寄稿論文

現金保有のメカニズムはどこまで特定できたか

藤谷 涼佑
（一橋大学）

山田 和郎
（京都大学）

要　旨

企業の現金保有に関する研究は多く蓄積されてきたが、日本企業の現金保有を解明したとは言い切れない。本稿は、現金保有の動機をどこまで識別できたかという観点から研究を整理し、自然実験と構造推定が識別の困難にどう応えてきたかを、その限界とともに検討する。

キーワード：現金保有，識別，自然実験，構造推定

1　はじめに

日本企業の現金保有が諸外国の企業より多いことは古くから知られており（Pinkowitz and Williamson, 2001）、研究者のみならず、政策と投資家の関心の対象であり続けてきた。多額の現金保有と低い資本収益性の組み合わせは、日本株への投資判断をめぐる論点であり（Kato et al., 2017）、2000 年以降に増加した利益が投資ではなく流動資産の蓄積に向かってきたと指摘されることもある（Kim et al., 2023b; Sher, 2014）。

企業がなぜ現金を保有するのかという問いに対しては、Opler et al.（1999）が体系的に議論して以来、多くの研究によりどのような企業が多くの現金を保有するのか、その現金が企業価値や投資とどう結びつくのかが検証されてきた[1)]。しかし、明らかになった相関関係の解釈には困難が伴う。ひとつの相関関係が互いに相容れない複数の説明と整合してしまうためである。

現金保有研究の直近の包括的なサーベイは Denis and Wang（2024）である。本稿はこれを主要な参照先としながら、実証研究が現金保有の動機をどこまで特定できたのかという軸から再整理する。本稿では、次の 3 点を検討する。第 1 に、既存の研究で指摘されている説明のレビューを行うとともに、それらの限界を説明する。第 2 に、説明の分類に先立って、これまでの研究が現金保有を経営者の選択によるものと想定しているのか、事業活動の結果として捉えているのかを検討する。第 3 に、メカニズムの識別に用いられてきた研究設計、すなわち自然実験と構造推定を、それぞれの限界を含めて議論する。最後に、日本企業のデータを用いて何を検証できるのかを述べる。

本稿の構成は次のとおりである。第 2 節では、実証研究の多い米国を主な対象に、決定要因研究の知見を整理する。第 3 節が本稿の中心であり、企業の現金保有行動の説明への識別がなぜ難しいのか、その困難に対して文献がどのような研究設計で応えてきたのかを扱う。第 4 節では、日本企業の現金保有の推移を確認したうえで、残された研究課題を挙げる。

