

Staff Paper Series 23-01 Vol.6 August 2023

スチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・コード策定が
企業の流動性保有行動へ及ぼした影響に関する実証分析

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（23-01 Vol.6）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。

スチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・コード策定が
企業の流動性保有行動へ及ぼした影響に関する実証分析

齋藤祐也（信州大学大学院総合人文社会科学研究科）

広瀬純夫（信州大学学術研究院（社会科学））

2023年8月

要旨

本研究では、企業の流動性資産保有行動の動機として、資金制約への保険的役割として肯定的な側面と、フリーキャッシュフロー仮説に由来する経営者のエントレンチメント(保身)を助長する否定的な側面の双方について、2006年から2021年の上場企業のパネルデータを用いて実証的に検証した。特に、後者のエントレンチメントの問題については、2014年に策定されたスチュワードシップ・コード、2015年に策定されたコーポレート・ガバナンス・コードによってガバナンスが変化した影響について、検証を行った。分析結果では、まず、資金制約に関わる側面について、近い将来の資金需要を見越して流動性資産保有を増やしているという証左は、得られなかった。むしろ、企業にとって、適切と考える中長期的な流動性資産保有の水準があり、そのレベルに向けて、調整を行っている可能性が考えられる。次に、経営者のエントレンチメントに関する問題について、まず、株主への利益還元の積極性については、予想に反し、手元流動性を株主に還元することに積極的な企業ほど、流動性保有も多いという結果になった。ただし、そのような傾向は、スチュワードシップ・コード策定とコーポレート・ガバナンス・コード策定以降の2017～2021年のサンプルでは、確認できなかった。機関投資家の持ち株比率の影響については、予想通り、2006～2011年のサンプルでは負で有意になり、過剰な流動性保有を抑制する方向に影響している。しかし、2017～2021年のサンプルでは、流動性保有を抑制することについて、有意な影響を確認できない。以上から、資金制約に関する動機として、近い将来の具体的な資金需要を見越した流動性資産を保有している証左は無く、中長期的に一定水準の流動性を保有する傾向がある。また、2014年のスチュワードシップ・コード策定、さらに、2015年のコーポレート・ガバナンス・コード策定以降、流動性資産保有とコーポレート・ガバナンスとの関係に変化が生じている可能性が高い。

スチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・コード策定が
企業の流動性保有行動へ及ぼした影響に関する実証分析

齋藤祐也（信州大学大学院総合人文社会科学研究科）
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 Schaede (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るものの、“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。社債市場の利用などで資金調達チャネルを多様化した企業は、反面、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。また、Petersen and Rajan(1997)は、金融機関からの資金の利用可能性が、企業間信用への依存度に与える影響を分析し、銀行からの借入が難しい企業が企業間信用に依存していることを確認している¹。このことから、企業間信用への依存度が高い企業は、資金制約リスクに備えて、自ら流動性資産を保有する傾向にあるかもしれない。

堀・安藤・齊藤(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

¹ 内田(2013)は、金融機関借入と企業間信用は、一律に代替的な関係にあるわけではなく、企業特性によって、代替の程度は異なることを指摘している。

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、こうしたコーポレート・ガバナンスの問題と流動性資産保有との関係の検証について、コーポレート・ガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの策定に着目した。これらにより、企業経営への規律付けについて、変化が生じ、流動性資産保有行動も変容した可能性がある。そこで、ガバナンスに関わる視点として、コーポレート・ガバナンス・コードが求めた社外取締役の採用や、株式持合いの縮減、スチュワードシップ・コードが要請した機関投資家による規律付け強化の影響の検証を試みた。

今回の分析では、残念ながら、2012年～2016年の期間について、上記を分析する上での指標となる機関投資家持ち株比率や持合い株式比率のデータを入手することができなかった。ただ、コーポレート・ガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの策定と、主要な改訂が、2014年から2017年にかけて実施されたことを踏まえ、2006年～2011年の期間と、2017年～2021年の期間を比較することで、コーポレート・ガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードが導入された影響を確認することとした。上記の、流動性保有に関する先行研究での議論を踏まえ、検証すべき仮説は、下記の通りである。

1) 近い将来の資金需要に備えた流動性資産保有の可能性

情報の非対称性の問題等からフレキシブルに資金調達を行えない企業が、近い将来の資金需要に備えて流動性資産を保有している可能性への検証について、具体的な資金需要に対応して前期の流動性資産保有が多くなっているのであれば、その後の資産成長率が高くなっているはずである。さらに、投資等の実際の資金需要に対応した結果、流動性資産保有は減少するはずである。

このことから、流動性比率（ $(\text{現預金} + \text{有価証券}) / \text{総資産} \times 100$ ）を被説明変数として、説明変数に流動性比率の1期前のラグ変数を用いた場合、ラグ変数の係数の符号が負になるはずである。同様に、総資産成長率の係数の符号も、負になるはずである。

2) 金融市場での情報の非対称性の問題に由来する流動性資産保有の可能性

Petersen and Rajan(1997)が、銀行からの借入が難しい企業が企業間信用に依存していることを確認している。逆に言えば、企業間信用への依存度が高いことは、金融機関等からの資金調達が容易ではない可能性を示唆すると考えられる。この場合、Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991)が主張する、銀行による保険機能を期待することが難しく、将来の資金制約リスクに備えた保険的な流動性資産保有を多くす

る可能性がある。そこで、負債に占める有利子負債²の割合を指標として、この値が低くなるほど、企業間信用への依存度が高く、流動性資産保有も多くなる可能性がある。

また、金融機関借入以外に、社債発行等を通じて金融市場から資金調達を行う比率が高い企業は、社債市場等へのアクセスが可能なことから、情報の非対称性の度合いが低いことを意味し、資金制約リスクが小さくなり、流動性資産保有の必要が少なくなる可能性も考えられる。そこで、有利子負債に占める借入金総額の割合を指標として、この値が低くなるほど、金融機関借入以外のチャネルからの金融市場での資金調達の比率が高いものとする。有利子負債の中身は、長短借入金、社債、コマーシャルペーパーなどが該当することから、この指標の値が小さければ、借入金以外に社債市場等での資金調達が可能な企業であり、将来の資金需要に備えた流動性資産保有の必要性が少なくなると考えられる。

