

*** レポート ***

コーポレートガバナンスと企業の現金保有

社会システム研究所 主任研究員 中嶋 幹

----- 要 約 -----

企業の現金保有は、資本市場を通じた資金調達が困難な状況ではベネフィットとなる一方、経営者の裁量によって現金が効率的に活用されていない場合には、企業価値を毀損する可能性もある。従って、企業の保有する現金の合理性は、コーポレートガバナンスと密接に関係する。コーポレートガバナンスを機能させることにより、経営者を適切に規律付けることができれば、企業の保有する現金は、企業価値向上に資するように活用されることが予想されるためである。

本稿では、コーポレートガバナンスと企業の現金保有に関する議論を整理し、わが国企業の現金保有に対して示唆を与えることを目的とする。先行研究によると、コーポレートガバナンスの脆弱な企業は、過度な現金を保有する傾向がみられるほか、保有する現金を効率的に活用しない可能性が示される。その一方、企業経営者は、現金保有の使途が効率的でない可能性に対し否定的な見解をもつことが示される。このような認識の違いは、企業の現金保有が結果として非効率となる問題を孕んでいる。2012年度決算における日本企業の現金保有は高い水準となっており、コーポレートガバナンスの果たす役割が重要となる。

目次

1. はじめに
2. コーポレートガバナンスと現金保有を巡る議論
3. 現金保有に関する企業経営者の見解
4. 日本企業の現金保有水準は高いか
5. おわりに

1. はじめに

一般に、企業は、日々のオペレーションや将来の投資機会に備えて現金を保有する。とりわけ、日常業務において資金需要が大きい企業や、資本市場を通じた資金調達が可能でない企業にとって、現金を保有しておく意義は大きい。なぜなら、企業が外部から資金を調達する際には、一定の手数料を支払う必要がある上に、必要な金額をいつでも調達できるとは限らないからである。このような場合においては、企業価値を高める上で現金を保有することが合理的となり得る。

しかしながら、現金の最適な保有水準を知ることは困難であるため、しばしば企業の保有する現金水準の高低が問題となる。特に問題となるのは、現金保有水準が高いケースである。企業の保有する多額の現金が活用されなければ、結果的に現金保有は機会コストとなるほか、経営者の裁量によって非効率的に活用される場合には、企業価値が毀損する可能性がある。このような状況においては、企業が現金を保有することは合理的ではなく、配当や自社株買いなどを実施することが望ましい。

以上の議論から明らかのように、企業による現金保有の合理性は、コーポレートガバナンスと密接に関係することが予想される。本稿では、主として海外の先行研究を概観することにより、コーポレートガバナンスと企業の現金保有に関する議論を整理し、わが国企業の現金保有に対して示唆を与えることを目的とする。

2. コーポレートガバナンスと現金保有を巡る議論

前述したように、企業が現金を保有することには一定のベネフィットがある反面、現金が効率的に活用されない場合には企業価値を毀損させる可能性もある。このような問題を緩和する方策の一つとして、コーポレートガバナンスを機能させることが挙げられ

る。コーポレートガバナンスを機能させる方法としては、企業の内部メカニズムによる方法と、外部メカニズムによる方法に分けられる。前者は、取締役会や株主総会などの制度的な機構によるコントロールや、経営者の報酬契約や選抜制度などがある。後者は、敵対的企業買収、債権者や大株主による経営者の罷免あるいは経営介入といった方法がある（小佐野，2001）。コーポレートガバナンスを機能させることにより、経営者を適切に規律付けることができれば、企業の保有する現金は、企業価値向上に資するように活用されることが予想される。

このような問題意識から、現金保有に関する研究において、コーポレートガバナンスは、重要な研究対象の一つとなっている。例えば、現金保有の決定要因に関する初期の研究である Opler *et al.*[1999]は、米国上場企業の現金保有と経営者持株比率や買収防衛策に関する定款変更の有無の関係について分析しており、有意な関係はみられないことを明らかにしている^{1,2}。また、彼らは、現金の使途についても分析を行っており、企業価値向上に貢献しないような活用方法はみられないことを確認している。