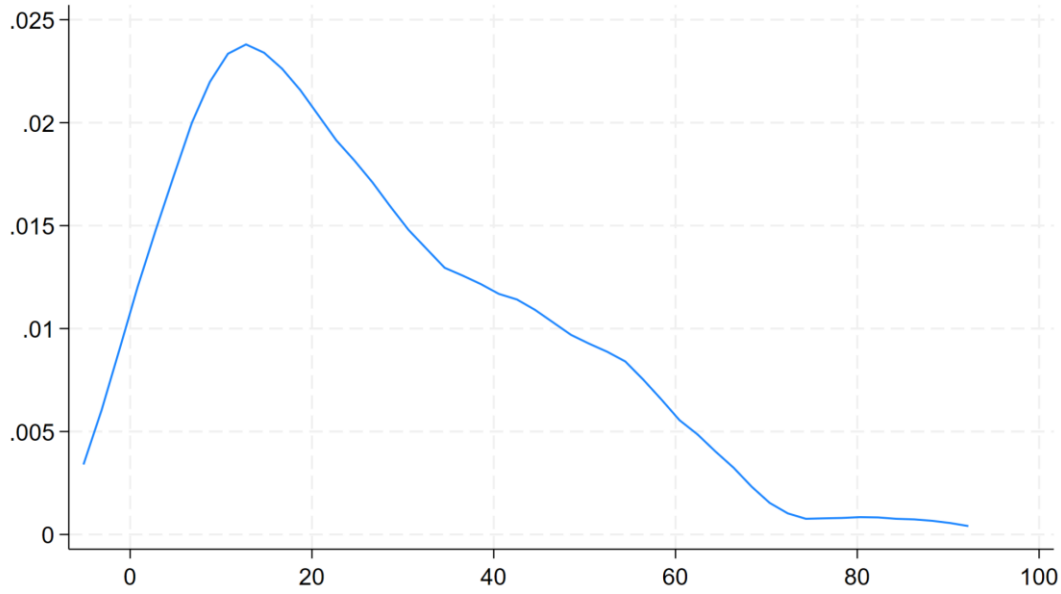
2　現金保有研究の現在地

では、企業の保有する現金保有量は企業のどのような特徴と関連するのであろうか。この問いに対しては、21 世紀に入って以降、多くの研究が取り組んでいる。研究の増加は、既存の実証研究の多くが依拠する米国における上場企業の現金保有比率が長期的に上昇してきたことに起因する。実際、米国企業の平均現金比率は 1980 年の 10.5%から 2006 年には 23.2%へと倍増した（Bates et al., 2009）[2)]。

2.1　横断面の分散をどのように説明できるか

企業ごとに保有現金量に違いがあることは、広く知られている。事実、日本の上場企業の中でも現金比率（現預金と有価証券の和を総資産で除したもの）の分散は大きい（図 1）[3)]。本稿では、先行研究で指摘されることの多い説明のうち、後の説明に必要なものを掲載することから始める。なお、これらを無条件に受け入れるのではなく、後に指摘するように、先行研究において、これら自体の定義が必ずしも明快ではなく、また現実の企業行動を完全に説明できているとは言えない。

図 1 2026 年 3 月決算企業の現金比率の分布



(注) 2026 年 3 月決算の非金融上場企業について、現金比率（現預金と有価証券の和を総資産で除したもの）を算出し、分布を密度で示した。縦軸は密度、横軸は現金比率（%）を表す。

第 1 に資本制約である。資本制約は、市場の摩擦により、企業が投資家から資金調達する際に負担する資本コストが増加することである。結果として、資金調達を控えることから過少投資になることが予想される。日本国内では、メインバンク制度が存在していた時代においては、メインバンク関係が強固であれば、情報の非対称性が低いことから、借り入れによる資金調達が容易であったことが確認されている（Hoshi et al., 1991）。そのような状態であれば、資本制約の程度が低いことから、内部に現金を余分にため込む必要性がない（Pinkowitz and Williamson, 2001; Shikimi, 2019）。

第 2 に予備的動機である。外部資金の調達には摩擦が伴うため、企業は将来の投資機会や資金繰りのリスクに備えて手元に現金を蓄える。この時、現金は株主価値を高める合理的な備えである。リスクの種類はいくつかに分類できる。1 つは、事業からもたらされる営業活動キャッシュ・フローの

ボラティリティである（Bates et al., 2009, 2018; Riddick and Whited, 2009）。もう 1 つは、投資活動によるキャッシュ・フローである。たとえば、研究開発型企業や技術依存型企業は、追加の実験が必要になる、技術革新により、追加的な開発が必要になるといった臨時的な支出が発生する可能性がある。その可能性が高い企業ほど、事前の段階で保有現金を増加させる（Holmström and Tirole, 1998, 2000）。

さらにキャッシュ・フローのリスクという意味では、突発的なポジティブなキャッシュ・フローをもたらす事象も含まれる。近年の日本企業の開示資料を確認すると、将来の他社買収のための原資として現金を保有するとの記述を見かける。一定の確率で発生する事象という意味ではリスク事象である。ただ、当該買収をしなければ企業の存続が短期的に危ぶまれるわけではない。

第 3 にエージェンシー問題である。株主と経営者の間の利害の不一致が、現金保有につながるとの指摘もある。経営者が株主価値最大化を目指さない状況において、たとえば過少投資をすることで、現金保有量を増加させるといったものである。それは結果として株主価値の毀損につながる。一方で、過大投資により、現金保有量を減少させるとの見方もある（Jensen, 1986）。Dittmar and Mahrt-Smith（2007）は、ガバナンス構造の弱い企業では現金 1 ドルの限界価値が 0.42 ドルから 0.88 ドルにとどまると推定し、抱え込まれた現金が非効率に使われていると指摘している。

