

Staff Paper Series vol.4 : 20-02 March 2021

新型コロナウイルス感染拡大の影響が企業の流動性資産保有行動に与えた影響
上場企業の流動性資産保有に関するパネルデータを用いた実証分析による検証

齋藤祐也・広瀬純夫

(信州大学学術研究院 (社会科学))

Faculty of Economics and Law
Shinshu University
3-1-1 Asahi, Matsumoto, Nagano
390-8621, JAPAN
Phone: +81-(0)263-35-4600
Fax: +81-(0)263-35-2344

この信州大学経法学部スタッフペーパー（' 20-02）は，科学研究費「企業の内部留保蓄積行動に金融市場の制度環境変化が及ぼした影響の実証分析による検証」（基盤研究(C)（一般）：課題番号 20K01767：2020～2022 年度：研究代表者 広瀬純夫）の研究成果である。

新型コロナウイルス感染拡大の影響が企業の流動性資産保有行動に与えた影響
上場企業の流動性資産保有に関するパネルデータを用いた実証分析による検証

齋藤祐也（信州大学経法学部）

広瀬純夫（信州大学学術研究院（社会科学））

2021年3月

要旨

2020年に始まった新型コロナウイルス感染拡大は、企業業績に、深刻な影響を及ぼしてきた。感染拡大の当初である2020年初頭には、その後の業績への影響を懸念して、予備的貯蓄動機による流動性資産保有行動を変化させた可能性がある。金融市場に情報の非対称性が存在し、必要な資金をフレキシブルに調達できない恐れがあると予想すれば、将来の資金需要に備え、自ら現金等の流動性資産を保有する可能性がある。そこで、本論文では、2020年4月に緊急事態宣言が発令される直前の3月末の行動に着目し、3月末を決算日とする上場企業を対象に、2017年～2020年の3月末のパネルデータを用いて、流動性資産保有行動に影響を与える要因について、分析を行った。従来、日本の金融市場では、情報の非対称性の問題を軽減するために、メインバンクとの取引関係を構築し、資金制約リスクへの保険機能をメインバンクが果たしていると指摘されていた。この場合、企業自らが、流動性資産を保有して、資金制約リスクへ備える必要性は低くなるはずである、ところが、本論文の分析では、メインバンクからの借入金依存度（メインバンクからの借入金/借入金総額）を尺度としたメインバンクとの取引関係の濃淡が、2020年3月末の流動性資産保有に差異を生じさせる証左は、得られなかった。ただし、留意すべき点は、2020年3月末の流動性資産保有行動と、負債比率との関係である。2017年～2019年の3月にかけては、負債比率が高い企業は、流動性資産保有が少なくなる傾向にある。ところが2020年3月末については、逆に、負債比率が高い企業ほど、流動性資産保有が増える傾向にある。負債比率の高さがデフォルトリスクの大きさと対応しているとすれば、2020年には、負債比率の高い企業では、デフォルトリスクの拡大に備え、流動性資産を確保していたと解釈できる。一方で、2020年3月末の負債比率は、メインバンクからの借入金依存度（メインバンクからの借入金/借入金総額）が低い企業ほど、低くなる傾向にあり、負債比率の低下によって、デフォルトリスクの拡大を抑制した可能性がある。このことは、メインバンクとの親密な関係がある（メインバンク借入金依存度が高い）企業にとっては、不意の資金需要への対応として、依然として、メインバンクに一定の役割を期待しているため、負債比率を低下させる必要がないと認識していたと考えられる。この他、2019年度中に、自社株買いによる株主還元積極的に取り組んだ企業では、流動性資産保有が低くなる傾向を確認できた。また、株主構成との関係では、持合い株式比率が低い企業ほど、流動性資産保有が少ない傾向にある。このことは、株主からの利益還元圧力が強く働く企業ほど、過剰な流動性資産保有をし辛い傾向にあることを示している。

新型コロナウイルス感染拡大の影響が企業の流動性資産保有行動に与えた影響¹
上場企業の流動性資産保有に関するパネルデータを用いた実証分析による検証

齋藤祐也（信州大学経法学部）

広瀬純夫（信州大学学術研究院（社会科学））

1. はじめに

企業が、内部留保、すなわち現預金を初めとする流動性資産（以下、現金等資産を総称して“流動性資産”と呼ぶ）を蓄えることは、企業内部の資源の一部を生産的な実物投資に投下しないという意味で、非効率な側面がある。ただし、流動性資産を企業内に留めおくことが、即座に否定されるわけではない。金融市場に情報の非対称性の問題が存在するため、企業が必要資金を調達できなくなる恐れも存在する。そのようなリスクに備えて、流動性資産を企業内に準備しておくことを、Holmstrom and Tirole(2011)は、ミクロ経済学の理論に基づいて分析している。実証分析でも、Faulkender and Wang(2006)は、米国のデータを用いて、資金制約に直面している（たとえば、現金保有が少ない、負債比率が低い、あるいは資本市場からの調達が難しい）企業ほど、現金保有を増やすことの価値が大きいと、株式市場が評価していることを示している。