一方、比較的最近の研究をみると、現金保有とコーポレートガバナンスには、密接な関係があることが明らかとなっている。例えば、Dittmar and Mahrt-Smith[2007]は、1990～2003年における米国上場企業を対象に分析を行い、コーポレートガバナンスの脆弱な企業では、企業の保有する現金の市場価値を推定した結果、額面を大きく下回ることを明らかにしている。彼らの分析結果は、現金が効率的に活用されていないことを市場が織り込んでいる可能性があることを示唆する。この点について、彼らは、ガバナンスの脆弱な企業は、その後の業績悪化を通じて、保有する現金を大きく減少させることを明らかにしており、保有する現金が効率的に活用されないことを確かめている。同様の結果は、Harford *et al.*[2008]においても確認される。彼らは、1993～2004年における米国上場企業を対象に分析を行い、コーポレートガバナンスの脆弱な企業は、事業活動により得られるキャッシュフローを現金保有する代わりに、設備投資やM&Aなどの支出に充当することを明らかにしている。この結果の解釈として、彼らは、米国市場では株主権保護が進んでおり、コーポレートガバナンスの脆弱な企業の現金保有は株主による厳しいモニタリングに晒されるため、キャッシュフローを現金保有するよりも消

¹ なお、経営者持株比率が0～5%と低いケースでは、有意水準10%で現金保有比率が高まる効果があることを明らかにしている。

² ただし、この結果は1994年のデータを対象とした単年度の分析に基づくものであり、彼ら自身が述べているように、データの制約によりクロスセクションの変動を十分に捕捉できなかった可能性がある。

費することを選択すると説明している。この視点に立脚すれば、株主権保護の強くない国々においては、コーポレートガバナンスの脆弱な企業は、キャッシュフローをすぐに活用するのではなく、現金保有することを選択するかもしれない。この点について、台湾の上場企業を分析した Kuan *et al.*[2012]をみると、コーポレートガバナンスの脆弱な企業の現金保有比率は高いことが示される。また、投資家保護は強いものの、同族支配やピラミッド型の所有者構造が一般的であるシンガポールおよびマレーシアの上場企業を分析した Kusnadi[2011]においても、同様の傾向がみられる。

上述の先行研究は、コーポレートガバナンスの外部メカニズムの重要性を示唆する一方、内部メカニズムの効果は必ずしも明らかではない。例えば、中野・高須[2013]は、2004～2012年における日本企業の取締役会の構成と現金保有の関係を分析した結果、取締役会の人数や社外取締役比率と現金保有比率の間には有意な関係がみられないことを明らかにしている。

以上の先行研究を整理すると、コーポレートガバナンスと企業の保有する現金水準の関係は、必ずしも一意に定まらない。換言すると、経営者が将来の投資を優先する場合には現在の現金保有比率が高まる一方、現在の投資を優先すれば現金保有比率は低下する。どちらが優先されるかは、他の条件を一定とすれば、各国特有のコーポレートガバナンスの状況や株式市場のモニタリングなどに依存する。従って、企業の保有する現金の水準を確認するとともに、企業の保有する現金が企業価値を高めるように活用されているかを確認することが重要となる。

3. 現金保有に関する企業経営者の見解

これまで明らかにされた先行研究の知見に対して、企業経営者³の見解は幾分異なる。ここでは、企業経営者の意識調査を通じて、現金保有の決定要因およびコーポレートガバナンスが現金保有に与える影響を明らかにした Powell and Baker[2010]を取り上げる。彼らは、米国上場企業（非金融）のうち、2008年末時点における時価総額の大きい1,000社に対して、最高財務責任者（CFO）を対象としたアンケート調査を実施した⁴。図表1は、アンケート調査結果の一部を抜粋したものである。

