

GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION

**KOBE UNIVERSITY**

ROKKO KOBE JAPAN

Current Management Issues

## 目 次

第 1 章	序 論.....	3
第 1 節	本研究の目的.....	3
第 2 節	問題意識.....	3
第 3 節	本研究の成果.....	5
第 4 節	本論文の構成.....	5
第 2 章	日本企業における現金保有の現状.....	6
第 1 節	本章の目的.....	6
第 2 節	分析対象および定義.....	6
第 3 節	現金保有の現状.....	7
第 3 章	先行研究のレビュー.....	12
第 1 節	本章の目的.....	12
第 2 節	先行理論の展望.....	12
第 3 節	現金保有に関する実証研究.....	14
第 4 節	本研究における着目点.....	18
第 4 章	仮説の構築.....	19
第 1 節	本章の目的.....	19
第 2 節	構成概念.....	19
第 3 節	操作化.....	22
第 4 節	代理変数.....	23

第5章	検 証	26
第1節	本章の目的	26
第2節	分析対象および定義	26
第3節	相関分析	27
第4節	単回帰分析	29
第5節	基本統計量の算出	32
第6節	重回帰分析	35
第7節	検証結果	40
第8節	現金蓄積に至る要因	41
第6章	結 論	42
第1節	要 約	42
第2節	実践的含意	42
第3節	限 界	44
【謝 辞】		46
【引用文献】		47

## 第1章 序論

### 第1節 本研究の目的

本研究の目的は、「企業は、なぜ現金を蓄積するのか？」という問いに対して、日本企業の財務データを定量的に分析することで、その背景にある要因を明らかにし、企業の現金保有に関する実践的含意を提起することである。

### 第2節 問題意識

昨今、企業の株主還元が積極化している。特に、多額の金融資産を抱える企業は、増配など株主への利益還元を大幅に増加させている。例えば、日本を代表するキャッシュリッチ企業の武田薬品工業と松下電器産業は、2007年3月期の総配分性向<sup>1</sup>が概ね100%となり、当期に稼いだ利益の全てを株主に配分している。<sup>2</sup>

また、連結配分性向や株主資本配当率（DOE）の目標値などを外部公表するなど業績連動型の株主還元を実施する企業<sup>3</sup>も増加傾向にある。

従来、日本の企業は安定配当、すなわち業績に左右されず一定の配当を継続的に行う方針を採用してきた。しかし、株式持ち合いの解消によって在外機関投資家を中心とした株主の割合が増加し、日本企業の株主構成は大きく変化した。そして、新たに主要株主となった機関投資家が、多額の金融資産を抱える日本企業に対して、その資

---

<sup>1</sup> 配当金と自社株買いの合計が連結純利益に占める割合

<sup>2</sup> 日経金融新聞 2007.4.27 版 第1面

<sup>3</sup> 例えば、第1三共は2008年3月期から3年間の総配分性向を原則100%とし、ロームは2008年3月期から3年間はフリーキャッシュフローの100%以上を株主に還元すると外部公表している。

産の使い道を厳しく監視した結果、企業の株主還元に関する方針に大きな変化をもたらしたのである。

主要株主である機関投資家が、このような行動を取る背景には、エージェンシー問題、つまり「運用資金の委託者である株主 (principal) と受託者である経営者 (agent) の利害は完全には一致しない」という考えが根底にあるからだ。その理由は、第 1 に、オーナー経営者である場合を除き、経営者の行動がすべて経営者の利益に結びつくことは無く大半が株主に帰属すること、第 2 に、経営者のパフォーマンスを測定する完備で立証可能な指標がないこと<sup>4</sup>に起因する。ゆえに、株主は、余剰現金 (excess cash)、つまり営業循環上必要不可欠な金額を超えた現金を配当や自社株買いなどを通じて返還することを経営者に対して求めるのである。

ところで、昨今、経済合理性のみを追求したアクティビストと呼ばれる株主が話題を呼んでいる。これら株主は、余剰現金を多額に抱えた企業に対して、増配などを通じたエージェンシーコスト低減を求めている。しかし、その主張には、短期的な株主利益追求といった側面が見え隠れし、現在の日本社会からは、受け入れられているとは言い難い<sup>5</sup>。

そこで本研究では、1996 年から 2005 年に渡る日本企業の財務データを定量的に分析することで、企業の現金蓄積に至る要因を探り、現金保有に関する実践的含意を提起することを目的としたい。

---

<sup>4</sup> Constantinides, Harris and Stulz (2001), ” *Handbook of Economics of Finance, Volume 1A Corporate Finance* ” (加藤英明監訳『金融経済学ハンドブック 1 コーポレートファイナンス』丸善、2006 年) 第 4 章「企業の資金調達」 p. 258 参照

<sup>5</sup>例えば、2007 年 3 月期決算の株主総会において、スティーロパートナーズジャパンが保有する銘柄のうち因幡電機産業、ブラザー工業、TTK、グリコ、電気興業およびフクダ電子に対する同社の増配要求の株主提案は、いずれも否決されている。

### 第3節 本研究の成果

本研究を通じて明らかになった事実は次の4つである。第1に、収益性が高まるほど現金が蓄積される傾向にあること、第2に、研究開発投資が増加するほど現金が蓄積される傾向にあること、第3に、企業規模が小さいほど現金が蓄積される傾向にあること、第4に、配当には現金蓄積に対する抑制効果がある反面、自社株買いはその効果が薄いことである。

### 第4節 本論文の構成

本論文の構成は次の通りである。まず、本章では、本研究の目的、その背景にある問題意識、そして本研究の成果を述べる。第2章では、金融を除く東証1部33業種に指定された企業をサンプルに、業種間およびキャッシュリッチ企業の現金保有の状況を明らかにする。第3章では、本研究と関連のある先行研究をレビューし、本研究の着目点を述べる。第4章では、先行研究で挙げた着目点を元に仮説を構築し、第5章では、1996年から2005年までの金融を除く東証1部33業種の財務データを元に検証を行う。最後に第6章では、本研究の要約を示し、実践的含意および限界について述べる。

## 第2章 日本企業における現金保有の現状

### 第1節 本章の目的

本章の目的は、現金保有に関する基本統計量を業種別、度数別に算出し、日本企業の現金保有の現状を明らかにすることである。本分析に当たっては、まず、対象企業および各キーワードの定義付けを行い、続いて、業種別の現金保有率を算出する。最後に、度数別の現金保有率を算出し、資金余剰企業と資金不足企業を比較する。

### 第2節 分析対象および定義

サンプル企業は、2005年の決算期時点で金融<sup>6</sup>を除く東証1部33業種に指定され、直近の決算期より過去5年以上に遡って上場を維持している企業<sup>7</sup>とした。この選別により、サンプル企業は合計1,370社となった。続いて、対象期間は1996年から2005年の決算期とした。なお、各財務データは、金融情報端末 Bloomberg によって入手した。本分析では、「現金」、「現金保有率」、「資金余剰企業」、「資金不足企業」を次の通り定義した。第1に、貸借対照表に記載されている「現預金」に流動性が高く換金性に優れている「短期有価証券」を加えたものを「現金」とし、第2に、この「現金」を総資産で除した割合を「現金保有率」とした。第3に、サンプル企業の過去10年間における平均現金保有率が上位50%以上の企業を「資金余剰企業」とし、第4に、下位50%未満の企業を「資金不足企業」とした。

---

<sup>6</sup> 東証1部「銀行業」、「保険業」、「証券・商品先物取引業」および「その他金融業」は対象外とする。

<sup>7</sup> 例えば、共に上場会社であった旧川鉄と旧NKKが経営統合されて新設されたJFEホールディングスは、設立が2002年9月であるため、本研究の対象外企業となる。

### 第3節 現金保有の現状

砂川・畠田・山口（2006）は、外部環境、業界内のポジションあるいは自社の発展段階など条件が異なれば、最適な現金保有は変化する。したがって、自社の置かれた立場を理解し条件付理論（conditional theory）に合った現金保有を行うことが重要であると指摘している。表1は、1996年から2005年における金融セクターを除くわが国の業種別現金保有率の平均値、中央値および平均値と中央値の差（スプレッド）を示したものである。

この表から分かる通り、企業間ではもちろんのこと、業種間においてもその保有割合が大きく異なることがわかる。

例えば、技術革新の波が激しく、每期多額の研究開発費を拠出している電気機器、情報通信および医薬品の現金保有率の中央値は、それぞれ0.1714、0.1908および0.2121と全産業の中央値0.1106を大きく上回っている。また、現金商売を基本とするサービス業の中央値についても0.2110と高い保有水準となっている。

その一方で、電気ガスや陸運業などの社会インフラ産業は、安定的なキャッシュフローが望めるため、手元流動性を極力低く押さえることが可能となる。したがって、当該セクターにおける現金保有率の中央値は、それぞれ0.0141および0.0822と全産業比で低い割合となっている。さらに、パルプ紙、非鉄金属、鉄鋼およびゴム製品などの素材産業も社会インフラ産業と同様に安定的なキャッシュフローが望めるため、その保有割合は、各々0.0545、0.0726、0.0833および0.0893と全産業比で低い割合となっている。

また、保有割合のばらつきを示す標準偏差を比較すると業界毎の特性がより明らかとなる。例えば、先に示した現金保有率の高い4つの業種について、電気機器、医薬

品およびサービス業の標準偏差がそれぞれ 0.0977、0.1026 および 0.1197 であるのに対して、情報通信の標準偏差は 0.1666 とその数値に乖離が生じている。これは、情報通信業界が好不況の波を受けやすく、安定的なキャッシュフローが得られていないことを示している。

さらに、興味深い点が、平均値と中央値との差（スプレッド）である。ゴム製品業界を除きすべて正の値を計上していることが分かる。これは、分布の非対称が発生していることを表している。ここから示唆されることは、第 1 に、現金保有は下方硬直的であること、第 2 に、業界平均を超えた余剰現金を抱える企業が存在していることである。

