 パネルディスカッション

パネルディスカッションは、モデレーターの目黒部長より2つの質問が投げかけられた。それぞれの質問に対するパネリストのコメントを紹介する。



目黒克幸部長

質問1：日本の企業は総じて、現預金を積み上げるばかりで、それを企業価値の向上のために十分に活かしていない企業が多いように見受けられる。企業側の事情・意向もあろうが、このような企業の行動は合理的だとお考えか。企業の適正な現金保有の水準・あり方について、どのようにお考えか。

■浅古有寿氏 ((株)バ
ンダイナムコホール
ディングス 取締役 経
営企画本部長)：会社
のポジションによって
現金保有額はフレキシ
ブルに考えるべきであ



浅古有寿氏

る。当社の場合、一番の経営資源である社員に投資
をしている。また、株主資本配当率 (DOE) 2%を
ベースに総還元性向50%以上を目標に還元する方針
に変更したところ投資家からは資本コストを意識した
決定と評価されたが、実はこれは社内メッセージに重
点を置いている。事業会社の役員全員に資本コストを
考えた経営を行うことを意識させることを一番の目的
とした。適切な現金保有の水準については、会社自身
が自らの立ち位置を理解し、意思を持って各ステイク
ホルダーに説明していくことが重要である。

■山本高稔氏 ((株)日
立製作所 社外取締役、
東京エレクトロン(株)
社外監査役)：過去34
年間の資本市場のアナ
リストや投資銀行のバン
カーを経験した立場



山本高稔氏

では財務総研及び中神氏の報告内容に賛同する。一方
で、事業会社の論理はまた別になる。新しいガバナ
ンス・コードでは、資金ポジションや政策保有株式の考
え方は企業の資本政策や財務政策方針に立脚している
はずであり、いきなりキャッシュポジションの話にな
ると粗い議論になってしまう。グローバルの競争相手
と比較すると、月商比の現預金は遜色ないが、有利子
負債比率は低い。会計制度の違いはあるが、競争相手
の資産の部には、M&Aを通じてグッドウィル (のれ
ん) とインタンジブル (無形資産) が計上されている。
つまり、グローバルの競争相手は、コストを資本市場
や銀行等から調達して企業の成長投資に向けているが、
日本企業は海外企業に比べ明らかにその水準が低い。
現在、日本企業は収益力を回復し新しいステージに
入っている。次の一手は自社の資本コストを的確に把
握して、中長期の経営戦略と財務・資本政策を作成・
開示し、市場に対して丁寧な説明をすることである。

■中神康議氏 (みさき
投資(株)代表取締役社
長)：企業のキャッ
シュポジションは、財
務政策や資本政策を踏
まえて考えるべきだ
という考えに同意する。



中神康議氏

長期投資家としては株主資本を複利で回せるのであれ
ば企業には大いに投資して欲しい。これが原理原則。
しかし、複利で回す力がないのなら株主に返すべきだ
ろう。複利で回せる投資機会がないにも関わらず、単
に現預金を貯めているのは理由がつかない。企業経営
者は、突発的な危機に対応するための必要十分の現預
金はどのくらいかを考え、それ以外は不要であると
いった議論を詰めていく必要がある。もっと問題なの
は、複利で回せる投資機会があるにも関わらず投資を
しないことである。日本の企業経営者にはアニマルス
ピリットが少し足りないのかもしれない。

