

# 過剰貯蓄：理論と現実

福 光 寛

## 目次

1. バーナンキの「過剰貯蓄」説
  2. 現金保有比率と過剰貯蓄，内部資金
  3. 低成長への移行問題
  4. 負債拡大の抑制要因
  5. 過剰貯蓄（現金保有）の現代的解釈
- 参考文献

## 1. バーナンキの「過剰貯蓄」説

過剰貯蓄の議論の出発点は2005年3月10日のベン・S・バーナンキ（当時は米連邦準備制度理事会FRB理事でプリンストン大学教授、2006年2月にFRB議長に就任）のバージニア州リッチモンドでの講演『地球規模の過剰貯蓄（Global Saving Glut）と米国の経常収支赤字』だった（Bernanke, 2005）。バーナンキはここで、米国の経常収支赤字が世界的な過剰貯蓄により支えられていることを示した。そして米国の経常収支赤字問題は米国国内の努力だけでは解決しないのであって、米国への過剰貯蓄資金の流れをとくに途上国への投資に向かわせることが重要であることを指摘した。この演説はネットを通じて世界に向けて発信され、バーナンキのグローバルな発想は世界に深い感銘を与え、バーナンキに対する国際的評価を高めた。

これに対してJPモルガン調査部（ロンドン）のLoeysたちは、G6先進国の企業が前例のない規模で貯蓄を加速したことがむしろ注目されるべきであることを訴える論文「企業が地球規模の過剰貯蓄を推し進めている

(Corporates are driving the global saving glut)」を2005年6月24日付けで発表した (Loeys et. al, 2005)。

バーナンキ演説も、先進国の過剰貯蓄について言及はしている。しかし演説全体の構成は、途上国・新興国の経常収支黒字化に力点がある。たとえば冒頭(表11)で、1996年と2003年とを比較して、途上国や新興国が経常収支赤字から経常収支黒字に(880億ドルの赤字が2,050億ドルの黒字にネットで2,930億ドル)変化する中で、アメリカの経常収支赤字が1,200億ドルから5,300億ドルへ4,100億ドル拡大したが、そのうち先進諸国の黒字で相殺されたのは約220億ドルに過ぎなかったと述べている。聴衆に与える印象としてバーナンキ演説は途上国・新興国の経常収支黒字化に力点を置くものだった。

他方、JPモルガンのLoeysたちは、同じく冒頭(表12)で2000年と2004年とを比較して、途上国の貯蓄超過2,080億ドルに対しG6の企業

表11 経常収支の比較 1996年と2003年 (10億ドル)

	1996	2003
先進工業国	46.2	342.3
合衆国	120.2	530.7
日本	65.4	138.2
ユーロ地域	88.5	24.9
その他	12.5	25.3
途上国・地域	87.5	205.0
アジア	40.8	148.3
ラテンアメリカ	39.1	3.8
中東とアフリカ	5.9	47.8
東欧と旧ソ連	13.5	5.1
統計上の不一致	41.3	137.2

資料：Bernanke, 2005 掲載の表から主な数字を抜粋

過剰貯蓄：理論と現実

表 1 2 財務状況 (= 粗貯蓄 粗投資) の変化 (10億ドル)

	1996年から2000年の変化	2000年から2004年の変化
G6	371	137
法人	730	1091
家計	323	246
政府	681	982
新興経済	217	208
アジア	126	107
ラテンアメリカ	9	64
中東	59	43

資料：Loeys et. al, 2005

部門の貯蓄超過は1兆910億ドルに達したとした。そしてG6の企業部門の過剰貯蓄は途上国全体の過剰貯蓄の5倍に達すると述べた。これは明らかにバーナンキ演説を批判して、地球規模の過剰貯蓄の主たる原因は、先進国の企業部門の過剰貯蓄にあると主張しているのである。

またこのような過剰貯蓄は、先進諸国における株式市場のバブルや、途上国への行き過ぎた資本輸出、こうした行き過ぎからの是正 (response to earlier excess) として生じているとしている。そしてこの過剰貯蓄が、先進諸国の現在の低成長や低金利の原因になっているともしている。

このLoeysたちの論文は、ロンドンエコノミストの人気コラム (Finance and Economics) が取り上げたこと (Economist, 2005) で、世界中の経済学者たちに反響を呼んだ。私自身も3年前にこのエコノミストの記事を読んで以来、この興味深い問題を考察する機会を今日まで待っていたのである。

ロンドンエコノミストはそこで新たな問題提起を行った。JPモルガンのレポート (Loeysたち) は、企業の行動は借入をするノーマルな形に間もなく戻るとしている。しかし先進諸国といっても異なる経済状態にある企業が、ほぼ同じように、過剰貯蓄になり、債務の返済に努め自社株を買

い戻し、現金を積み上げる行動をとっている(それはなぜだろうか)。もし借入行動に戻らないとしたらどうなるだろうか。たとえば企業経営者が現在の消費ブームの基礎が住宅価格上昇という危うい基礎の上にあることに気付いたら、彼らは投資を避けるだろう。その先にあるのは、低成長 (weak growth) あるいはケインズ経済学が必要とされる時代 (= 大不況の時代) ではないだろうか。

これは2005年の指摘である。サブプライム問題が露呈し住宅価格が暴落している2008年夏の今、私たちはこの指摘の意味を深く考える必要がある。

## 2. 現金保有比率と過剰貯蓄, 内部資金

2005年のロンドンエコノミストは、つぎのような問題を提起したことになるのではないか。1990年代後半から2000年代にかけて先進国の企業が過剰貯蓄をしたのは一過性の行動なのか。あるいはそうではないのか。注目されるのは、さまざまな経済状態にある先進国で一様に企業が過剰貯蓄に走ったのはなぜかということである。これは先進諸国に共通のなんらかの事情が、企業をして過剰貯蓄に走らせたのではないか。

2006年4月に公表されたIMFの世界経済報告 World Economic Outlook の第4章で Cardarelli はまさにこの問題に取り組んでいる。

Cardarelli は、2003 - 2004年のG7企業部門の金融資産の蓄積は、同期間の途上国・地域の経常収支余剰の2倍以上だったとして、先進国の企業部門の過剰貯蓄が、地球規模の過剰貯蓄の決定的要因 (key factor) だという J. P. モルガンの Loyes たちのレポートをそのまま引用している (Cardarelli, 135)。

Cardarelli はいくつか興味深い論点を提起しているので紹介する。

その一つは資本財価格が名目で下がったために、名目上の資本支出額が小さくなったその影響が大きいというのである (Do, 141-142)。

もう一つは、先進国の企業の投資というものが先進国内での設備投資ではなく、海外での既存あるいは新規の固定資産の取得という形をとるようになってきている。そのことが国内投資の低さに影響しているのではないかと、いう指摘である (Do, 147)。

さらに年金の支払い債務を抱える企業は、より高い現金水準を必要とすることがあるという興味深い指摘もある。具体的には企業年金基金が年金支払債務に比べて不足する事態に陥るとこの不足を解消するための拠出に備えて、一時的に高い現金水準になる (Do, 150-151)。

いずれも興味深い指摘なのだが、以上の論点は、ほかの論者により十分な検証をまだ受けていないし、私自身検証の用意がない。そこで今回は紹介だけにとどめるが、いずれ検討を加えたい。Cardarelli の記述の中で利用するのは以下の回帰分析の結果の部分から、無形資産の重要性を指摘したところだけする。