このように、同じ現金保有率であっても、あるセクターでは資金余剰とされ、他のセクターでは資金不足とされることが考えられよう。

表 1 業種別現金保有率

業 種	平均値	中央値	スプレッド (平均値－中央値)	サンプル企業 (社)
電気機器	0.1983 (0.0977)	0.1714	0.0269	154
輸送用機器	0.1153 (0.0565)	0.1035	0.0119	63
情報通信	0.2520 (0.1666)	0.1908	0.0612	64
化学	0.1375 (0.0875)	0.1093	0.0282	115
電気ガス	0.0236 (0.0164)	0.0141	0.0095	16
医薬品	0.2209 (0.1026)	0.2121	0.0088	31
機械	0.1818 (0.0971)	0.1475	0.0343	113
卸売業	0.1540 (0.0951)	0.1279	0.0261	127
鉄鋼	0.1045 (0.0629)	0.0833	0.0213	33
陸運業	0.0909 (0.0482)	0.0822	0.0086	33
不動産	0.1448 (0.1070)	0.1022	0.0427	33
小売業	0.1525 (0.0936)	0.1150	0.0374	107
食料品	0.1421 (0.0832)	0.1258	0.0163	67
その他製品	0.1801 (0.1345)	0.1393	0.0408	42
建設業	0.1626 (0.0767)	0.1404	0.0222	95
非鉄金属	0.0937 (0.0419)	0.0726	0.0211	22
精密機器	0.1727 (0.0595)	0.1638	0.0090	24
サービス業	0.2322 (0.1197)	0.2110	0.0211	61
ガラス土石製品	0.1346 (0.0829)	0.1120	0.0226	28
繊維製品	0.1387 (0.1064)	0.0984	0.0404	43
石油石炭製品	0.1426 (0.0997)	0.1106	0.0320	8
海運業	0.1091 (0.0258)	0.1038	0.0053	10
金属製品	0.1563 (0.0710)	0.1475	0.0089	31
ゴム製品	0.0838 (0.0268)	0.0893	-0.0055	11
空運業	0.1149 (0.0189)	0.1065	0.0083	3
パルプ紙	0.0656 (0.0342)	0.0545	0.0112	11
鉱業	0.1620 (0.0783)	0.1297	0.0323	4
倉庫運輸関係	0.1092 (0.0379)	0.1053	0.0039	17
水産農林業	0.1105 (0.0710)	0.0839	0.0267	4
全産業	0.1409 (0.0758)	0.1106	0.0303	1,370

(注) 期間は1996年から2005年の計10年間、業種は金融を除く東証1部33業種別に算出。  
 比率は、総資産に占める現預金＋短期有価証券の割合。  
 下段カッコ内は標準偏差。

それでは、キャッシュリッチ企業は、どれくらいの現金を内部資金として蓄積しているのでしょうか。表 2 は、資金余剰企業と資金不足企業の現金保有率について比較したものである。

例えば、上位 10%企業は、その中央値が 0.3644 であるのに対して、下位 10%企業は、0.0383 とその差は約 10 倍である。また、上位 50%企業と下位 50%企業の中央値の違いを比較してみても、それぞれ 0.2070 および 0.0821 とその差は、その差は約 2.5 倍である。

一方、各社のばらつきを示す標準偏差を比較すると、上位 10%企業が 0.1328 に対して、下位 10%企業は 0.0241 と、後者の方が、そのバラツキが小さいことがわかる。

表 2 現金保有の基本統計量

		サンプル企業 (社)	平均値	標準偏差	第一 四分位	中央値	第三 四分位
資金余剰企業	上位10%	137	0.3853	0.1328	0.3031	0.3644	0.4550
	上位20%	274	0.3215	0.1233	0.2399	0.3015	0.3798
	上位30%	412	0.2823	0.1187	0.2025	0.2623	0.3360
	上位40%	549	0.2537	0.1183	0.1742	0.2317	0.3083
	上位50%	686	0.2312	0.1165	0.1504	0.2070	0.2861
資金不足企業	下位10%	135	0.0413	0.0241	0.0238	0.0383	0.0550
	下位20%	272	0.0558	0.0301	0.0343	0.0527	0.0735
	下位30%	410	0.0667	0.0351	0.0407	0.0632	0.0880
	下位40%	547	0.0766	0.0396	0.0478	0.0727	0.1009
	下位50%	684	0.0863	0.0445	0.0538	0.0821	0.1138

(注) 現金保有率は、総資産に占める現預金+短期有価証券の割合。

資金余剰企業とは、サンプル企業 計1,370社のうち、過去10年間の平均現金保有率が上位 50%以上の企業を示す。

資金不足企業とは、サンプル企業 計1,370社のうち、過去10年間の平均現金保有率が下位 50%未満の企業を示す。

以上のように、本章では日本企業における業種間の現金保有率の違い、そして資金  
余剰企業の現金保有の程度を明らかにした。冒頭に述べたとおり、外部環境、業界内  
のポジションあるいは自社の発展段階など条件が異なれば、最適な現金保有は変化す  
る。では、いかなる要因が現金保有に影響を与えるのであろうか。次章では、現金保  
有に関する先行研究をレビューし、現在、現金保有に関する研究領域で展開されてい  
る主な理論や実証結果などを確認する。

### 第3章 先行研究のレビュー

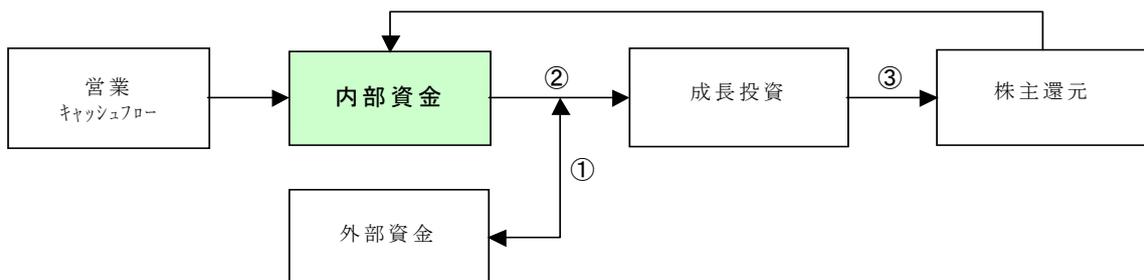
#### 第1節 本章の目的

本章の目的は、次の2つである。第1に、現金保有に関する先行理論や当該理論に関する実証結果のレビューを通じて、いかなる要因が現金蓄積に影響を与えているかを明らかにすること、第2に、現金保有における先行研究を受けて、本研究で着目すべき視点を示すことである。

#### 第2節 先行理論の展望

現在の現金保有に関する研究は、大きく分けて3つの領域で研究の蓄積がなされている。第1に、外部資金の活用と投資機会の間にはどのような関係が生じているのかという領域（図1①）、第2に、多額の内部資金が投資活動に対してどのような影響を与えているのかという領域（図1②）、第3に、企業の成長機会が株主還元に対してどのような影響を与えているのか（図1③）という領域である。

図1 現金保有に関する主な研究領域



第1の領域は、主に2つの理論を以って展開されている。

まず、情報の非対称性に着目した「ペッキングオーダー仮説」である。この仮説はMyers (1984)によって論じられ、その内容は大きく2つの骨子から構成されている。その骨子とは、①経営者自身を持っている情報の質と量は外部投資者より優れている、②経営者は、これら情報の非対称性がもたらすコストを最小限にする資金調達手段を選択するというものである。この仮説に従えば、企業が高リスクの新規投資を行う際は、高コストの外部資金より低コストの内部資金を活用する傾向にあると解釈することができる。

次に、企業の財務破綻コストの側面から論じたものが「トレードオフ理論」である。この理論における主張は、企業の負債比率は、負債の税効果と財務破綻コストのトレードオフによって決まるというものである。例えば、成長機会が豊富な企業や高い無形資産比率を持つ企業は、ビジネスリスクが大きく財務破綻コストが大きいため、外部資金よりも、むしろ内部資金を活用し負債比率を低く抑えるインセンティブが働くと考えられよう。

第2の領域では、経営者の利己的動機 (managerial self-interest) が、大きな論点となってくる。桜井 (2007) は、企業を取り巻く利害関係者の対立を2つの側面から論じるべきと指摘している。1つ目の側面は、株主と経営者の間に生じる利益最大化の関する対立、2つ目の側面は、株主と債権者の間に生じる配当可能限度額に関する対立である。

そして、前者の論点を理論化したものが、Jensen (1986) の主張する「フリーキャッシュフロー仮説」である。この仮説では、経営者の利己的行動が企業価値の低下を招く要因となることを指摘している。具体的には、経営者が多額な現金を手元に保有

した場合、株主価値低下につながるプロジェクトに投資する傾向があることを 1970～1980 年代初頭にかけての石油産業をケースに検証している。

第 3 の領域は、企業の発展段階によって株主還元に対するインセンティブが異なることを主張した「配当ライフサイクル仮説」が代表的である。具体的には、次の通りである。

まず、成長途上にある企業は、株主価値向上に寄与する投資機会を豊富に持つものの資金余力が乏しい。そこで事業活動から生み出される内部資金を優先的に投資機会に投下する。そのため、これらの企業は株主還元に対するインセンティブが低くなる傾向がある。次に、成熟期へ到達した企業は、株主価値向上に寄与する投資機会を豊富に持たず、内部資金を投資機会へ再投資することは株主価値を毀損する結果となってしまう。そこで、これらの企業は、蓄積された内部資金を積極的に投資家へ還元する行動に出る傾向にあるというものだ。

以上のように、現金保有に関する研究領域は、第 1 の領域では「ペッキングオーダー仮説」および「トレードオフ理論」、第 2 の領域では「フリーキャッシュフロー仮説」、第 3 の領域では「配当ライフサイクル仮説」が主な理論として展開されている。

### 第 3 節 現金保有に関する実証研究

第 1 の領域で、現金保有に着目した代表的な実証が、Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) である。この研究では、現金保有を決定付ける要因について詳細な分析を行っている。分析の結果、リスクを取る企業、あるいは企業規模が小さい企業ほど現金を留保する傾向にあり、一方で資本市場にアクセスしやすい規模の大きい

企業や格付けの高い企業は、現金保有率が低い傾向にあると述べている。この実証研究は、企業規模の小さな企業は割高な外部資金を極力活用せず、内部資金を活用するインセンティブが高まるという「ペッキングオーダー仮説」の考え方と合致していると言える。

