

論文

日本上場企業における現金保有・設備投資・将来収益性

—— 2010 年代のパネルデータ分析 ——

山 田 仁 志

概 要

本研究は、2010 年代の日本上場企業を対象に、現金保有、設備投資、翌期営業収益性の関係を検討する。まず、法人企業統計を用いたマクロ分析から、営業利益率が比較的高い水準で推移する一方、総資産回転率が低下していること、また有形固定資産比率が低下し、投資その他資産比率が上昇していることを確認した。次に、NEEDS-Financial QUEST の個票データを用い、2010 年から 2019 年までの 3 月決算・非金融上場企業を対象として企業固定効果モデルを推定した。その結果、前期現金保有比率は翌期営業 ROA と正に関連していたが、翌期設備投資比率とは有意な関係を示さなかった。また、設備投資比率は前期営業 ROA および負債比率とより明確に関連していた。売上高営業利益率を用いた追加分析でも現金保有比率の正の関係は維持された。これらの結果は、現金保有が翌期設備投資の単純な原資であるという見方を支持しない一方、将来の営業収益性とは正に関連することを示している。ただし、本研究は因果関係を直接識別するものではない。

キーワード：現金保有、設備投資行動、営業 ROA、資産構成、パネルデータ分析

I はじめに

日本企業の収益性の低さについてはこれまで繰り返し指摘されてきたが、その要因は必ずしも一様ではないだろう。著者が本研究に先行して、法人企業統計を用いた大企業の長期時系列データに基づき行った分析（山田 2017）では、日本企業の ROA 低迷の主因は、売上高利益率の低下というよりも、総資産回転率の低下にあることが示された。また、その総資産回転率低下の背景には、流動資産の非効率化というよりも、有形固定資産中心の資産構成から、投資その他資産を含む資産構成への変化（企業の投資行動の変化）が生じている可能性が示唆された。

これを踏まえ、本研究では、この議論の分析期間を 2010 年から 2019 年までに拡張して検討する¹⁾。新たに拡張された期間には、日本企業のコーポレートガバナンス改革（以下、ガバナンス改革）が行われている。そのため、補足的に、2015 年以降のガバナンス改革期に、現金保有・設備投資・収益性の

¹⁾ 本研究では、コロナ禍による資金需要・現金保有行動への一時的影響を除き、通常期における現金保有・設備投資・収益性の関係を検討するため、分析対象期間を 2019 年までとしている。

関係が変化したかについても検討する。

また、マクロデータにより2010年代の日本企業において資産構成と資産効率の変化が生じていることを確認する。そのうえで、個票データ分析では、資産構成の中でも特に現金保有に焦点を当て、それが翌期の設備投資および営業ROAとどのように関連するのかを検証することを目的とする²⁾。

本研究の中心課題は、2010年代の日本企業において、現金保有³⁾が設備投資および将来収益性とどのように関連しているのかについての検討である。具体的には、第一に、法人企業統計を用いて、2000年代以降の大企業におけるROA、売上高営業利益率、総資産回転率、資産構成の推移を確認する。第二に、NEEDS-Financial QUESTの個票データを用いて、現金保有比率が翌期の営業ROAおよび設備投資比率とどのように関連するのかを検証する。これにより、現金保有が単なる資産効率低下要因なのか、それとも企業の収益性や財務的余力と結びついた資産保有行動なのかを検討する。

本研究の意義は二つある。第一に、日本企業の収益性を、単なる「利益率の低さ」ではなく、「資産効率の低下」と「資産構成の変化」という観点から再解釈できる点である。第二に、現金保有が将来の設備投資および営業収益性とどのように関連しているのかを検討することで、日本企業における現金保有、投資行動、資産効率の関係を再考する手がかりを与える点にある。

さらに本研究は、平時において資産効率を押し下げる可能性のある現金保有が、有事にはどのような役割を果たすのかという次の課題にも接続しうる。この点を踏まえ、本研究では平時における現金保有・設備投資・収益性の関係に焦点を絞るため、分析対象期間を2019年までに限定する。なお、2020年以降のコロナ禍は、平時には資産効率を押し下げるとみられる現金保有が、有事には予備的動機に基づく流動性バッファとして機能しうることを示しており、この点は本研究の結果を踏まえた今後の課題であると考えている。

以下、本研究の流れをまとめる。Ⅱでは、先行研究の検討を行い、仮説を提示する。Ⅲでは、法人企業統計調査のデータを用い、マクロデータによる日本企業のROAの推移とその要因分析を行う。Ⅳではデータと研究方法の説明を、Ⅴでは実証結果の説明を行う。Ⅵでは、実証結果を踏まえた考察を行い、Ⅶでは結論と本研究の限界を提示する。

Ⅱ 先行研究の検討

2.1 理論的背景

企業の現金保有をめぐる理論は、大きく二つの視点に整理できる。第一は、将来の資金需要や外部資金調達コストの不確実性に備えるために現金を保有するという予備的動機であり、第二は、過剰な現金が経営者の裁量を拡大させ、非効率な投資や資源配分を招きうるというエージェンシーの視点である。

第一の視点の例としてOpler et al. (1999)は、米国上場企業を対象とした実証研究を通じて、成長機会が大きく、キャッシュフローが不安定な企業ほど高い現金比率を持つ傾向を示しており、現金保有には合理的側面があることを示している。第二の視点に立った研究としてJensen (1986)のフリー・

2) なお、マクロ分析では法人企業統計の集計区分に基づく金融業を除く全産業データを用いている。一方、個票分析ではNEEDS-Financial QUESTに収録された上場企業データを用いており、両者の対象企業は完全には一致しない。また、個票分析では財務構造が大きく異なる金融業等を除外している。

3) 本研究における現金保有は、現金・預金を総資産で除した現金保有比率として測定する。

キャッシュフロー仮説は、企業がプラスのNPVを有する投資機会に必要な額を上回る資金を保有する場合、経営者はそれを株主還元ではなく、非効率な投資や組織の肥大化に用いる誘因を持つと論じている。したがって、この視点に立つと現金保有は常に望ましいわけではなく、その保有の背景と用途を区別して考える必要がある。

この点に関して、Dittmar and Mahrt-Smith (2007) は、ガバナンスと現金保有の価値や使われ方に関する実証研究を行っており、コーポレートガバナンスの弱い企業では保有現金の市場価値が低く、しかも現金がより速く取り崩され、営業成績の低下を伴う傾向にあることを示している。また、Harford et al. (2008) の実証研究は、過剰な現金と弱いガバナンスが結びつくと、資本支出や現金を用いた買収が増加しやすいことを報告している。これらの先行研究は、現金保有の効果が一義的ではなく、コーポレートガバナンスの質によってその価値や実体的効果が大きく左右されることを示している。

以上から、現金保有や資産蓄積を分析する際には、その水準だけを見るのでは不十分であり、不確実性への備えとしての合理的側面と、余剰資金の滞留としての非効率性の両面を踏まえる必要がある。