³ ここでは、経営業務を執行する役員を総称して、企業経営者と呼ぶ。

⁴ 2009年3月と同年5月の2回にわたって調査票を郵送し、93社（回答率9.3%）から回答を得ている。

図表1 現金保有に関する企業経営者の見解

質問	全くそう思わない	そう思わない	どちらともいえない	そう思う	非常にそう思う	平均	
	(-2点)	(-1点)	(0点)	(+1点)	(+2点)	(点)	
Panel A: コーポレートガバナンスが現金保有に与える影響							
1	経営者のエンブレチメントがみられる企業は、ガバナンスの良い企業に比べて、より多くの現金を貯め込む傾向がある	0.0%	7.5%	26.9%	54.8%	10.8%	0.688 **
2	過度の現金を保有するガバナンスの脆弱な企業は、収益性やバリュエーションが低い	0.0%	12.9%	20.4%	54.8%	11.8%	0.656 **
3	豊富な投資機会を有する成長企業の株主は、企業のガバナンス機能が株主利益を保護する限り、多額の現金保有を受け入れる	1.1%	9.7%	30.1%	49.5%	9.7%	0.570 **
4	投資家保護の観点からガバナンスが機能する企業は、現金の保有水準が低い傾向がある	0.0%	12.9%	26.9%	54.8%	5.4%	0.527 **
5	経営者のエンブレチメントがみられ、投資家保護が弱く、現金配当を行わないような企業は、企業価値が相対的に低い	0.0%	20.4%	29.0%	44.1%	6.5%	0.366 **
6	ガバナンスの良い企業の株主は、経営者に対する監視や規律付けを働かせることができるため、経営者による多額の現金保有を許容する	0.0%	16.1%	35.5%	44.1%	4.3%	0.366 **
7	潤沢なキャッシュフローを生むガバナンスの脆弱な企業は、過度の現金を設備投資やM&Aの原資として即座に充当する	2.2%	22.8%	27.2%	44.6%	3.3%	0.239 *
8	株主は、ガバナンスの良い企業に比べて、悪い企業が保有する現金の価値を低いものと認識する	0.0%	21.7%	51.1%	27.2%	0.0%	0.054
9	ガバナンスの脆弱な企業は、将来の配当に対するコミットメントを避けるために、ペイアウト政策として自社株買いを行う	9.7%	40.9%	41.9%	7.5%	0.0%	-0.527 **
10	現金保有水準が高く株主権に対する保護が弱い企業は、R&Dの投資水準が低い	5.4%	52.7%	33.3%	8.6%	0.0%	-0.548 **
11	株主権が弱い場合には、現金配当は企業価値の向上に資する	12.9%	48.4%	31.2%	7.5%	0.0%	-0.667 **
12	株主は、専業企業に比べて多角化企業が保有する現金の価値は低いとみなす	9.9%	48.4%	40.7%	1.1%	0.0%	-0.670 **
Panel B: エージェンシー理論からみた現金保有の決定要因							
13	経営者は、現金の用途や設備投資の意思決定における裁量を高めるために、多額の現金保有を愛好する	4.3%	21.5%	29.0%	37.6%	7.5%	0.226 *
14	時価簿価比率が高い企業は、現金保有水準が高い	3.3%	30.4%	44.6%	21.7%	0.0%	-0.152
15	現金保有水準が高い企業は、R&D投資比率が高い	5.4%	37.6%	34.4%	22.6%	0.0%	-0.258 **
16	多角化するような企業買収を行うキャッシュリッチ企業の経営者は、企業の将来の営業パフォーマンスを妨げ、株主価値を減少させる	5.4%	51.6%	24.7%	16.1%	2.2%	-0.419 **
17	経営者持株比率が高い企業は、多額の現金を保有する	8.6%	47.3%	32.3%	11.8%	0.0%	-0.527 **
18	外部から資金調達を行うことに伴う資本市場からの規律付けを避けるために、企業は過度の現金を保有する	9.8%	47.8%	32.6%	9.8%	0.0%	-0.576 **

(出所) Powell and Baker[2010]から、コーポレートガバナンスに関連する部分を抜粋

注1: アスタリスクの数は、有意水準1% (***)、5% (**)、10% (*) を示す。

注2: エンブレチメントとは、企業経営者が自らの地位が安泰となるよう行動することを指す。

図表1の数値は、各質問に対するアンケート回答者の比率を示している。ここでは、米国大企業の平均的な企業行動として、どの程度当てはまるか（5段階の選択形式）をヒアリングしている⁵。右端の列は、当てはまりの程度（平均）を示しており、有意にプラスであれば「当てはまる」（有意にマイナスであれば「当てはまらない」とみなすことができる⁶。質問項目のうち、1～12はコーポレートガバナンスが現金保有に与える影響に関するものであり（Panel A）、13～18はエージェンシー理論⁷からみた現金保有の決定要因に関するものである（Panel B）。