Myers and Rajan (1998) は、有形資産が多い大規模企業は、無形資産が多く業績変動の激しい小規模企業に比べて負債比率が高い傾向にあると述べ、「トレードオフ理論」の実証を行った。

砂川・畠田・山口 (2006) は、日本企業をサンプルに現金保有率<sup>8</sup>が高い企業と低い企業の時価簿価比率（対数）の差を比較し、現金保有率が高い企業の時価簿価比率の方が相対的に高いことを指摘した。これは、成長機会が豊富な企業が内部資金を選好することを示しており、「ペッキングオーダー仮説」および「トレードオフ理論」と整合的と言える。

諏訪部 (2006) は、現金保有の価値が、企業の成長機会の有無に加えて、企業全体を取り巻く景気動向によっても変化するという興味深い議論を展開している。この研究では、景気が拡大局面にあり市場が企業の成長性に高い関心を抱いている場合は現金保有の価値が高まる一方、景気低迷局面では、むしろ増配や債務の返済を通じて余分な現金を削減することが株式価値の向上につながると述べている。つまり、現金は、成長オプション価値とエージェンシーコストという 2 つの側面を合わせ持ち、企業の成長機会のみならず、景気動向にも影響を受けるという実証を行ったのである。

第 2 の領域においても様々な実証がなされている。Harford (1999) は、キャッシ

---

<sup>8</sup> 1985 年から 2003 年の日本企業における平均現金保有率を算出している。現金保有率は、以下の 4 種類を算出 (CA1、CA2、CA3、CA4)。

CA1 = (現預金) / (総資産 - 現預金)

CA2 = (現預金 + 短期有価証券) / (総資産 - 現預金 - 短期有価証券)

CA3 = (現預金) / (売上高)

CA4 = (現預金 + 短期有価証券) / (売上高)

ユリッチ企業が企業価値を減じる買収を行う傾向にある点を指摘した。また、余剰現金が、企業価値を毀損する買収を予測させる要因となり、株価低下要因になる点も合わせて指摘し「フリーキャッシュフロー仮説」を支持<sup>9</sup>するものとなった。

Faleye (2004) は、委任状闘争 (proxy fight) が余剰現金を株主へ返還させる有効なガバナンス手段であることを指摘している<sup>10</sup>。Dittmar and Mahrt-Smith (2007) は、ガバナンス体制の弱い企業は、その体制が強い企業に比べて現金を浪費する傾向にあると述べ、株主価値向上を実現するためのガバナンス体制強化を説いている。

一方、Mikkelsen and Partch (2003) は、「フリーキャッシュフロー仮説」を反証する実証結果を導き出している。この研究は、1986年から1991年のアメリカで、現金等価物の総資産に占める割合が25%超を維持している企業と、当該企業と規模が同等もの、あるいは一時的に現金同等物の割合が25%超になった企業との比較を通じて両者の経営成績の違いを明らかにした。実証の結果、一時的ではなく、長期に渡って高い現金保有率を保持している企業は、他の企業と比較して、必ずしも経営成績を低下させているとはいえないと結論付けている。これは、多額の現金保有が必ずしも株主価値を毀損するインセンティブにはならないことを意味しており、「フリーキャッシュフロー仮説」を反証するものとなった。さらに、潘 (2003) も、1986年から1995年の日本企業で同様の研究を行っている。すなわち、持続的に現金保有率<sup>11</sup>を25%以上に維持していた企業をサンプルとし、一時的に現金保有率が25%超になった企業を

---

<sup>9</sup> その一方で、手元に豊富な現金を保有していると、パッカマンディフェンスと言われる買収防衛策や自社株買い等、経営上のフレキシビリティを確保できるため買収ターゲットになりにくいという点も指摘している。

<sup>10</sup> 委任状闘争 (proxy fight) が行われる企業は、一般的な企業と比較して23%もの余剰現金を保有していると指摘している。当該企業は、委任状闘争によって多額な自社株買いや特別配当の実施が決議されると、余剰現金が大幅に減少し、且つ現職経営者の退任も実施される場合が多い。したがって、委任状闘争がガバナンス機能を発揮し、エージェンシーコストを低減させるための有効な手段であると結論付けている。

<sup>11</sup> この研究における現金保有率は、総資産に占める現預金+短期有価証券の割合としている。

比較対象として、両社の経営成績を比較している。その結果、Mikkelson and Partch (2003) と同じく、長期にわたって多額の現金保有を維持することが、経營業績を低下させる直接的な要因ではないと結論付けている。

第 3 の領域においても盛んに実証研究が行われている。DeAngelo, DeAngelo and Stulz (2006) は、内部留保率 ( $\text{retain earnings} / \text{total equity}$  あるいは、 $\text{retain earnings} / \text{total asset}$ ) の高い企業、規模 (時価総額) が大きい企業、また高収益低成長企業のほうが配当に積極的<sup>12</sup>であることを示した。

Fama and French (2001) は、1978 年から 1999 年の米国株式市場<sup>13</sup>で発生した有配企業の減少を「配当ライフサイクル仮説」と「ケータリング仮説」の 2 面から論じている。すなわち、有配企業の減少の要因を、①上場会社に占める新興企業の割合が増加したこと、②有配企業の配当に対するモチベーションが低下したことにあると指摘している。前者は、1980～1990 年代にかけての IPO ブームを背景に、新興企業が内部資金を豊富な投資機会へ投入し、キャピタルゲインを株主還元手法として選択する企業が増加したこと、後者は、黒字配当企業が、1978 年の全上場企業比 72.4%から 1998 年には 30%にまで低下した事実から、企業特性 (企業規模の大小、収益性の高低、投資機会の多少) に関わらず、配当に対するモチベーションが低下したという結論を導き出している。

上野・馬場 (2005) は、日本企業が、株主還元策を経営者の規律付けの手段として位置付けていること、さらに黎明期を脱した規模の大きな企業ほど還元に対する選好が高いことを示し、「フリーキャッシュフロー仮説」と「配当ライフサイクル仮説」に整合的であると結論付けている。

---

<sup>12</sup> 1970 年代後半から 2000 年代初頭にかけて、アメリカで有配企業が減少した背景には、企業全体の内部留保率が低下、特に欠損企業 ( $\text{retain earnings} / \text{total equity}$  がマイナスの状態) が増加したことに起因すると述べている。

<sup>13</sup> 対象市場は、NYSE、AMEX および NASDAQ。

#### 第4節 本研究における着目点

先行研究のレビューによって、企業規模の大小、成長機会の有無、景気動向、収益性の高さあるいは経営者の利己的動機などが企業の現金蓄積に影響を与える要因であることが明らかとなった。

ところで、「企業は、なぜ現金を蓄積するのか？」という命題を「経営者の予備的動機 (pre-cautionary motive)」から考える必要はないだろうか。Keynes (1936) が主張した流動性選好説に従うと、受託者である経営者は、委託者である株主の利益最大化を実現するため、不意の支出を必要とする偶発事に備えること、あるいは有利な購入をする思いがけない好機に備える動機を持つ。そのため企業は、流動性<sup>14</sup>の高い現金を内部に蓄積することに選好を持つと考えることが出来る。

例えば、経営者が将来の成長機会や不意の倒産に備えて現金を留保する行動がその好例であろう。つまり、現金を選好する企業は、流動性から得られる価値が、投機的動機 (speculative motive) に基づく利子を生み出す金融資産を保有する価値よりも高いと考えている。

そこで、本研究では、従来の現金保有に関する各種理論に「経営者の予備的動機 (pre-cautionary motive)」という視点も加えて、次章の仮説構築を行うものとした。

---

<sup>14</sup> 広辞苑 (第4版) では、流動性を「①一定しないで流れ動く性質、②企業の資産または債権を損失無く貨幣に代え、または回収し得る容易さの度合」と説明している。

## 第4章 仮説の構築

### 第1節 本章の目的

本章の目的は、「企業は、なぜ現金を蓄積するのか？」という問いに対する仮に打ち出された答え、すなわち仮説を構築することである。そこで、まず、現金を蓄積する企業像を描き出し、構成概念を抽出する。次に、構成概念の操作化を行い、最後に代理変数を設定する。

### 第2節 構成概念

経営者は、運用者である株主から委託された資金を、2つの方法を用いることで、その運用成果を株主に対して還元している。

1つ目は、資本コストを上回る成長投資を行い、将来キャッシュフローの増加を以って株式価値を向上させる「キャピタルゲイン」である。

2つ目は、過去あるいは現在の経営成績の結果、企業内部に蓄積された現金を配当などによって株主へ返還する「インカムゲイン」である。

では、株主にとって最も望ましい還元方法は、これら2つの施策のどちらであろうか。ゴーイングコンサーンとしての企業は、永続的に成長することが望ましい。そのため、成長の対価である「キャピタルゲイン」を以って株主へ還元させることが望ましいと考えられる。

そこで経営者は、「キャピタルゲイン」向上のために、過去の蓄積である内部留保に当期の営業取引によって獲得した営業キャッシュフローを加えた内部資金を原資として、将来キャッシュフローの増加に寄与する成長投資を行う。ただし、成長投資に必

要な資金が内部資金を上回ることもあろう。このような事態に直面した場合、経営者は、外部投資家から資金を再調達する行動に出る。これら外部投資家から調達する資金は、直接金融もしくは間接金融を通じて行うこととなる。

このように調達した資金を、成長投資へ拠出した後、残余資金の一部を来期以降の成長投資の原資として企業内部に留保し、これら一連の資金配分を終えた余剰現金を配当などによって株主へ返還する。

では、このような一連の資金循環を前提とした場合、現金を蓄積する企業はどのような姿であろうか。

第1の企業は、「高収益企業」である。この企業は、業界平均を上回る超過収益を獲得しているため、資金流出を上回る資金流入が発生している。つまり、この企業の特徴は、必然的に現金が蓄積されることである。

第2の企業は、「成長企業」である。この企業は、資本コストを上回る投資案件を多数保有しているため、インカムゲインよりも、むしろキャピタルゲインを以って株主価値向上に寄与する方が望ましい。なぜならば、株主にとっては、投資機会から得られるリターンの方が、配当や自社株買いによって還元される価値よりも大きいからである。したがって、企業は成長投資の機会損失を低減させるために、内部留保を高め、将来の成長投資に備えるのである。つまり、この企業の特徴は、現金を将来のための備えとして捉えていることである。