2.2 現金保有・資産構成と収益性・投資行動

現金保有および投資その他資産と企業成果の関係を考える際、本研究にとって重要なのは、現金保有が企業価値だけでなく、収益性や資産効率とも関連しうる点である。とくに、総資産を分母とするROAや総資産回転率を用いる場合、現預金や投資その他資産の増加は、売上や利益の伸びを伴わなければ、機械的にも資産効率を押し下げる方向に働く。もっとも、そのような関係は単なる算術的結果にとどまる可能性もあるため、理論的には、現金や投資資産の蓄積が投資規律の緩みや低収益資産への滞留を通じて実体的にも資産効率を低下させるのかが問われる。Dittmar and Mahrt-Smith (2007) および Harford et al. (2008) の知見は、まさにこの点について、過剰な現金が低収益的に用いられることを示唆している。

日本企業を対象とした実証研究も、この問題意識と整合的である。Luo and Hachiya (2005) は、東京証券取引所上場企業を対象に、現金保有がガバナンス要因と企業価値に結び付いていることを示し、とくにインサイダー持株比率やメインバンク関係が現金保有行動に影響することを報告している。こうした知見は、日本企業における現金保有が単なる資金余力の表れではなく、ガバナンスや資産運用のあり方と結びついた構造的現象である可能性を示している。ただし、これらの研究は現金保有と企業価値・ガバナンス要因との関係を主として扱っており、ROAや総資産回転率との直接的関係を検証したものではない。したがって本研究は、既存の現金保有研究を資産効率の観点へ拡張する点に意義がある。

投資その他資産に関する先行研究は、現金保有研究に比べると多くない。とくに「投資その他資産」という会計科目全体を一括して分析した研究は限られており、多くはその内訳である投資有価証券、持合株式、長期金融資産などの勘定科目に分解して検討している。したがって、この領域では、投資その他資産の増減そのものよりも、その構成内容と企業行動・業績との関係を個別に把握する視点が重要となる。

企業の金融化・固定金融資産に関しては、嶋野の一連の研究(Shimano 2018; 嶋野 2020) は、日本の非金融企業において実物資産の比重が低下する一方、固定金融資産の保有比率が上昇してきたことを示し、金融化の進展が資本蓄積や実物投資の停滞と結び付く可能性を指摘している。これらの知見は、投資その他資産の増加が単なる資産構成の変化にとどまらず、企業の資産効率や成長力に影響を及ぼしうることを示唆している。

また、投資その他資産の中でも大きな比重を占める投資有価証券や政策保有株式については、宮島・齋藤（2023）が、コーポレートガバナンス改革の下で政策保有株の売却が進んだこと、さらにその見直しが企業行動や業績と関係している可能性（総資産回転率の改善など）を示している。他方で、Jiang and Kim（2000）は、株式持合いが情報の非対称性を緩和させうる側面も報告しており、投資その他資産は一律に非効率とは言い切れない。ゆえに、その保有が資産効率の低下と結びつくかどうかは、保有の目的や内容を踏まえて実証的に検討する必要がある。

また、現金保有、企業の金融化、政策保有株式の問題を個別に扱うのではなく、資産構成全体の変化として捉え、マクロ分析では ROA および総資産回転率の推移を確認する。そのうえで、個票分析では、資産構成の中でも現金保有に焦点を当て、設備投資および将来営業 ROA との関係を検証する。

以上の研究は、現金保有が企業価値や資産効率と関連することを示しているが、現金保有が実際の設備投資行動とどのように結びつくのかについては、なお検討の余地がある。現金保有が投資原資として機能するならば、現金保有比率の高い企業ほど将来の設備投資比率が高まると考えられる。他方で、現金保有が予備的動機や財務安全性の確保を反映する場合には、必ずしも設備投資の増加には結びつかない可能性がある。したがって、本研究では、現金保有を単に資産効率を押し下げる余剰資産として捉えるのではなく、設備投資および将来収益性との関係から検討する。

2.3 ガバナンス改革と企業行動

以上の議論を踏まえると、次に重要となるのは、ガバナンス改革期において、現金保有と収益性・設備投資行動との関係が変化したかどうかである。日本では、2014 年の会社法改正や 2015 年のコーポレートガバナンス・コード導入を通じて、独立社外取締役の増加や資産効率重視の経営が強く促されてきた。Kato, Li, and Skinner（2017）は、日本のコーポレートガバナンス改革が企業の現金管理、配当、業績、企業価値にどのような影響を及ぼしたかを検討し、全体としては改革の効果が一様ではないものの、ガバナンスの改善が進んだ企業では現金保有やパフォーマンス面で一定の変化が生じうることを示している。

もっとも、改革効果を過大に評価することはできない。Morikawa（2020）は、日本におけるガバナンス改革を準自然実験として社外取締役増加の因果効果を分析し、上場企業で社外取締役が急増したにもかかわらず、積極的な投資やリスクテイクは促進されず、少なくとも短期的には収益性や生産性に有意な改善は確認されなかったと報告している。したがって、2015 年以降に現金保有と収益性・設備投資行動との関係が変化したとしても、その変化は一様かつ機械的なものではなく、企業特性やガバナンス改善の程度によって異なる可能性が高い。

本研究では、コーポレートガバナンス改革が、現金保有と収益性・設備投資行動との関係を変化させた可能性を念頭に置きつつ、その方向と程度を実証的に検討する。とりわけ、2015 年以降に、現金保有比率と翌期営業 ROA・設備投資比率との関係が変化したかを、2015 年以降ダミーとの交差項を用いて検討する。

2.4 仮説

本研究では、以上の議論を踏まえ、2010 年代の日本企業における現金保有、設備投資行動、将来収益性の関係について、以下の仮説を設定する。

① 現金保有・設備投資・将来収益性

これまでの議論から、現金保有には、予備的動機に基づく合理的側面と、余剰資金の滞留としての非効率的側面の双方がある。そのため、現金保有が将来の営業 ROA や設備投資行動とどのように関連するかは、理論的には一義的に決まらず、実証的に検討すべき課題である。

なお、現金保有は、余剰資金の滞留として資産効率を低下させる可能性がある一方で、収益性の高い企業が内部資金を蓄積した結果として観察される可能性もある。また、流動性の確保は事業活動の安定性を高め、将来の営業収益性を支える可能性がある。それらを踏まえて、本研究では次の仮説を設定する。