■土井所長：個別企業
の状況に応じて資金
ニーズが異なるため、
十把一絡げにする議論
は当然すべきでない
が、日本の企業部門全
体でみると企業が保有



土井俊範所長

する現金が適正な水準を超えている。アメリカをみる
と、世界金融危機後はデレバレッジや現預金を積み上
げる動きが見られたが、その後は解消している。その
一方で、日本企業は保守化して現預金を積み上げてい
る行動は合理的であると説明できない。日本の経営
者、さらに財務担当者は、資本コスト、特にエクイ
ティコストを意識しておらず、株主資本はタダという
誤解や借金はしない方がベストという誤解が蔓延して
いる。株主資本は非常にコストがかかっており、高い
ROEが達成できなければ株価が下がるというメカニ
ズムが十分理解されていない。無借金企業がベストな
のではなく、エクイティとデットの最適バランスを考
える必要がある。企業価値を最大化させるための財務
戦略が日本企業の中で十分消化されていない。PBR
が1倍割れしている企業は保有している資産に対して
経営側が何の付加価値もつけていないに等しい。こう

した企業が長期間放置されていることが日本の株式市場が抱えている大きな問題である。こうした状況を適正化していくことは、日本経済が成長していくためのチャレンジである。

質問2：1つ目の質問との関連で、企業に意識改革を迫り、より合理的な行動をとるようにするために、具体的に何をすればよいとお考えか。

■浅古氏：ガバナンス・コードが制定されても、企業が押し付けられていると考えているうちは形ができて機能しない。個社ごとに課題認識しなければ変わらないので、自ら認識して考えてもらう機会を増やしてはどうか。ルールを強制するよりは、自ら表明させるようにして、その表明したことに対して責任をもって行動してもらうよう、アプローチを見直してはどうか。経済合理性だけで議論するのではなく、車のハンドルの遊びのようなチャレンジ枠がないと企業は成長しなくなってしまう。企業が自主独立して責任があることを自覚する環境づくりが重要である。

■山本氏：コメントは四つある。(1) 経営者が投資機会を見出し、成長への投資は企業経営の原点だが、結果として過剰に、また無作為に現金が積み上がるのは経営的には非効率である。(2) 企業の方針について、ロジックをもって説明責任を果たすことである。(3) ビジネスユニット長あるいは子会社を含めて資本コストの意識を持つことである。(4) 企業価値を高めるための財務政策や資本政策についてトップから説明する機会を多く持ち、取締役会でも継続的に議論をし、考えを共有することである。

■中神氏：現金だけではなく、超過利潤や資本生産性に対する意識を高めなければ、国の富が大きくなる。現在の株式市場の時価総額650兆円をいかに大きくしていくかは国にとっても大きなテーマであろう。国家的テーマにはよく「産官学」での取組みがうたわれるが、これに投資家も加えた「産官学投」でいい知恵を出し合っていくのはどうだろう。投資家がいる資本市場と企業経営の間の軋轢や摩擦は、長期的には企業経営を磨く触媒になりうる。企業が有機体でリアルな存在であることを良く理解している投資家が増え、「産官学投」で何が企業価値を高めるのかを議論して

いくことが大事である。

■土井所長：最適な財務戦略は企業毎に異なるので、個別企業ごとにグッドガバナンスを実現していくことが重要。企業だけで難しい場合は、外からの圧力で気づいてもらうことが必要になり、投資家、株主によるガバナンスが大事である。しかし、政策保有株式が多い状況では株主を通じた規律が難しいため解消していくことが重要であり、解消できない場合はしっかり説明していくことを求めるといった現在の政策の方向は適切である。また、日本の機関投資家もプロの投資家になり、企業価値向上につながる財務戦略を提言できるようにならねばならない。それがあつてはじめて株式市場、資本市場の軋轢を通じて企業が鍛えられることになる。日本の投資家が変わるには時間がかかるので、「外圧」も必要かもしれない。最近、いわゆる「ハゲタカ」的な外国投資家ではなく、企業のバリューを引き出すため経営陣と話し合っていくアクティビストの外国投資家も増えている。こうした動きを通じて企業のコーポレートガバナンスを改善し、アベノミクスが掲げる日本経済の好循環を実現できないかと期待している。