3) Jensen (1986)の“フリーキャッシュフロー仮説”による経営者のエンタレチメントの可能性

流動性資産保有が経営者のエンタレチメントにつながるとすれば、株主への利益還元に積極的な企業ほど、流動性資産保有は少なくなるはずである。株主還元の指標は、(支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券)とすることで、企業経営者が、手元の流動性資産を、保有し続けるのか、あるいは、株主に還元するののかという選択を表す変数とした。流動性比率((現預金+有価証券)/総資産×100)を被説明変数とした場合に、株主還元率、(支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券)の係数は負で有意になることが予想される。

4) コーポレート・ガバナンス・コードでは、社外取締役の積極採用を促している。

流動性資産保有の動機に、経営者のエンタレチメントがある場合に、社外取締役の採用が経営者への規律付けとして働き、積極的な投資を促すのであれば、流動性比率を被説明変数とした分析で、社外取締役比率は負で有意になる可能性がある。

5) コーポレート・ガバナンス・コードでは、株式の持ち合いに対し厳しい目を向けている。

株式の持ち合いは、敵対的買収の恐れを減じて、株式市場からの規律付けを弱めるなど、経営者に対する株主のガバナンス機能が働かなくなる可能性が懸念される。このことから、流動性資産保有の動機に、経営者のエンタレチメントがある場合に、持ち合い株式比率が高く、経営者への規律付けが十分に働いていなければ、流動性資産保有を許容し、係数は正になることが予想される。一方で、「コーポレート・ガバナンス・コードでは、政策保有株式を保有している理由を明確に説明すべきである」とされたため、同コード策定以降、流動性資産保有との関係は薄れている可能性がある。

6) スチュワードシップ・コードでは、機関投資家による企業経営への規律付け強化を求めている。

流動性資産保有の動機に、経営者のエンタレチメントがあるとなれば、機関投資家持ち株比率が高く、機関投資家による規律付けが働いて、株主への利益還元を求めたりしているのであれば、過剰な流動性資産保有を抑制し、係数は負になることが予想される。さらに、スチュワードシップ・コード策定は、

² 今回の分析で用いた日経 Needs Cges のデータでは、有利子負債の定義は、「長期借入金 + 短期借入金 + 社債 + 新株引受権付社債・転換社債 + 受取手形割引高」である。

機関投資家による経営者への規律付け強化を求めたものであることを考慮すると、同コード導入以降、流動性資産保有を抑制する効果は、より顕著になることが予想される。

実際、Shiraishi et al(2019)は、スチュワードシップ・コード導入による機関投資家のモニタリング強化の効果の国際比較を行い、スチュワードシップ・コード導入によって、機関投資家持ち株比率が高い企業では、企業価値が上昇していることを確認している。特に、投資機会が乏しい企業で、機関投資家持ち株比率が高いと、フリーキャッシュフロー問題を、軽減していることを確認している。したがって、機関投資家持ち株比率の係数は、負になることが予想される。

上記の仮説に対する分析結果は、次の通りである。まず、1) 資金制約に関わる側面では、総資産成長率の高さは、流動性比率を下げる方向に作用しており、資金需要が旺盛な企業では、流動性資産保有が少なくなる傾向を確認できる。一方で、流動性比率の1期前のラグ変数の係数は、正で有意であり、近い将来の資金需要を見越して、予め流動性資産保有を増やしているという証左は、得られなかった。ただし、ラグ変数の係数は1より小さいことから、企業にとって、適切と考える流動性資産保有の水準があり、そのレベルに向けて、調整を行っている可能性も、考えられる。

2) の、金融市場の情報の非対称の問題に由来する保険的な流動性資産保有については、その可能性を見出すことはできなかった。

経営者のエンブレチメントに関する問題について、まず、3) の株主への利益還元の積極性については、予想に反し、株主還元率の係数は正で有意になり、手元流動性を株主に還元することに積極的な企業ほど、流動性保有も多いという結果になった。ただし、そのような傾向は、スチュワードシップ・コード、および、コーポレート・ガバナンス・コードが策定された後の2017~2021年のサンプルでは、確認できなかった。

4) の社外取締役については、明確な影響を、確認できない。5) の株式持合いについては、予想に反し、2006~2011年のサンプルでは負で有意になった。しかし、2017~2021年のサンプルでは、有意な影響を確認できない。6) の機関投資家の持ち株比率の影響については、予想通り、2006~2011年のサンプルでは負で有意になり、過剰な流動性保有を抑制する方向に影響している。しかし、2017~2021年のサンプルでは、有意な影響を確認できない。

以上から、資金制約に関する動機として、近い将来の具体的な資金需要を見越した流動性資産を保有している証左は無く、中長期的に一定水準の流動性を保有する傾向がある。また、2014年のスチュワードシップ・コード策定、さらに、2015年のコーポレート・ガバナンス・コード策定以降、流動性資産保有とコーポレート・ガバナンスとの関係に変化が生じている可能性が高い。以下では、2で、扱うデータおよび分析手法について述べた上で、3で、分析結果を示す。4は、まとめである。

2. データおよび分析手法

本研究では、日経 Needs Cges (コーポレート・ガバナンス評価システム) から流動性保有比率等の必要なデータが得られる企業で、2006年~2021年までを対象として、流動性比率および株主還元率を被説明変数とする分析を実施した。なお、銀行、証券、保険は、サンプルに含まれない。分析には、流動性資産保有行動について、企業特殊の特性が存在する可能性を考慮して、固定効果をコントロールするために、固定効果モデルを採用した。固定効果モデルと変量効果モデルで、どちらが適切かを確認するためにハ

