■論 文――■

日本企業の現金保有
～分析と展望～

京都大学経営管理大学院 教授 **砂川 伸幸**
甲南大学経営学部 教授 **山口 聖**
プルータス・コンサルティング エグゼクティブマネージャー **宮野 響太**

1．はじめに

東京証券取引所（東証）が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」（2023年）を公表して以降、資本コストに対応する資本利益率や資本効率の重要性が高まっている。企業はこれまで以上に経営資源を効率的に活用し、資本利益率や株価の向上を目指す必要がある。リーマンショック以降、増加トレンドが続いている現金についても同様である。企業は、キャピタルアロケーション等によって、保有現金の使途を説明することが求められている。

〈目 次〉

1．はじめに
2．日本企業の現金保有水準
3．日本企業の現金に対する市場の評価
4．現金保有モデルと余剰現金の評価
5．まとめと展望

コーポレートファイナンス論によると、企業が現金を保有する理由は様々である。スムーズな事業運営のための取引動機や将来の成長投資を見据えた保有、リスクや資本制約に対する備えなどが挙げられる。先行研究では、これら複数の理由をサポートする現金保有モデルが提示されてきた（注1）。また、2000年代以降は、企業が保有する現金の価値を測定する研究も行われている。企業が保有する1円は1円の評価を受けるとは限らない。企業が現金を過大投資や浪費に使うという懸念があると、マーケットは1円を1円未満でしか評価しない。逆に、有益な投資機会に投下されると期待される現金は、1円以上に高く評価される（Pinkowitz and Williamson（2004）、

Faulkender and Wang (2006)、Denis and Sibilkov (2010)、山口・馬場 (2012))。

本稿では、日本の上場企業をサンプルとし、現金保有と現金の評価について実証研究を行う。また、2023年の東証の要請が企業の現金保有や現金の評価に影響を与えたか否かについても検証する。主な結果と解釈は次の通りである。

まず、現金保有の推移を確認したところ、リーマンショック時の2008年から2022年にかけて、日本企業の現金保有比率は上昇し続けてきたが、2023年以降に減少に転じた。東証の要請が、企業の現金保有に影響を与えた可能性がある。

次に、先行研究と同様の方法を用いて現金の価値を推計したところ、日本企業が保有する１円に対して、マーケットは平均的に１円より低い評価をしていることが分かった。東証の要請が現金の評価に与えた影響については、要請後に現金の評価が低下しているという結果を得た。この結果は、東証の要請によって、企業が現金を含む経営資源の効率的な活用に取組むようになったという見解とは整合的でない。

しかしながら、すべての企業が東証の要請に対して迅速に取組んだわけではないことも確かである。例えば、投資家が東証の要請後に適正な現金水準の開示を求める株主提案を行う一方、企業側の危機感の欠如等が原因で対応が進んでいないケースも散見される(2025年のダルトン・インベストメンツによる江崎グリコへの提案)。そこで、東証の要請後に多額の現金を保有していた企業に対するマーケットの評価を調べたところ、そのような企業が追加的に保有した現金は、よりネガティブに評価される可能性が示された。マーケットや投資家は、東証の要請後に現金が多い企業をより厳しく評価するようになったといえる。

また、企業の現金保有モデルを推定したところ、現金保有は業界構造や企業属性に依存して決まっていることが明らかになった。現金保有モデルを用いて余剰現金を測定し、余剰現金に対するマーケットの評価についても調べた。マーケットは余剰現金の価値を低く評価する一方、現金が不足している（余剰でない）企業の現金は高く評価している。

このように、日本企業の現金保有は、東証の要請以降に変化しており、高水準の現金や余剰な現金に対するマーケットの評価は厳しくなっている。自社に適した現金保有の水準を把握し、適切な現金保有の管理をすることが、ますます重要になっている。

■２．日本企業の現金保有水準

本研究では、2000年１月から2024年12月までに東京証券取引所１部、２部、そしてマザーズ市場に上場していた企業を分析の対象とする。具体的には、この期間にこれらの市場に上場しており、資産合計が取得できる企業のうち、期首から期末までの会計期間が12ヶ