留意するべき点を 2 つ挙げる。第 1 に、この議論は株主と経営者が分離している上場企業を前提としている。株主と経営者が一致している非上場企業の場合であれば、エージェンシー・コストは低い。第 2 に、既存の研究では、企業の持つ現金は誰のものなのか、という問いについては曖昧にされている。法人実在説に基づくならば、法人の持つ現金は、あくまで法人が所有する。株主は金融契約の証書である株券を持つにすぎない。株主が企業の現金を所有する根拠は希薄である。

第 4 に本国還流税（レパトリエーション）による説明である。多国籍企業は、海外子会社で得た利益を本国へ送金（還流）する際の課税を避けるため、利益を現地に現金として留保する。逆に言えば、多国籍企業のみを対象とするものである。なお、日本では、日本企業が海外子会社から受け取る配当の 95%が課税対象から外れる外国子会社配当益金不算入制度が、2009 年に導入されている。この制度の下では、海外子会社の利益を配当として本国へ送金する際の課税は小さいため、課税を避ける目的で利益を現地に現金として留保する動機は弱いと考えられる。したがって、2009 年以降の日本企業については、この説明が当てはまる余地は小さいかもしれない。

第 5 に標本構成企業の性質の変化に着目するものである。多くの先行研究が分析対象とする米国では、IPO の減少と上場廃止の増加により、1990 年代後半から上場企業数が減少している（Doidge et al., 2018）。さらには、IPO 企業自体も無形資産に依存した企業が増加している（Begenau and Palazzo, 2021）など、その構成が大きく変化している。経済の中での偏った企業に限定していること、またそもそも企業の構成が変化している可能性もある。標本を構成する企業の性質が変われば、各時点の横断面で観察される現金保有の分布やその決定要因との関係も変わりうる。したがって、横断面の分散を説明する際にも、どのような企業が標本に含まれているかに留意する必要がある。

2.2　現金の限界価値

他のアプローチとして、現金保有量の多寡ではなく、現金保有の限界価値を算出するというアプローチもある。つまり、現在の現金保有量ではなく、追加的な現金保有の価値、つまり現金の限界価値について検討をする必要がある（Bolton et al., 2024）。

1 円を追加的に保有する価値が 1 円を超えるのは上述の資本制約にあるために外部からの調達コストが高い状況が該当する（Faulkender and Wang, 2006）。たとえば、1 円を調達するのに 10%のコストが発生する企業にとっては、1 円を追加的に保有することには 1.1 円の価値がある。一方でエージェンシー問題などにより、必要な投資を取りやめてまで貯蓄された 1 円の価値は 1 円を下回る。日本においては、山口・馬場（2012）が、有益な投資機会が乏しい一方で保有現預金が大きい、過少投資が想定されるサブグループにおいては 1 円の価値が 1 円を下回ることを明らかにしている。

3　現金保有研究の難しさ

前節では、現金保有を説明する主な説明と、現金の価値に関する実証研究を整理した。ただし、ある動機と整合する関係が観察されても、その動機によって現金が保有されていると判断できるわけではない。まず、現金保有量そのものが経営者による選択の対象なのか、それとも投資や資金調達、ペイアウトなどの意思決定の帰結なのかという問題がある。さらに、現金保有量を選んでいるとしても、その選択を生む動機は複数考えられる。本節では、これらの問題を順に整理し、説明を区別するための研究方法とその限界を検討する。

3.1　現金の位置づけ

現金保有研究では、経営者が現金保有量を選ぶと捉えるか、他の意思決定の帰結として捉えるか、必ずしも統一した考え方が取られているわけではない。前者は、経営者が最適と考える現金水準を達成しようとする見方である。後者は、投資や資金調達、ペイアウトなどの意思決定が先にあり、現金保有量はその結果として機械的に決まるという見方である。

この区別は、企業特性と現金保有量との関係を解釈する際に問題となる。現金を選ぶと捉えるなら、その検証結果は、企業ごとに望ましい現金水準が異なることの反映と解釈できる。他の意思決定の帰結と捉えるなら、検証から明らかになるのは、投資や資金調達、ペイアウト等の意思決定が企業ごとに異なっていると解釈されるだろう。