H1 現金保有比率は、翌期の営業 ROA と正に関連する。

H2 現金保有比率は、翌期の設備投資比率と正に関連する。

② ガバナンス改革後の変化

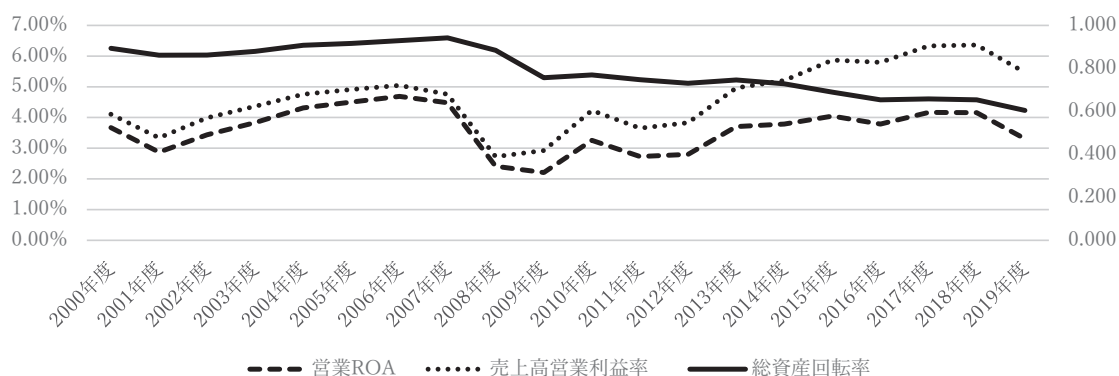
また、ガバナンス改革は、企業の資産保有行動や資産効率重視の経営に一定の影響を及ぼした可能性がある。そのため、本研究では、2015 年以降に現金保有比率と翌期営業 ROA・設備投資比率との関係が変化したかを追加的に検証する。

Ⅲ マクロデータからみた日本企業の ROA の推移と資産構成

3.1 ROA の推移とその分解

法人企業統計調査の結果を用いて、日本の大企業 ROA とその分解（売上高営業利益率と総資産回転率）の推移を確認する。図 1 は、その推移を表すグラフである。このグラフをみると、2014 年以前と 2015 年以降で異なる傾向を示していることが確認できる。そのため、この 2 つの時期に分けて説明を行う。

図 1 資本金 10 億円以上（金融業を除く全産業）の ROA とその分解



注：法人企業統計調査より著者作成、営業 ROA および売上高営業利益率は左軸、総資産回転率は右軸で表示している。

1) 2014年以前：ROAは「景気・利益率・資産回転率」の連動が見られた

2000年代前半から2007年度までは、売上高営業利益率も総資産回転率もおおむね改善しており、その結果として営業ROAも上昇していた。つまり、企業は「売上を伸ばし、資産も比較的効率よく使い、利益率も上げる」という形でROAを改善していたと解釈できる。

一方、2008～2009年度にはリーマンショックの影響で売上高営業利益率が大きく落ち、総資産回転率も低下し、営業ROAも急落している。この時期のROA低下は、主として景気後退に伴う売上高営業利益率の低下と資産回転率の低下によって説明できる。

2) 2015年以降：売上高営業利益率は高水準だが、総資産回転率が低下し、ROAは伸び悩む

2015年度以降を見ると、売上高営業利益率はむしろ高水準である。2017～2018年度には6%台まで上がっており、営業利益率の観点からみれば、企業の収益性は改善しているように見える。ところが、同じ時期に総資産回転率は低下または横ばいで、2019年度にはさらに下がっている。そのため、営業ROAは大きく伸びず、2019年度には低下している。

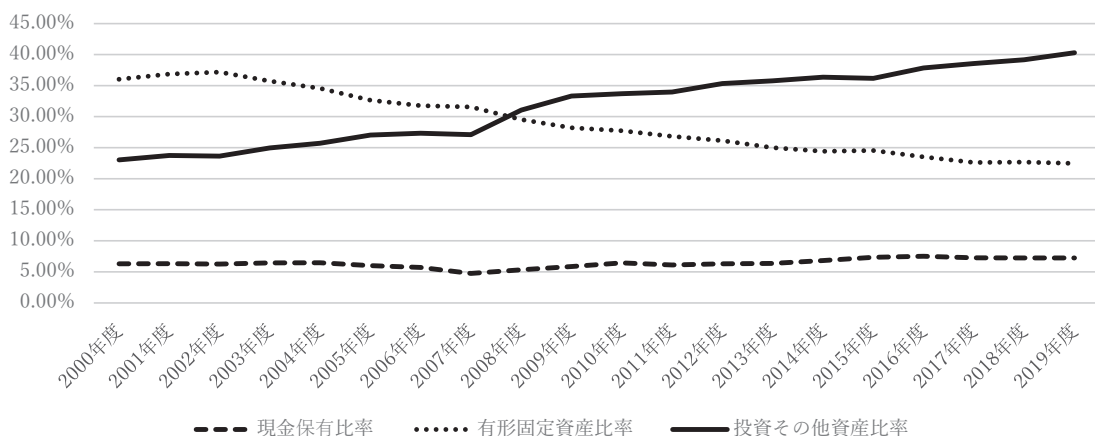
すなわち、2015年以降の日本企業では、利益率の改善がROAを支えているものの、総資産の増加に見合う売上・利益の拡大が十分ではなく、資産効率の低下がROA改善の制約要因となっている。

3.2 現預金・有形固定資産・投資その他資産比率の推移

続いて、日本企業の資産保有状況の推移を、現預金、有形固定資産、投資その他資産に注目して確認する。以下はそれらの比率を表すグラフである。

資産構成を見ると、資本金10億円以上の大企業では、有形固定資産比率が一貫して低下する一方、投資その他の資産比率が大きく上昇している。2000年代初頭には有形固定資産比率が投資その他資産比率を上回っていたが、2008年度前後に両者は逆転し、2015年度以降は投資その他資産が総資産の約4割を占める構造となっている。これに対して、現金保有比率の上昇は限定的であり、資産構成変化の中心は現金保有ではなく、投資その他の資産の増加にあると考えられる。

図2 資本金10億円以上（金融業を除く全産業）の資産構成



注：法人企業統計調査より著者作成

この変化は、ROA の分解結果とも整合的である。2015 年度以降、売上高営業利益率は高水準で推移しているものの、資産回転率は低下傾向を示している。このことは、総資産の中で売上高の創出に比較的直接的に結びつく有形固定資産の比重が低下する一方、関係会社投資や投資有価証券等を含む投資その他資産の比重が高まるなかで、総資産回転率の低下が併存していることを示している。ここから考えると、日本の大企業における ROA の伸び悩みは、単なる利益率の問題ではなく、資産構成の変化と総資産回転率の低下という観点から分析する必要がある。

以上のように、マクロ分析からは、2010 年代の日本企業において、売上高営業利益率の改善と総資産回転率の低下が併存するとともに、資産構成が有形固定資産から投資その他資産へと変化していることが確認された。ただし、集計データから個別資産の増加が資産回転率を低下させたと結論づけることはできない。以下の個票分析では、資産構成のうち理論的な解釈が比較的明確な現金保有に焦点を当て、翌期収益性および設備投資との関係を検証する。