（表１）サンプル企業の現金保有

Panel A：暦年ごとの現金保有					
Year	Mean	N	Year	Mean	N
2000	0.121	1735	2013	0.181	2143
2001	0.117	1857	2014	0.189	2418
2002	0.125	1896	2015	0.198	2495
2003	0.132	1936	2016	0.211	2566
2004	0.143	2013	2017	0.222	2624
2005	0.147	2074	2018	0.228	2703
2006	0.146	2125	2019	0.232	2771
2007	0.143	2166	2020	0.250	2827
2008	0.137	2153	2021	0.270	2867
2009	0.151	2124	2022	0.274	3166
2010	0.164	2078	2023	0.274	3628
2011	0.170	2060	2024	0.273	3638
2012	0.172	2058			
Panel B：統計量					
Min	Mean	Median	Max	SD	N
0.011	0.197	0.147	0.787	0.165	60121

月であるものをサンプルとする。ただし、東証33業種分類に基づく銀行、証券・商品先物取引、保険、その他金融業に属する企業はサンプルから除く。

分析に必要な財務データは、日本経済新聞社が提供する日経NEEDS-FinancialQUESTの財務（短信・有報）データベースから取得した。株価や上場場部、発行済み株式数に関する情報は、株式会社金融データソリューションズが提供する日本上場株式日次リターンデータから取得した。

表１は、サンプル企業の現金保有（現金比率＝現預金/資産合計、現預金は貸借対照表記上の現金・預金）の暦年の推移（Panel A）とその統計量の要約（Panel B）である。日本企業の現金保有は、リーマンショックが生じた2008年から2022年まで一貫して増加しており、2023年から2024年にかけて減少に転じたことが分かる。2023年以降にサンプル企業の現金保有が減少に転じたのは、東証の要請を受けた企業が資本効率を重視し、自社株買いや増配などを通じて手元現金を削減した可能性を示唆している（注２）。

表１のPanel Bから分かるように、日本の上場企業の総資産に対する現金保有比率は平均的に20%であるが、そのレンジは1.1%（最小値）から78.7%（最大値）と大きい。企業の現金保有は一律ではなく、業種や企業属性によって異なるといえる。

３．日本企業の現金に対する市場の評価

保有現金に対するマーケットの評価は、企

業が保有する現金を１円増加した場合に企業価値（市場における評価額）がいくら増加するかを調べることで測定することができる。企業価値は、現金以外の要因の影響を受けるため、他の要因が企業価値に与える影響を調整する必要がある。実証ファイナンスの領域で有名なFama and French（1998）が企業価値に影響を与える複数の要因を示して以降、それらの要因を調整した現金の評価モデルが提示されている。ここでは、Faulkender and Wang（2006）に依拠した下記のモデルを適用し、追加的な現金保有に対する株式評価額の増加率を調べることで、現金に対する市場の評価を測定する。

$$r_i - R_i^B = \gamma_0 + \gamma_1 dC_i + \gamma_2 dC_i * TSE_t + \gamma_3 TSE_t + \gamma_4 dE_i + \gamma_5 dNA_i + \gamma_6 dRD_i + \gamma_7 dI_i + \gamma_6 dD_i + \gamma_7 C_{it-1} + \gamma_8 dC * L_{it} + \gamma_9 dC * C_{it-1} + \gamma_{10} dC * C_{it-1} * TSE_t + L_{it} + NF_{it} + \epsilon_i \quad (1)$$

被説明変数$r_i - R_i^B$は、マーケットにおける１年間の株式超過リターン（buy-and-hold return）である。ベンチマークには、規模と時価簿価比率によって25分位に分類されたポートフォリオの単純平均リターンを用いた。Cは現預金、Eは営業利益、NAは資産合計から現預金を除いたネット・アセット、RDは研究開発費、Iは支払利息・割引料、Dは配当金、Lは負債合計、NFはネット・ファイナンスである。また、dが付く変数はt－1期からt期への変化を表している。例えば、dCは保有現金の増加量（$C_t - C_{t-1}$）を表している（注３）。

TSE_tは、東証の要請以降の期間を示すダミー変数であり、2023年４月以降を１、それ以前は０の値をとる。交差項dC^*TSE_tは、東証の要請によって現金評価が影響を受けたかどうかを検証するために追加している。

表２は、現金評価モデルの推定結果である。個別企業による要因や年度による影響を調整するため、年次ダミー変数を含む固定効果モデルを推定し、標準誤差は企業ごとの相関と不均一分散を調整している。

表２のモデル(1)のdCの係数は、0.356で有意である。これは、サンプル企業が追加した現金１円に対して株式時価総額が0.36円上昇することを示しており、現金１円の市場評価が0.36円であることを意味している（注４）。