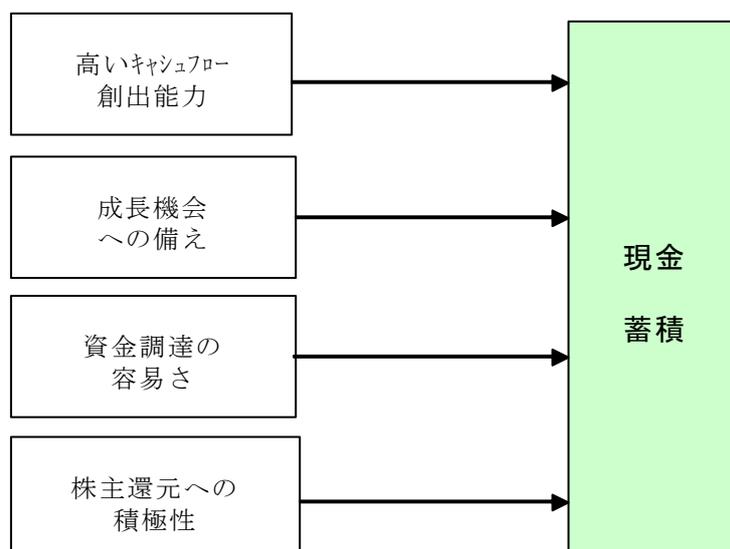
第3の企業は、「外部資金の調達が困難な企業」である。この企業は、自社の規模が小さく、外部投資家からの信用が低いため、高コストの外部資金よりも、むしろ低コストの内部資金を好む傾向にある。そのため、低コストな現金を社内に留保するので

ある。つまり、この企業の特徴は、現金を低コストの資金調達手段として捉えていることである。

第4の企業は、「株主還元」に消極的な企業である。この企業は、キャピタルゲイン向上に寄与する成長機会に乏しいため、本来はインカムゲインによって株主へ報いる必要あるにもかかわらず、その活動を怠っている。つまり、この企業の特徴は、経営者に対する規律付けが低下しているため現金が蓄積されることである。

以上のような企業の特徴から、図2のような構成概念が導き出される。

図2 現金蓄積の構成概念



### 第3節 操作化

次に、抽出された構成概念を操作可能とするために、以下に示すような仮説を導出した。

仮説1：

営業キャッシュフローの創出能力が高い企業は、必然的に内部資金が蓄積される。

仮説2：

成長機会が豊富な企業は、内部資金を蓄積して将来の投資に備える。

仮説3：

外部資金の調達が困難な企業は、内部資金を蓄えて低コスト資金を確保する。

仮説4：

株主に対する余剰現金の還元を怠った企業は、内部資金が蓄積される。

#### 第4節 代理変数

次に、4つの仮説を具体化するために、下表に示す財務指標をその代理変数として設定した。

第1の仮説は、フリーキャッシュフロー（FCF）<sup>15</sup>を算出するために用いる財務指標を代理変数とした。具体的には、事業の利益獲得能力の高さを示す売上高営業利益率、非資金費用である減価償却費（常用対数）、増加運転資金を示す運転資本成長率、さらに運転資本に影響を与える棚卸資産回転率および売上債権回転率を用いることとした。

第2の仮説については、まず、成長性を表す代表的な指標である総資産成長率と売上高成長率をその代理変数とした。次に、企業の時価は成長機会を含むが、企業の簿価は現有資産の推定価値を示すに限定されるという仮定のもと、株式時価簿価比率（PBR）を代理変数とした。また、諏訪部（2006）が、「設備投資や研究開発を多く行っている企業ほど平均的には成長機会は大きい」と指摘していることから、売上高対設備投資比率および売上高対研究開発費率をその代理変数とした。最後に、企業は時間が経過すればするほど成長が鈍化するという仮定のもと、成熟度合いを示す創業からの経過年数を代理変数とした。

第3の仮説は、一般的に資金調達に影響を与える項目である企業規模を表す指標、そして外部資金の調達コストを表す指標を用いることとした。まず、企業規模について

---

<sup>15</sup> フリーキャッシュフロー（FCF）は、一般的に以下のような数式で求められる。

$$\text{FCF} = \text{税引き後営業利益} + \text{減価償却費} - \text{運転資本増加額} - \text{設備投資額}$$

は、その規模をストック面から捉えた企業価値、つまり株式時価総額と有利子負債の合計（常用対数）、フロー面から捉えた売上高（常用対数）をその代理変数とした。一方、外部資金の調達コストは、負債利率をその代理変数とした。

第4の仮説は、当期獲得した利益に占める株主還元の割合、純資産に占める株主還元の割合を示す指標、および株主還元額（常用対数）を代理変数とした。なお、株主還元とは、当期に支払った配当金および自社株購入額のことを示している。

表 3 代理変数の設定

	営業CFの 創出能力	成長機会 への備え	資金調達 の容易さ	株主還元への 積極性
営業利益/売上高	+			
対数減価償却費	+			
棚卸資産回転率	+			
売上債権回転率	+			
運転資本成長率	-			
設備投資/売上高		+		
研究開発費/売上高		+		
総資産成長率		+		
売上高成長率		+		
時価純資産/簿価純資産		+		
企業年齢		-		
対数売上高			-	
対数企業価値			-	
負債利率			+	
配当性向				-
自己株買付/純利益				-
(配当金+自己株買付)/純利益				-
配当金/簿価純資産				-
自己株買付/簿価純資産				-
(配当金+自己株買付)/簿価純資産				-
対数配当金				-
対数自己株買付				-

(注) +は現金保有率と正の相関関係、-は負の相関関係を示している

現金保有率は、総資産に占める現預金+短期有価証券の割合

企業年齢は、「回次」によって測定している

企業価値は、期末時価純資産と有利子負債の合計

対数は、全て常用対数を用いている

運転資本は、流動資産から流動負債を引いた金額

運転資本成長率=当期末運転資本-前期末運転資本/前期末運転資本

売上高成長率=当期末売上高-前期末売上高/前期末売上高

総資産成長率=当期末総資産-前期末総資産/前期末総資産

## 第5章 検 証

### 第1節 本章の目的

本章の目的は、仮に打ち出された答え、すなわち仮説を定量分析によって検証し、現金蓄積に至る要因を探ることである。そこで、第1に、現金保有率と各代理変数の相関分析を行い、第2に、現金保有率を被説明変数、各代理変数を説明変数とした単回帰分析を行う。第3に、単回帰分析によって相対的に高い感応度を示した複数の変数を抽出の上、基本統計量を算出し、第4に、重回帰分析を行う。第5に、これら検証結果を示した上で仮説の評価を行い、最後に、企業が現金蓄積に至る要因を導き出す。

### 第2節 分析対象および定義

サンプル企業は、2005年の決算期時点で金融を除く東証1部33業種に指定され、直近の決算期より過去5年以上に遡って上場を維持している企業とした。この選別により、サンプル企業は合計1,370社となった。続いて、対象期間は1996年から2005年の決算期とした。なお、各財務データは、金融情報端末 Bloomberg によって入手した。

本分析では、「現金」、「現金保有率」、「資金余剰企業」、「資金不足企業」を次の通り定義した。第1に、貸借対照表に記載されている「現預金」に流動性が高く換金性に優れている「短期有価証券」を加えたものを「現金」とし、第2に、この「現金」を総資産で除した割合を「現金保有率」とした。第3に、サンプル企業の過去10年間における平均現金保有率が上位50%以上の企業を「資金余剰企業」とし、第4に、下位50%未満の企業を「資金不足企業」とした。

### 第3節 相関分析

表4は、現金保有率と各種代理変数の相関性を分析した結果である。

第1に、「営業キャッシュフローの創出能力」は、売上高営業利益率 0.3176、対数減価償却費-0.2855 および棚卸資産回転率 0.0256 が1%水準で有意となった。特に、売上高営業利益率が高い相関性を示しており、収益性の高さが現金蓄積に大きな影響を与えていることが明らかとなった。一方、減価償却費は仮説とは一致しない結果となった。

第2に、「投資機会への備え」は、全ての項目において、5%水準以下で有意となった。また、売上高対設備投資比率-0.0388 以外の代理変数が仮説と整合的となり、投資機会の有無が現金蓄積に影響を与えていることが明らかとなった。特に、売上高対研究開発費比率 0.2246、資産成長率 0.1406 および企業年齢-0.2832 が高い相関性を示している。一方、多くの先行研究で成長性を示す代表的な指標として採用されている時価純資産/簿価純資産の相関性は、0.0498 と他の代理変数と比較して緩い正の相関を示すに留まった。

第3に、「資金調達の容易さ」は、全ての項目において、1%水準以下で有意となった。対数企業価値-0.0902、対数売上高-0.2287 および負債利子率 0.0459 のすべてが仮説と整合的となり、企業規模の大きさや外部資金の調達コストが現金蓄積に影響を与えていることが明らかとなった。

第4に、「株主還元への積極性」は、仮説と大きく異なる興味深い分析結果となった。すなわち、配当が負の相関を示したのに対して、自社株買いは正の相関を示したのである。具体的には、配当性向-0.0262、配当金/簿価純資産-0.0419 および対数配当金-0.0949 が負の相関であるのに対して、自社株買い/簿価純資産 0.0760 および対数自社株買い 0.0517 は正の相関であった。