ウスマン検定を実施したところ、固定効果モデルを支持する結果を得られた。その上で、流動性比率を被説明変数とする分析では、前期末の流動性比率を説明変数として用いるため、ダイナミックパネルの手法を用いた。株主還元率を被説明変数とする分析では、通常の固定効果モデルで分析を行っている。

また、2012年～2016年の期間について、機関投資家持ち株比率および持合い株式比率のデータを入手することができなかった。コーポレート・ガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの策定と、主要な改訂が、2014年から2017年にかけて実施されたことを踏まえ、2006年～2011年の期間と、2017年～2021年の期間について、機関投資家持ち株比率および持合い株式比率を用いた分析を行って比較することで、コーポレート・ガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードが導入されたことによる、ガバナンス構造変化の影響を確認することとした。

2006年から2021年のサンプル企業での記述統計が表1、2006年から2011年のサンプル企業を対象としたものが表2、2017年から2021年の企業を対象とした記述統計が表3である。

表1：全期間2006～2021年のサンプルの記述統計

	サンプル数	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
流動性比率 (現預金+有価証券)/総資産×100)	35,289	0.2	0.25	0.16	0	36.25
株主還元率 (支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券))	35,294	3.83	428.16	0.08	-30033.5	50854.67
機関投資家比率	19,954	13.42	14.85	8.18	0	85.6
持合い株式比率 (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)	28,011	8.47	9.01	5.96	0	65.3
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)	36,675	6.5	10.44	1.09	0	86.63
負債比率	36,661	49.25	21.62	48.88	0.49	237.4
社外取締役割合	36,675	0.16	0.16	0.14	0	0.86
ROA	36,641	5.28	6.74	4.45	-66.12	359.19
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	36,560	1.15	0.91	0.97	0.25	55.28
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/総資産・前期×100)	36,625	5.96	13.43	5.79	-817.61	1945.27
総資産規模 (百万円)	36,657	666,055	7,487,238	36,650	92	331,753,283
売上規模 (百万円)	36,650	230,795	1,025,583	35,863	7	30,225,681
企業年齢	35,213	57.8	23.2	59	-1	140
負債総額あたりの有利子負債割合	35,283	0.32	0.26	0.31	0	6.65
有利子負債あたりの借入金総額	19,729	0.82	4.52	0.86	0	633
ROE	36,599	5.05	43.45	5.69	-4276.17	1641.03
総資産成長率	34,468	1.04	0.81	1.02	0.2	115.19
売上高あたりEBITDA比率	36,650	0.09	0.21	0.08	-13.13	8.57

流動性資産保有行動への影響要因として、流動性比率を被説明変数とした分析では、前述の通り、近い将来の資金需要への備えという点で、総資産成長率との関係および前期末の流動性比率の係数に注目する。金融市場での資金制約に関する面では、企業間信用への依存度など。コーポレート・ガバナンスの側面では、株主還元率、社外取締役比率、機関投資家持ち株比率、持合い株式比率に注目する。なお、株主構成による差異を確認する際には、機関投資家持ち株比率、持合い株式比率、外国人持ち株比率、それぞれの前期末の水準が、今期末の流動性比率に影響を及ぼすという枠組みで分析を行った。

表2：スチュワードシップ・コード、コーポレート・ガバナンス・コード策定前の2006～2011年のサンプルの記述統計

	サンプル数	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
流動性比率 (現預金+有価証券)/総資産×100)	18,748	0.18	0.31	0.14	0	36.25
株主還元率 (支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券))	18,753	1.31	435.76	0.08	-30033.5	50854.67
機関投資家比率	17,213	14.49	15.46	9.08	0	85.6
持合い株式比率 (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)	17,277	8.12	8.48	5.89	0	57.87
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)	19,482	8.64	10.94	4.14	0	82.83
負債比率	19,461	51.27	21.93	51.82	0.49	237.4
社外取締役割合	19,482	0.08	0.13	0	0	0.86
ROA	19,452	5.11	6.6	4.05	-58.68	108.38
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	19,404	1.12	0.96	0.97	0.25	55.28
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/総資産・前期×100)	19,433	5.85	17.04	5.56	-817.61	1945.27
総資産規模 (百万円)	19,471	569,063	6,082,246	33,392	0	215,202,514
売上規模 (百万円)	19,461	218,440	1,004,854	33,609	7	26,289,240
企業年齢	18,708	53.8	22.8	56	-1	132
負債総額あたりの有利子負債割合	16,605	0.34	0.27	0.33	0.00	6.03
有利子負債あたりの借入金総額	11,400	0.83	5.94	0.83	0	633
ROE	19,428	4.73	35	4.99	-2481.2	1641.03
総資産成長率	15,088	1.04	1.22	1	0.2	115.19
売上高あたりEBITDA比率	19,461	0.08	0.2	0.08	-11.76	8.57

表3：スチュワードシップ・コード、コーポレート・ガバナンス・コード策定後の2017～2021年のサンプルの記述統計

	サンプル数	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
流動性比率 (現預金+有価証券)/総資産×100)	10,393	0.22	0.16	0.19	0	2.07
株主還元率 (支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券))	10,396	8.58	516.39	0.08	-1.26	40509.33
機関投資家比率	2,796	6.70	7.15	4.64	0	45.04
持合い株式比率 (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)	10,804	9.00	9.76	6.00	0	65.3
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)	10,804	0.07	0.52	0	0	15.6
負債比率	10,804	46.2	20.94	45.1	2.1	193.3
社外取締役割合	10,804	0.3	0.13	0.29	0	0.86
ROA	10,798	5.31	6.2	4.88	-55.16	62.42
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	10,764	1.2	0.9	0.97	0.36	24.13
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/総資産・前期×100)	10,793	6.12	6.86	6.22	-72.23	57.36
総資産規模 (百万円)	10,798	816,984	9,285,867	43,270	191	331,753,283
売上規模 (百万円)	10,803	247,193	1,043,985	39,499	211	30,225,681
企業年齢	10,373	63.7	22.8	67	11	140
負債総額あたりの有利子負債割合	10,373	0.30	0.26	0.28	0	6.65
有利子負債あたりの借入金総額	4,051	0.83	0.34	0.91	0	8.02
ROE	10,786	4.88	57.12	6.46	-4276.17	865.73
総資産成長率	8,624	1.04	0.14	1.03	0.41	8.07
売上高あたりEBITDA比率	10,803	0.09	0.23	0.09	-13.13	2.1