従来の日本では、資金制約リスクへの保険として、企業自ら流動性資産を準備する代わりに、銀行が保険機能を果たしてきたことを、Hoshi et al(1991)が明らかにしている。しかし、金融制度改革を経て、社債市場の発達などにより、企業と銀行との関係は大きく変化してきた。Hoshi, Koibuchi, and Schaefer (2009) は、1981年～2007年の企業再建に関する新聞記事を基にサンプルを抽出して分析を行い、かつては、大企業で、メインバンクへの依存度が高い企業ほど救済される傾向があったものの、“失われた10年”以降（1990年代以降）、そのような傾向が見られなくなってくることを示している。銀行による保険機能を期待できなくなった結果、財務破綻リスク軽減のために、企業自ら流動性資産保有を増やす可能性もある。

堀・安藤・齋藤(2010)は、企業の流動性資産保有行動が、1990年代以降の金融環境の変化に大きく影響されてきたことを、実証分析で明らかにしている。また、Hosono, Miyakawa and Takizawa(2019)は、日本企業の現金保有比率(対総資産及び対売上高)のキャッシュインフローに対する感応度を分析し、信用力の乏しい少数の販売先を顧客として抱えている企業において感応度が上昇していることから、予備的貯蓄動機に基づく現金保有行動が見られることを指摘している。

一方で、企業が手元に流動性資産を保有することには、コーポレート・ガバナンスの観点から、批判的な見方もある。Jensen (1986)の“フリーキャッシュフロー仮説”に代表されるように、キャッシュフロー

¹ この信州大学経法学部スタッフペーパー（'20-02）は、科学研究費「企業の内部留保蓄積行動に金融市場の制度環境変化が及ぼした影響の実証分析による検証」（基盤研究(C)（一般）：課題番号20K01767：2020～2022年度：研究代表者 広瀬純夫）の研究成果である。

が社内に蓄積されれば、経営者の裁量の下で非効率な投資に投下される恐れもあるという主張である。実際、Dittmar and Mahrt-Smith(2007)は、コーポレート・ガバナンスが不十分な企業がキャッシュフローを保有することについて、株式市場がネガティブに評価しているとの実証結果を示している。このため、資金制約リスクへの保険目的とはいえ、株主からの利益還元圧力が強い企業では、過剰な流動性資産保有は、難しいかもしれない。

本研究では、資金制約リスクが顕在化した事例として、新型コロナウイルス感染拡大の影響に着目し、企業の流動性資産保有行動の特徴を分析する。2020年に始まった新型コロナウイルス感染拡大は、多くの企業の業績に深刻な影響を与え、売上の大幅な減少を招いてきている。さらに、取引先企業の業績悪化を通じて、売掛金の回収が困難になるなど、キャッシュフロー流入について、懸念される状況が生じている。そこで、2020年4月に、最初の緊急事態宣言が発令される直前の、2020年3月の時点で、その後の資金制約リスク顕在化の可能性への対策として、流動性資産保有行動の変化があったか否かを検証した。検証すべき仮説は、下記の通りである。

- 1) メインバンクとの親密な取引関係は、資金制約リスクを緩和し、保険的な流動性資産保有を少なくする。
- 2) 株主からの利益還元圧力が強い（持合い株式比率が低い、あるいは、株主還元比率(支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券))や自社株買い比率(自社株買い額/自己資本)が高い企業ほど、流動性資産保有が少なくなる。

上記の仮説に対する分析結果は、次の通りである。まず、メインバンクからの借入金依存度(メインバンクからの借入金/借入金総額)を尺度としたメインバンクとの取引関係の濃淡が、2020年3月末の流動性資産保有に差異を生じさせる証左は、得られなかった。ただし、留意すべき点は、2020年3月末の流動性資産保有行動と、負債比率との関係である。2017年～2019年の3月にかけては、負債比率が高い企業は、流動性資産保有が少なくなる傾向にある。ところが2020年3月末については、逆に、負債比率が高い企業ほど、流動性資産保有が増える傾向にある。負債比率の高さがデフォルトリスクの大きさと対応しているとすれば、2020年には、負債比率の高い企業では、デフォルトリスクの拡大に備え、流動性資産を確保していたと解釈できる。一方で、2020年3月末の負債比率は、メインバンクからの借入金依存度(メインバンクからの借入金/借入金総額)が低い企業ほど、低くなる傾向にあり、負債比率の低下によって、デフォルトリスクの拡大を抑制した可能性がある。このことは、メインバンクとの親密な関係がある企業にとっては、不意の資金需要への対応として、依然として、企業がメインバンクに一定の役割を期待しているため、負債比率を低下させる必要がないと捉えていたと考えられる。