表 4 相関分析の結果

	Pearsonの 相関係数	サンプル数	仮説	仮説との 整合性
<b>営業CFの創出能力</b>				
営業利益/売上高	0.3176 **	12,557	+	○
対数減価償却費	-0.2855 **	10,555	+	×
棚卸資産回転率	0.0256 **	11,973	+	○
売上債権回転率	-0.0085	12,263	+	
運転資本成長率	0.0061	11,449	-	
<b>投資機会への備え</b>				
設備投資/売上高	-0.0388 *	4,247	+	×
研究開発費/売上高	0.2246 **	7,211	+	○
総資産成長率	0.1406 **	12,314	+	○
売上高成長率	0.0463 **	12,317	+	○
時価純資産/簿価純資産	0.0498 **	12,535	+	○
企業年齢	-0.2832 **	12,528	-	○
<b>資金調達の容易さ</b>				
対数企業価値	-0.0903 **	12,534	-	○
対数売上高	-0.2287 **	11,804	-	○
支払利息/有利子負債	0.0459 **	9,479	+	○
<b>株主還元への積極性</b>				
配当性向	-0.0262 **	9,709	-	○
自社株買い/純利益	0.0165	4,405	-	
(配当金+自社株買い) 純利益	-0.0063	11,208	-	
配当金/簿価純資産	-0.0419 **	10,705	-	○
自社株買い/簿価純資産	0.0760 **	4,344	-	×
(配当金+自社株買い) /簿価純資産	0.0019	11,240	-	
対数配当金	-0.0949 **	10,705	-	○
対数自社株買い	0.0517 **	4,437	-	×

(注) \*\* 1%有意水準 \* 5%有意水準

5%有意水準以下を満たした説明変数について、仮説と整合的なものを○、非整合的なものを×とした  
 現金保有率は、総資産に占める現預金+短期有価証券の割合  
 企業年齢は、「回次」によって測定している  
 企業価値は、期末時価純資産と有利子負債の合計  
 対数は、全て常用対数を用いている  
 運転資本は、流動資産から流動負債を引いた金額  
 $\text{運転資本成長率} = \frac{\text{当期末運転資本} - \text{前期末運転資本}}{\text{前期末運転資本}}$   
 $\text{売上高成長率} = \frac{\text{当期末売上高} - \text{前期末売上高}}{\text{前期末売上高}}$   
 $\text{総資産成長率} = \frac{\text{当期末総資産} - \text{前期末総資産}}{\text{前期末総資産}}$

#### 第4節 単回帰分析

表5は、現金保有率を被説明変数、仮説の代理変数を説明変数として単回帰分析を行ったものである。合わせて、過去10年間（1996年～2005年）および過去5年間（2001年～2005年）の時系列比較を行い、その違いを明らかにした。

本分析の結果、以下に示すよう4つの興味深いポイントが導き出された。

第1に、収益性の高さが現金保有率に大きな影響を与えている点である。本業の収益性を示す売上高対営業利益率は、1%有意水準を満たしている。また、 $\beta$ 値は1996年～2005年が0.5352、2001年～2005年が0.5043と他の説明変数と比較して、特に大きな値を示している。例えば、棚卸資産回転率の $\beta$ 値は1%有意水準を満たしているものの過去10年間および過去5年間共に0.0000と現金保有率への影響力は小さい。また、唯一影響力を示している対数減価償却費に関する過去10年間の $\beta$ 値も-0.0428である。つまり、本業の収益性の高さが営業キャッシュフロー創出の原動力となり、現金の蓄積を促進させる影響を与えているのである。

第2に、投資対象の違いが現金保有率に異なる影響を与えている点である。売上高対研究開発費比率は、1%の有意水準を満たし、 $\beta$ 値は1996年～2005年が0.8068、2001年～2005年が0.8009と現金保有率に対して正の影響を与えている。一方、売上高対設備投資費率は、5%有意水準と若干信頼性に劣るものの1996年～2005年が-0.0499、2001年～2005年が-0.0490と被説明変数に対して負の影響を与えている。しかも注目すべき点が、研究開発投資の現金蓄積に対する強い正の感応度である。設備投資と比較するとその差は絶対値で概ね20倍である。

第3に、企業規模の大小が現金保有率に影響を与えている点である。統計的に有意な水準を満たしている対数企業価値および対数売上高の1996～2005年の $\beta$ 値は、それぞれ-0.0292、-0.0442と負の値を示している。一方、2001年～2005年の $\beta$ 値は、それぞれ-0.0336、-0.0511と若干ながらその影響力を高めている。

第4に、選択される株主還元の手法によって、現金保有率に与える影響が異なる点である。統計的に有意な水準を満たしている配当性向、配当金/簿価純資産および対数配当金の1996～2005年の $\beta$ 値は、それぞれ-0.0008、-0.2820、-0.0194と負の値を示している。その一方で、自社株買い/簿価純資産および対数自社株買いは、それぞれ0.3448、0.0046と正の値を示している。

また、(配当金+自社株買い)/簿価純資産の $\beta$ 値が、1996年～2005年0.0087から、2001年～2005年0.3716と、直近5年で現金保有率に対する感応度が急激に高まっている点も興味深い。

表 5 単回帰分析の結果

説明変数	1996年～2005年			2001年～2005年		
	β 値	t 値	サンプル数	β 値	t 値	サンプル数
<b>営業CFの創出能力</b>						
(定数)	0.1283 **	102.7960		0.1147 **	69.6115	
営業利益/売上高	0.5352 **	37.5345	12,556	0.5043 **	28.5463	6,822
(定数)	0.3005 **	61.0913		0.3062 **	50.6047	
対数減価償却費	-0.0428 **	-30.6032	10,554	-0.0474 **	-27.4121	6,812
(定数)	0.1591 **	152.2580		0.1446 **	105.1081	
棚卸資産回転率	0.0000 **	2.7969	11,972	0.0000 **	4.7756	6,649
(定数)	0.1577 **	152.4429		0.1441 **	105.3553	
売上債権回転率	0.0000 **	-0.9463	12,262	0.0000 **	-0.6021	6,750
(定数)	0.1614 **	149.5979		0.1476 **	102.9773	
運転資本成長率	0.0000	0.6536	11,448	0.0000	0.3161	6,289
<b>成長機会への備え</b>						
(定数)	0.1337 **	75.7131		0.1326 **	75.6553	
設備投資/売上高	-0.0499 *	-2.5296	4,246	-0.0490 *	-2.5104	4,156
(定数)	0.1309 **	77.8693		0.1225 **	63.1845	
研究開発費/売上高	0.8068 **	19.5655	7,210	0.8009 **	16.2492	4,972
(定数)	0.1550 **	150.7589		0.1424 **	104.8183	
総資産成長率	0.0853 **	15.7579	12,313	0.0705 **	9.7355	6,784
(定数)	0.1567 **	150.8320		0.1432 **	103.9724	
売上高成長率	0.0237 **	5.1471	12,316	0.0216 **	3.6945	6,787
(定数)	0.1561 **	145.0674		0.1432 **	101.8524	
時価純資産/簿価純資産	0.0012 *	5.5862	12,534	0.0006 *	2.5004	6,806
(定数)	0.2217 **	102.9071		0.2195 **	78.3381	
企業年齢	-0.0009 **	-33.0434	12,527	-0.0010 **	-30.0822	6,797
<b>資金調達の容易さ</b>						
(定数)	0.2966 **	43.2400		0.3028 **	33.5296	
対数企業価値	-0.0292 **	-20.6622	12,437	-0.0336 **	-17.9355	6,756
(定数)	0.3815 **	43.9471		0.4012 **	35.0286	
対数売上高	-0.0442 **	-25.5276	11,804	-0.0511 **	-22.2912	6,419
(定数)	0.1451 **	136.4679		0.1311 **	106.4947	
支払利息/有利子負債	0.0157 **	4.4760	9,478	0.0328 **	5.5630	6,307
<b>株主還元への積極性</b>						
(定数)	0.1681 **	136.6595		0.1538 **	92.1399	
配当性向	-0.0008 *	-2.5784	9,708	-0.0015 *	-2.2784	5,224
(定数)	0.1573 **	89.1108		0.1530 **	83.1103	
自社株買い/純利益	0.0006	1.0931	4,404	0.0009	0.9529	3,943
(定数)	0.1617 **	147.0229		0.1477 **	100.6032	
(配当金+自社株買い)/純利益	0.0000	-0.6692	11,207	-0.0002	-0.4148	6,165
(定数)	0.1675 **	108.0422		0.1451 **	52.7735	
配当金/簿価純資産	-0.2820 **	-4.3377	10,704	0.2215	1.5589	5,708
(定数)	0.1534 **	80.3014		0.1485 **	74.6151	
自社株買い/簿価純資産	0.3448 **	5.0186	4,343	0.3969 **	5.3902	3,884
(定数)	0.1616 **	114.9091		0.1397 **	72.7163	
(配当金+自社株買い)/簿価純資産	0.0087 **	0.1964	11,239	0.3716 **	6.3292	6,195
(定数)	0.2168 **	38.8225		0.2147 **	28.1087	
対数配当金	-0.0194 **	-9.8634	10,704	-0.0237 **	-8.8135	5,708
(定数)	0.1497 **	52.0414		0.1464 **	48.6425	
対数自社株買い	0.0046 **	3.4465	4,436	0.0041 **	2.9310	3,973

(注) \*\* 1%有意水準 \* 5%有意水準

被説明変数は、総資産に占める現預金+短期有価証券の割合  
 企業年齢は、「回次」によって測定している  
 企業価値は、期末時価純資産と有利子負債の合計  
 対数は、全て常用対数を用いている  
 運転資本は、流動資産から流動負債を引いた金額  
 運転資本成長率=当期末運転資本-前期末運転資本/前期末運転資本  
 売上高成長率=当期末売上高-前期末売上高/前期末売上高  
 総資産成長率=当期末総資産-前期末総資産/前期末総資産

## 第5節 基本統計量の算出

次に、単回帰分析の結果、被説明変数である現金保有率に対して影響を与えた説明変数について、その詳細を観察するため、4つの仮説の中から、それぞれ計8変数を抽出した。表6は、その変数の基本統計量について、資金余剰企業と資金不足企業で比較したものである。本分析の結果は、相関分析および単回帰分析の信頼性を裏付けるものとなった。

「収益性の高さが現金蓄積に大きな影響を与えている点」は、売上高営業利益率の基本統計量からより明確となった。例えば、上位10%企業の中央値が0.1002に対して、下位10%企業は0.0461とその収益性格差は約2倍となっている。

一方、大変興味深い傾向も明らかとなった。極端に現金保有率が低い企業集団のほうが、むしろ平均的な現金保有率を誇る企業集団よりも収益性が高い点である。例えば、先に述べた下位10%企業の中央値は0.0461に対して、下位50%企業の中央値は0.0364と、むしろ下位10%企業の方が高い収益性を誇っている。これは、平均値でも同様の傾向である。例えば、下位10%企業の平均値が0.0607に対して、下位50%企業の平均値は0.0444である。