現金保有量を企業の選択と想定している研究として、Riddick and Whited（2009）の動学モデルがある。企業が最大化するのは、株式発行とその費用も反映した株主に帰属する純キャッシュ・フローの現在価値の期待値である。そのために、資本ストックと現金の次期水準を毎期選択することが想定されている。現金保有それ自体から便益が得られるわけではないが、外部資金の調達に費用がかかるため現金を保有する。現金を選ぶという想定は、株主価値の最大化に限られない。Nikolov and Whited（2014）では、経営者は自らの効用を最大化するために、資本ストックと現金を選ぶ。経営者は現金の一部を私的に流用でき、その便益が効用に直接含まれる。いずれの理論モデルにおいても、現金の蓄積自体を目的としていなくても、現金保有量は企業の選択の対象である。

他方で、投資や資金調達に伴う資金の過不足によって現金が増減すると想定する研究群もある。資金調達のヒエラルキー（financing hierarchy）による説明によれば、現金に最適な水準を想定せず、企業は内部資金を投資に充て、余剰があれば負債を返済するか現金を蓄積し、不足すれば現金を取り崩して外部資金を調達する（Dittmar et al., 2003）。Opler et al.（1999）は、この仮説を目標水準への調整を仮定するモデルと並べて検証し、この説明が当てはまることを報告している。同様の説明と整合する結果は、欧州通貨同盟諸国の企業（Ferreira and Vilela, 2004）や、イタリアの非上場企業

（Bigelli and Sánchez-Vidal, 2012）でも報告されている。他にも、ペイアウトの決定（Dao and Maggi, 2018）や税務上の決定（Faulkender et al., 2019; Foley et al., 2007）が現金保有の特性を説明できるという研究も蓄積されている。これらの結果は目標水準への調整を排除するものではないことに注意が必要ではあるが、現金の蓄積を税務上の最適化の副産物とする説明であり、現金に最適な水準が存在しないという仮説とは区別される。

3.2　識別問題の所在

現金を確保するために投資や配当を調整したのか、それらの意思決定の帰結として現金が残ったのかは、前項で見たとおり、観察データだけでは判別できない。さらに、たとえ現金保有量を経営者が選ぶと仮定したとしても、株主の利益のための選択か、経営者自身の利益のための選択かは別に確かめる必要がある。

たとえば、企業が利益の一部を現金として蓄積し、後の投資をその現金で賄ったとする。予備的動機による説明では、将来の資金調達が高くつく場合にも、収益性のある投資を実行できるように現金を確保したと考える。エージェンシー・コストによる説明では、経営者が外部の資金提供者によるモニタリングを避け、自らの裁量で投資するために現金を留保したと考える。両者とも外部資金に頼らずに投資する行動を予想するが、前者は株主に有益な投資の実行を、後者は株主価値を損なう投資の実行を可能にするという点で異なる（Denis and Wang, 2024）。現金保有量と外部資金調達の有無だけでは、この違いを判別できない。

このように、観察している変数や相関の範囲では複数のメカニズムを区別できないことを、観察的同等性（observational equivalence）と呼ぶ。現金保有研究における識別（identification）の問題は、観察された関係をどのメカニズムに帰属できるかという問題である。複数の説明は同じ企業で併存しうるため、ある説明と整合する相関が得られても、それだけでは他の説明を排除したり、それぞれの寄与を判断したりすることはできない。

前項で述べた、税務上の意思決定の帰結として現金が蓄積するという説明も、予備的動機と同様の相関を予想しうる。R&D 集約度と現金保有量の正の関係は、研究開発の内容や収益性を外部の資金提供者が評価しにくく、資金調達が難しい企業ほど将来の投資に備えて現金を保有するという、予備的動機で説明できる。一方、研究開発から生まれる特許などの無形資産は、使用料や企業内取引を通じた低税率国への所得移転にも利用できる。本国への送金時に追加課税される制度の下では、その利益を海外に留めることで現金が蓄積しうる。Faulkender et al.（2019）は、米国の 2017 年税制改革以前を対象に、この 2 つの説明を検討している。R&D を予備的動機の代理変数として扱っても、現金保有量との正の相関だけでは税務上の説明と区別できない。