それによると 2001 - 2004 年について回帰分析したところ、売上高の不安定さ、産業における無形資産の比率、期待収益の高さの代理変数としてのトービンの  $q$  (資産の更新費用に対する企業の市場価値の倍率) の 3 つがいずれも高いほど、現金比率 (資産に占める現金の比率) が高くなることが検証された (Do, 149-150)。

ここで無形資産が注目されている。無形資産の比率が高い企業は、無形資産が担保とならず価値が不安定な資産であるため、外部金融コストが高い。そこでこのような企業は外部環境の変化に備えて現金比率を高めようとする (Do, 149)。現実には IT 産業など特定産業のキャッシュの蓄積がほかの産業に比べて格段に大きい (Do, 148)。また G7 の 5,800 ほどの企業の分析結果では、2001 年から 2004 年までの平均値では、現金蓄積の 43% を売上高上位の 103 社で占めている (Do, 148-149)。つまり IT 系の大企業がキャッシュの増加のかなりの部分を説明することが示唆されている。

この記述の中で、先進国に共通して生じている産業構造の変化 (無形資

産の増加)が、従来に比べてより高い現金比率をもたらすのではないかと  
いう問題提起は重要である。

知的財産が大きな役割を果たす現代の産業では内部金融化が進み現金比  
率が高まることについては医薬品会社 Pfizer の財務担当重役だった  
Passov がハーバードビジネスレビューに寄せた有名な論文があるが、  
Cardarelli はこの Passov 論文を引用している (Do, 149)。

Passov (2003) は、知的資産(無形資産)ベースの企業 knowledge-based  
corporation の Pfizer のような企業が、そうでない企業に比べて高い現金  
比率を持っている理由として、無形資産の価値はその会社自身によってこ  
そよく理解される性格があること(Passov は言葉として使っていないがいわ  
ゆる情報の非対称性である)、その無形資産(特許など知的財産権)を形成する  
研究開発は企業のキャッシュフローと無関係に実施を迫られること、した  
がって知的資産ベースの企業は、そうでない企業に比べて財務上の困窮  
financial distress にはるかに弱いことなどを指摘している。

Passov=Cardarelli の指摘からは、医薬品や IT 産業などでは、資産や  
売上高に比した現金比率がほかの産業より高くなることが予想される。表  
2 1 は、日本の上場企業(3月期決算)についての、手元資金超過額(ネッ  
トキャッシュ)上位 12 位企業を過去 3 年間についてみたものである。確か  
に製薬会社や IT 企業の大手が上位に名前を連ねている。手元資金超過額  
というのは、現預金から有利子負債を引いた残額の大きさで、この金額が  
プラスの企業は、借金をしなくても経営が成り立つという意味で実質無借  
金企業と呼ばれることもある。必要資金は内部資金で賄える貯蓄過剰状態  
にある。

先進国から途上国への直接投資の増加も、個々の企業レベルでは、投資  
に備えた資金を現金の形で保有するという形で現金比率の上昇につながる  
可能性がある。Forley et. al (2007) は、グローバル企業(多国籍企業)では、  
本国での課税を回避する(あるいは遅らせる)ために海外にキャッシュを積

過剰貯蓄：理論と現実

表 2 1 手元資金超過額（ネットキャッシュ）ランキング（2005 - 2007年度）

2005 年度	金額	2006 年度	金額	2007 年度	金額
1 武田	18,510	1 武田	17,950	1 武田	16,816
2 松下	11,312	2 キヤノン	11,349	2 任天堂	12,523
3 キヤノン	9,729	3 松下	11,053	3 松下	9,473
4 任天堂	8,763	4 任天堂	10,782	4 京セラ	5,760
5 JT	6,830	5 JT	9,145	5 第一三共	5,740
6 アステラス	6,224	6 第一三共	5,964	6 ファナック	5,662
7 第一三共	4,815	7 アステラス	5,061	7 アステラス	5,421
8 ファナック	4,715	8 ファナック	4,958	8 ソニー	4,299
9 村田製	4,304	9 信越化	4,589	9 信越化	3,678
10 信越化	3,568	10 村田製	4,143	10 ローム	3,613
11 ローム	3,500	11 ローム	3,867	11 村田製	3,365
12 TDK	2,322	12 TDK	2,862	12 SANKYO	2,593

資料：日本経済新聞 2006 年 7 月 11 日；2007 年 6 月 15 日；2008 年 6 月 25 日。

対象：3 月期決算の上場会社 単位：億円

手元資金超過額 = (現預金 + 有価証券) - 有利子負債

み上げる傾向がある、また同じ海外なら低率課税の国でキャッシュを積み上げる傾向があるとしている。多国籍企業の存在と増加は、先進国企業部門のキャッシュフロー水準を高めることになるのではないかと。

しかしこの過剰貯蓄につながる企業行動は、企業金融論研究者を苛立たせることになった。というのは Jensen (1986) が説明したフリーキャッシュフロー仮説 (free cash flow hypothesis: FCFH) が研究者の間では広く信じられており、過剰貯蓄はそれに反した動きに見えたからである。Jensen は、自らの自由になるキャッシュを得た経営者は、それを浪費するか、効率よりは規模の拡大を優先した不効率な投資を行いがちだと説いた。この仮説からすれば、フリーキャッシュフローは、効率的に投資する先がないなら配当なり自社株買いなどの形で株主に還元されるべき存在だった（こ

れは経営者が株主利益をいかに代理できるかというエージェンシー問題 (agency problem) でもある)。Shleifer, Vishny (1989) は、手元資金による投資は経営者自らの保身のための投資になりがちであるために、株主からみて割高な (言い換えれば不効率な) 投資になると説明している。

このような FCFH からすると、経営者は過剰貯蓄を株主に還元すべきであり、過剰貯蓄の水準を上げる行為は理解できないことだった。そこで当然なぜこのような事態が生じているかに企業金融論研究者の関心は向かい、多数の文献が生み出されている。

なお企業金融論ではこの問題は現金保有 (cash holdings) の問題として取り上げられることが多い。そもそも過剰貯蓄 (saving glut) という表現は Bernanke (2005) に始まる。高水準の現金保有 (cash holdings) と過剰貯蓄とは厳密には同じではないが、裏表の問題である。

というのも過剰貯蓄は貯蓄が投資を上回る状況であるが、それは個々の企業では、貯蓄が内部の資金需要を超過する限り、しばしば現金保有 (流動性資産を含む) の増加として現れるからである。その超過は、収益力の水準が高いという理由からも、なんらかの理由で投資水準が低いという理由からも導ける。

もちろん現金の保有動機には、日々の支払資金 (運転資金など) の必要性など、貯蓄 投資の決定とは全く別の目的がある。現金を入手するためのコスト (取引費用 transaction cost) が存在する限り、企業は日々の支払資金を内部資金 (internal funds) で賄おうとするはずである。つまり現金保有は資金ニーズのひとつの形態。その資金源の選択として内部資金がある。

視点をかえて内部資金がそもそもどのような形で存在しているかを考えると、その形態は手元の現金である。つまり手元の現金水準を上げるということは、内部資金に依存するための準備でもある。高い現金比率の問題は、過剰貯蓄問題とも資金調達で内部資金を選択するという問題とも重なるのである (図21)。