Panel A をみると、企業経営者は、コーポレートガバナンスと現金保有水準には負の相関関係がみられると認識していることがわかる（質問項目1～6）。すなわち、コーポレートガバナンスが脆弱な企業は、現金保有水準が高いと考えられている。その一方、コーポレートガバナンスが企業の投資政策やペイアウト政策に与える影響については、否定的な見解を示している（質問項目9～12）。Panel B についてみると、現金保有政策や保有する現金の使途に関する非効率性についても、否定的な見解を示している（質問項目15～18）。先行研究に示されるように、事後的には企業の保有する現金が非効率的に活用されるケースがみられる一方で、企業経営者がそのような可能性を考慮していない点は特徴的である。

4. 日本企業の現金保有水準は高いか

そもそも、日本企業の現金保有水準は高いのであろうか。この点を確認するために、日本企業の保有する現金の状況について、時系列およびクロスセクションの比較を行う。

図表2は、東証1部に上場する一般事業会社について、2000～2012年度の現金保有比率（中央値）を示したものである⁸。現金保有に関する研究では、現金保有比率の定義として、①ネットの総資産に対する現金（cash）の比率、②ネットの総資産に対する現金および現金等価物（cash and cash equivalents）の比率の何れかが用いられることが多い⁹。従って、ここでは、現金預金／（総資産－現金預金）および（現金預金

⁵ 自社の状況をヒアリングしているわけではない点に注意。

⁶ 本稿では、有意水準5%を基準として図表1の解釈を行う。

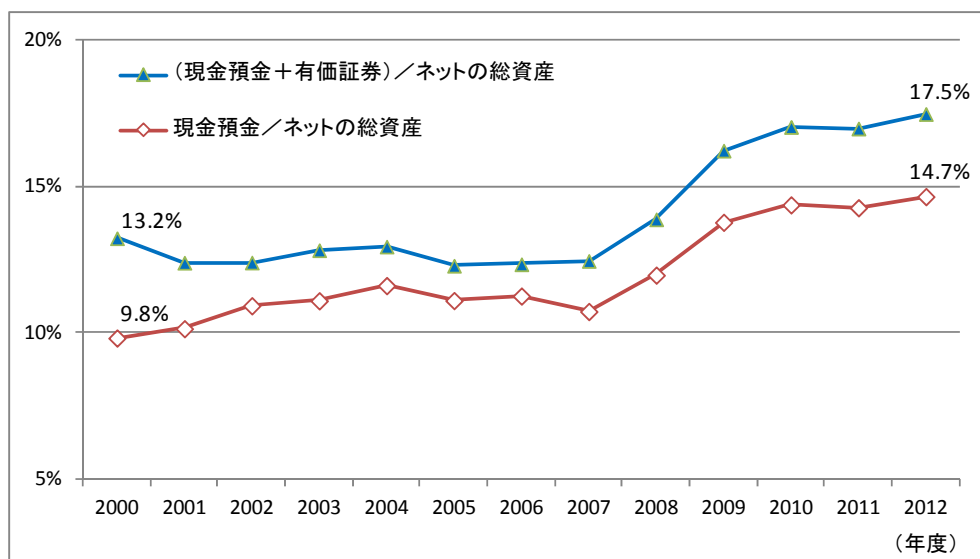
⁷ 依頼人（株主）が代理人（経営者）の行動を完全に監視できない状況の下では、代理人（経営者）は、必ずしも依頼人（株主）の利益を最大化するように行動するとは限らない。エージェンシー理論は、依頼人にとって望ましい状況を導出するために、代理人を規律付けるための仕組みを経済学的視点から分析するものである。