IV データと研究方法

4.1 サンプルとデータ

本研究では、日本企業における資産保有と投資行動の関係を検討するため、NEEDS-Financial QUEST より取得した上場企業の財務データを用いる。分析対象期間は 2010 年から 2019 年までの 10 年間である。この期間を対象とするのは、コロナ禍以前の日本企業の資産保有および投資行動を把握するためである。

取得したデータには、総資産、現金・預金、有形固定資産、投資その他の資産、負債合計、売上高、営業利益、営業活動によるキャッシュフロー、固定資産の取得による支出などが含まれる。これらのデータを企業・年度単位のパネルデータとして整理し、決算期が 3 月である企業に限定した。また、銀行、証券、保険、その他金融業、リース会社、投資法人、REIT 等については、資産構成や財務構造が一般事業会社と大きく異なるため、分析対象から除外した。

最終的な主分析サンプルは、3 月決算企業のうち、2010 年から 2019 年まで連続してデータが取得可能な企業から構成される均衡パネルデータ⁴⁾である。金融・REIT 等を除外した後の分析対象は、882 社、8,820 企業・年観測である。ただし、推定に用いる変数に欠損値が含まれる場合には、各モデルの観測数はこれより少なくなる。

なお、1 期ラグモデルの推定では、ラグ変数の作成により実質的な推定期間は、2011～2019 年となる。

4.2 変数の定義

本研究では、企業の収益性を表す変数として営業 ROA を用いる。営業 ROA は、営業利益を総資産で除して算出する。総資産利益率として営業利益を用いることで、財務活動や特別損益の影響を除いた本業の収益性を捉える。

企業の投資行動を表す変数としては、設備投資比率を用いる。設備投資額⁵⁾には、キャッシュフロー

4) なお、均衡パネルを用いることにより企業内の時系列変化を比較しやすくなる一方、分析期間中にデータが継続して取得できる企業にサンプルが限定されるため、結果の解釈には一定の留意が必要である。

5) 本研究の設備投資額は、キャッシュフロー計算書上の固定資産取得支出に基づく支出ベースの投資額であり、有形固定資産の期中増減額や減価償却控除後の純投資額とは異なる。

計算書における「固定資産の取得による支出」を用いる。ただし、当該項目は支出額としてマイナス表示されているため、符号を反転させ、正の設備投資額として扱う。設備投資比率は、この設備投資額を前期総資産で除して算出する。

主要な説明変数は、現金保有比率、有形固定資産比率、投資その他資産比率である。現金保有比率は、現金・預金を総資産で除した値である。有形固定資産比率は、有形固定資産を総資産で除した値であり、企業の実物資産保有の程度を表す。投資その他資産比率は、投資その他の資産⁶⁾を総資産で除した値であり、投資有価証券、関係会社株式、長期貸付金等を含む資産構成を捉えるために用いる。

コントロール変数として、負債比率、企業規模、売上高成長率を用いる。また、設備投資比率を被説明変数とするモデルでは、企業の内部資金創出力を統制するため、営業キャッシュフロー（CF）比率を加える。営業CF比率は営業活動によるキャッシュフローを総資産で除した値である。

4.3 推定モデル

本研究では、現金保有と将来収益性および設備投資行動との関係を検証するため、企業固定効果モデルを主分析として用いる。企業固定効果を含めることで、各企業に固有で時間を通じて変化しにくい要因を統制する。また、同時性の問題を緩和するため、主要な説明変数は1期ラグを用いる。なお、Pooled OLS および同年変数を用いた推定は、基本的な関係を確認するための補足的な分析として扱う。

$$ROAi,t = \alpha + \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 PPE_{i,t-1} + \beta_3 InvestOther_{i,t-1} + \beta_4 Debt_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Growth_{i,t-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

ここで、 $ROAi,t$ は企業 i の t 年における営業 ROA、 $Cash_{i,t-1}$ は現金保有比率、 $PPE_{i,t-1}$ は有形固定資産比率、 $InvestOther_{i,t-1}$ は投資その他資産比率、 $Debt_{i,t-1}$ は負債比率、 $Size_{i,t-1}$ は総資産の自然対数、 $Growth_{i,t-1}$ は売上高成長率を表す。 μ_i は企業固定効果、 λ_t は年ダミーであり、各年に共通するマクロ経済環境等の影響をコントロールする。

次に、設備投資比率を被説明変数とするモデルを推定する。設備投資比率については、次のモデルを用いる。

$$CAPEXi,t = \alpha + \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 ROAi,t-1 + \beta_3 CFO_{i,t-1} + \beta_4 Debt_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Growth_{i,t-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

ここで、 $CAPEXi,t$ は設備投資額を前期総資産で除した設備投資比率を表す。

$$Yi,t = \alpha + \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 Cash_{i,t-1} \times Post2015_t + \gamma X_{i,t-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

Yi,t は営業 ROA または設備投資比率、 $Post2015_t$ は 2015 年以降を 1、それ以前を 0 とするダミー変数である。推定式には年固定効果を含めるため、2015 年以降ダミー単独の係数ではなく、現金保有

6) 投資その他資産には、投資有価証券、関係会社株式、長期貸付金等が含まれるが、本研究ではデータ制約上、これらを合算した科目として扱う。

比率との交差項の係数に注目する。

本研究の2015年以降ダミーは、ガバナンス改革の効果を直接識別するものではなく、制度改革が進展した時期における関係の変化を確認するための時期区分である。

なお、同年変数を用いた推定では、設備投資の結果として期末現金残高が低下するなど、同時決定の問題が生じる可能性がある。そのため、本研究では1期ラグモデルを主分析とし、同年モデルは補足的分析として位置づける。

4.4 外れ値処理と標準誤差

財務データには、極端な売上高成長率や負債比率などの外れ値が含まれる可能性がある。本研究のデータにおいても、売上高成長率や設備投資比率に大きな外れ値が確認された。そこで、主要な連続変数については、上下1%でウィンザー化を行う。これにより、極端な外れ値が推定結果に与える影響を抑制する。

また、同一企業内の誤差項には時系列的な相関が存在する可能性があるため、標準誤差は企業レベルでクラスターリングしたロバスト標準誤差を用いる。すべての推定式には年ダミーを含め、年ごとの共通ショックを統制する。

V 実証結果

5.1 記述統計

表1は、主要変数の記述統計量を示している。

営業ROAの平均値は6.08%、中央値は5.21%であり、分析対象企業は平均的には一定の営業収益性を有している。現金保有比率の平均値は16.27%、中央値は13.56%であり、企業間で現金保有水準にばらつきがみられる。また、有形固定資産比率の平均値は28.75%であり、総資産に占める実物資産の比重が一定程度大きいことが確認できる。一方、設備投資比率の平均値は4.13%、中央値は3.45%であり、営業CF比率の平均値6.91%を下回っている。