モデル(2)は、現金の価値が負債比率や現金保有の水準に影響を受ける可能性を考慮し、dC^*L_tとdC^*C_{t-1}を加えたものである。負債比率が高い企業が手元現金を増やすと、債務不履行のリスクが低下し、債権者の資産価値が増加するため、株主価値にはネガティブな影響を与える。したがって、dC^*L_tの係数の予想はマイナスである。また、現金の保有水準が高い（低い）企業ほど追加的な現金の価値は低い（高い）と考えられるため、dC^*C_{t-1}の係数はマイナスになると予想される。推定結果は予想と整合的であった。モデル(2)における現金の評価額は、dCの係数0.719に二つの交差項の影響を調整した0.44になる（注５）。

（表２）現金評価モデルの推定結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
説明変数					
dC	0.356***	0.719***	0.359***	0.725***	0.719***
	(19.65)	(11.40)	(19.69)	(11.47)	(11.37)
dC*TSE			−0.248	−0.255*	0.345
			(−1.641)	(−1.707)	(1.084)
TSE			0.0102	0.0118	0.00655
			(0.598)	(0.693)	(0.397)
dE	1.331***	1.327***	1.331***	1.327***	1.327***
	(42.64)	(42.48)	(42.65)	(42.49)	(42.51)
dNA	0.117***	0.119***	0.117***	0.119***	0.119***
	(14.90)	(15.22)	(14.90)	(15.22)	(15.23)
dRD	0.589*	0.582*	0.587*	0.580*	0.585*
	(1.954)	(1.931)	(1.948)	(1.926)	(1.940)
dI	−7.484***	−7.505***	−7.475***	−7.495***	−7.489***
	(−10.02)	(−10.09)	(−10.01)	(−10.08)	(−10.08)
dD	−3.200***	−3.200***	−3.204***	−3.204***	−3.197***
	(−11.66)	(−11.65)	(−11.68)	(−11.67)	(−11.65)
C_{t-1}	0.301***	0.301***	0.302***	0.301***	0.302***
	(26.03)	(25.83)	(26.03)	(25.84)	(25.86)
dC*L_t		−0.407***		−0.411***	−0.411***
		(−4.011)		(−4.054)	(−4.058)
dC*C_{t-1}		−0.219***		−0.218***	−0.209***
		(−4.518)		(−4.506)	(−4.289)
dC*C_{t-1}*TSE					−0.901*
					(−1.841)
L_t	−0.0803***	−0.0791***	−0.0809***	−0.0797***	−0.0796***
	(−3.261)	(−3.225)	(−3.283)	(−3.246)	(−3.243)
NF_t	−0.0144	−0.0141	−0.0143	−0.0140	−0.0140
	(−1.034)	(−1.019)	(−1.026)	(−1.009)	(−1.005)
Constant	−0.129***	−0.132***	−0.130***	−0.133***	−0.133***
	(−9.135)	(−9.360)	(−8.702)	(−8.942)	(−8.947)
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	38,492	38,492	38,492	38,492	38,492
Adj R^2	0.185	0.187	0.186	0.187	0.187

***、**、*はそれぞれ、１%、５%、10%水準で有意であることを示す。

モデル(3)はモデル(1)にdC*とTSE$_t$の交差項を加えたもの、モデル(4)はモデル(2)にdCとTSE$_t$の交差項を加えたものである。モデル(3)における交差項の係数はわずかに有意ではないが、モデル(4)では有意にマイナスである。この結果は、サンプル企業の現金の評価が、東証の要請後に低くなったことを意味している。東証の要請後、マーケットは現金保

有に対してより厳しい見方をするようになったといえる。

企業の現金保有が一律に決まるのではないのと同様に、現金保有に対するマーケットの評価も一様に厳しくなったのではないと考えられる。東証の要請に積極的に応じた企業もあれば、そうでない企業もある。東証の要請にも関わらず豊富な現金を保有し続けており、資本効率の改善が遅いと判断した企業に対して、マーケットはより厳しい評価をするようになったと考えるのは自然である。

この仮説を検証するため、モデル(4)にdC^*C_{t-1}とTSE_tの交差項（$dC^*C_{t-1}{}^*TSE_t$）を追加したモデル(5)を推定した。東証の要請後に現金保有比率が高い企業に対するマーケットの評価が厳しくなっていれば、係数はマイナスになるはずである。表２から分かるように係数の推定結果はマイナスであった。