この他、2019年度中に、自社株買いによる株主還元積極的に取り組んだ企業では、流動性資産保有が低くなる傾向を確認できた。また、株主構成との関係では、持合い株式比率が低い企業ほど、流動性資産保有が少ない傾向にある。このことは、株主からの利益還元圧力が強く働く企業ほど、過剰な流動性資産保有をし辛い傾向にあることを示している。以下では、2で、扱ったデータの内容と、記述統計上の特徴を説明する。3では、分析手法および分析結果を記し、4は、まとめである。

2. データ

本研究では、日経 Needs Cges の 2017 年度～2020 年度のデータを用いて、分析を実施した。2020 年 4 月 7 日に、最初に緊急事態宣言が発令される直前の流動性資産保有を捉えるため、3 月末決算の企業を抽出した。この中から、分析で用いる変数を入手できる 1722 社をサンプルとしたパネルデータを構築した。銀行、証券、保険は、サンプルに含まれない。分析には、企業特殊の特性をコントロールするために、固定効果モデルを採用した。

全期間での記述統計が表 1、2020 年が表 2、2019 年が表 3、2018 年が表 4、2017 年が表 5 である。

表1 全サンプル記述統計

	平均	標準偏差	中央値	最大値	最小値
流動性1 (%)	16.70	16.21	13.30	95.47	0.00
流動性2 (%)	22.00	18.53	19.49	95.47	0.00
ROA (%)	5.71	7.24	5.01	111.85	-72.19
トービンのQ	1.27	1.21	0.98	39.35	0.00
メインバンク借入金依存度 (%)	15.11	21.80	0.00	100.00	0.00
負債比率 (%)	45.76	20.24	45.70	176.70	1.00
売上高流動性比率1	0.40	4.34	0.21	344.57	0.00
経常利益 (百万円)	18,976	96,085	1,840	2,620,429	-423,572
総資産 (百万円)	640,111	8,263,910	38,264	305,228,899	25
売上高 (百万円)	258,027	1,071,339	36,437	29,929,992	7
最終損益 (百万円)	12,979	78,758	1,232	2,493,983	-965,663
EBITEDA/売上高	0.35	4.70	0.09	267.85	-20.80
株主還元率	14.98	645.28	0.09	40509.33	-33.24
営業キャッシュフロー総資産比率 (%)	6.11	6.81	6.12	123.15	-78.64
外国人持ち株比率 (%)	0.06	0.57	0.00	20.70	0.00
特定株集中度 (%)	49.34	18.03	49.00	100.00	0.00
持合い株式比率 (%)	9.69	10.18	6.80	64.20	0.00
安定株式比率 (%)	38.56	18.37	38.60	100.00	0.00
自社株買い比率 (%)	0.75	3.21	0.00	88.91	0.00

流動性資産保有行動の指標となる流動性比率 1 の定義は、(現預金+有価証券)/総資産×100。流動性比率 2 は、(現預金+有価証券+投資有価証券)/総資産×100 である。

2019 年と 2020 年の流動性比率を比較すると、2020 年 3 月の方が、流動性比率が高くなっていることを確認できる。実際、2019 年と 2020 年で、流動性比率 1 について、一対の標本による平均の差の t 検定を試みると、t 値は 9.17 となり、2020 年の方が、流動性比率が統計的に有意に高いとの結果を得ることができる。流動性比率 2 についても、t 値は 6.06 で、サンプル企業の流動性比率の平均は、2020 年 3 月の方が、統計的に有意に高くなっている。ただし、東証の 31 業種区分で、業種ごとの傾向を確認する

と、業種によって傾向の差異がある。Hosono, Miyakawa and Takizawa(2019)でも、「日本企業の現金保有比率（対総資産及び対売上高）は2000年代後半から平均的に上昇しているが、同時にそのばらつきも拡大している」と指摘している点も踏まえ、3で述べる本研究の固定効果モデルによる分析では、2020年のyearダミーと、東証31業種別の業種ダミーとの交差項を設け、2020年3月の流動性保有行動について、業種ごとの特性の違いをコントロールした。