上記の変数以外に、流動性資産保有行動に関する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た。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）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、資金制約リスクに備えて、多くの流動性資産保有する必要はないかもしれない。さらに、企業内の投資機会の豊富さの尺度として、トービンの Q（（株式時価総額+負債合計）/総資産）を用いた。豊富な投資機会に恵まれている場合、ペッキングオーダー理論に基づけば、内部資金が最も低コストの資金であるため、流動性資産保有が多くなる可能性がある。

次に、負債比率（負債合計/総資産）が高い企業は、外部からの資金調達能力が高く、資金制約リスクに直面する恐れが低いかもしれない。このため、流動性比率は低くなる傾向にあると考えられる。以下は、採用した説明変数について、個別に採用した理由をまとめたものである。

- ・流動性比率(1 期前、(現預金+有価証券)/総資産×100))

近い将来の資金需要を予想しての流動性資産保有であれば、前期に高い流動性保有があった企業は、資金需要に応じて流動性資産を取り崩すことで、今期末には、流動性資産保有が低くなる傾向を持つはずである。従って、係数は負になることが予想される。

- ・総資産成長率

総資産成長率が高く、投資が活発な企業では、手元資金を投資に投じて、流動性資産保有は少なくなる可能性が高く、係数は負になることが予想される。

- ・負債総額あたりの有利子負債割合

Petersen and Rajan(1997)の主張に基づけば、企業間信用への依存度が高いことは、金融機関等からの資金調達が容易ではない可能性を示唆する。従って、Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991)が主張するような銀行による保険機能を期待することが難しく、将来の資金制約リスクに備えた保険的な流動性資産保有を多くする可能性がある。そこで、負債に占める有利子負債の割合を指標として、この値が低くなるほど、企業間信用への依存度が高く、流動性資産保有も多くなると考えられ、係数は、負になることが予想される。

- ・有利子負債あたりの借入金総額

金融機関借入以外に、社債発行等を通じて金融市場から資金調達を行う比率が高い企業は、情報の非対称性の度合いが低いことを意味し、金融市場における情報の非対称性に由来する資金制約リスクが小さくなり、流動性資産保有の必要が少なくなる可能性が考えられる。そこで、有利子負債に占める借入金総額の割合を指標として、この値が低くなるほど、金融機関借入以外のチャネルからの金融市場での資金調達の比率が高いものとする。この指標の値が小さければ、借入金以外に社債市場等での資金調達

が可能な企業であり、将来の資金需要に備えた流動性資産保有の必要性が少なくなると考えられ、係数は、正で有意になることが予想される。

・株主還元率(支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券))

流動性資産保有の動機に、経営者のエンタレチメントがあるとすれば、株主からの利益還元圧力が強い企業ほど、手元の現預金を株主に還元して、流動性資産保有が少なくなる傾向があるはずである。そこで、株主還元率が高い企業を手元資金の株主への還元圧力が強い企業と考え、この比率が高い企業ほど流動性比率が低くなると予想される。

・社外取締役割合(取締役のうち独立役員比率(コーポレートガバナンス報告書記載ベース))

社外取締役の存在が、経営者への規律付けとして作用しているのであれば、フリーキャッシュフロー仮説の観点から、過剰な流動性資産保有を抑制する方向に影響する可能性がある。さらに、コーポレート・ガバナンス・コードの中で、社外取締役の採用が求められたことを考慮すれば、同コード導入以降、流動性資産保有を抑制する効果が、強まった可能性がある。

・持合い株式比率(1期前、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))

株式持合いが、経営者のエンタレチメントを助長しているのであれば、流動性比率を被説明変数とした分析で、株式持合い比率は正で有意になる可能性がある。一方で、「コーポレート・ガバナンス・コードでは、政策保有株式を保有している理由を明確に説明すべきである」とされたため、同コード策定以降、流動性資産保有との関係は薄れている可能性がある。

・機関投資家持ち株比率(1期前、信託勘定株式保有比率+生保特別勘定株式保有比率(ニッセイ基礎研究所算出))

流動性資産保有の動機に、経営者のエンタレチメントがあるとすれば、機関投資家持ち株比率が高く、株主への利益還元を求めるなど、機関投資家による規律付けが働いているのであれば、過剰な流動性資産保有を抑制し、係数は負になることが予想される。

さらに、スチュワードシップ・コード策定は、機関投資家による経営者への規律付け強化を求めたものであることを考慮すると、同コード導入以降、流動性資産保有を抑制する効果は、より顕著になることが予想される。

・外国人持ち株比率(1期前、外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース))

機関投資家持ち株比率と同様に、外国人持ち株比率が高く、株主への利益還元を求めるなどの規律付けを期待できるのであれば、流動性資産保有を抑制し、係数は負になることが予想される。

・負債比率

負債比率(負債合計/総資産)が高い企業は、外部からの資金調達能力が高く、資金制約リスクに直面する恐れが低いかもしれない。さらに、Jensen(1986)の“フリーキャッシュフロー仮説”によれば、負債比

率の高さは、返済によって手元流動性を排出することにつながることから、係数は負で有意になることが予想される。

- ・ ROA (経常利益/総資産・前期×100:連結優先)

総資産利益率が高いことは、創出キャッシュフローが大きいことを示し、流動性資産保有を増やすことが可能になる。

- ・ トービンの Q ((株式時価総額+負債合計)/総資産)

企業価値への市場評価の尺度であるトービンの Q は、企業内部での投資機会の豊富さに関する指標と考えられる。トービンの Q が高く、投資機会が豊富な企業では、ペッキングオーダー理論に基づけば、内部資金が最もコストが低い投資資金と位置付けられるため、流動性資産保有に積極的である可能性がある。