3.3　識別戦略の設計と限界

前項で見たように、観察された相関関係が複数のメカニズムと整合する場合、その相関を確認するだけでは現金保有を説明できない。現金保有研究では、この識別の困難に対応する方法として、自然実験と構造推定が用いられてきた。

第 1 の方法は、企業の投資機会等との関係で外生的とみなせる、現金や資金調達環境の変動を用いる自然実験（natural experiment）である。Duchin et al.（2010）は、2007 年に始まった信用危機を外部資金の供給に対するショックとして扱い、危機の前年に現金を多く保有していた企業ほど、危機

後の設備投資の減少が小さいことを示した。危機以前の期間に同じ推定を行っても同様の結果は得られず、2001 年 9 月の需要ショック後には逆の関係が観測される。これらの比較によって、需要の減少と資金供給の減少による説明を区別している。制度や政策の変更も利用できる。韓国は 2014 年に、利益のうち投資、配当、賃上げ等に向けられず、一定の基準を超えて留保された部分に課税する制度を導入した。Kim et al.（2023a）はこの制度変更を用いて、企業の現金蓄積が予備的動機などに基づく合理的な選択であったのか、それとも企業価値を損なう過剰な蓄積であったのかを検討した。純資産の閾値と財閥への所属による課税対象の違いを用いた差の差の推定によって、対象企業が現金の積み増しをおよそ半分に減らし、配当と設備投資を増やしたことを示した。制度の公表に対する株価反応は正であり、現金 1 ドルの限界価値も 0.60 ドルから 0.94 ドルへ上昇した。これらの結果は、改革前の現金蓄積が過剰であったという説明と整合的である。ただし、ガバナンスの弱い企業では削減された現金が配当ではなく投資に向かい、企業価値の改善は観測されなかった。

第 2 の方法は、企業の投資、資金調達、現金保有の意思決定をモデル化し、構造推定（structural estimation）やカリブレーションを通じてデータと対応づけることである。資金調達費用や担保制約などを明示し、モデルが生み出す現金保有や投資等の統計的特徴をデータと照合することで、各メカニズムの定量的な重要性を検討する。さらに、特定の条件を変更した反実仮想（counterfactual）を計算し、その条件が変化しなかった場合との比較から寄与を評価できる。Falato et al.（2022）は、有形資産のみが担保となるモデルをカリブレーションし、無形資産へのシフトが負債の調達能力を狭め、現金保有を促す経路を分析した。無形資産へのシフトがなかった場合との比較から、平均現金比率の上昇の約 4 分の 3 をこの経路で説明できることを示した。Begenau and Palazzo（2021）は、新たに上場する企業の特性の変化が、米国上場企業の現金保有の長期的増加をどの程度説明できるかを検討した。とくに、上場時の収益性は低いが成長余地の大きい研究開発集約型企業が、将来の投資に備えて現金を保有する経路に着目している。現金保有や投資、株式発行等の統計量を用いて動学モデルを推定し、上場時の生産性や産業構成が変化しなかった場合との比較から、その寄与を評価している。ただし、データへの適合だけでメカニズムが一意に識別されるとは限らず、寄与の評価には、モデルの仮定や対応づける統計量を変えた場合の頑健性の検討が必要である。

実証分析に限定すれば、近年の日本企業を対象とした研究でも、識別の困難に対応した研究がみられる。確定給付年金の数理計算上の差異を予期された流動性ショックとして用いた研究（Sasaki, 2015）、政府サーベイの私的情報から現金の充足感を直接に観測した研究（Orihara, 2025）に加え、自然実験を用いた分析、理論モデルを組み合わせた実証的な検証も日本を対象に行われている（Fujitani et al., 2024; Fujitani et al., 2025; Hattori et al., 2023）。実証分析においては、ユニークなデータを用いた研究の重要性が増すことが予想される。

4　日本企業への含意と今後の課題

以下では、前節までに整理した現金保有の説明と、それらを実証的に区別する際の課題を踏まえ、日本企業の現金保有を検討する。まず保有水準の推移と分布を確認したうえで、その背景について既存研究がどこまで説明できているかを考える。