表2 2020年3月記述統計

	平均	標準偏差	中央値	最大値	最小値
流動性1 (%)	23.12	18.10	18.76	92.89	0.00
流動性2 (%)	28.08	19.05	24.69	92.89	0.00
ROA (%)	5.52	9.38	4.72	111.85	-72.19
トービンのQ	1.44	1.87	0.96	39.35	0.00
メインバンク借入金依存度 (%)	13.09	21.35	0.00	100.00	0.00
負債比率 (%)	46.86	19.52	46.85	138.00	1.30
売上高流動性比率1	0.37	1.21	0.20	30.53	0.00
経常利益 (百万円)	16,086	92,710	1,336	2,554,607	-423,572
総資産 (百万円)	1,186,207	12,905,870	32,563	305,228,899	111
売上高 (百万円)	243,307	1,102,712	29,087	29,929,992	91
最終損益 (百万円)	10,016	70,103	842	2,076,183	-671,216
EBITEDA/売上高	0.07	0.56	0.09	1.19	-15.51
株主還元率	5.72	151.12	0.10	6108.78	-33.24
営業キャッシュフロー総資産比率 (%)	5.91	7.22	6.17	123.15	-78.64
外国人持ち株比率 (%)	0.07	0.47	0.00	13.20	0.00
特定株集中度 (%)	48.61	19.16	49.00	100.00	0.00
持合い株式比率 (%)	9.57	10.20	6.60	64.20	0.00
安定株式比率 (%)	38.59	18.32	38.50	100.00	0.00
自社株買い比率 (%)	0.85	3.96	0.00	88.91	0.00

1で述べた本研究で検証する仮説に対応する変数は、以下の通りであり、2020年ダミーとの交差項の係数で、新型コロナウイルス感染拡大による流動性資産保有行動の変化に関する仮設の妥当性を確認する。

メインバンクとの親密な取引関係を測る尺度は、「メインバンク借入金依存度」とし、(メインバンクからの借入金) / (借入金総額) × 100 と定義する。メインバンクとの親密な取引があれば、資金制約リスクが緩和されて、保険的な流動性資産保有の必要性が小さくなり、2020年ダミーとの交差項の係数は負で有意になることが予想される。

株主からの利益還元圧力の強さの指標は、持合比率(相互株式保有が可能な公開会社による株式保有比率合計(ニッセイ基礎研究所算出))と、株主還元比率((支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現金+有価証券))、自社株買い比率((自社株買い額) / (自己資本)) × 100 とする。持合い株式比率が低い、

あるいは、株主還元比率・自社株買い比率が高い企業ほど、流動性資産保有が少なくなる可能性があり、持合い比率と2020年ダミーとの交差項の係数は正に、株主還元比率・自社株買い比率と2020年ダミーとの交差項の係数は負になることが、予想される。株主還元の指標として、株主還元比率が、保有する流動性資産と、株主還元額との関係を表し、手元キャッシュフローの株主への還元姿勢を表す。これ以外に、自社株買い比率を用いる理由は、自社株買いが、機動的に実施できる株主還元策だからである。Jagannathan, Stephens and Weisbach(2000)は、配当の場合、将来減配になった際の大きなマイナス効果が予想されることから、短期的な利益変動では、変更しない傾向にあること。一方で、自己株式取得の場合、巨額の非営業収益が生じた時や収益の変動が非常に激しい企業などが、一時的に株主へのキャッシュフロー支払いをする時に便利な手段であることを指摘している。このため、株主への利益還元姿勢の違いは、自社株買いの実施態度に、強く表れる可能性がある。

表3 2019年3月記述統計

	平均	標準偏差	中央値	最大値	最小値
流動性1 (%)	18.12	14.31	15.34	93.89	0.20
流動性2 (%)	24.52	16.33	21.93	93.89	0.33
ROA (%)	5.60	7.17	4.88	58.76	-44.36
トービンのQ	1.22	0.91	0.95	17.81	0.41
メインバンク借入金依存度 (%)	30.78	19.69	29.58	95.86	0.33
負債比率 (%)	42.29	22.45	42.85	176.70	1.00
売上高流動性比率1	0.62	8.34	0.29	344.57	0.11
経常利益 (百万円)	15,619	88,168	1,387	2,285,465	-192,998
総資産 (百万円)	233,367	1,140,247	24,815	21,541,444	25
売上高 (百万円)	181,733	812,981	24,128	15,888,617	7
最終損益 (百万円)	11,639	75,119	857	1,882,873	-214,948
EBITEDA/売上高	1.16	9.31	0.09	267.85	-12.57
株主還元率	5.31	139.09	0.09	5601.00	-0.88
営業キャッシュフロー総資産比率 (%)	5.62	6.24	5.66	48.98	-41.66
外国人持ち株比率 (%)	0.06	0.53	0.00	14.30	0.00
特定株集中度 (%)	49.22	18.19	49.00	100.00	0.00
持合い株式比率 (%)	9.40	9.94	6.70	63.40	0.00
安定株式比率 (%)	38.25	18.34	38.20	100.00	0.00
自社株買い比率 (%)	0.77	3.04	0.00	54.65	0.00

上記の他に、企業特性をコントロールするため、下記の変数を説明変数として取り入れるとともに、それぞれ、2020年ダミーとの交差項も設けた。まず、Hosono, Miyakawa and Takizawa(2019)が、「近年における日本企業の現金保有比率の上昇傾向が、良好な企業業績と金融環境を背景としている」と指摘している点を踏まえて、業績や、企業価値への市場評価を表す、下記の変数を採用した。