- ・ 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/総資産・前期×100)

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を用い、キャッシュフローの潤沢さが流動性資産保有行動に与える影響を確認する変数とした。

- ・ 総資産規模 (百万円)

企業規模の違いによって、流動性資産保有の傾向が異なる可能性をコントロールする変数として、採用した。

- ・ 売上規模 (百万円)

売上規模は、必要な事業資金の規模を表す指標と考え、必要事業資金の大小で、流動性資産保有の傾向が異なる可能性をコントロールする変数として、採用した。

- ・ 企業年齢

企業年齢が高く、成熟段階にある企業の場合、本業から流入するキャッシュフローが潤沢にある一方で、新たな成長性の高い投資機会には乏しく、支出機会が少ない可能性がある。このために、流動性資産保有が多くなる可能性が考えられる。Acharya, Myers and Rajan (2011)は、企業が、成長期には外部投資家から資金を集め、成熟期に達すると、株主への利益還元を始めることについて、利益還元に移行すべき時期に、配当等の利益還元を低く抑えると、キャッシュフローが社内に蓄積され、経営者の裁量権が増大して非効率な投資に投下されかねないと主張している。

- ・ ROE (最終損益/自己資本・前期×100:連結優先全)

上記の株主還元率に関連して、ROE (自己資本利益率) が高いほど、株主還元の余力が大きい企業だと考えられる。

- ・ 売上高あたり EBITDA 比率 (EBITDA=税金等調整前当期利益 + 支払利息割引料 + 減価償却費)

売上高で測った必要な事業資金の規模に対して、どの程度のキャッシュを稼いでいるかの指標として採用した。

3. 分析結果

(1) 流動性資産保有に関する 2006 年から 2021 年の傾向について

上述の通り、流動性資産保有の動機として、将来の投資などの資金需要に備えて、流動性資産を保有するという可能性も考えられる。近い将来の資金需要を予想しての流動性資産保有であれば、前期に高い流動性保有があった企業は、資金需要に応じて流動性資産を取り崩すことで、今期には、流動性資産保有が低くなる傾向を持つはずである。この点を、検証するため、1 期前の流動性比率（(現預金+有価証券)/総資産×100）を説明変数に加えたダイナミックパネルで、分析した結果が下記の表 4 である。

表 4：2006～2021 年の流動性比率への影響要因に関するダイナミックパネル分析

	Estimate	Std. Error	z-value	Pr(> z)
流動性比率（1期前）（現預金+有価証券）/総資産×100）	0.736	0.035	21.261	< 2.2e-16 ***
総資産成長率	-0.067	0.015	-4.426	0.000 ***
負債総額あたりの有利子負債割合	0.371	0.995	0.373	0.709
有利子負債あたりの借入金総額	-0.002	0.002	-1.070	0.284
株主還元率 (支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券)	0.000	0.000	4.649	0.000 ***
社外取締役割合	-0.005	0.007	-0.657	0.511
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)(1期ラグ)	-0.000	0.000	-0.543	0.587
負債比率	-0.000	0.000	-3.934	0.000 ***
ROA	0.001	0.001	2.095	0.036 **
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	0.008	0.003	2.488	0.013 **
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/総資産・前期×100)	0.002	0.001	2.810	0.005 ***
総資産規模	-0.000	0.000	-2.202	0.028 **
売上規模	0.000	0.000	1.213	0.225
企業年齢	-0.000	0.000	-3.719	0.000 ***
ROE	0.000	0.000	1.234	0.217
売上高あたりEBITDA比率	-0.042	0.017	-2.475	0.013 **
社外取締役割合×17年ダミー	0.003	0.010	0.319	0.750

*は 10%水準, **は 5%水準, ***は 1%水準で, それぞれ, 統計的に有意であることを表す。

Sargan test: $\text{chisq}(150) = 416.2542$ (p-value = < 2.22e-16),

Autocorrelation test (1): normal = -3.796 (p-value = 0.0001),

Autocorrelation test (2): normal = 1.324 (p-value = 0.185)

Wald test for coefficients: chisq(17) = 3078.401 (p-value = < 2.22e-16)

Wald test for time dummies: chisq(15) = 137.8483 (p-value = < 2.22e-16)

結果は予想に反し、ラグ変数の係数は正で、有意である。つまり、前期に高い流動性資産保有だった企業が、次の期に、資金需要に応じた支出によって、流動性資産を減らしている傾向を確認することはできない。ただし、係数の大きさは1より小さい。このことから、企業にとって、適切と考える流動性資産保有の水準があり、そのレベルに向けて、調整を行っている可能性も、考えられる。

なお、試みに、2期前の流動性比率を加えた分析も実施したが、1期前のラグ変数は正で有意なまま、2期前のラグ変数の係数は負だが、有意にはならなかった。なお、総資産成長率の係数は負で有意であり、投資が活発な企業では、流動性資産保有が少なくなることを示している。

また、金融市場での資金制約の問題について、「負債総額あたり有利子負債」、「有利子負債あたりの借入金総額」ともに係数は統計的に有意ではなく、明確な影響を確認することはできなかった。

株主還元比率は、(支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券)とする指標であり、いわば、手元キャッシュフローのうち、株主還元に戻す分と、手元で保有し続ける分との比率を表す。この比率が高いことは、株主還元に積極的で、あまり、手元に現預金を残さないように予想される。ところが、分析結果では、逆に、正の相関を確認しており、株主への利益還元に積極的な企業ほど、流動性資産保有も多いという結果になっている。

この他、経営者への規律付け強化が期待される社外取締役の存在については、社外取締役比率の係数は、負で、流動性資産保有を抑制する方向だが、統計的に有意ではない。また、投資機会の豊富さを表すトービンのQは、予想通り係数は正で有意である。負債比率の係数は、予想通り負で有意だが、企業年齢の係数は、予想に反して負で有意になっている。