表1 記述統計量

変数	観測数	平均	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位	最小値	最大値
営業ROA	8,783	6.08	4.53	3.16	5.21	8.08	-3.72	23.75
設備投資比率	8,762	4.13	3.18	1.78	3.45	5.60	0.12	16.46
現金保有比率	8,815	16.27	11.62	7.77	13.56	21.40	1.30	55.40
有形固定資産比率	8,817	28.75	18.25	15.37	26.30	38.79	0.72	80.61
投資その他資産比率	8,380	13.67	8.45	7.68	12.05	17.59	1.45	44.84
負債比率	8,817	47.54	18.98	33.00	47.37	62.71	10.42	86.12
営業CF比率	8,789	6.91	4.87	4.09	6.67	9.54	-6.67	22.47
売上高成長率	8,813	3.94	11.96	-1.82	3.36	9.16	-30.77	51.62
総資産対数	8,817	11.92	1.60	10.88	11.74	12.84	5.44	17.77

注：比率変数は%表示である。総資産対数を除く連続変数は上下1%でウィンザー化している。設備投資比率は、固定資産の取得による支出の符号を反転させた設備投資額を前期総資産で除して算出している。

なお、投資その他資産比率については、他の主要変数に比べて観測数が少ない。これは当該科目の欠損によるものであり、本研究では推定モデルごとに利用可能な観測値を用いて分析を行う。また、表2では投資その他資産比率を除外したモデルも併せて推定し、サンプル選択による影響を確認している。

5.2 現金保有と将来の収益性

表2は、現金保有比率と営業ROAの関係を示している。

同年OLSでは、現金保有比率は営業ROAに対して正に有意である。さらに、企業固定効果および年ダミーを含む1期ラグモデルにおいても、前期の現金保有比率は翌期の営業ROAに対して正に有意な係数を示している。この結果は、企業内の時系列的な変化に着目すると、前期の現金保有比率が相対的に高い年度ほど、翌期の営業ROAも高い傾向にあることを示している。

投資その他資産比率を除いたROAラグモデルにおいても、前期の現金保有比率は翌期の営業ROAに対して有意な正の係数を示した。係数の大きさを見ると、1期ラグFEモデルでは、同一企業において現金保有比率が10%ポイント上昇した場合、翌期の営業ROAは約0.4%ポイント高いことを示している。この結果は、現金保有比率と将来収益性との正の関係が、投資その他資産比率の欠損によるサンプル選択に依存していないことを示している。一方、前期の有形固定資産比率は翌期の営業ROAに対

表2 現金保有と将来収益性

変数	同年 OLS	1 期ラグ FE	1 期ラグ FE 投資その他資産除外
現金保有比率	0.112*** (0.014)	0.040** (0.015)	0.056*** (0.014)
有形固定資産比率	0.005 (0.006)	-0.057** (0.018)	-0.043** (0.017)
投資その他資産比率	-0.018 (0.013)	-0.027 (0.019)	—
負債比率	-0.050*** (0.007)	-0.014 (0.013)	-0.009 (0.013)
総資産対数	-0.001 (0.001)	-0.010* (0.005)	-0.013*** (0.005)
売上高成長率	0.123*** (0.007)	0.045*** (0.005)	0.048*** (0.005)
年ダミー	Yes	Yes	Yes
企業固定効果	No	Yes	Yes
観測数	8,371	7,584	7,891
企業数	879	879	881
R ² /Within R ²	0.3306	0.1114	0.1109

注：括弧内は企業レベルでクラスタリングしたロバスト標準誤差を示す。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示す。すべてのモデルに年ダミーを含む。FE モデルでは企業固定効果を含む。連続変数は上下 1% でウィンザー化している。OLS 列には通常の R² を、企業固定効果モデルの列には Within R² を示している。同年 OLS では同年の説明変数を用い、1 期ラグ FE では 1 期前の説明変数を用いている。

して有意な負の係数を示しており、企業内における資産構成の違いが翌期収益性と関連している可能性がある。

以上の結果は、現金保有比率が翌期の営業 ROA と正に関連するという H1 と整合的である。

5.3 現金保有と設備投資行動

表 3 は、現金保有比率と設備投資比率の関係を示している。

同年 OLS および同年 FE では、現金保有比率は設備投資比率に対して負に有意な係数を示している。しかし、説明変数を 1 期ラグさせた企業固定効果モデルでは、同一企業において、前期の現金保有比率は翌期の設備投資比率に対して有意な係数を示していない。この結果からは、前期現金保有比率と翌期設備投資比率との有意な関係は確認されなかった。他方で、同一企業において、前期の営業 ROA は設備投資比率に対して正に有意であり、前期の負債比率は負に有意である。したがって、設備投資行動は、手元現金の水準よりも、企業の収益性や財務状態とより明確に関連している可能性がある。

なお、営業 CF 比率は固定効果モデルでは負の係数を示している。この結果については、営業 ROA との相関や、営業キャッシュフローの一時的な変動、投資実行時期との対応関係などが影響している可

表 3 現金保有と設備投資

変数	同年 OLS	同年 FE	1 期ラグ FE	1 期ラグ FE (営業 CF 除外)
現金保有比率	-0.067*** (0.007)	-0.070*** (0.008)	0.002 (0.009)	-0.002 (0.008)
営業 ROA	-0.008 (0.018)	0.047*** (0.014)	0.129*** (0.016)	0.118*** (0.015)
営業 CF 比率	0.230*** (0.017)	-0.020** (0.008)	-0.018* (0.009)	—
負債比率	-0.000 (0.004)	-0.017** (0.008)	-0.038*** (0.008)	-0.039*** (0.008)
総資産対数	0.002*** (0.001)	0.010*** (0.004)	-0.007*** (0.003)	-0.007** (0.003)
売上高成長率	0.022*** (0.004)	0.008*** (0.003)	0.003 (0.003)	0.003 (0.003)
年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
企業固定効果	No	Yes	Yes	Yes
観測数	8,722	8,722	7,852	7,868
企業数	881	881	881	881
R ² /Within R ²	0.1637	0.0521	0.0575	0.0589

注：括弧内は企業レベルでクラスタリングしたロバスト標準誤差を示す。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示す。すべてのモデルに年ダミーを含む。FE モデルでは企業固定効果を含む。連続変数は上下 1% でウィンザー化している。OLS 列には通常の R² を、企業固定効果モデルの列には Within R² を示している。同年 OLS および同年 FE では同年の説明変数を用い、1 期ラグ FE では 1 期前の説明変数を用いている。

能性があり、慎重な解釈が必要である⁷⁾。本研究では営業CF比率を除外したモデルも推定し、現金保有比率に関する結果がその導入に依存しないことを確認した。

以上より、現金保有比率が翌期の設備投資比率と正に関連するというH2は支持されない。一方、設備投資比率は前期の営業ROAおよび負債比率と有意に関連している。

5.4 2015年以降における現金保有比率と営業ROA・設備投資比率との関係の変化

表4は、2015年以降に現金保有比率と営業ROA・設備投資比率との関係が変化したかを検証した結果を示している。

営業ROAモデルでは、前期現金保有比率は正に有意である一方、前期現金保有比率と2015年以降ダミーの交差項は有意ではない。設備投資比率モデルにおいても、前期現金保有比率およびその2015年以降ダミーとの交差項はいずれも有意ではない。また、営業CF比率を除外したモデルでも同様の結果が得られている。したがって、2015年以降に、現金保有比率と将来収益性・設備投資行動との関係が統計的に有意に変化したとはいえない。