## 過剰貯蓄：理論と現実

図 2 1 現金保有比率 過剰貯蓄 内部金融の連鎖

現金保有比率の上昇	現金支払準備 貯蓄に対する投資の過少（過剰貯蓄） 内部資金の増加の表れ（余裕資金・予備資金）
-----------	--

注：現金保有比率上昇問題は在庫における意図した在庫，意図せざる在庫の増加問題とよく似ている。

周知のように資金コストの差から調達手段の間に序列があるという考え方は，financial hierarchy とか pecking order と呼ばれている。また取引費用が発生する理由付けとしては，貸し手と借り手の間の情報の非対称性 information asymmetry から説明することが一般的になってきている。

さらに見方を変えると現金保有は資産を現金形態で維持したいという動機による。しかし現金保有したいというのは資金ニーズの一つ。ただそれだけにとどまらない。逆に一般的に内部資金を使いたいというとき，その目に見える形としては企業が保有する現預金（それに短期有価証券など）がある。現金保有と内部資金というこの2つの選択問題は重なっており区別することは実際にはかなりむづかしい。

以上のように過剰貯蓄 現金保有 内部資金の問題は複雑に絡み合っている。

現金保有（あるいは内部金融）の決定要因については，すでに先行研究（Kim et. al, 1998; Opler et. al, 1999 など；日本語文献としては福田 2006；砂川 2006 など）で洗い出しが進んでいる。その成果によれば，現金保有（あるいは内部金融）を高める要因には以下がある。

○取引費用が高くなること（外部金融のコストが高くなること）

外部金融の取引コストが高くなること（取引費用・交渉費用・売却費用など）

資金の出し手との間の情報の非対称性が高まること

○保有コストが低下すること

流動性資産の収益率が上がること

管理について規模の経済性が高まること

代替手段の確保がむづかしくなること

現金サイクルが長くなること(在庫の回転率が低くなること)

将来の収益機会が増加すること

リスクヘッジ手段のコストが高くなることあるいは限られること

キャッシュフローが不安定になること

経営者が市場による規律を避けようとする

逆に現金保有(内部金融)を低める要因に以下がある。

取引費用が低くなること(外部金融のコストが低くなること)

保有コストが高くなること(流動資産の収益率が低くなることなど)

代替手段の確保が容易になること

高い格付けを得られるようになること

融資枠が容易にえられるようになること

資産を容易に流動化できるようになること

現金サイクルが短くなること(在庫の回転率が高くなること)

将来の収益機会が小さくなること

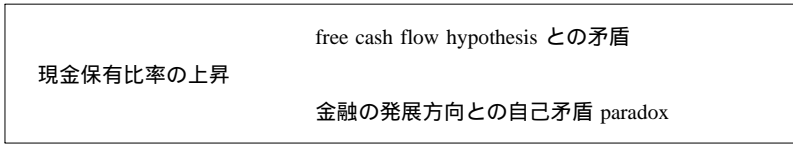
キャッシュフローが安定的になること

財務的に困窮していること

見られるように外部資金を入手することに取引費用が存在するときに、取引費用を最小化するために現金(内部資金)を保有する動機が生まれる。このほかにも列挙したような要素が、現金保有水準に影響すると思われる。しかし代替手段の確保に見られるように、金融制度の発展が市場の効率を高める方向に進むものだと考えると、現金保有水準は次第に低くなるのが自然にみえる。

それにも関わらず、現金保有水準が高くなっているとすれば、それはなぜなのだろうか。現金保有水準の上昇は金融技術の発展(=現金を節約する手

図 2 2 現金保有比率の上昇が関心を集めた理由



段、あるいはさまざまなリスクヘッジ手段が発達して入手可能になること)を考えると paradoxical である (Bates et al, 2006, 3)。

企業における保有現金比率の上昇は、すでに述べたように今日の企業金融論の基本的な仮説の一つである FCFH と矛盾することに加えて、金融技術の発展の方向とも矛盾している。こうした点から現金比率上昇は、多大な関心を集めることになったのである(図 2 2)。

日米の現金比率の計測例を表 2 2 に掲げる。日本については現金の内容を現預金に限ると 1997 年を底にした上昇傾向が認められる。ただし現預金に短期有価証券を加えたものを現金と定義すると 2001 年まではむしろ下落でそこからようやく上昇に転じている。おそらく 1990 年代の日本企業はキャッシュを積み上げる余裕はなかった。生み出されたキャッシュは債務の返済に回された。債務の圧縮が一段落したことが、現金比率の上昇に示されているのではないか。アメリカについては、現預金に市場性証券を合計したものの大きさは、計測期間中、増減はあるもののほぼ一貫して上昇している。

企業を取り巻く経営環境は変化を続けるから、先進国の企業部門が今後も過剰貯蓄を続けるかどうかは、つまり今後も恒常的に過剰貯蓄を続けるかはわからないと言った方が安全だろう。しかしそれと同時に、企業が手元に現金(流動性資産を含む)を保有する傾向が近年高まっていることは認めてよいように考えられる。

なお、資本主義経済の進展とともに、企業の内部資金の増加がみられるという仮説は実は経済学の世界では昔から知られている(解説として、鈴木

表2.2 日米の現金比率(%)の推移

日 本	N	CA1	CA2	アメリカ	N	ACR	MCR	ALR
1990	1476	0.183	0.285	1990	4042	0.1341	0.0615	0.2817
1991	1488	0.170	0.263	1991	4137	0.1545	0.0722	0.2589
1992	1497	0.154	0.254	1992	4307	0.1626	0.0791	0.2452
1993	1516	0.147	0.254	1993	4713	0.1713	0.0828	0.2247
1994	1531	0.146	0.249	1994	4985	0.1553	0.0703	0.2304
1995	1562	0.128	0.231	1995	5165	0.1707	0.0724	0.2298
1996	1613	0.117	0.221	1996	5568	0.1926	0.0879	0.2216
1997	1647	0.113	0.206	1997	5605	0.1908	0.0893	0.2361
1998	1686	0.123	0.210	1998	5263	0.1783	0.0748	0.2998
1999	1775	0.131	0.219	1999	4971	0.1943	0.0771	0.2470
2000	1885	0.128	0.178	2000	4947	0.2081	0.0884	0.2420
2001	1928	0.136	0.166	2001	4540	0.2141	0.1070	0.2676
2002	1951	0.144	0.168	2002	4233	0.2139	0.1144	0.2580
2003	1968	0.151	0.174	2003	3992	0.2267	0.1332	0.2346

資料：日本は砂川ほか(2006)の表2より抜粋。アメリカはBatesほか(2006)の表1より抜粋。Nはサンプル数。CA1は現預金/(総資産-現預金)。CA2は(現預金+短期有価証券)/(総資産-現預金-短期有価証券)。ACRは現金比率の平均値。現金比率=(現金+市場性有価証券)/総資産。MCRはCRの中央値。ALRは負債比率の平均値。負債比率=負債/総資産。日本の対象は東証1部と2部の上場企業。アメリカの対象は上場企業。

2007, 鈴木 2008 を挙げておく)。また産業構造の変化と資本過剰とを結び付けて説明するアイデアもこれも以前から知られるところである(解説として、熊野 2002, 熊野 2008 を挙げておく)。

小稿が試みているのは、この問題のささやかではあるが理論的な整理である。海外文献の論点を紹介しつつ、とくに日本に密着して整理することで海外文献とはいささか異なる論点も提起している。ではなぜ日本に密着した整理に意味があるのか。それは投資する以上に貯蓄するという企業行動が「日本で最も顕著に長く続いた」ことが知られているからである(cf.