(2) 流動性資産保有に関する2006年～2011年と、2017年～2021年との傾向の比較

機関投資家持ち株比率および持合い株式比率といった株主構成の影響を考慮するため、当該データを入手可能な、2006年～2011年と、2017年～2021年とに分けた分析を試みた。ちょうど、2014年のスチュワードシップ・コード策定、および、2015年のコーポレート・ガバナンス・コードを境にした前後の期間であり、2つの期間の分析結果を比較することで、コーポレート・ガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードが導入されたことによる、ガバナンス構造変化の影響を確認することができる。2006年～2011年の期間についての分析結果が、下記(次ページ)の表5、2017年～2021年の期間での分析結果が、下記(次々ページ)の表6である。

流動性比率の1期前ラグ変数が正で有意になることは、2006年～2011年、2017年～2021年、どちらの期間も、全期間2006年～2021年の分析結果と変わらない。ただし、全期間2006年～2021年の分析で、総資産成長率の係数は負で有意という結果は、2006年～2011年については同じ傾向だが、2017年～2021年では、総資産成長率との有意な関係を確認できなくなる。投資が活発な企業では、流動性資産保有が少なくなるという関係は、変化が生じている可能性がある。

表5：2006～2011年の流動性比率への影響要因に関するダイナミックパネル分析

	Estimate	Std. Error	z-value	Pr(> z)
流動性比率 (1期前) (現預金+有価証券)/総資産×100)	0.625	0.062	10.024	< 2.2e-16 ***
総資産成長率	-0.039	0.014	-2.709	0.007 ***
負債総額あたりの有利子負債割合	-1.060	1.263	-0.840	0.401
有利子負債あたりの借入金総額	-0.003	0.002	-1.639	0.101
株主還元率 (支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券)	0.000	0.000	6.482	0.000 ***
社外取締役割合	-0.006	0.012	-0.508	0.611
持合い株式比率(1期前) (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)	-0.000	0.000	-2.088	0.037 **
機関投資家比率(1期ラグ)	-0.000	0.000	-1.833	0.067 *
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)(1期ラグ)	0.000	0.000	0.709	0.478
負債比率	-0.000	0.000	-3.435	0.001 ***
ROA	0.001	0.001	1.795	0.073 *
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	0.002	0.003	0.538	0.591
営業キャッシュフロー総資産比率 (営	0.001	0.001	1.200	0.230
業キャッシュフロー/総資産・前期×100)				
総資産規模	-0.000	0.000	-0.801	0.423
売上規模	0.000	0.000	0.483	0.629
企業年齢	-0.000	0.000	-2.419	0.016 **
ROE	-0.000	0.000	-0.675	0.500
売上高あたりEBITDA比率	-0.022	0.022	-1.027	0.304

*は10%水準, **は5%水準, ***は1%水準で, それぞれ, 統計的に有意であることを表す。

Sargan test: $\text{chisq}(30) = 192.3668$ (p-value = < 2.22e-16)

Autocorrelation test (1): normal = -7.142268 (p-value = 9.1803e-13)

Autocorrelation test (2): normal = -0.6345395 (p-value = 0.52573)

Wald test for coefficients: $\text{chisq}(18) = 1524.336$ (p-value = < 2.22e-16)

Wald test for time dummies: $\text{chisq}(4) = 80.26707$ (p-value = < 2.22e-16)

また, 全期間2006年～2021年の分析で, 株主還元率の係数は正で有意だったが, 同様の傾向は, 2006年～2011年の期間の場合にのみ確認でき, 後半の2017年～2021年の期間では, 株主還元率の影響を確認できなくなる。2006年～2011年の期間には, リーマンショックの影響があるなど, マクロ的な経済環境の変化が影響している可能性もあるが, 株主への利益還元と流動性資産保有との関係についても, 近年, 変化が起きている可能性を示唆している。

表 6：2017～2021 年の流動性比率への影響要因に関するダイナミックパネル分析

	Estimate	Std. Error	z-value	Pr(> z)
流動性比率 (1期前) (現預金+有価証券)/総資産×100)	0.760	0.121	6.295	0.000 ***
総資産成長率	-0.028	0.063	-0.445	0.656
負債総額あたりの有利子負債割合	1.699	1.857	0.915	0.360
有利子負債あたりの借入金総額	-0.008	0.009	-0.920	0.358
株主還元率 (支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券)	-0.001	0.002	-0.742	0.458
社外取締役割合	0.005	0.019	0.240	0.810
持合い株式比率(1期前) (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)	-0.000	0.000	-0.575	0.565
機関投資家比率(1期ラグ)	-0.000	0.000	-0.523	0.601
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)(1期ラグ)	0.001	0.006	0.221	0.825
負債比率	-0.001	0.000	-1.933	0.053 *
ROA	0.001	0.002	0.652	0.514
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	0.006	0.003	1.817	0.069 *
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/総資産・前期×100)	0.002	0.001	2.535	0.011 **
総資産規模	0.000	0.000	1.780	0.075 *
売上規模	-0.001	0.000	-1.641	0.101
企業年齢	-0.001	0.000	-2.065	0.039 **
ROE	-0.000	0.000	-0.811	0.417
売上高あたりEBITDA比率	-0.059	0.049	-1.213	0.225

*は 10%水準, **は 5%水準, ***は 1%水準で, それぞれ, 統計的に有意であることを表す.

Sargan test: $\text{chisq}(25) = 49.17817$ (p-value = 0.0026875)

Autocorrelation test (1): normal = -4.134125 (p-value = 3.5631e-05)

Autocorrelation test (2): normal = -0.5819275 (p-value = 0.56062)

Wald test for coefficients: $\text{chisq}(18) = 1067.594$ (p-value = < 2.22e-16)

Wald test for time dummies: $\text{chisq}(3) = 12.51357$ (p-value = 0.0058158)

機関投資家持ち株比率や持合い株式比率の影響については, 2つの期間で, 大きな相違を確認できる. 2006年～2011年の期間では, 機関投資家持ち株比率の係数は負で有意であり, 機関投資家持ち株比率の高さは, 過剰な流動性資産保有を抑制する方向に働いている. ところが, 2017年～2021年の期間では, 機関投資家持ち株比率と流動性比率との間には, 有意な関係を見出すことができない.