⁸ 2012年度の詳細な状況については、Appendixを参照。

⁹ ネットの総資産とは、総資産から現金または現金および現金等価物を控除したものを指す。

+有価証券) / (総資産-現金預金-有価証券) として算出される 2 通りの指標を取り上げる。

図表 2 日本企業の現金保有比率 (中央値) の推移



(出所)決算短信データをもとに NFI 作成

注 1 : 決算短信発表企業の決算データを集計。

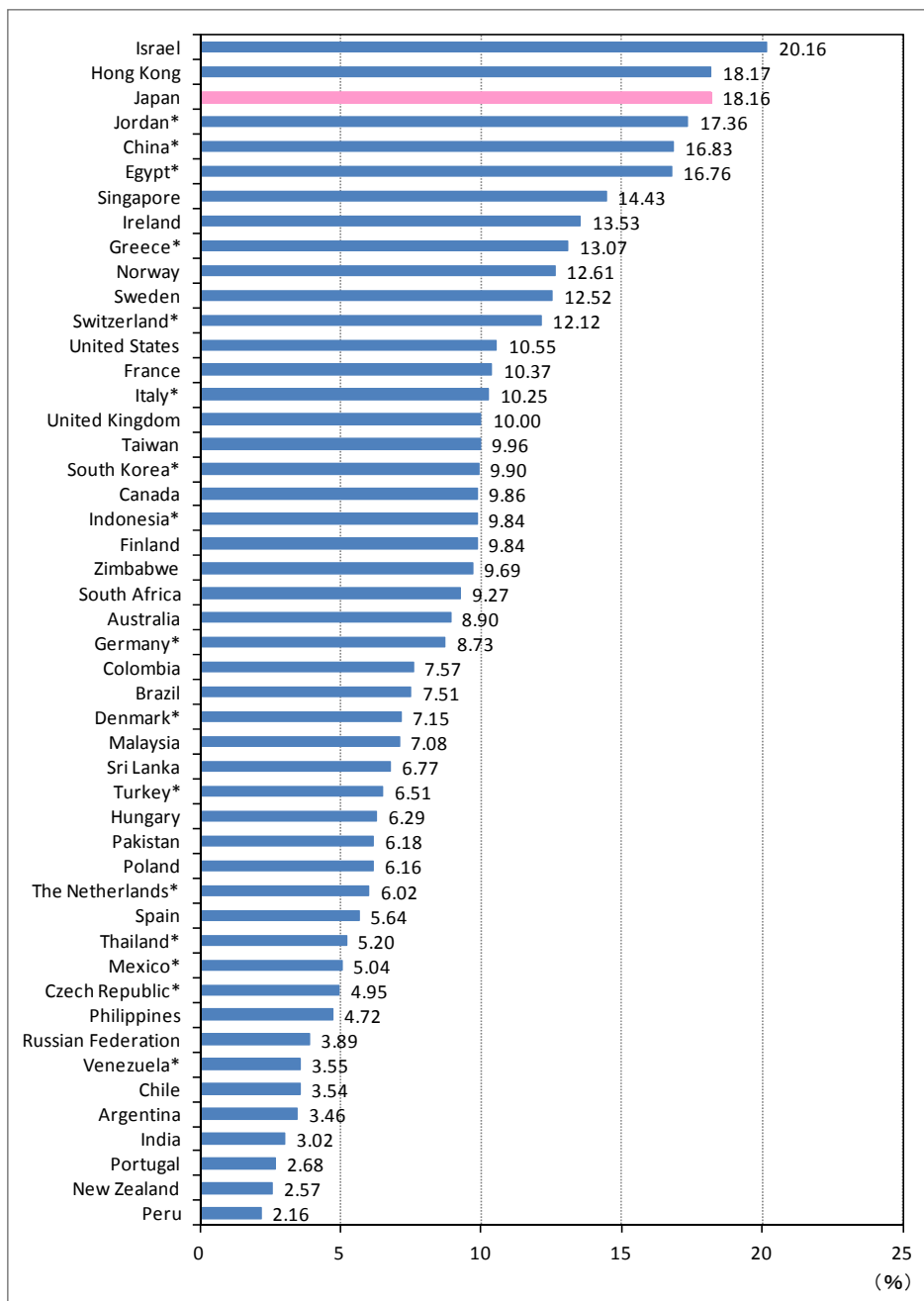
注 2 : 連結決算発表企業は、連結データを対象に集計。

図表 2 をみると、現金預金の比率は、2000 年度は 9.8% であるのに対して、2012 年度は 14.7% となっており、分析期間中 4.9% 上昇したことがわかる。同様に、現金預金 + 有価証券の比率についてみると、2000 年度は 13.2% であるのに対して、2012 年度は 17.5% と、4.3% 上昇している。何れの指標も 2000 年度の前半は比較的平行に推移しているのに対して、リーマンショックが発生した 2008 年度以降にかけて、現金保有比率が上昇する様子がみとれる。