Beddoes, 2005)。

### 3. 低成長への移行問題

近年、日本の企業経営の判断基準が大きく変化したされている。

その背景としてよく指摘されるのは、上場会社の株式保有構造の変化である(表3 1)。バブル経済の崩壊過程である1990年代に、上場会社の投資部門別保有比率は、事業法人や銀行による保有分(その多くは持ち合い cross share holding or mutual share holding による政策保有分)が減少した。これに対して増えたのは、外国人保有の分と金融機関の中でも信託銀行名義分など主として機関投資家(institutional investors)といわれるものの保有分である。

こうした保有構造の変化とまさに並行して、近年行われた2つのアンケート調査(表3 2 1と表3 2 2)は、経営判断基準に大きな変化が生じたことを確認している。旧労働省企業経営・雇用慣行研究会(1999 対象:従業員1,000人以上の大企業2,370社 回答450社)や労働政策研究・研修機構(2006 対象:東京・大阪・名古屋の一部・二部上場企業2,531社 回答690社)

表3 1 投資部門別株式保有比率(%)の推移

年度	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2006	2007
事業法人等	27.0	26.2	28.8	30.1	27.2	21.8	21.1	20.7	21.3
都銀・地銀等	19.0	19.9	20.9	15.7	15.1	10.1	4.7	4.6	4.7
生命保険会社	10.2	11.5	12.3	12.0	11.1	8.2	5.3	5.4	5.5
損害保険会社	4.4	4.6	4.1	3.9	3.6	2.7	2.1	2.2	2.2
信託銀行	*	*	*	9.8	10.3	17.4	18.4	17.9	17.5
外国人	3.6	5.8	7.0	4.7	10.5	18.8	26.7	28.0	27.6
その他(個人等)	35.8	32.0	26.9	23.8	22.2	21.0	21.7	21.2	21.2

資料：東京証券取引所『平成19年度株式分布状況調査』2008年6月18日

注：\*1985年度以前は都銀・地銀等に信託銀行含む

表3.2.1 企業が重視する経営指標(1位とするもの)

2005年調査	規模	収益力	資産	株主資本	残余利益	顧客満足度	その他
これまで	40.4%	46.7%	3.8%	4.2%	0.7%	1.3%	2.9%
現在	7.6	65.8	7.1	11.3	4.7	1.3	2.9
これから	6.4	34.4	12.2	19.6	14.7	9.8	2.9

資料：労働政策研究・研修機構『企業のコーポレート・ガバナンスとCSR(企業の社会的説明)に関する調査』(2006)調査2005年10月 対象：上場2,531社 回答450社 17.8%

売上高、市場シェアなど規模の成長性  
ROA など資産活用の効率性  
EVA、キャッシュフローなど残余利益

営業利益、経常利益など収益力  
ROE など株主資本の効率性  
顧客満足度

表3.2.2 企業が重視する経営指標(1位とするもの)

1999年調査	これまで重視	これから重視	1999年調査	これまで重視	これから重視
売上高	47.2%	12.0%	ROE	1.4%	10.0%
市場シェア	3.0	2.3	EVA	0.3	3.3
経常利益	27.2	30.6	株価	0.0	0.6
営業利益	10.0	14.2	その他	2.2	4.9
純利益	7.5	20.9			

資料：労働省人事労務管理研究会 企業経営・雇用慣行専門委員会中間報告1999年6月 調査1999年2月-3月 対象：従業員1,000人以上の大企業2,370社 回答690社 29.1%

のアンケート調査が示すところでは、売上高や市場シェアなど規模に係る指標に比べて、営業利益・経常利益など収益力に係る指標が評価されるように変化している。

こうした経営判断基準の変化は、おそらく株式保有構造の変化を反映しているのだと考えられるが大きな変化だといえる。

日本経済にはもう一つ大きな変化があった。それは人口構成の高齢化だ(表3.4)。今後は高齢化に加えて人口の減少も見込まれる。

ところで表3.4に経済成長率の推移である表3.3を重ねると、人口の高

## 過剰貯蓄：理論と現実

表 3 3 日本の経済成長率の推移（5年平均）

5年平均	1975 79	1980 84	1985 89	1990 94	1995 99	2000 04
名目	10.5%	6.3%	5.9%	3.7%	0.5%	0.0%
実質	4.5%	3.1%	4.5%	2.2%	0.8%	1.5%

注) 1979 - 1994 は平成 10 年度国民経済計算（確報）より。1995 - 2004 は平成 17 年度国民経済計算（確報）より。それぞれ国内総生産の前年比増減率より算出。

表 3 4 日本の生産年齢人口の推移

年次	1980	1990	2000	2010	2020	2030
総人口	117,060	123,611	126,926	127,176	122,735	115,270
生産年齢人口	78,835	85,904	86,220	81,285	73,635	67,404
同構成比率	67.3%	69.5%	65.8%	63.9%	60.0%	58.5%
老年人口	10,647	14,895	22,005	29,412	35,899	36,670
同構成比率	9.1%	12.0%	20.1%	23.1%	29.2%	31.8%

注) 2000 年までは各年 10 月 1 日現在の国勢調査による。2010 年以降は国立社会保障人口問題研究所の推計。人口の単位は 1,000 人。生産年齢は 15 歳以上 64 歳未満。老年は 65 歳以上。

齢化とともに日本経済の成長率がダウンしていることが分かる。とすれば今後、国内市場は長いトレンドでは必ず縮小すると考えられる。

先ほどの規模より収益力を重視するという経営判断の変化は、この市場の縮小という状況に符応している。企業は、国内市場においては市場の縮小を前提にした企業行動を取る必要があることを理解するようになったと考えることはできないだろうか。資産規模を縮小して収益は改善を図るといふ経営スタイルが、結論として予測されるところである。

実際に観測された企業行動はこの予測と合致している。

法人企業統計による岸野 (2006) の分析は、企業は外部資金抑制をバブル崩壊以降ずっと続けているとしている。1980 年代後半のバブル経済のあと、企業が一貫して外部資金の圧縮を進め 98 年以降、財務 CF はマイナス（外部への支払超過）を示すようになった、1990 年代に非製造業

表 3 5 長短借入 (全産業) の推移 (1997 - 2006)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
短期借入	1.9	5.4	5.8	7.4	0.4	6.3	6.1	0.8	3.1	9.8
長期借入	3.4	7.8	12.8	5.8	4.1	0.9	5.2	3.6	5.9	4.7

資料：財務省「法人企業統計調査」(年次別調査) 前年同期比(%)

表 3 6 自己資本比率 (%) の長期推移 (1997 - 2006)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
大企業	29.2	29.9	31.5	32.8	32.7	33.7	35.7	37.4	39.1	39.4
全産業	19.9	19.2	22.3	25.7	25.2	27.4	28.3	29.8	30.1	32.8

資料：財務省「法人企業統計調査」(年次別調査)