まず、企業の収益性を測る指標としてROA（経常利益/前期総資産）を、また、流入キャッシュフローの豊かさを表す尺度として営業キャッシュフロー総資産比率（営業キャッシュフロー/前期総資産）、および、売上高流動性比率（（現預金+有価証券）/売上高）を、さらに、企業価値への市場評価の尺度としてトービンのQ（（株式時価総額+負債合計）/総資産）を用いた。これらの指標が高ければ、良好な金融環境にある可能性が高く、新型コロナウイルス感染拡大による業績への悪影響を懸念した場合、流動性資産保有を増やす可能性がある。

表4 2018年3月記述統計

	平均	標準偏差	中央値	最大値	最小値
流動性1 (%)	5.82	12.32	0.00	80.09	0.00
流動性2 (%)	8.18	15.61	0.00	86.22	0.00
ROA (%)	5.98	5.91	5.41	75.40	-45.33
トービンのQ	1.27	0.97	1.02	16.85	0.00
メインバンク借入金依存度 (%)	13.44	21.30	0.00	100.00	0.00
負債比率 (%)	46.75	19.02	46.15	120.90	2.00
売上高流動性比率1	0.29	1.07	0.18	34.05	0.00
経常利益 (百万円)	23,655	108,182	2,733	2,620,429	-124,182
総資産 (百万円)	582,439	7,314,445	49,132	293,162,545	191
売上高 (百万円)	313,722	1,197,382	46,909	29,379,510	64
最終損益 (百万円)	17,290	90,882	1,815	2,493,983	-247,231
EBITEDA/売上高	0.09	0.58	0.09	2.10	-20.80
株主還元率	27.07	982.68	0.09	40509.33	-0.48
営業キャッシュフロー総資産比率 (%)	6.29	7.08	6.29	66.03	-60.90
外国人持ち株比率 (%)	0.06	0.65	0.00	20.10	0.00
特定株集中度 (%)	49.46	17.61	48.00	100.00	0.00
持合い株式比率 (%)	9.76	10.12	6.85	62.30	0.00
安定株式比率 (%)	38.65	18.36	38.90	100.00	0.00
自社株買い比率 (%)	0.66	3.19	0.00	61.67	0.00

次に、負債比率（負債合計/総資産）については、新型コロナウイルス感染拡大による業績悪化の可能性は、デフォルトリスクの上昇を懸念させるために、流動性資産保有を増やす可能性がある。

この他、株主構成の特徴を捉えるために、持株会持株比率（従業員など持株会の株式保有比率）、安定保有比率(ニッセイ基礎研究所算出)を説明変数として加えた。

表5 2017年3月記述統計

	平均	標準偏差	中央値	最大値	最小値
流動性1 (%)	19.72	14.03	16.64	95.47	0.11
流動性2 (%)	27.22	15.47	24.58	95.47	0.22
ROA (%)	5.75	5.94	5.05	54.40	-49.26
トービンのQ	1.16	0.76	0.98	9.89	0.00
メインバンク借入金依存度 (%)	13.41	21.28	0.00	100.00	0.00
負債比率 (%)	47.15	19.41	47.10	119.70	1.30
売上高流動性比率1	0.32	1.55	0.18	53.99	0.00
経常利益 (百万円)	20,528	93,934	2,250	2,193,825	-69,543
総資産 (百万円)	565,983	7,267,243	47,139	291,947,080	239
売上高 (百万円)	293,337	1,127,866	44,295	27,597,193	93
最終損益 (百万円)	12,970	77,301	1,501	1,831,109	-965,663
EBITEDA/売上高	0.09	0.35	0.09	0.74	-12.16
株主還元率	21.82	811.49	0.08	33523.00	-1.26
営業キャッシュフロー総資産比率 (%)	6.61	6.64	6.42	43.49	-53.75
外国人持ち株比率 (%)	0.05	0.63	0.00	20.70	0.00
特定株集中度 (%)	50.07	17.06	49.00	100.00	0.00
持合い株式比率 (%)	10.01	10.44	6.95	62.30	0.00
安定株式比率 (%)	38.73	18.46	39.10	100.00	0.00
自社株買い比率 (%)	0.70	2.46	0.00	38.84	0.00

3. 分析結果

(1) 流動性比率への影響要因

流動性比率1 ((現預金+有価証券)/総資産)を被説明変数とし、パネルデータを用いた固定効果モデルでの分析結果が、表6である。まず、2020年ダミーの係数は、負で統計的に有意である。2で述べた通り、2019年3月末と2020年3月末とで、流動性比率の平均の差のt検定を行った場合、2020年3月末の方が、統計的に有意に流動性比率の平均が高いという結果であった。ところが、固定効果モデルでの分析結果によれば、企業特性についてコントロールした上で、2017年～2019年の傾向と、2020年とを比較した場合、流動性比率はむしろ、全体の傾向としては低下していることを確認できる。