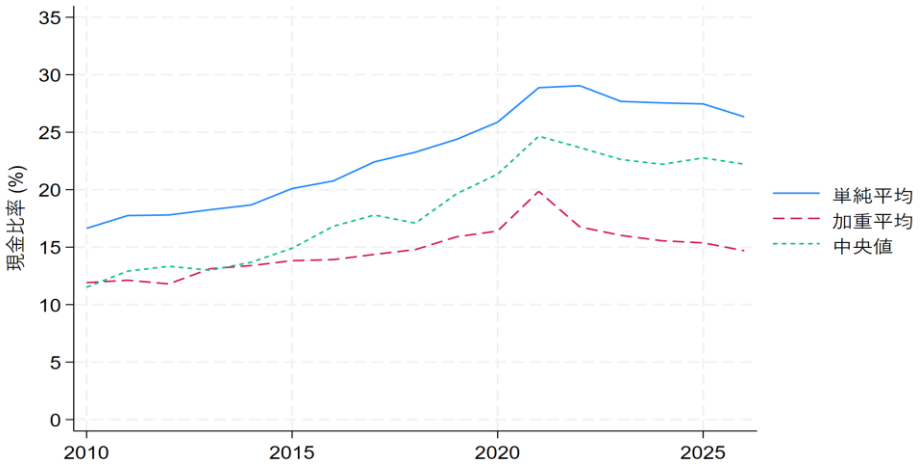
4.1　日本企業の現金保有の現状

我が国においては、上場企業の現金保有が増加傾向にあることが指摘され続けている。この理解は正確なのだろうか。また、どの程度までが既存の研究によって説明できているのであろうか。

図 2 は 2010 年から 2026 年までの現金比率の単純平均、加重平均および中央値の推移を掲載したものである。2010 年から 2021 年あたりにかけて増加傾向にあることが確認できる。ただし 2020 年を過ぎたあたりからは若干の減少傾向にある。増加傾向にあるというよりは高止まり傾向にあるといえるだろう。なお中央値と単純平均にはおおむね 4~5 ポイント程度の乖離がある。単純平均のほうが中央値より高いことから、一部の企業の現金比率が高いことが示唆される。さらに興味深いのは加重平均の結果である。2010 年に 11.9%だったものが、（2021 年のみ突発的に 20%にまで上昇したのを除くと、）2020 年あたりには 16%に増加したのちに 14.6%にまで低下する。計測期間中の増加幅は、2.7 ポイントに過ぎない。加重平均の増加が単純平均と比較してなだらかであるのは米国においても観察されている（Graham and Leary, 2018）。ここでは加重平均は企業の総資産でウェイトを作成している。単純平均に対して加重平均の値の変動が穏やかであることは、規模の大きな上場企業の現金保有は、比率としてはそれほど大きく増減しておらず、比較的規模の小さい企業で現金の蓄積が進んでいる可能性がある。

さらには企業ごとの差が大きいことは、横断面での描写からも確認される。図 1 は、標本の最終年である 2026 年 3 月決算の企業に限定して、現金比率の分布を描写した。予想通り、分布は右に歪んでいることが確認される。形状にやや違いはあるものの、右に歪む分布であることはほかの観測年においても確認されている。分散が大きいということは、企業ごとの保有現金水準が異なることを意味する。保有量を決定する要因は、それぞれ異なることを示唆している。

図 2 現金比率の推移



(注) 2010 年から 2026 年の 3 月決算の非金融上場企業について、現金比率（現預金と有価証券の和を総資産で除したもの）を算出し、年ごとの単純平均、加重平均（総資産加重）および中央値をプロットした。縦軸は現金比率（%）を表す。

4.2　残された課題

第 1 に、株式持合いやメインバンク関係といった日本特有の環境が、日本企業の現金保有をどこまで説明するのかは未解明のままである。第 2 節で整理した枠組みで読み直そう。日本の非金融企業