表 3 7 エクイティ・ファイナンス EF 額 (年) と自己株式取得額 (年度) の比較

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
EF 総額	1.5	2.3	2.3	2.4	2.5	1.6	2.1	3.7	2.6	4.9
うち国内	0.7	1.8	1.6	1.9	1.4	0.8	0.8	1.9	2.1	3.3
自己株式取得	0.5	0.4	0.5	0.7	1.4	3.1	2.5	2.5	4.4	4.0

資料：エクイティ・ファイナンス額は証券業協会調べ 全国公開会社 兆円  
自己株式取得額は生命保険協会調べ 東証 1 部 2 部 上場企業 兆円

を中心 CF マージン (= 営業 CF / 売上高) の水準は大きく改善した。その結果、営業 CF 水準は改善。売掛債権や在庫の圧縮と合わせて、CF 創出が効率化された。しかし依然として企業は営業 CF に比して投資 CF を抑制。フリー CF (= 営業 CF + 投資 CF) は 99 年度以降プラスになった。

同じく法人企業統計により菊田 (2006) は、CF を経常利益  $\times 0.5$  + 減価償却費として、企業が稼ぎ出す CF の範囲に設備投資を抑える傾向が、1990 年代後半以降、2002 年度まで次第に強まったとしている。

また日本銀行調査統計局 (2005) は、つぎのように述べている。「企業はここ数年、バランスシートのスリム化を目指し、非効率な生産設備や遊休不動産など固定資産を削減するだけでなく、運転資金の圧縮 (売上債権の



回収早期化，在庫削減等）にも等しく力を注いできた。」（日本銀行 2005，p. 4）  
これに収益の改善もあって 2001 年度以降，営業 CF が増えたとしている。

一般にこれらの企業行動は 1980 年代後半のバブル経済のあと始末として理解されてきたが，経営判断の基準の変化や日本経済の今後を考えると，合理的な資産縮小行動を取ったようにも見える。そして結果として日本企業の資金調達において外部資金の比率が減り，日本の企業金融は 1990 年代から 2000 年代初頭にかけて「内部資金依存型にシフトし」た（渡辺 = 吉野（2008），29）されている。

#### 4. 負債拡大の抑制要因

なお外部資金の中で負債資金が拡大しなかった理由としては，同義反復の恐れをあえておかせば手元金で必要資金をまかなえたことがあった。

住友信託銀行の花田（2007）は，企業は手許余裕資金を取り崩すことで，外部資金取り入れが抑制したとしている。花田は借入金利上昇が予想されるなか，企業は資金コストを削減する手段として，手許余裕資金で借入を返済。また資金需要（運転資金 投資有価証券 有形固定資産購入）の発生に対して手許資金の取り崩しで対応する行動をとったとする（花田 2007，3-4）。

しばしば外部資金か内部資金かといった分け方をするけれど，内部資金は実際に目に見える形では手元の余裕資金である。収益が回復するとこの余裕資金は増加する。花田の指摘は，あたりまえのことを言っているようでいて，手元余裕資金から問題を立てている点が，現場の感覚をうかがわせる。現金保有の問題とも絡み，奥の深い指摘である。

またさらにここで注目したいのは，近年展開された金融イノベーションが与えた影響である。私見では，近年の金融イノベーションの過程で導入されたさまざまな金融商品には，負債を節約する側面があった。それはたとえば以下のような金融商品である。

CMS（キャッシュ・マネジメント・システム）。CMSでは、たとえば各支店・子会社に散在する資金を本社の財務部やグループの金融子会社に集中させる。集中した資金を社内やグループ会社内で融通することで外部借入が減額される。

資産の証券化。証券化により資産を売却。売却収入で負債を返済し資産を圧縮するなど。

融資枠契約（コミットメント・ライン）。融資枠取得により予備資金のための借入を圧縮。品川（2007）も「近年、コミットメント・ラインの利用が進み、流動性を確保しつつ、従来の証書貸付に頼っていた部分の運転資金の借り入れを節約する流れがみられる」ことを「企業の資金調達には、借入を押し下げる動きがみられる」とし「貸出の伸び悩みには、企業の資金調達動向の変化も影響している」としている。

融資枠契約は、様々な必要に備えて予備的に現金を蓄えることを代替する面がある。

ただしこれらの商品の導入の影響を計量的に把握することは困難であるが、近年の統計を と について状況を確認してみよう。

まず の証券化商品の発行状況は日本証券業協会と全国銀行協会が合同

表4-1 証券化商品発行額（銘柄数：1件当たり金額）の推移

年度	cf. 公募普通社債	証券化商品	RMBS	CMBS
2004	58,950(307:192.0)	52,541(296:177.5)	24,517(46.7%)	5,504(10.5%)
2005	69,040(335:206.0)	82,250(312:263.7)	49,240(59.9%)	11,307(13.7%)
2006	68,300(335:203.9)	98,380(314:313.3)	51,210(52.1%)	15,090(15.3%)
2007	94,010(425:221.2)	68,110(261:261.0)	32,620(47.9%)	19,090(28.0%)

資料：公募普通社債発行額は公社債発行額（日本証券業協会）から引用したもので概数。RMBS（住宅ローン担保証券）とCMBS（商業用不動産担保証券）は証券化商品の内訳であり、金額の後の数値は証券化商品の発行額に占める比率。日証協・全銀協「証券化市場の動向調査」。金額単位：億円

で発表する「証券化市場の動向調査」によれば、表4-1の通りである。

2005 - 2006 年度という景気が回復した年に発行額が増えており、現在では、不況期に財務状況が悪化した企業が資金繰りのために発行する商品というよりは、資金調達の一つのルートとして機能が定着している。もっとも発行内訳をみると住宅・不動産関係が大宗を占めているので、一般の企業金融への影響は今のところ限定的かもしれない。

とはいえ 2005 年度以降、証券化商品の発行額は公募普通社債発行額を上回っている。発行されている分野が住宅・不動産関係に偏っているものの、資金調達ルートとして、直接金融 direct finance 分野で無視できない規模になっていることは評価できよう。

表4-1では、証券化商品と公募普通社債の1銘柄あたりの発行額を比較した。証券化商品と公募普通社債の1銘柄あたりの発行金額はともに平均で200 - 300 億円程度である。これは両者の市場が競合していることを示すものだ。

の融資枠については、貸出債権市場取引動向（日本銀行）によりシンジケートローンの統計を引用する。これも近年の数値がわかるだけであるが、組成金額が安定していること、期末残高が毎年伸びているなど、企業の資金調達ルートとしての定着が伺われる（表4-2 表4-3）。このデータによればコミットメント・ラインの1件あたりの金額は平均で100億円程度となっている（タームローンは1件あたり平均で50億円程度となっている）。

表4-2 シンジケートローン組成金額（銘柄数：1件当たり金額）の推移

年度	タームローン	コミットメント・ライン	合計
2004	81,415(1,607:50.7)	134,835(1,012:133.2)	216,250(2,619:82.6)
2005	115,920(1,971:58.8)	146,240(1,110:131.7)	262,160(3,081:85.1)
2006	139,208(1,964:70.9)	135,472(1,124:120.5)	274,680(3,088:89.0)
2007	121,695(2,647:46.0)	139,796(1,056:132.4)	269,491(3,703:72.8)