つまり、利益の絶対水準としては、資金余剰企業の方が高いが、極端に現金蓄積を抑制している資金不足企業も、必ずしもその収益性は低いとはいえないということである。

「投資対象の違いが現金蓄積に異なる影響を与えている点」は、減価償却費、売上高対設備投資率および売上高対研究開発費比率の基本統計量の比較からより明確となった。これら3つの代理変数の値を比較すると、例えば、上位10%企業の中央値がそれぞれ945百万円、0.0320、0.0300であるのに対して、下位10%企業の中央値は、5,089百万円、0.0422、0.0100とその傾向の違いは明らかである。

「企業規模の大きさが現金蓄積に影響を与えている点」は、企業価値の基本統計量から一目瞭然である。例えば、上位 10%企業の中央値は 31,304 百万円に対して、下位 10%企業の中央値は 116,075 百万円とその格差は約 4 倍弱である。さらに、範囲を広げ上位 50%企業と下位 50%企業を比較しても、その中央値は、おのおの 38,845 百万円、69,969 百万円とその格差は約 2 倍弱である。

「選択される株主還元の手法によって、現金蓄積に与える影響が異なる点」は、配当金/簿価純資産および自社株買い/簿価純資産の基本統計量からも概ね支持される結果となった。ここから観察された事実は、資金不足企業が配当に力点を置いているのに対し、資金余剰企業は自社株買いに力点を置いていることである。まず、中央値を比較してみよう。上位 10%企業の配当金/簿価純資産は 0.0132 に対して、下位 10%企業は 0.0177 である。一方、自社株買い/簿価純資産は、上位 10%企業が 0.0034 に対して、下位 10%企業は 0.0008 である。次に、平均値を比較するとその違いがさらに鮮明になる。上位 10%企業の配当金/簿価純資産は 0.0158 に対して、下位 10%企業は 0.0218 である。一方、自社株買い/簿価純資産は上位 10%企業が 0.0178 に対して、下位 10%企業は、0.0099 とその格差は 2 倍である。

表 6 各代理変数に関する基本統計量

	資金余剰企業						資金不足企業					
	サンプル数	平均値	標準偏差	第一四分位	中央値	第三四分位	サンプル数	平均値	標準偏差	第一四分位	中央値	第三四分位
営業利益/売上高	1,231	0.1186	0.0974	0.0615	0.1002	0.1642	1,246	0.0607	0.0607	0.0225	0.0461	0.0752
	2,509	0.1000	0.0854	0.0471	0.0846	0.1379	2,521	0.0517	0.0545	0.0191	0.0405	0.0695
	3,789	0.0863	0.0805	0.0378	0.0730	0.1198	3,833	0.0463	0.0489	0.0185	0.0369	0.0633
	5,058	0.0742	0.0878	0.0300	0.0628	0.1067	5,125	0.0449	0.0466	0.0184	0.0364	0.0613
	6,342	0.0682	0.0822	0.0261	0.0563	0.0976	6,413	0.0444	0.0462	0.0184	0.0364	0.0611
減価償却費(百万円)	1,027	3,543	8,047	368	945	2,527	1,069	39,150	103,419	1,884	5,089	27,961
	2,073	5,120	15,050	465	1,261	3,394	2,144	35,466	148,662	1,607	4,346	20,560
	3,137	7,781	27,907	550	1,396	4,136	3,232	30,689	126,280	1,534	4,214	18,372
	4,189	7,190	24,821	604	1,490	4,423	4,342	26,083	113,291	1,294	3,554	14,910
	5,254	8,994	34,579	675	1,676	4,713	5,426	24,097	107,073	1,244	3,355	12,642
設備投資/売上高	313	0.0401	0.0446	0.0156	0.0320	0.0520	408	0.0635	0.1105	0.0222	0.0422	0.0642
	664	0.0447	0.0470	0.0176	0.0328	0.0566	860	0.0597	0.1115	0.0206	0.0400	0.0652
	1,088	0.0460	0.0479	0.0180	0.0358	0.0575	1,330	0.0540	0.0927	0.0187	0.0387	0.0635
	1,528	0.0480	0.0684	0.0177	0.0342	0.0575	1,801	0.0498	0.0832	0.0163	0.0351	0.0596
	1,976	0.0489	0.0712	0.0171	0.0337	0.0584	2,269	0.0483	0.0783	0.0158	0.0346	0.0592
研究開発費/売上高	651	0.0463	0.0517	0.0122	0.0300	0.0603	651	0.0161	0.0161	0.0045	0.0100	0.0247
	1,397	0.0390	0.0446	0.0089	0.0244	0.0517	1,337	0.0181	0.0173	0.0056	0.0115	0.0273
	2,235	0.0372	0.0412	0.0084	0.0243	0.0515	2,097	0.0208	0.0197	0.0059	0.0145	0.0320
	2,920	0.0347	0.0387	0.0075	0.0229	0.0484	2,837	0.0215	0.0206	0.0058	0.0160	0.0324
	3,681	0.0328	0.0365	0.0070	0.0220	0.0455	3,553	0.0222	0.0205	0.0060	0.0169	0.0334
時価純資産/簿価純資産	1,176	2.2293	4.2544	0.8900	1.3600	2.3600	1,228	1.6257	2.1933	0.8200	1.2700	1.9300
	2,417	1.9839	3.3154	0.8400	1.3000	2.2200	2,490	1.4979	3.4488	0.8000	1.2400	1.8800
	3,680	1.8267	2.8733	0.8100	1.2200	2.0600	3,795	1.5562	3.2681	0.7700	1.2100	1.8500
	4,927	1.7652	4.2180	0.7700	1.1800	1.9200	5,071	1.5873	4.6734	0.7600	1.1800	1.8200
	6,204	1.7412	4.1173	0.7600	1.1800	1.8900	6,341	1.6154	5.3318	0.7600	1.1800	1.8400
企業価値(百万円)	1,176	174,060	495,899	11,790	31,304	92,917	1,227	691,936	1,610,581	37,527	116,075	541,391
	2,417	152,157	403,292	12,882	33,238	103,536	2,490	613,595	1,760,622	32,562	88,412	454,656
	3,680	168,969	476,039	13,526	36,113	105,760	3,795	511,381	1,487,125	31,916	83,650	389,586
	4,927	151,845	423,211	14,360	37,015	103,599	5,071	455,468	1,539,676	29,273	73,433	293,700
	6,204	181,852	562,543	15,399	38,845	107,878	6,341	432,155	1,545,728	28,157	69,969	245,801
配当金/簿価純資産	1,121	0.0158	0.0135	0.0088	0.0132	0.0185	1,033	0.0218	0.0241	0.0133	0.0177	0.0265
	2,288	0.0155	0.0123	0.0094	0.0134	0.0186	2,062	0.0197	0.0192	0.0126	0.0166	0.0236
	3,354	0.0151	0.0112	0.0096	0.0132	0.0181	3,142	0.0189	0.0202	0.0118	0.0161	0.0222
	4,462	0.0150	0.0103	0.0096	0.0133	0.0181	4,161	0.0181	0.0186	0.0117	0.0157	0.0214
	5,527	0.0151	0.0101	0.0097	0.0135	0.0182	5,195	0.0178	0.0225	0.0115	0.0154	0.0207
自社株買い/簿価純資産	508	0.0178	0.0394	0.0002	0.0034	0.0185	370	0.0099	0.0223	0.0002	0.0008	0.0104
	1,005	0.0151	0.0325	0.0002	0.0028	0.0179	767	0.0077	0.0173	0.0002	0.0007	0.0087
	1,513	0.0140	0.0294	0.0003	0.0027	0.0165	1,173	0.0080	0.0165	0.0002	0.0007	0.0098
	1,948	0.0127	0.0273	0.0002	0.0018	0.0151	1,579	0.0083	0.0181	0.0002	0.0008	0.0098
	2,350	0.0124	0.0275	0.0002	0.0016	0.0142	1,987	0.0090	0.0230	0.0002	0.0009	0.0100

(注) 資金余剰企業とは、サンプル企業 計1,370社のうち、過去10年間の平均現金保有率が上位50%以上の企業を示す  
 資金不足企業とは、サンプル企業 計1,370社のうち、過去10年間の平均現金保有率が下位50%未満の企業を示す  
 各変数について、資金余剰企業は、上段から、上位10%、20%、30%、40%、50%  
 一方、資金不足企業は、上段から、下位10%、20%、30%、40%、50%

## 第6節 重回帰分析

最後に基本統計量を算出した代理変数を利用して、数式1に示す推定式を作成した。

### 数式1 現金蓄積の推定式

$$\text{Cash}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{OP}_{it} + \beta_2 \log \text{DEP}_{it} + \beta_3 \text{Inv}_{it} + \beta_4 \text{R\&D}_{it} \\ + \beta_5 \text{PBR}_{it} + \beta_6 \log \text{EV}_{it} + \beta_7 \text{Div}_{it} + \beta_8 \text{Recap}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Cash : (現預金+短期有価証券) / 総資産

$\alpha$  : 定数項

OP : 営業利益/売上高

logDEP : 減価償却費の常用対数

Inv : 設備投資/売上高

R&D : 研究開発費/売上高

PBR : 時価純資産/簿価純資産

logEV : (株式時価総額+有利子負債) の常用対数

Div : 配当金/簿価純資産

Recap : 自社株買い/簿価純資産

$\varepsilon$  : 誤差項

$i$  : 企業

$t$  : 期

表 7 は、その推定式の検証結果を一覧にしたものである。各説明変数の有意水準は、対数減価償却費を除きすべて 1%未満となった。また、重回帰式の調整済決定係数および F 値は、それぞれ 0.2710、77.8171 と説明力には信頼の置ける数値である。

本分析結果も、相関分析および単回帰分析を概ね支持する結果となった。

第 1 に、特に現金蓄積に対して強い正の影響を与えていた収益性が本推定式においても同様の結果となった。下表で示す通り、売上高対営業利益率の  $\beta$  値は 0.6793 と他の代理変数の値と比較すると相対的に大きな影響を与えている。