を対象とした検証では、取引費用と予備的動機に基づくモデルによって、現金保有の変動の約 8 割が説明されるという推計がある（Sher, 2014）。近年の現金保有の増加の理由については、無形資産比率の増加が 2004 年以降の現金保有の増加の約 25%から 30%を説明し、実効税率の低下は上場企業で同じ増加の約 4%を説明するという発見がある（Kim et al., 2023b）。それでも未解明な部分は大きい。未解明な部分は 2 つに分けられる。1 つは、企業特性によって説明できない部分である。企業特性を統制しても、2004 年から 2007 年の日本企業は、米国企業より 13 から 14 ポイント多く現金を保有していた（Kato et al., 2017）[4)]。この差異は、株式の持合いやメインバンク関係といった、日本に固有の制度に帰されることが多い。もう 1 つは、制度による説明が挙げられていても、そのメカニズムが識別されていない部分である。銀行の影響力は、そのなかで経路と符号まで特定して検証された数少ない要因である。第 2 節で見たように、銀行との関係が密であれば、企業は現金を厚く持つ必要がない。逆に銀行の交渉力が強い場合には、レントの抽出を通じて企業の現金が積み上がるとも考えられる（Pinkowitz and Williamson, 2001）。制度が要因となって現金保有が増加したのだという主張は、その制度が第 2 節で見た説明のどれをどの向きに動かすのかを述べて初めて、検証可能な命題になる。

第 2 に、無形資産の比重の高まりが担保と資本制約をどう変えるかは、まだ十分に測られていない。特に若い企業ほど、無形資産に依存する事業を行っている。無形資産担保の実務が導入されようとしている中で、これが企業の現金保有の決定にどれほど影響を与えるだろうか。第 3 に、上場企業に偏らない標本の確保が必要である。上場企業と非上場企業では、資本制約やエージェンシー問題の程度などが大きく異なることから、両者を含めた研究の進展が望まれる。

【付記】

本稿は科学研究費（23K22131; 23K01477; 26H01959）の成果の一部である。本文の校正作業に、生成 AI（Claude Sonnet 5.5）を使用した。なお、その使用部分を含め、本稿のすべての誤りについては著者が責任を負う。

【注】

1) 現金保有に関するレビュー論文はすでに多く存在する。たとえば、特に日本語では中岡（2019）と山田（2025）が包括的な現金保有に関するレビューを行っている。英語でも主要なレビュー論文がいくつかある。本稿執筆時点で最も新しい包括的なレビューとしては、Denis and Wang（2024）が挙げられる。このほか、Almeida et al.（2014）と Bolton et al.（2024）にも特色がある。Almeida et al.（2014）は、おもに Holmström and Tirole（1998）で用いられた、モラルハザードの存在する下での流動性資産保有動機の確認から始まり、様々な文献の紹介を行っている。また、Bolton et al.（2024）は、現金の限界価値を主軸として既存研究の整理を行っている。

2) もっとも、約 1 世紀の歴史をたどれば、この水準は前例のないものではない（Graham and Leary, 2018）。さらに Graham and Leary（2018）は、単純平均と加重平均の乖離が近年に固有の現象であることを指摘する。1980 年以降に高い現金比率で新規上場した小規模な成長企業、とりわけ NASDAQ 上場企業が単純平均を押し上げた一方、加重平均は比較的安定していた。

3) 図 1 および図 2 の作図に用いたデータは日経 NEEDS FinancialQuest2.0 より取得した。決算期間が 12 か月の個票に限定している。金融機関や ETF などを除いた。現金比率は現預金と有価証券の和を総資産で除したものとして定義している。

4) 1989 年から 2009 年における 41 か国を対象とした国際比較を行った Chen et al.（2015）によると、日本の上場企業の中央値は 13.9%であった。これは、香港（16.6%）に次いで、中国（13.9%）と同水準であった。なおその後にはブラジル（13.0%）、トルコ（12.7%）が続く。

【引用文献】

Almeida, H., Campello, M., Cunha, I., Weisbach, M., 2014. Corporate liquidity management: a conceptual framework and survey. Annual Review of Financial Economics 6, 135-162.

Bates, T., Chang, C., Chi, J., 2018. Why has the value of cash increased over time? Journal of Financial and Quantitative Analysis 53, 749-787.