次に、業績悪化時のメインバンクによる保険機能の有無を確認するための、メインバンク借入金依存度と2020年ダミーとの交差項は、符号が予想通りに負になっているが、統計的に有意ではない。このことから、メインバンクとの取引関係の親密さと、流動性資産保有行動との関係を確認することはできない。

ただし、留意すべき点は、2020年3月末の流動性資産保有行動と、負債比率との関係である。負債比率の係数は負で有意であり、2017年～2019年にかけては、負債比率が高い企業は、流動性資産保有が少なくなる傾向にある。一方で、負債比率と2020年ダミーとの交差項は、正で有意になっている。つまり、2020年3月末については、逆に、負債比率が高い企業ほど、流動性資産保有が増える傾向にある。

表6 流動性1 ((現預金+有価証券)/総資産) を被説明変数とした固定効果モデルでの分析結果

	係数	標準誤差	t 値	p 値
ROA	-0.07	0.06	-1.15	0.25
トービンのQ	-0.40	0.45	-0.89	0.37
負債比率(負債総額/総資産)	-0.17	0.03	-5.66	0.00 ***
メインバンク借入金依存度	-0.03	0.02	-1.49	0.14
売上高流動性比率 1	2.28	0.28	8.06	0.00 ***
株主還元率 1	0.00	0.00	0.41	0.68
総資産	0.00	0.01	0.76	0.45
経常利益	-0.00	0.00	-2.92	0.00 ***
営業キャッシュフロー総資産比率	0.31	0.05	6.23	0.00 ***
外国人持株比率	0.93	1.19	0.78	0.43
特定株集中度	0.05	0.03	1.57	0.12
持株比率	0.05	0.10	0.50	0.62
安定持株比率	-0.08	0.05	-1.57	0.12
自社株買い比率	0.13	0.10	1.25	0.21
2020年yearダミー	-6.24	2.79	-2.24	0.03 **
(以下、2020年yearダミーとの交差項)				
ROA	0.52	0.08	6.86	0.00 ***
トービンのQ	2.99	0.50	5.93	0.00 ***
負債比率(負債総額/総資産)	0.17	0.02	7.38	0.00 ***
メインバンク借入金依存度	-0.01	0.02	-0.47	0.64
売上高流動性比率 1	3.45	0.45	7.69	0.00 ***
株主還元率 1	-0.00	0.00	-0.09	0.93
総資産	-0.01	0.01	-1.29	0.20
経常利益	0.00	0.00	0.16	0.88
営業キャッシュフロー総資産比率	-0.22	0.08	-2.92	0.00 ***
外国人持株比率	-1.46	0.94	-1.56	0.12
特定株集中度	-0.05	0.03	-1.65	0.10 *
持株比率	0.10	0.04	2.34	0.02 **
安定持株比率	0.02	0.03	0.50	0.62
自社株買い比率	-0.34	0.14	-2.52	0.01 **

*, **, *** は、それぞれ10%水準、5%水準、1%水準で有意。

2020年yearダミーは、2017、2018、2019でゼロ、2020で1。

2020年のyearダミーと東証31業種別の業種ダミーとの交差項については、紙幅の制約上、記載を割愛した。

負債比率の高さが、デフォルトリスクの大きさと関係しているとすれば、デフォルトリスクが大きくなると予想した企業ほど、流動性資産保有を増やし、資金制約リスクに備えた可能性がある。後述するように、メインバンク借入金依存度が低く、メインバンクとの取引関係が比較的希薄な企業ほど、2020年3月末の負債比率が低くなる傾向にあり、デフォルトリスクの軽減を図っている可能性を示唆している。このことは、メインバンクとの親密な関係がある企業にとっては、不意の資金需要への対応として、依然として、企業がメインバンクに一定の役割を期待しているため、負債比率を低下させる必要がないと捉えていたとも考えられる。したがって、新型コロナウイルス感染拡大による影響が懸念される状況下で、メインバンクとの取引関係が、企業のデフォルトリスクへの対応に関係ないとは、断定できない。

そして、株主からの利益還元圧力の強さの指標を見ると、持合比率と2020年ダミーとの交差項の係数は、正で統計的に有意であり、持合い構造が強く、外部の投資家からの利益還元圧力が強く働かない企業では、流動性資産の保有が多くなる傾向にある。また、株主還元比率と2020年ダミーとの交差項の係数、および、自社株買い比率と2020年ダミーとの交差項の係数は、いずれも正で予想通りの結果だが、統計的に有意なケースは自社株買い比率だけである。この点は、2で述べた通り、キャッシュフローの株主への還元を機動的に実施できる自社株買いの実施姿勢に、株主還元の傾向が強く表れているためと考えられる。つまり、自社株買い等を通じて、株主に積極的に利益還元を実施している企業ほど、2020年3月時点での流動性比率は低くなる傾向にある。