資料：日本銀行「貸出債権市場取引動向」金額単位：億円

表4-3 シンジケートローン期末残高(前期比増加額:同増加率)の推移

年月末	タームローン	コミットメント・ライン	合計
05/03	148,695	140,506	289,150
06/03	211,780(63,085:42.4%)	162,360(21,860:15.6%)	374,140(84,996:29.4%)
07/03	269,080(57,308:27.1%)	185,460(23,098:14.2%)	454,550(80,406:21.5%)
08/03	316,690(47,608:17.7%)	196,600(11,138:6.0%)	513,290(58,746:12.9%)

資料:日本銀行「貸出債権市場取引動向」金額単位:億円

以上のように、収益の回復による手元余裕資金の充実と、負債の節約手段の発達に助けられて、企業の資金需要はその内部資金の範囲に収まったというのがここでの解釈である。

## 5. 過剰貯蓄(現金保有)の現代的解釈

日本の企業が負債を拡大しなかった理由と現金保有を高めた理由、それを資金需要が内部資金の範囲に収まった理由と現金保有を高めた理由と言い直せば、まさに過剰貯蓄を行った理由になる。すでに国内の低成長と負債調達を抑制する金融イノベーションについては言及した。最後にできるだけ一般化された説明を集めてこの問題の解釈を整理してみよう。

まず外部資金より内部資金が選択されるのは、両者の取引コストの差があるからで、その差の原因は、経営者(借り手)と市場(貸し手)との間の情報の非対称性にある。経営者と市場との間で情報の非対称性があると、市場はこの非対称性を乗り越えて貸し付けを行うためのコスト(具体的には審査費用など)を余分に負担する必要がある。これが資金コストにはねかえる。

平成18年度の年次経済財政報告(2006年7月)は、借り手と貸し手の間に情報の非対称性があるとすると、内部資金は外部資金よりもコストが安いから、なるべく内部資金を優先的に利用しようとする。「資本コストの違いによって、企業は、収益が増加し内部資金が豊富になると、なるべく

コストのかかる借入とするほか、投資を行うのであれば、なるべく内部資金を優先的に使用する」はずとしている（内閣府 2006, 142）。

前年の 2005 年に蟻川靖浩氏は経済産業研究所の HP に寄せたコラムの中で、情報の非対称性が存在して、市場と経営者の将来予想が食い違う場合、取引費用を考えるとフリーキャッシュフローを用いて、投資機会に企業がこたえようとするのは、株主価値最大化の観点からも正当化されるとしていた（蟻川 2005）が、それと同じロジックである。

このように資金コストに差がある限り、内部資金を蓄えて投資機会に備えようとする傾向が生ずる。しかし問題は、投資機会を考慮しても過大とも見える内部資金の蓄積（過剰貯蓄 高現金保有）が進んでいるかに見えることである。しかも過剰債務の圧縮（内閣府 2006, 142）が終わったあとにも、なお蓄積が進んでいるかにみえることである。

その理由として先進国の国内市場の低成長がある（小稿第 3 節）。

平成 19 年度の年次経済財政報告（2007 年 7 月）は、日本企業が設備投資を減価償却やキャッシュフローなどを目安に抑える傾向を、グローバル企業型企業と国内型企業とに分けて分析している。そこで国内型企業について指摘されている投資案件がない状況はまさにこの低成長と合致する。

同経済財政報告（2007）はつぎのように述べた。輸送用機械など一部の業種では 2000 年代に入って有形固定資産の増加と利潤率の改善が併進することがみられるようになったが、そうした業種は生産性を改善している企業の一部（2 割弱）に過ぎず、多くの企業は「資産減少・利潤率上昇」という形で効率化を推進している（内閣府 2007, 113-114）。

またグローバル型企業では「投資採算では一応基準にかなうが」「不確実性の存在」が設備投資に慎重になる強い要因になっているのに対して、国内型企業では「投資採算を考慮すると投資すべき案件がないから」とする割合が高いといった違いが伺える。全体としては「設備投資に慎重な姿勢が継続している。」「企業収益の回復により、新規の設備投資を増加させ

ているが」設備投資の大きさは「潤沢なキャッシュフローの範囲内に収まっている」(内閣府2007, 114)。

しかしまだ問題は残る。企業が潤沢なCFを現金(あるいは現金に近い形)で保有して、その比率が上昇するという現象はどう説明すればよいだろうか。FCFHが主張するように株主に還元しないのはなぜだろうか。

この点で以下の嶋谷たちの説明にでてくるリアルオプションの考え方は魅力的である。

一般に企業の資金使途の選択はつぎのように分類できる(嶋谷ほか2005)。「(1)資本コストを上回る期待収益率を有する有望な投資案件があれば、設備投資を行い事業を拡大する。

(2)有望な投資案件がない企業は、増配や自社株消却により利益配分を行ったり、将来の借入余地を拡大することを企図して更なる有利子負債の圧縮を行う。

(3)ただし、先行きの収益見通しに関する不確実性が高い場合は、資金を内部留保として手元に置き、先行きの見通しがある程度明らかになったところで、改めて資金使途に関する意思決定を行う。」(嶋谷ほか2005, p. 4)

嶋谷たちは、内部留保(現金保有)は、将来が不確実なときに意思決定を先延ばしすることを可能にするリアルオプションの性格をもち、不確実なまま意思決定をすることによる損失やリスクを軽減して、企業価値を高めているとしている(嶋谷ほか2005, p. 6このような指摘はPinkowitz, Williamson, 2007にもある。なおリアルオプションについては以下を参照。高森2006, 127-147)。

つまり有望な投資案件がないときには負債圧縮か自社株消却、有望な投資案件があっても不確実性が大きい場合は内部留保を高めて、条件が変わるまで意思決定を先延ばしにする。そして内部留保(現金保有)はリアルオプションを購入しているのと同じだと説明される。

そこでたとえば国内企業については、有望な投資案件が乏しかったことが負債圧縮や自社株消却に結びついた。国内企業は市場の縮小傾向のもとで、有望な投資案件の不足という事態に直面したと私はみている。国際企業について有望な投資案件はあったものの不確実性が大きかった。内部留保（現金保有）を高めたのは、意思決定ができる条件は整えたうえで意思決定だけを繰り延べるという選択をしたからだといえる。

リアルオプションの考え方は魅力的だが、なぜ今このオプション価値が重要になってきたのかを説明できない点が弱い。つまり、なぜ今現金比率が上がっているかは、歴史的に変化している事実から導く必要がある。

第2節で紹介したようにこの点で私に関心を寄せる仮説が2つある。

一つは知的資産ベースの企業の増加に鍵があるという考え方である。こうした企業は内部金融に依存する傾向があるのかもしれない (Passov, 2003; Cardarelli, 2006)。

今一つの鍵は企業のグローバル化である。企業活動が国際化するなかで途上国に積み上げられるキャッシュ、あるいは低率課税の国に積み上げられるキャッシュがこの問題に関係しているのかもしれない (Forley et. al, 2007 表51)。

最後にもう一度過剰貯蓄がなぜ生じたかをまとめてみる。

つまり個々の企業をとれば例外はあるが、とくに先進国の国内型企業では、規模の拡大よりは、資産を縮小して収益性を高めることを重視する企業が多数派となった。それは、ガバナンス構造の変化から、売上や資産の規模よりは収益性を重んじる経営スタイルへの移行がこの時期に行われた上に、国内経済は今後縮小するという見通しからである。それに加えて負債調達を抑制する金融イノベーションの発達もあったことから、企業の資金調達は内部資金の範囲に収まった。他方で、現代の企業活動における知的資産の重要性の増加や、企業活動のグローバル化は、従来よりも高い現金水準をそうした活動を行う企業に求める傾向がある。これらの要素が合