第 2 に、投資対象の違いが現金蓄積に異なる影響を与える点も本推定式で再確認することが出来た。感応度は、単回帰分析と比較すると劣るものの、設備投資/売上高-0.1388 と研究開発費/売上高 0.5605 の格差は絶対値で約 3 倍である。

第 3 に、企業規模は、現金蓄積に多少の影響を与えるものの他の代理変数と比較して影響度はむしろ限定的であることが明らかとなった。具体的には、(株式時価総額+有利子負債)の常用対数の  $\beta$  値は-0.0533 と収益性、研究開発費あるいは配当金と比較すると見劣りすることが観察できよう。

第 4 に、配当は現金蓄積に負の影響を与えている一方、自社株買いは現金蓄積に緩やかな正の影響を与えていることが明らかとなった。これは、両者の  $\beta$  値の違いから一目瞭然であろう。具体的には、配当金/簿価純資産の  $\beta$  値が、-1.1172 に対して、自社株買い/簿価純資産の  $\beta$  値は、0.3062 である。

表 7 推定式の検証結果

	$\beta$ 値	t値
$\alpha$	0.3300 **	17.9178
OP	0.6793 **	15.5668
logDEP	0.0039	0.5028
Inv	-0.1388 **	-4.0710
R&D	0.5605 **	7.2458
PBR	0.0157 **	4.2713
logEV	-0.0533 **	-6.2075
Div	-1.1172 **	-4.7183
Recap	0.3062 **	3.4227
サンプル数		1,654
決定係数		0.2745 **
調整済決定係数		0.2710 **
F値		77.8171

(注) \*\* 1%有意水準 \* 5%有意水準

期間は1996年から2005年の計10年間

被説明変数は、(現預金+短期有価証券)/総資産

$\alpha$  : 定数項 OP : 営業利益/売上高 logDEP : 対数減価償却費

Inv : 設備投資/売上高 R&D : 研究開発費/売上高

PBR : 時価純資産/簿価純資産 logEV : 対数企業価値

Div : 配当金/簿価純資産 Recap : 自社株買い/簿価純資産

最後に、**数式 1** を特に現金保有率が高かった電気機器、情報通信、医薬品およびサービス業に当てはめ、異業種間の適用可能性についての検証を行った。**表 8** がその検証結果である。調整済決定係数あるいはF値の大きさから、特に電気機器および医薬品の信頼性が高いことがわかる。

第 1 に、収益性については、1%有意水準を示している電気機器および医薬品の営業利益/売上高の $\beta$ 値がそれぞれ、0.5112 および 0.8300 と正の値を示しており、当該指標が現金蓄積に正の影響を与えていることが検証された。

第2に、投資対象が現金蓄積に異なる影響を与える点は、本分析によって部分的に棄却される結果となった。研究開発投資/売上高については、電気機器および医薬品の $\beta$ 値がそれぞれ、0.7302 および 0.7733 と正の値を示している。しかし、設備投資/売上高については、電機機器の $\beta$ 値が 0.4635 と、これまでの分析結果と異なる正の値を示す結果となった。つまり、設備投資が増加するほど現金が放出されるとは一概に言えないことが本分析から明らかとなった。

第3に、企業規模と現金蓄積がトレードオフの関係にある点は、本分析からも支持されることとなった。(株式時価総額+有利子負債)の常用対数について、電気機器は1%有意水準に対して、医薬品は10%有意水準と信頼性には若干の違いはあるものの、 $\beta$ 値は、それぞれ-0.0722 および-0.1789 と負の値を示している。

第4に、配当が現金蓄積に抑制効果がある反面、自社株買いはその効果が薄い点も本分析によって支持されることとなった。配当金/簿価純資産の有意水準は、電気機器が10%に対して、医薬品は1%であった。 $\beta$ 値は、電気機器-2.1356、医薬品-9.9976 とともに負の値を示している。一方、自社株買い/簿価純資産は、医薬品のみが、10%有意水準で、 $\beta$ 値 0.7477 を示している。

表 8 推定式の業種別検証結果

業 種	代理変数	$\beta$ 値	t 値	サンプル 数	決定係数	調整済 決定係数	F 値
電気機器	$\alpha$	0.4584 ***	6.9376	201	0.2853 ***	0.2555 ***	9.5790
	OP	0.5112 ***	4.3019				
	logDEP	0.0072	0.2338				
	Inv	0.4635 **	2.3516				
	R&D	0.7302 ***	3.1880				
	PBR	0.0038	0.3129				
	logEV	-0.0772 ***	-2.3327				
	Div	-2.1356 *	-1.7406				
	Recap	0.3339	0.8426				
情報通信	$\alpha$	0.5648	3.8950	63	0.1708	0.0479	1.3902
	OP	0.3892 *	1.7005				
	logDEP	0.0165	0.2996				
	Inv	0.0155	0.0666				
	R&D	0.9284	0.7244				
	PBR	0.0275	1.1061				
	logEV	-0.0875	-1.4237				
	Div	-3.0743 *	-1.9718				
	Recap	0.2335	0.3421				
医薬品	$\alpha$	0.2615 **	1.9455	49	0.5668 ***	0.4802 ***	6.5423
	OP	0.8300 ***	3.0878				
	logDEP	0.1985 *	1.9116				
	Inv	-0.3728	-1.4577				
	R&D	0.7733 ***	2.7922				
	PBR	0.0655	1.6578				
	logEV	-0.1789 *	-1.8017				
	Div	-9.9976 ***	-3.1260				
	Recap	0.7477 *	1.9273				
サービス業	$\alpha$	-0.1943	-1.0521	42	0.3869 **	0.2383 **	2.6035
	OP	0.2152	0.7988				
	logDEP	0.0216	0.3273				
	Inv	-1.2730 **	-2.1181				
	R&D	2.9413	1.3519				
	PBR	-0.0135	-0.5343				
	logEV	0.0778	1.1087				
	Div	-1.2491	-0.7776				
	Recap	0.5598	0.6314				

(注) \*\*\* 1%有意水準 \*\* 5%有意水準 \* 10%有意水準

期間は1996年から2005年の計10年間

被説明変数は、(現預金+短期有価証券)/総資産

$\alpha$  : 定数項 OP : 営業利益/売上高 logDep : 対数減価償却費

Inv : 設備投資/売上高 R&D : 研究開発費/売上高

PBR : 時価純資産/簿価純資産 logEV : 対数企業価値

Div : 配当金/簿価純資産 Recap : 自社株買い/簿価純資産

## 第7節 検証結果

以上のような分析の結果、現金蓄積に対する4つの事実が明らかとなった。

第1に、収益性が高まるほど現金が蓄積される傾向にあること、第2に、研究開発投資が増加するほど現金が蓄積される傾向にあること、第3に、企業規模が小さいほど現金が蓄積される傾向にあること、第4に、配当には現金蓄積に対する抑制効果がある反面、自社株買いはその効果が薄いことである。

これら検証結果を受け、以下のように、4つの仮説の評価を行った。

第1の仮説「**営業キャッシュフローの創出能力が高い企業は、必然的に内部資金が蓄積される**」は、収益性が特に現金蓄積に高い影響を与えていることから支持される結果となった。この検証結果は、フリーキャッシュフロー仮説を棄却した Mikkelson and Partch (2003)、潘 (2003) の実証と整合的である。

第2の仮説「**成長機会が豊富な企業は、内部資金を蓄積して将来の投資に備える**」は、研究開発投資、資産成長率あるいは売上高成長率などが現金蓄積に正の影響を与えていることから支持される結果となった。この検証結果は、Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999)、砂川・畠田・山口 (2006) などの実証結果と整合的である。

第3の仮説「**外部資金の調達が困難な企業は、内部資金を蓄えて低コスト資金を確保する**」は、企業規模の大小が現金蓄積に影響を与えていることから支持される結果となった。これは、Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999) の実証結果と整合的である。

第4の仮説「株主に対する余剰現金の還元を怠った企業は、内部資金が蓄積される」は、選択される株主還元の手法によって現金蓄積に異なった影響を与えていることから棄却される結果となった。これは、配当と自社株買いの本質的な特性の違いがその理由として考えられる。Jangannathan, Stephens and Weisbach (2000) は、自社株買いは配当の代替にはならないと述べている。そして、その理由を、両者の目的の違いにあると指摘している。具体的には、配当は永続的な資金流出が目的であるのに対して、自社株買いは一時的な資金流出が目的であると述べている。これら目的の違いが現金蓄積に異なる影響を与えていると示唆される。

## 第8節 現金蓄積に至る要因

最後に、1996年から2005年に渡る日本企業の財務データの定量分析の結果から導き出された事実に基づき、企業の現金蓄積に至る要因を次の3つに収斂させた。

1つ目は、「必然的」である。これは、収益性の高さが現金蓄積に影響を与えている事実から解釈した。

2つ目は、「将来への備え」である。これは、将来キャッシュフローの不確実性の高い研究開発投資を行っている企業、あるいは一時的な現金流出に留まる自社株買いを行っている企業ほど現金を蓄積している事実から解釈した。

3つ目は、「低コスト資金の確保」である。これは、企業規模が大きい企業ほど現金蓄積に消極的な事実から解釈した。

## 第6章 結 論

### 第1節 要 約

本研究の目的は、「**企業は、なぜ現金を蓄積するのか？**」という問いに対して、その背景となる要因を明らかにすることであった。

本研究では、1996年から2005年に渡る日本企業の財務データの定量分析の結果から、「必然的」、「将来への備え」および「低コスト資金の確保」といった要因が企業の現金蓄積に影響を与えていると解釈した。

また分析の過程で、4つの興味深い事実を明らかになった。第1に、収益性が高まるほど現金が蓄積される傾向にあること、第2に、研究開発投資が増加するほど現金が蓄積される傾向にあること、第3に、企業規模が小さいほど現金が蓄積される傾向にあること、第4に、配当には現金蓄積に対する抑制効果がある反面、自社株買いはその効果が薄いことである。