持合い株式比率については, 2006年～2011年の期間では, 予想に反し, 係数は負で有意であり, 持合い株式比率の高さは, 過剰な流動性資産保有を抑制する方向に働いている. ところが, 機関投資家持ち

株比率と同様に、2017年～2021年の期間では、持ち合い株式比率と流動性比率との間には、有意な関係を見出すことができない。このことから、コーポレート・ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードが策定された後、株主構成と流動性資産保有との関係には、変化が生じた可能性が高い。

この他、負債比率および企業年齢は、どちらの期間でも負で有意になり、2006年～2021年の全期間と同様の傾向である。また、投資機会の豊富さを表すトービンのQは、2006年～2011年では有意な関係を見いだせなかったが、2017年～2012年では、2006年から2021年の全期間での分析と同様に、当初の予想に合致する形で、係数が正で有意になっている。

(3) 株主還元率(支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券)への影響要因

上記(2)の分析で、コーポレート・ガバナンス・コード、および、スチュワードシップ・コードが策定された後に、株主構成と流動性資産保有との関係には、変化が生じていることを踏まえ、株主還元率への影響要因について、固定効果モデルを用いた分析を行った。本研究で取り上げた株主還元の指標は、(支払配当2年平均+自社株買い2年平均)/(現預金+有価証券)としているため、企業経営者が、手元の流動性資産を、保有し続けるのか、あるいは、株主に還元するのかという選択を表していると捉えることができる。株主構成と流動性資産保有との関係に、変化が生じているのであれば、この指標についても変化が生じていることが予想される。まず、全期間2006～2021年を対象として分析結果が、下記の表7である。この結果からは、株主還元率と企業特性との関係について、明確な傾向を見出すことはできない。

表7：全期間2006～2021年の株主還元率への影響要因に関する固定効果モデル分析

	Estimate	Std. Error	z-value	Pr(> z)
流動性比率(1期前) (現預金+有価証券)/総資産×100)	-4.761	27.087	-0.176	0.860
総資産成長率	-11.667	9.207	-1.267	0.205
負債総額あたりの有利子負債割合	384.850	1425.000	0.270	0.787
有利子負債あたりの借入金総額	0.548	4.928	0.111	0.911
社外取締役割合	4.783	20.285	0.236	0.814
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)(1期ラグ)	-0.143	0.308	-0.465	0.642
負債比率	-0.151	0.255	-0.590	0.555
ROA	-0.229	0.430	-0.533	0.594
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	1.056	3.029	0.348	0.728
営業キャッシュフロー総資産比率 (営	0.085	0.263	0.322	0.748
業キャッシュフロー/総資産・前期×100)				
総資産規模	-0.191	0.108	-1.769	0.077 *
売上規模	0.567	0.120	4.745	0.000 ***
企業年齢	0.126	0.568	0.222	0.824
ROE	-0.004	0.042	-0.095	0.924
売上高あたりEBITDA比率	9.159	21.916	0.418	0.676
社外取締役割合×17年ダミー	-10.191	19.173	-0.532	0.595

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ、統計的に有意であることを表す。

R-Squared: 0.00157, Adj. R-Squared: -0.1059, F-statistic: 1.6036 on 16 and 16339 DF, p-value: 0.059179

次に、機関投資家持ち株比率および持合い株式比率を変数として取り入れ、ガバナンス構造の影響を考慮した分析について、コーポレート・ガバナンス・コード、および、スチュワードシップ・コードが策定される前の2006～2011年を対象とした分析結果が、下記の表8。策定後の2017年～2021年を対象とした分析結果が、次ページの表9である。

表8：2006～2011年の株主還元率への影響要因に関する固定効果モデル分析

	Estimate	Std. Error	z-value	Pr(> z)
流動性比率 (1期前) (現預金+有価証券)/総資産×100)	-2.468	1.183	-2.087	0.037 *
総資産成長率	0.079	0.297	0.265	0.791
負債総額あたりの有利子負債割合	51.165	62.843	0.814	0.416
有利子負債あたりの借入金総額	0.035	0.187	0.190	0.849
社外取締役割合	2.816	1.130	2.491	0.013 *
持合い株式比率(1期前) (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)	-0.002	0.022	-0.083	0.934
機関投資家比率(1期ラグ)	-0.004	0.016	-0.249	0.803
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)(1期ラグ)	-0.004	0.022	-0.179	0.858
負債比率	-0.013	0.012	-1.105	0.269
ROA	0.010	0.017	0.585	0.559
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	0.076	0.168	0.451	0.652
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/総資産・前期×100)	0.005	0.009	0.561	0.575
総資産規模	0.003	0.007	0.509	0.611
売上規模	-0.017	0.005	-3.362	0.001 ***
企業年齢	0.033	0.039	0.859	0.391
ROE	-0.002	0.003	-0.789	0.430
売上高あたりEBITDA比率	-0.205	0.766	-0.268	0.789

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ、統計的に有意であることを表す。

R-Squared: 0.00474, Adj. R-Squared: -0.301, F-statistic: 1.51084 on 17 and 5389 DF, p-value: 0.080903

全期間2006～2021年を対象とした分析とは異なり、この2つの分析では、相異なる特徴を確認できる。コーポレート・ガバナンス・コード、および、スチュワードシップ・コードが策定される前の2006～2011年では、前期末に流動性比率の係数は負で有意であり、手元に流動性資産を保有する傾向にある企業では、株主還元率が低くなるという、直観に即した傾向になっている。また、経営者への規律付けが期待される社外取締役の存在は、正で有意であり、株主利益に沿うよう、利益還元積極的になる傾向を確認す

ることができる。ところが、コーポレート・ガバナンス・コード、および、スチュワードシップ・コードが策定された後の2017～2021年では、こうした2つの傾向は、確認できなくなる。