表5 1 現金保有比率に影響を与える要因についての回帰分析結果のまとめ(例1)

要因	海外での現金保有	本国での現金保有	統合した現金保有
送金課税率	大きくプラス	マイナス	プラス
本国での所得 / 資産	マイナス	プラス	プラス
海外での所得 / 資産	大きくプラス	マイナス	プラス
営業所得の標準偏差	プラス	プラス	プラス
研究開発投資 / 資産	プラス	プラス	プラス
長短期債務 / (長短期債務 + 時価総額)	マイナス	マイナス	マイナス
資本支出 / 資産	マイナス	マイナス	マイナス

注) 要因の係数の正負の記号と絶対値の大きさについて解釈しやすいものをまとめた。送金課税とは本国で課せられる税金のこと。一般に企業が海外で稼いだ所得については本国に送金されるまでの間、本国での課税が繰り延べられる。対象は1982, 1989, 1994, 1999年にCompustatと商務省BEA Benchmark surveysにデータを報告している企業。Foley et al, Table 4-6, 596-599.

表5 2 現金保有比率に影響を与える変数についての回帰分析結果のまとめ(例2)

変数	資産に占めるキャッシュ比率
キャッシュフローの資産に占める割合の標準偏差の中位値	プラス
研究開発費 / 売上高	プラス
配当支払の有無	マイナス
(運転資本 現金) / 資産	マイナス
負債 / 資産	マイナス
資本支出 / 資産	マイナス
企業買収支出 / 資産	マイナス

注) 変数の係数の正負について解釈しやすいものだけをまとめた。Bates et al, 2006, Table 3, 28-29. 対象はCompustatで1980-2004年の間、データが継続する企業。金融業と公益企業を除く。なおBatesらの特徴の一つは配当支払のない企業は現金比率が高いことを見出した点にある(なお米国では成長企業は無配でもよいという考え方が強いのでこの結論は自然である)。また資金調達と現金保有比率との関係という新たな論点に注目している。この係数の符号について仮説はプラスということだが、観察する時期で結果が安定していないのでここでは欄外の注記にとどめる。



## 過剰貯蓄：理論と現実

図5 現金保有動機のみとめ

The transaction motive.  
The precautionary motive.  
The agency motive.  
The tax motive.

注) Bates et al, 2006, 6-7.

わさって、高収益企業を中心に、内部資金依存・高現金保有、つまり過剰貯蓄が現れるようになった。

これまでの日米の現金保有比率についての議論は、なぜ今こうした現象が起きているのか。あるいはこの現象が景気循環的に解消していくのか、長期的に続くのかという問題に注意を払っているとはいえない。Cardarelli にせよ Foley にせよ、結論部ではこの現象はいずれ解消されるとしている。しかしそのような前提で議論を組み立てることで、歴史的に大きな変化がこの問題に影響している可能性を軽視してしまう可能性がある。

先行研究に含まれる、先進工業国に共通した歴史的な変化に属する問題（低成長への移行、金融イノベーションの展開、知的資産産業の台頭、企業活動のグローバル化など）に注目して、この問題を歴史的俯瞰の中で議論すべきではないかというのが、小稿のメッセージである。

### References

#### English Material

- T. W. Bates, K. M. Kahle, R. M. Stulz, 2006. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to do? NBER Working Paper Series Working Paper 12534.
- C. F. Baum, M. Caglayan, N. Ozkan, O. Talavera, 2004. The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non-financial firms. ZEW Discussion Papers 04-10, June 22, 2004.
- Z. M. Beddoes, 2005. The great thrift shift. The Economist, London, Sep. 22, 2005.
- B. S. Bernanke, 2005. The global saving glut and the U.S. current account deficit.

- Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia. March 10, 2005.
- R. Cardarelli, 2006. Awash with cash: why corporate savings so high. Chapter IV of IMF World Economic Outlook. April 2006, 135-159.
- R. D'Mello, S. Krishnaswami, P. J. Larkin, 2008. Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance* 32, 1209-1220.
- D. J. Denis, V. Silbilkov, 2007. Financial constraints, investment and the value of cash holdings. Posted Nov.15, 2007: last revised Nov.15, 2007 (SSRN)
- A. K. Dittmar, J. Mahrt-Smith, H. Servaes, 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111-133.
- A. K. Dittmar, J. Mahrt-Smith, 2006. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings, posted Mar. 2006 (SSRN)
- Economist, 2005. The corporate savings glut; saving by companies. *The Economist*, London, Jul. 9, 2005.
- C. F. Foley, J. C. Hartzell, S. Titman, G. Twite, 2007. Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics* 86, 579-607.
- E. Ginglinger, K. Saddour, 2007. Cash holdings, corporate governance and financial constraints. HAL Working Papers, halshs-00162404\_v1, Jan. 2007, 1-33.
- J. Hartford, S. A. Mansi, W. F. Maxwell, 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics* 87, 535-555.
- M. C. Jensen, 1984. Takeovers: folklore and science. *Harvard Business Review*, Nov.-Dec. 1984, 109-121.
- M. C. Jensen, 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- M. C. Jensen, 1988. Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives* 2, 21-48.
- C. Kim, D. C. Mauer, A. E. Sherman, 1998. The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 335-359.
- J. Loeys, D. Mackie, P. Meggyesi, 2005. Corporates are driving the global saving glut. J. P. Morgan Research, June 24, 2005.
- G. Michalski, 2007. Risk-based cash demand in a firm, posted Aug.20, 2007: last revised Nov.07, 2007 (SSRN)

## 過剰貯蓄：理論と現実

- S. C. Myers, N. S. Majluf, 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- P. Nguyen, 2006. How sensitive are Japanese firms to earnings risk? Evidence from cash holdings. Posted Mar.27, 2006: last revised June 20, 2006 (SSRN)
- T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, R. Williamson, 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52, 3-46.
- D. Oswald, S. Young, 2008. Share reacquisitions, surplus cash, and agency problems. *Journal of Banking & Finance*, 32, 795-806.
- R. Passov, 2003. How much cash does your company need? *Harvard Business Review*, Nov.-Dec. 2003, 119-128.
- L. Pinkowitz, R. Williamson, 2001. Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *Review of Financial Studies* 14, 1059-1082.
- L. Pinkowitz, R. Williamson, 2007. What is the market value of a dollar of corporate cash? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 74-81.
- A. Ramirez, S. Tadesse, 2007. Corporate cash holdings, national culture and multinationality. DI Working Paper 876, 1-40.
- S. A. Richardson, 2006. Over-investment of free cash flow. Posted Feb. 022006: last revised May 09, 2006 (SSRN)
- B. Schwetzler, C. Reimund, 2004. Valuation effects of corporate cash holdings: Evidence from Germany. Posted Jan. 242004: last revised Jan. 242004 (SSRN)
- A. Heifer, R. Vishny, 1988. Value maximization and the acquisition process. *Journal of Economic Perspectives* 2-1, 7-20.
- A. Shleifer, R. Vishny, 1989. Management entrenchment: the case of management-specific investment. *Journal of Financial Economics* 25, 123-140.
- Z. L. Swanson, 2006. Impact of cash holdings on investment value. Posted Mar. 02 2006: last revised May 09, 2006 (SSRN)