表4 2015年以降の関係の変化

変数	営業ROA	設備投資比率	設備投資比率 (営業CF除外)
前期現金保有比率	0.0349** (0.0156)	-0.0005 (0.0095)	-0.0042 (0.0092)
前期現金保有比率 × 2015年以降ダミー	0.0069 (0.010)	0.0035 (0.0053)	0.0037 (0.0053)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes
年ダミー	Yes	Yes	Yes
企業固定効果	Yes	Yes	Yes
観測数	7,584	7,852	7,868
企業数	879	881	881
R ² /Within R ²	0.1117	0.0576	0.0590

注：括弧内は企業レベルでクラスタリングしたロバスト標準誤差を示す。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。連続変数は上下1%でウィンザー化している。R²はWithin R²を示す。コントロール変数は、営業ROAモデルでは前期有形固定資産比率、前期投資その他資産比率、前期負債比率、前期総資産対数、前期売上高成長率、設備投資モデルでは前期営業ROA、前期営業CF比率、前期負債比率、前期総資産対数、前期売上高成長率である。年ダミーを含めているため、2015年以降ダミー単独の係数ではなく、前期現金保有比率との交差項の係数を解釈対象としている。

⁷⁾ この点については、営業CF比率と営業ROAを同時に投入しているため、両者の相関や企業固定効果による企業内変化の捉え方が係数に影響している可能性がある。

5.5 頑健性チェック

本章における分析では、営業 ROA や各種資産比率に総資産を用いているため、分母を共有することによる機械的相関の可能性を完全には排除できない。

そこで、本節では、共通分母による機械的相関の可能性を確認するため、営業 ROA に代えて、総資産を分母としない売上高営業利益率を被説明変数とする追加分析を行った。推定モデルは主分析と同様に、企業固定効果および年ダミーを含め、主要な説明変数には 1 期ラグを用いた。

表 5 はその分析結果を表している。これを見ると、投資その他資産比率を含めたモデルにおいても、それを除外したモデルにおいても、前期現金保有比率は翌期の売上高営業利益率に対して正に有意な係数を示した。係数の大きさを見ると、同一企業において前期現金保有比率が 10% ポイント上昇した場合、翌期の売上高営業利益率は約 0.58～0.76% ポイント高いことを示している。

したがって、現金保有比率と将来収益性との正の関係は、営業 ROA と各種資産比率が総資産を分母として共有することによる機械的相関のみによって生じているとは考えにくい。ただし、本分析はあくまで頑健性確認であり、現金保有が収益性を高める因果効果を直接示すものではない。

なお、売上高営業利益率を被説明変数とした表 5 では、表 2 の営業 ROA モデルとは異なり、前期総資産対数の係数は有意ではなかった。この違いは、営業 ROA が総資産を分母とする資産効率指標であるのに対し、売上高営業利益率は売上高を分母とする利益率指標であることを反映している可能性がある。もっとも、いずれのモデルにおいても、前期現金保有比率は正に有意であり、本研究の中心的な結果は維持されている。

表 5 売上高営業利益率を用いた頑健性チェック

変数	売上高営業利益率 (投資その他資産含む)	売上高営業利益率 (投資その他資産除外)
前期現金保有比率	0.058*** (0.016)	0.076*** (0.016)
前期有形固定資産比率	-0.066*** (0.021)	-0.060*** (0.020)
前期投資その他資産比率	-0.002 (0.019)	—
前期負債比率	-0.029** (0.013)	-0.022* (0.013)
前期総資産対数	0.324 (0.532)	-0.254 (0.508)
前期売上高成長率	0.032*** (0.005)	0.035*** (0.006)
年ダミー	Yes	Yes
企業固定効果	Yes	Yes
観測数	7,586	7,893
企業数	879	881
R ² /Within R ²	0.128	0.120

注：括弧内は企業レベルでクラスタリングしたロバスト標準誤差を示す。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示す。連続変数は上下 1% でウィンザー化している。R² は Within R² を示す。

VI 考察

本章では、前章の実証結果を仮説との関係から整理し、その含意を検討する。

本研究の実証結果は、H1とは整合的である一方、H2は支持されなかった。また、追加的検証では、2015年以降にこれらの関係が統計的に有意に変化したことは確認されなかった。すなわち、現金保有比率は翌期の営業ROAと正に関連していたが、翌期の設備投資比率とは有意な関係を示さなかった。また、設備投資比率は、現金保有比率よりも前期の営業ROAや負債比率と有意に関連していた。さらに、2015年以降ダミーとの交差項は有意ではなく、ガバナンス改革期以降にこれらの関係が統計的に変化したとはいえない。

6.1 現金保有は設備投資の原資か

本研究の結果からは、現金保有が翌期設備投資を促進するとの関係は確認されなかった。表3に示したように、同年OLSおよび同年FEでは、現金保有比率は設備投資比率に対して負に有意な係数を示している。この結果だけをみると、現金保有比率の高い企業ほど設備投資比率が低いように解釈される。しかし、同年変数を用いた推定では、設備投資の実施によって期末の現金残高が低下するという逆方向の関係が含まれる可能性がある。そのため、この負の関係をもって、現金保有が設備投資を抑制していると直ちに解釈することはできない。

そこで本研究では、同時性の問題を緩和するため、説明変数を1期ラグさせた企業固定効果モデルを主分析としている。その結果、前期の現金保有比率は翌期の設備投資比率に対して有意な係数を示さなかった。また、営業CF比率を除外したモデルにおいても、前期現金保有比率は有意ではなかった。これらの結果は、手元現金の水準が翌期の設備投資を直接的に押し上げているという仮説を支持するものではない。

一方で、設備投資比率に対しては、前期の営業ROAが正に有意であり、前期の負債比率が負に有意であった。すなわち、設備投資行動は、手元現金の多寡そのものよりも、企業の収益性や財務状態とより明確に関連している可能性がある。この結果は、企業内で収益性が相対的に高い局面ほど翌期の設備投資が大きく、負債比率が相対的に高い局面ほど翌期の設備投資が抑制される傾向を示している。このことから、設備投資は手元現金の水準だけでなく、収益力や財務余力の変化とも関連している可能性がある。したがって、設備投資は、単に現金保有の水準によって決まるのではなく、企業の収益力、財務健全性、投資機会を反映した意思決定として理解する必要がある。

さらに、表4の結果からは、2015年以降に現金保有比率と設備投資比率の関係が有意に変化したとはいえない。コーポレートガバナンス改革期以降、企業に対して資産効率や現金活用への意識が高まった可能性はあるものの、本研究の結果からは、少なくとも現金保有が翌期の設備投資を促進する方向に関係が変化したという証拠は得られなかった。