### 第2節 実践的含意

本研究の実践的含意は次の2点である。

第1に、「経営者の視点」からは、不確実性の高い研究開発投資を実施する際、内部留保を高めることが望ましいという点である。

本研究では、研究開発投資が増加するほど現金が蓄積される傾向にあることが明らかとなった。その背景には、経営者が、不確実性の高い研究開発投資からキャッシュ

を享受するまでの期間は内部留保を高め、企業の永続性を担保している行動が示唆される。これは、榊原・與三野・鄭・古澄（2006）が、研究開発投資の効果が事後的にラグをもって営業収益に貢献している実証結果からも一定の支持が得られよう。一方、この行動は、企業の永続性の維持という点では、経営者と株主の利害が一致している。

したがって、今後、経営者には、研究開発投資に付随する現金蓄積について、株主から合意を得る行動が求められる。そして、両者間の合意形成が、短期的な株主利益追求の抑制力となり、ひいては株主と経営者の長期的な利害の一致につながると主張したい<sup>16</sup>。

第2に、「投資家の視点」からは、配当には現金蓄積の抑制機能が包含されているという点である。

本研究では、配当には現金蓄積に対する抑制効果がある反面、自社株買いはその効果が薄いことが明らかとなった。Jensen(1986)は、経営者の企業価値を毀損する投資行動の抑制手法として、将来キャッシュフローが固定化される負債の活用が有効なコントロール機能の一つであると述べている。つまり、配当には、負債と同様に将来キャッシュフローを固定する機能が付与されていると示唆される。昨今、投資ファンドが頻繁に実施するLBO（Leveraged buy-out）ファイナンスは、多額の負債を経営者に課すことで、経営者の緊張や規律付けを促す「負債のコントロール機能」を活用した代表的な例である。したがって、本研究から得た事実によって、配当にも経営者を規律付けるコントロール機能が付与されていると主張しても一定の支持が得られよう。

---

<sup>16</sup> 事実、研究開発投資が活発な製薬業界は、研究開発パイプライン（医療用医薬品候補化合物）の開発情報を投資家に対して積極的に開示している。

### 第3節 限界

本研究の限界は次の4点である。

第1に、成長著しい新興企業を分析対象から除いていることである。本研究では、その分析対象を東証1部上場企業に焦点を当てている。つまり、成長過程にある新興企業は原則含まれておらず、サンプル企業に一部隔たりが生じている。したがって、今後の研究は、その分析範囲を新興企業まで広げる必要がある。

第2に、代理変数間の因果関係が明らかになっていないことである。一般的に、現金は、ある一定の循環経路を経て蓄積されるものである。つまり、今回採用した代理変数間においても相関性があるものとしなければならない。しかし本研究では、当該事項は考慮に入れていない。したがって、今後の研究は、これら変数間の因果関係を考慮した資金循環モデルの検証を行う必要がある。

第3に、当期の現金蓄積は当期の代理変数に限って影響を受けるという前提に立っていることである。しかし、現実には、当期の現金蓄積は過年度の代理変数から影響を受けること、あるいは過年度の現金蓄積が当期の代理変数へ影響を与えることも考えられる。したがって、今後の研究は、現金蓄積と代理変数の関係を時系列で分析する必要がある。

第 4 に、仮説の異業種間の適用可能性について、未だ検証途上にあることである。本研究における仮説の検証は、主に企業全体の傾向を把握することを目的とした。そのため、仮説の異業種間の適用可能性は、一部の業種（電気機器、情報通信、医薬品およびサービス業）のみの検証に留まっている。したがって、今後の研究は、業種の範囲を広げ、検証結果の信頼性を高めていく必要がある。

以 上

## 【謝 辞】

まず、研究室のゼミ生一同を熱心にご指導いただいた神戸大学大学院の古賀先生、與三野先生、山口大学の内田先生、大阪府立産業開発研究所の田中先生、神戸大学大学院博士後期課程の戸田さん、そして姜さんに深く感謝申し上げます。また、コーポレートファイナンスという研究領域を歩み始めたばかりの私を一から懇切丁寧にご指導いただきました神戸大学大学院の砂川先生にも深く御礼申し上げます。さらに、苦しいときも楽しいときも常にお互いを励ましあった古賀研究室ゼミ生の仲間にも感謝の念でいっぱいです。素晴らしい一生の仲間というかけがえのない財産ができました。最後に、常に笑顔で私の帰りを迎えてくれた妻美菜子に心から感謝いたします。ありがとう。

## 【引用文献】

DeAngelo, DeAngelo and Stulz (2006), " Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory ", *Journal of Financial Economics* 81, pp. 227-254.

Dittmar and Mahrt-Smith (2007), " Corporate governance and the value of cash holdings ", *Journal of Financial Economics* 83, pp. 599-634.

Faleye (2004), " Cash and Corporate Control ", *Journal of Finance* No.5, pp. 2041-2060.

Fama and French (2001), " Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? ", *Journal of Financial Economics* 60, pp. 3-43.

Harford (1999), " Corporate Cash Reserves and Acquisitions ", *Journal of Finance* No.6, pp. 1969-1997.

Jensen (1986), " Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers ", *The American Economic Review* Vol.76, No.2, pp. 323-329.

Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000), " Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases ", *Journal of Financial Economics* 57, pp.355-384.

Mikkelson and Partch (2003), " Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? ", *Journal of financial and Quantitative analysis* Vol.38 No.2, pp. 275-294.

Myers (1984), " The Capital Structure Puzzle ", *Journal of Finance* Vol.39 No.3, pp. 575-592.

Myers and Rajan (1998), " The paradox of liquidity ", *Quarterly Journal of Economics* Vol. 113 No. 3, pp. 733-771.

Opler, Pinkowitz, Stulz and Williamson (1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics* 59, pp. 3-46.

砂川・畠田・山口 (2006) 「ペイアウトと現金保有」、証券アナリストジャーナル第 44 巻第 7 号、5-20 頁。

榊原・與三野・鄭・古澄 (2006) 「企業の研究開発投資と株価形成」、証券アナリストジャーナル第 44 巻第 7 号、48-58 頁。

諏訪部 (2006) 「株主価値を向上させる配当政策」、証券アナリストジャーナル第 44 巻第 7 号、34-47 頁

上野・馬場 (2005) 「わが国企業による株主還元策の決定要因：配当・自己株消却のインセンティブを巡る実証分析」、日本銀行ワーキングペーパー No.05-J-6。

潘健民 (2003) 「企業の現金保有と経営成績-バブル経済期における日本企業の実証研究」、早稲田大学大学院商学研究科紀要、183-198 頁。

Brealey, Myers (2000), "Principles of corporate Finance, sixth edition"

(藤井真理子・国枝繁樹訳『コーポレート・ファイナンス 第6版』日経 BP 社、2002 年)

Constantinides, Harris and Stulz (2001), "Handbook of Economics of Finance, Volume 1A Corporate Finance" (加藤英明監訳『金融経済学ハンドブック 1 コーポレートファイナンス』丸善、2006 年)

Keynes (1936), "The General Theory of Employment, Interest, and Money"

(塩野谷祐一訳、『雇用、利子、貨幣の一般理論』、東洋経済新報社)

高橋文郎・井出正介 (2000) 「経営財務入門」第 3 版 日本経済新聞社

榊原茂樹・青山護・浅野幸弘 (1998) 「証券投資論」第 3 版 日本経済新聞社

桜井久勝 (2007) 「財務会計講義」第 8 版 中央経済社

津村英文・青山護・太田八十雄・米澤康博・石坂昌美 (2000) 「基本証券分析用語辞典」第 3 版 白桃書房

日興シティグループ証券 2007.7.3 付アナリストレポート「日本株投資戦略」

## ワーキングペーパー出版目録

番号	著者	論文名	出版年
2006・1	岡田 齋 檜山 洋子 藤近 雅彦 柳田 浩孝	中小企業によるCSR推進の現状と課題 ～さまざまな障害を超えて～	6/2006
2006・2	陰山 孔貴	創造的な新製品開発のための組織能力シャープの事例研究―	9/2006
2006・3	土橋 慶章	大学におけるバランスト・スコアカードの活用に関する研究	9/2006
2006・4	岡田 齋	企業の倫理的不祥事と再生マネジメント -雪印乳業と日本ハムを事例として-	9/2006
2006・5	檜山 洋子	中小企業におけるコンプライアンス体制とその浸透策	9/2006
2006・6	山下 敦史	医療機関における IT 活用能力向上に関する研究	9/2006
2006・7	岡島 英樹	太陽電池事業におけるイノベーションの進展 ―SA 社を事例として―	9/2006
2006・8	柳田 浩孝	中小企業取引における CSR を通じたメインバンク機能の再構築	9/2006
2006・9	湊 則男	環境投資におけるリアルオプションの適用	10/2006
2006・10	榎 浩之	製造業における技能伝承のマネジメントについての一研究 量産機械工場における熱処理技能を事例として	10/2006
2006・11	藤近 雅彦	中小企業における CSR の推進とトップマネジメントのあり方	11/2006
2006・12	杉田 拓臣	DPC 対象病院における管理会計の役割と進化	11/2006
2006・13	竹村 稔	ソフトウェア技術者のキャリア発達に関する研究	11/2006
2006・14	野口 豊嗣	企業のコミュニケーション能力と CSR 活動の相互関係の研究	11/2006
2006・15	大槻 博司	環境経営に向けた組織パラダイムの革新	11/2006
2006・16	堀口 悟史	産業財企業における顧客との関係性強化のメカニズム 組織文化のマネジメントによるアプローチ	12/2006

2007・1	小杉 裕	シーズ型社内ベンチャー事業へのVPCの適用 ～株式会社エルネットの事例～	4/2007
2007・2	岡本 存喜	マネジメントシステム審査登録機関 Y 社 のVCP (Value Creation Path) の考察	4/2007
2007・3	阿部 賢一	F 損害保険会社における VCP (Value Creation Path) の考察	3/2007
2007・4	岩井 清一	S 社における VCP (Value Creation Path) の考察	4/2007
2007・5	佐藤 実	岩谷産業の VCP 分析	4/2007
2007・6	牛尾 滋昭	(株) 森精機製作所における VCP(Value Creation Path)の考察	4/2007
2007・7	細野 宏樹	VCP (Value Creation Path) によるケー ススタディー ケース：株式会社 電通	4/2007
2007・8	外村 衡平	VCP フレーム分析による T 社の知的資本経営に関する考察	4/2007
2007・9	橋本 敏行	企業における現金保有の決定要因	10/2007