上記以外の変数について確認してみると、ROA、売上高流動性比率（ $(\text{現預金} + \text{有価証券}) / \text{売上高}$ ）、トービンのQについては、いずれも、2020年ダミーとの交差項の係数は、予想通り正で有意であり、良好な金融環境にある企業が、流動性比率を高めていることを確認できる。ただし、営業キャッシュフロー総資産比率については、予想に反して負で有意になっている。

(2) 負債比率への影響要因

企業が流動性資産を保有する動機の一つとして、流入キャッシュフローの縮小によるデフォルトリスクの拡大が考えられる。実際、表6の流動性比率に関する分析結果にある通り、2020年3月には、負債比率が高い企業ほど、流動性資産保有を増やしていることが分かる。ただし、デフォルトリスク拡大への対応としては、予め、負債への依存度を下げしておくという手段もある。そこで、負債比率を被説明変数として、固定効果モデルを推計した分析結果が、表7である。

2020年ダミーとの交差項の係数で、統計的に有意なケースは、メインバンク借入金依存度と、自社株買い比率だけである。メインバンク借入金依存度の交差項の係数は正で有意であり、メインバンク借入金依存度が低くなるほど、負債比率が低くなる傾向にあることを表している。つまり、メインバンクとの取引関係が比較的希薄であり、財務危機に直面した時に救済を求めることが難しい企業ほど、予め負債比率を低くすることで、デフォルトリスクの拡大へ対応している可能性がある。(1)での流動性比率についての分析では、メインバンクとの取引関係による影響を確認することはできなかったが、デフォルトリスクへの対応という面では、メインバンク取引は、依然として、一定の役割を果たしていると考えられる。

表7 負債比率を被説明変数とした固定効果モデルでの分析結果

	係数	標準誤差	t 値	p 値
ROA	-0.06	0.03	-1.90	0.06 *
トービンのQ	0.04	0.25	0.18	0.86
メインバンク借入金依存度	0.02	0.01	1.35	0.18
売上高流動性比率1	-0.33	0.16	-2.13	0.03 **
株主還元率1	-0.00	0.00	-0.22	0.83
総資産	-0.00	0.00	-0.15	0.88
経常利益	0.00	0.00	0.09	0.93
営業キャッシュフロー総資産比率	0.01	0.03	0.23	0.82
外国人持株比率	-0.44	0.66	-0.66	0.51
特定株集中度	0.02	0.02	1.19	0.23
持株比率	0.00	0.06	0.06	0.95
安定持株比率	-0.02	0.03	-0.90	0.37
自社株買い比率	0.17	0.06	2.96	0.00 ***
2020年yearダミー	-1.71	1.39	-1.23	0.22
(以下、2020年yearダミーとの交差項)				
ROA	0.01	0.04	0.12	0.90
トービンのQ	-0.34	0.28	-1.22	0.22
メインバンク借入金依存度	0.04	0.01	3.64	0.00 ***
売上高流動性比率1	0.11	0.25	0.45	0.65
株主還元率1	0.00	0.00	0.31	0.76
総資産	-0.00	0.00	-0.63	0.53
経常利益	0.00	0.00	0.65	0.52
営業キャッシュフロー総資産比率	0.06	0.04	1.43	0.15
外国人持株比率	0.25	0.52	0.48	0.63
特定株集中度	-0.00	0.02	-0.02	0.98
持株比率	0.01	0.02	0.39	0.70
安定持株比率	0.02	0.02	0.94	0.35
自社株買い比率	-0.22	0.08	-2.95	0.00 ***

*, **, *** は、それぞれ10%水準, 5%水準, 1%水準で有意.

2020年yearダミーは、2017, 2018, 2019でゼロ, 2020で1.

2020年のyearダミーと東証31業種別の業種ダミーとの交差項については、紙幅の制約上、記載を割愛した.