以上より、2010年代の日本企業において、現金保有は設備投資の単純な待機資金として位置づけられるものではないと考えられる。むしろ、現金保有は設備投資行動とは直接的に結びつかず、設備投資は収益性や財務状態に関連している可能性が高い。この結果は、現金保有を「将来投資のための資金余力」とみなす見方に一定の留保を求めるものであり、日本企業の資産保有行動を評価する際には、現金の水準だけでなく、それが実際の投資行動や収益性とどのように結びついているのかを検討する必要があることを示している。

6.2 現金保有と将来の収益性

前節でみたように、現金保有比率は翌期の設備投資比率とは有意な関係を示さなかった。一方で、表2の結果は、前期の現金保有比率が翌期の営業ROAと正に関連していることを示している。この結果は、現金保有が単に資産効率を低下させる余剰資産であるとは限らないことを示唆している。

現金保有は、総資産を分母とするROAの観点からは、利益を直接生まない資産として資産効率を押し下げる可能性がある。実際、現金が過剰に蓄積され、投資や株主還元を活用されない場合には、資産効率の低下要因となりうる。しかし、本研究の結果では、企業固定効果および年ダミーを含めた1期ラグモデルにおいても、前期現金保有比率は翌期営業ROAに対して正に有意な係数を示している。また、投資その他資産比率を除外したモデルでも同様の結果が得られている。したがって、少なくとも本研究の分析対象においては、現金保有が直ちに将来収益性の低下を意味するとはいえない。

この結果の解釈としては、第一に、現金保有が収益性の高い企業の財務的余力を反映している可能性が考えられる。営業収益性の高い企業は、内部資金を蓄積しやすく、外部環境の変化に対応するための流動性を確保する余力も大きい。そのため、現金保有比率の高さは、非効率な資産滞留というよりも、収益力のある企業が保有する財務的安全性や経営の柔軟性を表している可能性がある。

第二に、現金保有は、不確実性に備える予備的動機とも整合的である。企業が一定の現金を保有していれば、需要変動、資金調達環境の悪化、一時的な業績悪化に対して柔軟に対応できる。このような流動性バッファは、短期的には資産効率を低下させるように見える場合があるが、企業活動の安定性を高め、結果として将来の営業収益性を支える可能性がある。

もっとも、本研究の結果は、現金保有が営業ROAを高めるという因果効果を直接示すものではない。前期現金保有比率が相対的に高い年度ほど翌期営業ROAが高いという関係は、現金保有そのものの効果だけでなく、収益性の持続性や、分析に含まれていない時間変動的な企業状況を反映している可能性がある。そのため、この結果は、現金保有が将来収益性を生み出すというよりも、現金保有と収益性の高さの両者に共通して影響する時間変動的な企業要因を反映していると慎重に解釈する必要がある。

さらに、営業ROAに代えて売上高営業利益率を用いた頑健性チェックにおいても、前期現金保有比率は翌期の売上高営業利益率に対して正に有意であった。この結果は、現金保有比率と将来収益性との正の関係が、総資産を分母として共有することによる機械的相関のみによって生じているとは考えにくいことを示している。

以上より、現金保有は、設備投資の直接的な原資としては明確に確認されなかった一方で、将来の営業収益性とは正に関連していた。このことは、現金保有を一律に非効率な資産蓄積とみなすのではなく、企業の収益力、財務的余力、経営の安定性と結びついた資産保有行動として捉える必要があることを示している。日本企業の現金保有を評価する際には、その水準の高さだけでなく、それが将来の投資行動や収益性とどのような関係を持つのかを区別して検討することが重要である。

6.3 資産構成と投資行動の関係

本研究のマクロ分析では、2010年代の日本企業において、有形固定資産比率が低下する一方、投資その他資産比率が上昇していることを確認した。また、営業利益率が比較的高い水準で推移する一方で、資産回転率は低下傾向を示しており、日本企業のROAの伸び悩みは、利益率だけでなく資産構成や資産利用のあり方と関係している可能性が示された。

この点について、個票データを用いた分析では、資産構成と将来収益性の関係が一定程度確認された。

表2の結果によれば、1期ラグの企業固定効果モデルにおいて、前期有形固定資産比率は翌期営業ROAに対して負に有意な係数を示している。すなわち、同一企業内で有形固定資産比率が相対的に上昇した年度ほど、翌期営業ROAが低い傾向が示された。この結果は、有形固定資産比率の上昇後に収益貢献が現れるまで時間を要する可能性や、売上高・利益の増加を上回って資産が増加した局面を反映している可能性がある。ただし、有形固定資産比率の上昇が収益性を低下させたという因果関係を示すものではない。したがって、この結果は、企業内における資産構成の変化が翌期収益性と関連していることを示すものとして解釈するのが適切である。

一方、投資その他資産比率については、翌期の営業ROAに対して一貫して有意な係数を示しているわけではない。マクロ分析では、投資その他資産比率の上昇と資産回転率の低下が併存していたが、個票分析では、投資その他資産比率と翌期営業ROAとの間に一貫した関係は確認されなかった。この点は、投資その他資産の内容が様ではないことと関係していると考えられる。投資その他資産には、政策保有株式、関係会社株式、長期投資、その他の金融資産などが含まれており、それぞれの経済的性格は異なる。そのため、投資その他資産全体を一括して分析した場合、その効果が明確に表れにくい可能性がある。

また、設備投資行動については、現金保有比率よりも、前期の営業ROAや負債比率との間でより明確に関連していることが確認された。すなわち、設備投資は手元現金の水準だけで決まるのではなく、企業の収益性や財務健全性に基づいて行われている可能性が高い。企業内の時系列的な変化に着目すると、前期営業ROAが相対的に高い年度ほど翌期設備投資比率が高く、前期負債比率が相対的に高い年度ほど翌期設備投資比率が低い傾向が示された。この結果は、設備投資が手元現金の水準だけでなく、収益力や財務余力の変化と関連している可能性を示している。

以上の結果は、日本企業の資産構成と投資行動を理解するうえで、現金保有、有形固定資産、投資その他資産を個別に切り分けて考える必要があることを示している。現金保有は将来収益性と正に関連する一方、設備投資とは明確な関係を示さなかった。有形固定資産比率は翌期収益性と負に関連していたが、これは有形固定資産比率の上昇後に収益貢献が現れるまで時間を要する可能性や、売上高・利益の増加を上回って資産が増加した局面を反映している可能性がある。投資その他資産については、マクロ分析ではその比率の上昇と資産回転率の低下が併存していたものの、個票分析では翌期営業ROAとの一貫した関係は確認されなかった。