### Japanese Material

- 蟻川靖浩「フリーキャッシュフロー問題と日本企業」経済産業研究所 HP > 寄稿・企画 > コラム (2005年度) ([http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01\\_0188.html](http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0188.html))
- 蟻川靖浩「フリーキャッシュフロー問題と企業の多角化」高森寛・井出正介編著『金融・契約技術・エージェンシーと経営戦略』東洋経済新報社, 2006年, 79-102.
- 蟻川靖浩「日本企業の負債選択」法政大学比較経済研究所編『社債市場の育成と

- 発展』法政大学出版局, 2007年, 25-44.
- 砂川伸幸・畠田敬・山口聖「ペイアウトと現金保有」『証券アナリストジャーナル』2006年7月, 7-20.
- 岩本洋「企業のキャッシュフローと資金需要」『みずほリサーチ』2006年8月
- 壁谷洋和「自己株式の消却に対する株式市場の反応」(大和総研) 2006年11月7日 (<http://www.dir.co.jp/publicity/column/061107.html>)
- 菊田逸平「設備投資をめぐる環境について」『今週の指標』No. 744, 2006年7月31日
- 岸野崇「キャッシュフローからみる企業行動の変化」『今週の指標』No. 722, 2006年5月29日
- 熊野剛雄「市場競争と産業構造 株式市場間競争の背後」『証券経済研究』40号, 2002年12月, 19-31, esp. 28-31.
- 熊野剛雄「経済の成熟と金融・証券市場の変容」『証券経済研究』61号, 2008年3月, 17-31, esp. 24-31.
- 経済同友会『第84回景気定点観測アンケート調査結果』2008年3月4日
- 小林哲夫「企業価値経営におけるフリーキャッシュフロー概念 - 管理会計的な見方」『会計プロGRESS』4号, 2003年, 11-19.
- 品川陽子「企業の資金調達動向」『今週の指標』No. 818, 2007年7月23日
- 嶋谷毅ほか「わが国企業による有利子負債の圧縮と利益配分策」『日銀レビュー』2005-J-7 2005年5月
- 清水葉子「金融構造と証券市場」日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場 2005年版』日本証券経済研究所, 2005年, 28-37, esp. 30-31.
- 鈴木芳徳「証券市場と株式会社」鈴木芳徳著『証券市場と株式会社』白桃書房, 2007年, 2-15, esp. 5-8.
- 鈴木芳徳「投資家像の変貌と現代資本主義」鈴木芳徳著『グローバル金融資本主義』白桃書房, 2008年, 57-91, esp. 61-63.
- 生命保険協会『株主価値の向上に向けた取り組みについて』2007年12月21日
- 高森寛「リアルオプションとはなにか」高森寛・井出正介編著『金融・契約技術・エージェンシーと経営戦略』東洋経済新報社, 2006年, 127-147.
- 竹原均・須田一幸「フリーキャッシュフローモデルと残余利益モデルの実証研究 株価関連性の研究」『現代ディスクロージャー研究』5号, 2004年9月, 23-35.
- 内閣府『平成18年度年次経済財政報告』2006年7月
- 内閣府『平成19年度年次経済財政報告』2007年7月
- 内閣府経済社会総合研究所『平成20年企業行動に関する調査報告書』2008年4

## 過剰貯蓄：理論と現実

月 25 日

- 西垣秀樹「世界的な過剰貯蓄と米国の経常収支赤字」『国際金融』1161号, 2006年3月1日号, 50-56.
- ニッセイ・アセット・マネジメント「利子低位, 株価上昇の背景」『金融市場 Now』2007年6月26日号  
(<http://www.nam.co.jp/market/market/07/marketnow0626.html>)
- 日本銀行調査統計局(繁本知宏ほか)『上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動』2005年12月21日
- 日本銀行調査統計局(中山興ほか)『上場企業のキャッシュフロー動向と支出行動(2007年)』2007年12月12日
- 野村総合研究所『企業の経営課題に関する調査報告書』1999年11月15日
- 長谷川克之ほか「日本企業に求められるレバレッジ経営とキャッシュフローの有効活用」『みずほレポート』2004年5月31日
- 長谷川克之「日本企業に求められるレバレッジ経営とキャッシュフローの有効活用」『税経通信』2004年8月号, 10-16.
- 長谷川克之ほか「有利子負債の圧縮から前向きな資金需要に向かい始める企業金融」『金融財政事情』2004年11月15日号, 42-46.
- 花田「国内企業の資金需要・借入・現預金の動き 銀行貸出伸び悩みの原因を探る」『住友信託銀行調査月報』2007年10月号
- 花田「企業向け銀行貸出の現状について」『住友信託銀行調査月報』2008年2月号(2008)
- 花田「企業向け銀行貸出の現状と見通し」『住友信託銀行調査月報』2008年8月号(2008)
- 平井直樹「企業金融」氏家純一編『日本の資本市場』東洋経済新報社, 2002年, 206-239.
- 広瀬純夫・柳川範之・斉藤誠「企業内キャッシュフローと企業価値 日本の株式消却に関する実証分析を通じての考察」『経済研究』(一橋大学)56巻1号, 2005年1月, 30-41.
- 福田司文「現金保有の意味付けについて」『流通科学大学論集 流通・経営編』18巻3号, 2006年3月, 29-41.
- 福光寛「M&A について」『証券経済研究』26, 2000年7月, 101-118.
- 前川亜由美「最近の日本企業の財務・金融動向」『みずほリサーチ』2007年8月
- 牧田修治「わが国上場企業の自社株買いに関する実証研究 - フリーキャッシュフロー仮説の検証」『現代ファイナンス』17号, 2005年3月, 63-81.
- 水口花子「過去最高を更新する株主還元」(大和総研)2007年11月

(<http://www.dir.co.jp/publicity/column/070115.html>)

水野温・高橋祥夫「企業行動の国際比較」『フィナンシャル・レビュー』June 2002, 124-145.

三菱東京 UFJ 銀行『日本経済の見通し』2008年5月22日

柳川範之「企業買収と防衛策の影響 経済理論による整理」『証券アナリストジャーナル』2005年7月号, 45-56.

渡辺善次・吉野直行「企業の資金調達の変化」『フィナンシャル・レビュー』Mar. 2004, 19-38.

労働省人事労務管理研究会企業経営・雇用慣行専門委員会『中間報告書』1999年6月

労働政策研究・研修機構『企業のコーポレート・ガバナンスとCSR(企業の社会的責任)に関する調査』2006年2月24日

Hiroshi Fukumitsu is a professor of financial management at Seijo University, Tokyo. In this paper he developed the theoretical framework of corporate savings glut. Saving glut namely high cash holdings is related to free cash flow hypothesis in corporate finance. It is believed in the hypothesis that having high cash holdings corporate managers inclined to invest inefficiently. So it's seemed natural that the high cash holdings became one of popular conundrums to solve in the academic circle. He insists the main problem is the disparity of economic growth rates between the developed countries and the emerging economies. He concerns about the expansion of knowledge based economies and the globalization of corporate business as probable keys to this puzzle.

URL: <http://blog.goo.ne.jp/fu12345> E-mail: [fu12345@mail.goo.ne.jp](mailto:fu12345@mail.goo.ne.jp)

(小稿は平成20年度成城大学特別研究助成による研究成果の一部である)