次に、Chang and Noorbakhsh[2006]の分析データを引用して、日本企業の現金保有水準に関する国際的な比較を試みる。なお、彼らは、World Scope 2000 database の財務データをもとに分析しており、分析期間や分析対象企業が図表 2 と異なる点に注意が必要である¹⁰。

¹⁰ 彼らが使用した World Scope 2000 database は、2000 年の財務データから構成されており、48 カ国における約 22,000 社をカバーしている。図表 3 に示すように、日本企業は 3,226 社となっており、図表 2 で集計した東証 1 部上場の一般事業会社数に比べて、およそ 2 倍以上のカバレッジとなっている。

図表3 国際的にみた日本企業の現金保有比率



(出所) Chang and Noorbakhsh[2006]をもとに NFI 作成

注1: 現金保有比率は、ネットの総資産に対する cash and cash equivalents の比率で定義される。

注2: 図表中の数値は、各国企業における中央値を表す。

注3: La Porta et al.[1998]のガバナンス指数 (Anti-director index) が2以下の値をとる国 (株主権保護の弱い国) にアスタリスクを表示。

図表 3 をみると、日本企業の現金保有比率は 18.16%となっており、イスラエル (20.16%)、香港 (18.17%) に次いで 3 番目に高い。2 章で述べたように、現金保有水準は、各国特有のコーポレートガバナンスの状況や株式市場のモニタリングなどに依存する。日本の場合、株主権保護が進んでいるにもかかわらず、現金保有比率は高いものとなっている¹¹。図表 2 に示すように、2000 年度以降の現金保有比率が上昇している点を踏まえると、平均的な日本企業の現金保有水準は高いと考えられる。

5. おわりに

本稿では、コーポレートガバナンスと企業の現金保有に関する議論を整理した上で、日本企業の現金保有は平均的には高い水準にあることを確かめた。幾つかの先行研究が指摘するように、コーポレートガバナンスの脆弱な企業は、過度な現金を保有する傾向がみられるほか、保有する現金を効率的に活用していない可能性がある。とりわけ、企業経営者に対する意識調査の結果が示すように、企業経営者が現金使途の効率性について考慮しない場合には、企業価値が毀損する恐れがある。2012 年度決算における日本企業の現金保有は高い水準となっており、コーポレートガバナンスの果たす役割が重要となってこよう。

¹¹ Chang and Noorbakhsh[2006]のガバナンス指数は、La Porta *et al.*[1998]の Anti-director index を参照している。この指数は、株主権保護に関する項目を満たす場合に 1 を加算することで、株主権保護の度を指数化したものである。従って、数値が高いほど株主権保護の度が強いことを意味する。なお、この指数は、6 つの項目から構成されるため、0~6 までの値をとる。彼らは、2 以下の値をとる国をコーポレートガバナンスが脆弱なグループに分類している (日本の値は 4)。

(Appendix)