社外取締役比率の影響が確認できなくなる理由は、コーポレート・ガバナンス・コードの中で、社外取締役の採用を求めた結果、多くの企業が社外取締役の採用を行ったために、株主への利益還元姿勢との関係が明確ではなくなったことが考えられる。逆に言えば、社外取締役を採用することが、利益還元を積極化するのではなく、利益還元に積極的な姿勢だった企業が、社外取締役の採用も行っていたとも解釈できる。

表9：2017～2021年の株主還元率への影響要因に関する固定効果モデル分析

	Estimate	Std. Error	z-value	Pr(> z)
流動性比率(1期前) (現預金+有価証券)/総資産×100)	-1.039	1.465	-0.709	0.479
総資産成長率	0.176	0.702	0.250	0.803
負債総額あたりの有利子負債割合	73.514	83.683	0.879	0.380
有利子負債あたりの借入金総額	0.069	0.318	0.218	0.827
社外取締役割合	0.506	1.147	0.441	0.659
持合い株式比率(1期前) (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)	-0.134	0.049	-2.738	0.006 **
機関投資家比率(1期ラグ)	-0.074	0.027	-2.703	0.007 **
外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)(1期ラグ)	0.139	0.628	0.221	0.825
負債比率	-0.014	0.018	-0.772	0.441
ROA	0.007	0.027	0.265	0.791
トービンのQ ((株式時価総額+負債合計)/総資産)	0.065	0.185	0.351	0.726
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/総資産・前期×100)	-0.002	0.012	-0.147	0.883
総資産規模	-0.149	0.029	-5.123	0.000 ***
売上規模	0.123	0.038	3.196	0.001 **
企業年齢	-0.007	0.055	-0.130	0.897
ROE	-0.003	0.006	-0.483	0.629
売上高あたりEBITDA比率	0.276	1.433	0.193	0.847

*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で、それぞれ、統計的に有意であることを表す。

R-Squared: 0.103, Adj. R-Squared: -0.428, F-statistic: 3.47932 on 16 and 487 DF, p-value: 6.3531e-06

また、2017～2021年を対象とした分析では、直観に反する形で、機関投資家持ち株比率の係数が負で有意になっている。このことは、流動性比率に関する分析で、2006年～2011年の期間では、機関投資家持ち株比率の高さは、過剰な流動性資産保有を抑制する方向に働いている一方、2017年～2021年の期間

では、機関投資家持ち株比率と流動性比率との間には、有意な関係を見出すことができないことと対応していると考えられる。スチュワードシップ・コードの策定により、機関投資家は、企業経営への積極的な規律付けを求められるようになったが、その結果、表面的な利益還元とは異なる方向で、経営への介入を強めている可能性も考えられる。

この他、持合い株式比率の係数は負で有意であり、持合い株式比率の高さが利益還元を消極化させる予想に合致した結果になっている。

4. まとめ

本研究では、企業の流動性資産保有行動の動機として、資金制約への保険的役割として肯定的な側面と、フリーキャッシュフロー仮説に由来する経営者のエンツレチメント(保身)を助長する否定的な側面の双方について、2006年から2021年の上場企業のパネルデータを用いて実証的に検証した。

前者の資金制約への保険的役割については、近い将来の資金需要に備えて流動性資産を保有する可能性について、流動性比率への影響要因に、前期末の流動性比率を説明変数として用いたダイナミックパネル分析による検証を行った。分析結果では、係数は正で有意になり、具体的な資金支出を見越して流動性資産を保有している証左は得られなかった。ただし、係数の大きさは1より小さいため、むしろ、中長期的に一定水準の流動性を保有する傾向があると考えられる。

後者のエンツレチメントの問題については、特に、2014年に策定されたスチュワードシップ・コード、2015年に策定されたコーポレート・ガバナンス・コードによってガバナンスが変化した影響について考慮した検証を行った。分析結果では、まず、株主への利益還元の積極性については、予想に反し、手元流動性を株主に還元することに積極的な企業ほど、流動性保有も多いという結果になった。ただし、そのような傾向は、スチュワードシップ・コード策定とコーポレート・ガバナンス・コード策定以降の2017～2021年のサンプルでは、確認できなかった。また、機関投資家の持ち株比率の影響については、予想通り、2006～2011年のサンプルでは負で有意になり、過剰な流動性保有を抑制する方向に影響している。しかし、2017～2021年のサンプルでは、有意な影響を確認できない。さらに、株主還元率への影響を確認すると、2006～2011年を対象とした分析では、明確な機関投資家持ち株比率の影響を確認できない一方で、2017～2021年を対象とした分析では、直観に反する形で、機関投資家持ち株比率の係数が負で有意になっている。スチュワードシップ・コードの策定により、機関投資家は、企業経営への積極的な規律付けを求められるようになったが、その結果、表面的な利益還元とは異なる方向で、経営への介入を強めている可能性も考えられる。

上記の結果から、スチュワードシップ・コード、および、コーポレート・ガバナンス・コードの策定以降、機関投資家が、企業経営に関与する姿勢は変化した可能性が高い。具体的にどのような行動変化が生じているかは、今後の検討課題である。

[参考文献]

- ・ Acharya, Viral V., Myers, Stewart C. and Rajan, Raghuram G.(2011) "The Internal Governance of Firms.," *Journal of Finance*," June 2011, v. 66, iss. 3, pp. 689-720.
- ・ 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, UlrikeHoshi, (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.
- Petersen, M. A. and R. G. Rajan (1997). "Trade credit: Theories and evidence." *Review of Financial Studies* 10: 661-691.
- SHIRAIISHI, Y., IKEDA, N., ARIKAWA, Y. and INOUE, K.(2019)"Stewardship Code, Institutional Investors, and Firm Value:International Evidence1," RIETI Discussion Paper 19-E-077.
- 内田浩史, 2013, 「企業間信用と銀行借入の代替性・補完性」 『国民経済雑誌』 第208巻第5号
- 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