■４．現金保有モデルと余剰現金の評価

表２のモデル(5)は、名目的な現金保有（単に多いか少ないか）を基準にしているという課題が残る。ここでは、業種や企業属性を取り入れた企業の現金保有モデルを適用することで余剰現金の有無を判断し、余剰現金が市場で低く評価されていることを確認する。

紙幅の都合で算出過程の詳細は省略するが、先行研究（Opler et al.（1999）、Bates, Kahle, and Stulz（2009）、Gao, Harford, and Li（2013）等）に倣って推定した現金保有モデルは、下記の(2)式である。

$$Cash_i = 0.616 + (-0.00889)(Size_i) + (0.0121)MBAsset_i + (0.181)RD_i + (0.467)CF_i + (-0.754)Capex_i + (-0.491)NWC_i + (0.534)SD + (-0.537)Lev_i + -0.0118)DivDum_i \quad (2)$$

被説明変数のCashは現金・預金/ネット・アセット、Sizeは資産合計の自然対数、MBAssetは（負債合計＋時価総額）/資産合計、RDは研究開発費/売上高、CFは（営業利益＋減価償却費）/ネット・アセット、Capexは設備投資額/資産合計、NWCは（流動資産－流動負債－現預金）/ネット・アセット、SDはROAの過去10年間の標準偏差の業種平均値、Levは負債合計/資産合計、DivDumは配当支払いダミー変数である。

モデル(2)における係数の符号は、コーポレートファイナンス論の諸仮説や先行研究の結果と整合的である。各企業の実際の値（Size、MBAsset等）を(2)式に代入することで、企業が必要とする現金保有の値（予測値）を求めることができる。実際の現金保有から予測値を引いた値が余剰現金の推定値になる。

表３は、サンプル企業の余剰現金に関する統計量である。Panel Aが余剰現金を有していない企業、Panel Bが余剰現金を有している企業である。表から分かるように、約2/３のfirm-yearにおいて、サンプル企業は余剰現金を保有していない。

（表３）日本企業の余剰現金の要約統計量

Variable	Min	Mean	Median	Max	SD	N
Panel A：余剰現金＜0						
ExCash	−0.540	−0.110	−0.097	0.000	0.075	21211
Panel B：余剰現金≧0						
ExCash	0.000	0.123	0.071	1.471	0.156	10085

表４は、(1)式の回帰モデルにdC*ExCashとExCashを加えたモデルを用いて、余剰現金に対するマーケットの評価を推計したものである。表には重要な変数とその係数のみを示してある。ExCashは期首において余剰現金がある場合に１、余剰現金がない場合に０の値を取るダミー変数である。交差項dC*ExCashは、余剰現金を有する企業の現金評価を示している。

表４におけるモデル(1)のdC*ExCashの係数は有意ではないがマイナスである。また、負債と現金保有の水準を考慮したモデル(2)では有意にマイナスとなっている。この結果は、余剰現金を有する企業の現金の評価は低いことを意味している。マーケットの評価という観点からすると、多額の余剰現金を有する企業は、追加的な１円が１円より低く評価される。そのような企業は、現金保有が企業価値の向上に結び付いておらず、企業価値を毀損する可能性まである。企業は、モデル(2)のような方法で必要な現金水準を把握し、その水準を大きく上回る現金保有は避けるのが好ましいといえる。

５．まとめと展望

生命保険協会（2026）によると、企業は手元資金を適正な水準と考えており、投資家は余剰（余裕のある水準）とみている。企業と投資家の認識ギャップを埋めることは、企業価値の向上に必要なことである。

先行研究や本研究の結果が示すように、企業の現金保有は様々な要因によって決まる。売上高の１カ月分や２カ月分のような決まり方ではない。企業は、業界や自社の特性に応じた現金保有モデルを適用し、合理的な説明ができる現金保有を選択することが好ましい。その際には、コーポレートファイナンス論や学術研究が役に立つ。もちろん実務的な観点も必要である。学術と実務の双方を意識し適切な現金保有を行うことは、マーケットの評価の向上に結びつくであろう。

投資家も同様である。過去より手元現金が多くなっている、同業他社に比べて現金が多い、純資産の何割を上回っているから現金が多い、という主張は根拠が薄い。業界や企業の特性、資本市場の環境などを考慮して、企業の適正な現金保有を分析することが好まし