東証 33 業種別の一般事業会社（東証 1 部上場企業）の現金保有状況

東証33業種	企業数	現金預金／ネットの総資産				(現金預金＋有価証券)／ネットの総資産			
		平均値	最小値	中央値	最大値	平均値	最小値	中央値	最大値
水産・農林業	5	7.6%	3.2%	4.9%	19.6%	7.6%	3.2%	4.9%	19.6%
鉱業	7	14.7%	6.3%	13.0%	27.7%	22.5%	6.3%	25.7%	33.6%
建設業	93	21.0%	0.5%	16.3%	89.1%	24.3%	0.5%	20.4%	89.1%
食料品	67	12.1%	1.6%	9.9%	42.2%	15.9%	1.6%	14.5%	57.2%
繊維製品	39	14.6%	3.8%	10.2%	41.4%	17.3%	3.8%	10.8%	48.5%
パルプ・紙	10	9.0%	2.1%	9.1%	15.6%	9.7%	2.1%	9.1%	20.9%
化学	126	18.0%	2.0%	12.3%	114.2%	20.7%	2.0%	15.3%	114.2%
医薬品	37	15.3%	2.4%	10.9%	66.0%	25.1%	3.3%	21.7%	66.0%
石油・石炭製品	11	7.7%	0.3%	3.8%	26.5%	7.9%	0.3%	3.8%	26.5%
ゴム製品	11	14.1%	4.1%	14.4%	25.7%	14.5%	4.1%	14.4%	25.7%
ガラス・土石製品	30	14.0%	3.0%	10.8%	56.9%	16.4%	3.0%	13.7%	63.3%
鉄鋼	32	13.3%	0.1%	10.5%	35.0%	15.9%	0.1%	14.8%	38.6%
非鉄金属	24	10.7%	1.5%	6.7%	84.0%	12.1%	1.5%	6.9%	84.0%
金属製品	35	20.0%	1.1%	15.5%	58.5%	22.2%	1.1%	18.6%	58.5%
機械	118	24.2%	1.9%	19.4%	209.1%	27.6%	1.9%	21.1%	209.1%
電気機器	152	25.3%	1.2%	19.6%	148.1%	33.4%	1.2%	23.0%	555.9%
輸送用機器	59	16.2%	0.3%	11.8%	102.7%	18.7%	0.3%	12.7%	102.7%
精密機器	27	25.1%	2.6%	22.9%	74.5%	26.7%	2.6%	23.9%	74.5%
その他製品	47	25.8%	7.3%	19.9%	100.4%	31.1%	7.3%	23.3%	165.9%
電気・ガス業	17	4.3%	0.4%	3.5%	13.3%	5.2%	0.4%	4.2%	13.3%
陸運業	35	6.4%	1.0%	5.2%	29.0%	7.1%	1.0%	5.2%	29.0%
海運業	9	10.3%	3.6%	7.9%	22.9%	11.2%	3.6%	12.3%	22.9%
空運業	3	19.9%	4.2%	15.4%	40.1%	26.6%	15.4%	24.4%	40.1%
倉庫・運輸関連業	20	17.9%	3.7%	9.5%	153.8%	18.5%	3.7%	10.6%	153.8%
情報・通信業	107	48.8%	0.9%	28.4%	620.1%	55.3%	0.9%	35.7%	620.1%
卸売業	142	18.1%	0.4%	15.5%	90.6%	20.3%	1.8%	17.2%	98.3%
小売業	152	19.0%	1.1%	13.8%	105.5%	21.3%	1.1%	15.3%	105.5%
不動産業	43	25.2%	1.0%	13.3%	107.3%	25.9%	1.0%	15.9%	107.3%
サービス業	107	47.0%	2.2%	26.2%	316.1%	52.3%	2.2%	29.4%	373.7%
東証1部全体	1,565	22.7%	0.1%	14.7%	620.1%	26.5%	0.1%	17.5%	620.1%

(出所)決算短信データをもとに NFI 作成

注 1：決算短信発表企業の 2012 年度決算データを集計

注 2：連結決算発表企業は、連結データを優先

参考文献

- 小佐野広[2001], 『コーポレートガバナンスの経済学』 日本経済新聞社.
- 中野誠・高須悠介[2013], 「日本企業の現金保有決定要因分析－所有者構造と取締役会特性の視点から－」 HERMES-IR Technical Report.
- Chang, K., and A. Noorbakhsh [2006], “Corporate Cash Holdings, Foreign Direct Investment, and Corporate Governance,” *Global Finance Journal* 16(3),302-316.
- Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith [2007], “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings,” *Journal of Financial Economics* 83(3),599-634.
- Harford, J., S. Mansi, and W. Maxwell [2008], “Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US,” *Journal of Financial Economics* 87(3),535-555.
- Kuan, T., C. Li, and C. Liu [2012], “Corporate Governance and Cash Holdings: A Quantile Regression Approach,” *International Review of Economics & Finance* 24,303-314.
- Kusnadi, Y. [2011], “Do Corporate Governance Mechanisms Matter for Cash Holdings and Firm Value?,” *Pacific-Basin Financial Journal* 19(5),554-570.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny [1998], “Law and Finance,” *Journal of Political Economy* 106(6),1113-1155.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson [1999], “The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings,” *Journal of Financial Economics* 52(1),3-46.
- Powell, G., and H. Baker [2010], “Management Views on Corporate Cash Holdings,” *Journal of Applied Finance* 20(2),155-168.