また、自社株買い比率の交差項の係数は負で有意であり、積極的に株主への利益還元を行っている企業ほど、2020年3月時点での負債比率を低下させている。(1)の流動性比率の分析では、自社株買い比率と2020年ダミーとの交差項の係数は負で有意であり、自社株買いを積極的に実施してきた企業は、流動性資産の保有が相対的に少なくなっている。このために、デフォルトリスク拡大への備えとして、流動性資産を確保する代わりに、予め負債比率を低下させた可能性が考えられる。

4. まとめ

本研究では、金融市場における情報の非対称性の存在により、企業が資金制約に直面する恐れへの備えとして、予め、現金等の流動性資産を保有する可能性について、検証を行った。具体的には、2020年に、新型コロナウイルスの感染が拡大し、4月には緊急事態宣言が発令されるなど、将来、業績悪化等によって流入キャッシュフローの縮小が懸念される状況を取り上げ、3月末決算企業を分析対象として、2020年3月と、2017年～2019年の3月とで、流動性資産保有行動に違いがあるか否かを、分析した。着目した点は、資金制約緩和にメインバンクが果たす役割と、流動性資産保有に関する株主からの圧力である。

財務破綻に瀕した企業への対応について、Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1990)に代表されるように、メインバンクの“イザというときの貸し手”としての機能があるという議論があった。したがって、メインバンクからの救済を期待できるのであれば、企業が自ら流動性資産を保有して、資金制約リスクに備える必要性は薄くなるはずである。ところが、本研究の分析では、2020年3月の流動性資産保有行動と、メインバンクとの取引の親密さとの間で、明確な関係を見出すことができなかった。しかし、一方で、新型コロナウイルス感染拡大による業績悪化懸念が、デフォルトリスクを拡大したと考えると、それへの備えは、流動性資産を保有すること以外に、予め負債比率を低下させるという手段も考えられる。実際、2020年3月には、メインバンク借入金依存度が低く、メインバンクとの取引関係が比較的希薄な企業ほど、負債比率が低くなっており、デフォルトリスクへの対策を講じている可能性がある。逆に言えば、メインバンクとの親密な取引関係があれば、資金制約リスクが緩和されるために、負債比率の低下などの方策を講じる必要が少ないとも考えられる。このことから、メインバンクとの取引関係は、依然として、企業の資金制約リスクの緩和に、一定の役割を果たしている可能性がある。

流動性資産保有に関する株主からの圧力については、流動性資産保有が経営者のモラル・ハザードを招きかねないという視点から、キャッシュフローを、積極的に株主に還元させている可能性を考えたものである。実際、持合い株式比率が低く、外部投資家からの圧力が働きやすい企業ほど、2020年3月であっても、流動性資産保有が少なくなる傾向を確認できる。また、自社株買いに積極的に取り組み、株主への利益還元に配慮している企業についても、2020年3月での流動性資産保有が少なくなっている。これらの企業については、デフォルトリスク拡大の懸念に対し、負債比率を予め低下させるなど、他の手段で、資金制約リスクへの対応を図っている可能性がある。

ただし、上記の分析結果は、新型コロナウイルス感染拡大による業績悪化が懸念された2020年3月のみに着目したものであり、他の外生的な経済ショックでも、同様の傾向を確認できるとは限らない。また、資金制約リスクに果たすメインバンクの役割や、株主からの圧力が企業の流動性資産保有行動に及ぼす影響について、あくまで、状況証拠を提示したに過ぎず、より頑健な検証が求められる。そこで、今後、分析対象期間を拡大し、2008年に発生したリーマンショックの流動性資産保有行動への影響などを考慮した分析に発展させる方針である。

[参考文献]

- Dittmar, Amy and Mahrt-Smith, Jan (2007) "Corporate governance and the value of cash holdings," *Journal of Financial Economics*, Volume 83, Issue 3, pp.599-634.
- Faulkender, Michael and Wang, Rong (2006) "Corporate Financial Policy and the Value of Cash," *Journal of Finance*, Vol.61, Iss.4, pp.1957-90.
- Holmstrom, Bengt and Jean Tirole,(2011) *Inside and Outside Liquidity*, The MIT Press
- Hoshi, Takeo and Kashyap, Anil K., (2004) *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future* , The MIT Press
- Hoshi, Takeo & Kashyap, Anil & Scharfstein, David,(1990)"The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27(1), pages 67-88.
- Hoshi, T., Kashyap, A. & Scharfstein, D., (1991) "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106(1), pp. 33-60.
- Hoshi, Takeo, Koibuchi, Satoshi, and Schaede, Ulrike Hoshi, (2009)"Changes in Main Bank Rescues during the Lost Decade: An Analysis of Corporate Restructuring in Japan, 1981-2007," ESRI Research Program:"Japan's Bubble, Deflation and Long-Term Stagnation"
- Hosono, Kaoru, Daisuke MIYAKAWA and Miho TAKIZAWA, "Cash Holdings: Evidence from Firm-Level Big Data in Japan," 内閣府経済社会総合研究所『経済分析』第200号 2019年.
- Jagannathan, Murali, Clifford P. Stephens and Michael S. Weisbach (2000) "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases," *Journal of Financial Economics* 57, 355-384.
- Jensen, Michael C. (1986)"Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, pp323-329.
- 堀敬一・安藤浩一・齊藤誠(2010)「日本企業の流動性資産保有に関する実証研究：上場企業の財務データを用いたパネル分析」, 『現代ファイナンス』 No. 27, 3-24頁