（表４）余剰現金の価値モデル

	(1)	(2)
説明変数		
dC	0.372***	0.736***
	(13.26)	(10.05)
dC*ExCash	−0.0275	−0.0793**
	(−0.802)	(−2.161)
ExCash	0.0322***	0.0319***
	(6.191)	(6.116)
C_{t-1}	0.300***	0.300***
	(23.94)	(23.74)
$dC*L_t$		−0.389***
		(−3.698)
$dC*C_{t-1}$		−0.194***
		(−3.509)
Constant	−0.147***	−0.149***
	(−9.535)	(−9.682)
Year dummy	Yes	Yes
Observations	31,296	31,296
Adj R^2	0.185	0.186

***、**、*はそれぞれ、１％、５％、10%水準で有意であることを示す。

い。その際には、本研究で示したモデルや分析結果が役に立つであろう。

日本企業の企業価値は高くなり、株価が高値を更新する企業も多い。さらなる高みを目指すためには、事業ポートフォリオや人的資本に加え、現金を含む資本政策を研ぎ澄ます必要がある。本研究で示したモデルや分析結果が、企業の資本政策の立案に適用され、企業と投資家のギャップが埋まり、日本企業の価値と評価がさらに向上することを期待したい。

謝辞

本稿は京都大学経営管理大学院のプルータス・コンサルティング寄附講座のサポートを受けて行った研究成果の一部である。記して感謝する。なお、本稿の内容および見解は筆者ら個人に属するものであり、株式会社プルータス・コンサルティングの公式見解を示すものではない。

〔引用文献〕

・Bates, T., K. Kahle, and R. Stulz, 2009, Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? Journal of Finance 64, 1985-2021.
・Denis, D., and V. Sibilkov, 2010, Financial constraints, investment, and the value of cash holdings, Review of Financial Studies 23, 247−269.
・Fama, E., and K. French, 1998, Taxes, financing decisions, and firm value, Journal of Finance 53, 819−843.
・Faulkender, M., and R. Wang, 2006, Corporate

financial policy and the value of cash, Journal of Finance 61, 1957–1990.
・Gao, H., J. Harford, and K. Li, 2013, Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms, Journal of Financial Economics 109, 623–639.
・Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, 1999, The determinants and implications of corporate cash holdings, Journal of Financial Economics 52, 3–46.
・Pinkowitz, L., and R. Williamson, 2004, What is a dollar worth? The market value of cash holdings, SSRN working paper, 1–36.
・井上隆史・宮野響太（2024）「我が国のPBRの俯瞰的な分析とPBRの影響要因の検討」PLUTUS NEWS No.163、https://www.plutuscon.jp/reports/26185
・砂川伸幸・山口聖（2026）「現金保有と現金の価値―ファイナンス論の考え方と日本企業のデータ分析―」『企業会計』2026年10月号
・生命保険協会（2026）「生命保険会社の資産運用を通じた「株式会社の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組みについて」
・山口聖・砂川伸幸・三宅悠（2026）「東証の要請（2023年３月31日）と自社株買い―日本企業の自社株買いの変化とPBRへの影響―」『証券アナリストジャーナル』第64巻第７号71–88頁
・山口聖・砂川伸幸・宮野響太（2026）「日本企業の現金保有に対する市場の評価―2023年３月の東証要請の影響―」京都大学経営管理大学院ワーキングペーパー・KAFM-WJ047
・山口聖・馬場大治（2012）「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」『経営財務研究』第32巻（1/２）108–122頁

（注１）砂川・山口（2026）も参照。

（注２）山口・砂川・三宅（2026）は、2023年の東証の要請以降に、自社株買いを実施する企業の割合が実質的に増加していることを報告している。

（注３）被説明変数が時価総額を分母とする株式収益率であるため、負債を除く説明変数は時価総額（負債は総資産）で除してある。25分位ポートフォリオの作成等の詳細や各変数の統計量については、山口・砂川・宮野（2026）を参照。

（注４）井上・宮野（2024）が上場企業を対象として行った調査によると、2017年から2023年にかけて、市場全体の時価総額は横ばい（約610兆円台）であったのに対し、株主資本（利益の蓄積）は444兆円から約550兆円へと一貫して増加し、市場全体のPBRは下落傾向にあった。この結果は、企業が内部留保した現預金等が、ディスカウントして評価されてきた可能性を示唆しており、モデル（１）の結果と整合していると考えられる。

（注５）$0.719-0.407\times0.496$（L_tのサンプル平均値）-0.219×0.353（C_{t-1}の平均値）$=0.44$。