〈フロアーからの質問〉

質問1：ROEが上がると企業価値は向上しているといわれるが、労働分配率は低下している。企業価値の観点から見た場合、こうした動きをどのように解釈しているか。

- ・日本企業はコストカットで利益を出す経営を今までしてきた。非正規雇用の増加は、企業が労働にかかる費用を低下させてきた結果であり、企業が人に対する投資を怠れば、成長や収益機会を逃す。十分なお金が消費者に渡らなければ日本経済全体は必ずしもうまく回らない。(土井所長)
- ・社員にチャンスを与えることで企業の成長につながることもあり、合理化、効率化という発想だけでは、うまくいかない。戦略を実行するのは人であり、人に対する投資については、経営陣はしっかり考えていかなければならない課題である。(浅古氏)
- ・10年前と比べ、メーカーの生産構造やコスト構造

が大幅に変化しており、労働賃金や労働分配率だけ
でみると判断を誤ってしまう。日本企業は経営構造
改革、コスト削減などで、やっとROE10%を達成
するまでになった。次は、持続的な成長への健全な
投資リスクをどのように取るかというステージに
入っているといえる。(山本氏)

- ・そもそも企業が生み出す超過利潤自体が小さすぎる
のが問題であり、それを取り合っても意味は薄い。
パイ自体を大きくしていくことこそが重要である。
企業はリスクを取るといったアニマルスピリットが
重要であり、投資家は一定の貢献を行うことができ
る。(中神氏)

質問2：企業が自ら現金保有するのではなく銀行
からの資金調達をもっと活用できないか。

- ・会社の戦略も含めて常に金融機関と情報を共有でき
ていればスムーズな調達は可能だと思うが、一律で
どの企業も銀行から借入れができるわけではない。
(浅古氏)
- ・企業が自ら過剰な現金を持たず、必要な時に銀行か
ら借りる方が全体コストから考えると効率的だが、
金融機関との関係にも左右されてしまう。銀行だけ
ではなく、社債市場での資金調達のしやすさなど、
多様な資金調達ができるようマーケットを健全化し
ていくことが必要である。(山本氏)
- ・M&Aは本質的にリスク性が高いため、銀行ではな
くリスク性の高いエクイティマーケットが本来的に
はしっかりと対応しなければならない。日本の株式
市場がそれに対応していないといえる。(中神氏)

3 終わりに

パネルディスカッションは、企業、投資家、政府当
局のそれぞれの視点から意見が出されフロアーも含め
て活発な議論が展開された。今回のワークショップ
は、多様な立場の人が一堂に集まり、様々な観点から
議論をしていくことで、日本経済及び日本企業が抱え
る課題とその解決策を考えるきっかけとなった。日本
経済がさらに成長するためには、日本企業が収益力を
さらに高めて、人的資本への投資を進め、資本コスト
を意識した経営を進めていくことが欠かせない。こう

した動きを後押しするためにも、企業は改訂コーポ
レートガバナンス・コードやスチュワードシップ・
コードを通じて投資家と建設的な対話を行い、経営に
対する説明責任を果たし、収益力の向上、資本効率の
改善を図るために自律的な対応を行っていくことが重
要である。そして何よりも企業の経営者の果敢な判断
が求められる。日本企業がさらに成長し、日本経済全
体の成長につなげることを期待したい。

(参考1)「今、日本の経営者に求められる企業価
値の向上と企業経営—日本企業の現金
保有は果たして合理的か—」(※財務総
研からの報告資料等も掲載。)
[http://www.mof.go.jp/pri/research/
seminar/fy2018/ws20180622.htm](http://www.mof.go.jp/pri/research/seminar/fy2018/ws20180622.htm)



(参考2)「イノベーションを通じた生産性向上に
関する研究会」
[http://www.mof.go.jp/pri/research/
conference/fy2017/inv2017.htm](http://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2017/inv2017.htm)



(参考3)「企業の投資戦略研究会—イノベーショ
ンに向けて—」
[http://www.mof.go.jp/pri/research/
conference/investment.htm](http://www.mof.go.jp/pri/research/conference/investment.htm)



本内容は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。