したがって、日本企業のROA低迷を説明するためには、単に現金や投資その他資産の蓄積を非効率とみなすだけでは不十分である。むしろ、どのような資産が、どのような事業構造や投資行動と結びつき、収益性や資産効率とどのように関連しているのかを検討する必要がある。本研究の結果は、資産構成の変化が日本企業の収益性を考えるうえで重要な視点であることを示す一方で、その具体的なメカニズムについては、投資その他資産の内訳や産業特性を考慮したさらなる分析が必要であることも示している。

また、現預金が翌期の設備投資比率と有意に関連していない背景には、日本企業における投資の「質」や「向かう先」の変化が関係している可能性もある。マクロ分析では、有形固定資産比率の低下と投資その他資産比率の上昇が確認されており、企業の資金配分が従来型の有形設備投資だけでなく、関係会社投資、投資有価証券、M&A等を含む広義の投資へ向かっている可能性がある。ただし、本稿の個票分析では、投資その他資産の内訳や現金保有から当該資産への資金移動を直接検証していないため、この点は今後の課題として位置づけられる。

6.4 ガバナンス改革期における関係変化の補足的検討

本研究では、2015年以降をコーポレートガバナンス改革期として捉え、現金保有比率と将来収益性・設備投資行動との関係が変化したかを検討した。2015年以降、日本企業には資産効率の改善、政策保有株式の見直し、株主還元の拡大などが求められてきた。そのため、ガバナンス改革が企業の現金保有や投資行動に影響を及ぼしたのであれば、現金保有比率と営業ROA、あるいは現金保有比率と設備投資比率との関係にも変化が生じている可能性がある。

しかし、表4の結果は、こうした関係の変化を明確には支持していない。営業ROAモデルでは、前期現金保有比率は翌期の営業ROAに対して正に有意であったが、前期現金保有比率と2015年以降ダミーの交差項は有意ではなかった。また、設備投資比率モデルにおいても、前期現金保有比率と2015年以降ダミーの交差項は有意ではなく、営業CF比率を除外したモデルでも同様の結果が得られた。したがって、本研究の分析結果からは、2015年以降に現金保有比率と将来収益性・設備投資行動との関係が統計的に有意に変化したとはいえない。

この結果は、ガバナンス改革が企業行動にまったく影響を与えなかったことを意味するものではない。本研究で用いた2015年以降ダミーは、個別企業のガバナンス改善の程度を直接測定するものではなく、制度改革が進んだ時期を表す時期ダミーである。そのため、独立社外取締役の増加、政策保有株式の削減、株主還元方針の変化など、企業ごとのガバナンス改革への対応度合いまでは捉えていない。したがって、本研究の結果は、ガバナンス改革の効果そのものを否定するものではなく、少なくとも時期区分に基づく分析では、現金保有と収益性・設備投資の関係に明確な構造変化は確認されなかった、という限定的な解釈にとどめるべきである。

以上より、本研究の時期区分に基づく分析では、2015年以降に現金保有と翌期営業収益性・設備投資との関係が統計的に有意に変化したことは確認されなかった。ただし、これはガバナンス改革の効果そのものを否定するものではなく、企業ごとの改革への対応度を直接測定した分析が今後必要である。

VII まとめと課題

7.1 結論

本研究は、2010年代の日本上場企業を対象に、現金保有と翌期の設備投資および営業収益性との関係を検討した。企業固定効果および年固定効果を考慮した推定の結果、前期現金保有比率は翌期営業ROAと正に関連していた。売上高営業利益率を被説明変数とした場合にも正の関係が確認されており、この結果は総資産を共通分母とすることによる機械的相関のみでは説明しにくい。一方、前期現金保有比率と翌期設備投資比率との間には有意な関係が確認されず、設備投資比率は前期営業ROAや負債比率とより明確に関連していた。

以上の結果から、現金保有比率が高い企業ほど翌期の設備投資比率が高まるという関係は確認されなかった。したがって、本研究の結果は、現金保有を翌期設備投資の単純な待機資金とみなす見方を支持するものではない。また、現金保有を一律に非効率な資産蓄積と評価することも適切ではない可能性がある。ただし、本研究の分析は、現金保有が営業収益性を高める因果効果を識別したものではない。現金保有比率の高さが、収益性の持続性、財務的余力、分析に含まれていない時間変動的な企業要因などを反映している可能性を含め、慎重に解釈する必要がある。

7.2 今後の課題

なお、本研究には、次のような課題が残されている。

第一に、因果関係の識別に関する限界である。本研究は企業固定効果モデルと1期ラグ変数を用いているが、現金保有と収益性の因果関係を完全に識別したものではない。

第二に、投資その他資産の内訳に関する課題である。投資その他資産には政策保有株式、関係会社株式、長期投資など性質の異なる項目が含まれており、その内訳を区別した分析が今後必要である。

第三に、ガバナンス改革の測定に関する課題である。本研究では2015年以降ダミーを用いて追加的検証を行ったが、企業ごとのガバナンス改善度を直接測定していない。今後は社外取締役比率、政策保有株式、株主還元方針などを用いた分析が必要である。

本研究の分析対象期間以降、日本経済はCOVID-19パンデミックの影響を受けた。今後の課題としては、このパンデミックが日本企業の現金保有や投資行動にどのように影響したのかについて、検討する余地がある。この点についてさらに検討することで、平時における現金保有の意味と、有事における流動性バッファとしての役割を接続して理解することが可能になると考えられる。

参考文献

- 嶋野智仁 (2020) 「日本製造業の金融化と資本蓄積——ミクロ・データによる実証分析」『季刊 経済理論』第57巻第4号, 55-73頁。
- 宮島英昭・齋藤卓爾 (2023) 「企業統治改革と政策保有株の売却：その決定要因と経済的帰結」RIETI Policy Discussion Paper Series 23-P-005, 2023年4月。
- 山田仁志 (2017) 「日本の大企業の収益性についての考察」『生産管理』第24巻第2号, 75-80頁。
- Dittmar, Amy and Jan Mahrt-Smith (2007), "Corporate governance and the value of cash holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, pp. 599-634.
- Harford, Jarrad, Sattar A. Mansi, and William F. Maxwell (2008), "Corporate Governance and Firm Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 535-555.
- Jensen, Michael C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jiang, Li and Jeong-Bon Kim (2000) "Cross-Corporate Ownership, Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting Performance Measures in Japan," *The International Journal of Accounting*, Vol. 35, No. 1, pp. 85-98.
- Kato, Kazuo, Meng Li, and Douglas 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)&(4), pp.480-523.
- Luo, Qi and Toyohiko Hachiya (2005) "Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence from Japan," *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 8, No. 4, pp. 613-636.
- Morikawa, Masayuki (2020) "Effects of Outside Directors on Firms' Investments and Performance: Evidence from a Quasi-Natural Experiment in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 56, 101074.
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, René M. Stulz, and Rohan Williamson (1999) "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, pp. 3-46.
- Shimano, Norihito (2018) "Stylized facts of financialization in Japanese non-financial corporations," 『松山大学論集』第30巻第2号, 23-47頁。