Bates, T., Kahle, K., Stulz, R., 2009. Why do US firms hold so much more cash than they used to? Journal of Finance 64, 1985-2021.

Begenau, J., Palazzo, B., 2021. Firm selection and corporate cash holdings. Journal of Financial Economics 139, 697-718.

Bigelli, M., Sánchez-Vidal, J., 2012. Cash holdings in private firms. Journal of Banking & Finance 36, 26-35.

Bolton, P., Chen, H., Wang, N., 2024. The marginal value of cash: corporate savings, investment, and financing. Annual Review of Financial Economics 16, 295-324.

Chen, Y., Dou, P., Rhee, S., Truong, C., Veeraraghavan, M., 2015. National culture and corporate cash holdings around the world. Journal of Banking & Finance 50, 1-18.

Dao, M., Maggi, C., 2018. The rise in corporate saving and cash holding in advanced economies: aggregate and firm level trends. International Monetary Fund.

Denis, D., Wang, L., 2024. Corporate cash holdings. In Denis, D. (Ed.), Handbook of Corporate Finance. Edward Elgar, 223-248.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. Journal of Financial Economics 83, 599-634.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H., 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 111-133.

Doidge, C., Kahle, K., Karolyi, G., Stulz, R., 2018. Eclipse of the public corporation or eclipse of the public markets? Journal of Applied Corporate Finance 30, 8-16.

Duchin, R., Ozbas, O., Sensoy, B., 2010. Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. Journal of Financial Economics 97, 418-435.

Falato, A., Kadyrzhanova, D., Sim, J., Steri, R., 2022. Rising intangible capital, shrinking debt capacity, and the US corporate savings glut. Journal of Finance 77, 2799-2852.

Faulkender, M., Hankins, K., Petersen, M., 2019. Understanding the rise in corporate cash: precautionary savings or foreign taxes. Review of Financial Studies 32, 3299-3334.

Faulkender, M., Wang, R., 2006. Corporate financial policy and the value of cash. Journal of Finance 61, 1957-1990.

Ferreira, M., Vilela, A., 2004. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. European Financial Management 10, 295-319.

Foley, C., Hartzell, J., Titman, S., Twite, G., 2007. Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. Journal of Financial Economics 86, 579-607.

Fujitani, R., Hattori, M., Mineyama, T., 2024. Passive and proactive motivations of cash holdings. Tokyo Center for Economic Research Paper No. E-200.

Fujitani, R., Iwata, K., Yasuda, Y., 2025. How does stock liquidity affect corporate cash holdings in Japan? A pre-registered study. Pacific-Basin Finance Journal 94, 102969.

Graham, J., Leary, M., 2018. The evolution of corporate cash. Review of Financial Studies 31, 4288-4344.

Hattori, M., Fujitani, R., Nakajima, J., Yasuda, Y., 2023. Real effects of corporate cash holdings: evidence from Japan. RIETI Discussion Paper No. 23084.

Holmström, B., Tirole, J., 1998. Private and public supply of liquidity. Journal of Political Economy 106, 1-40.

Holmström, B., Tirole, J., 2000. Liquidity and risk management. Journal of Money, Credit and Banking 32, 295-319.

Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D., 1991. Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups. Quarterly Journal of Economics 106, 33-60.

Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review 76, 323-329.

Kato, K., Li, M., Skinner, D., 2017. Is Japan really a “buy”? The corporate governance, cash holdings and economic performance of Japanese companies. Journal of Business Finance & Accounting 44, 480-523.

Kim, H., Kim, W., Kronlund, M., 2023a. Do corporations retain too much cash? Evidence from a natural experiment. Review of Financial Studies 36, 2839-2877.

Kim, S., Lopez Murphy, P., Xu, R., 2023b. Drivers of corporate cash holdings in Japan. International Monetary Fund.

Nikolov, B., Whited, T., 2014. Agency conflicts and cash: estimates from a dynamic model. Journal of Finance 69, 1883-1921.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics 52, 3-46.

Orihara, M., 2025. Corporate assessments of cash sufficiency and implications for business strategies. RIETI Discussion Paper Series 25, 1-25.

Pinkowitz, L., Williamson, R., 2001. Bank power and cash holdings: evidence from Japan. Review of Financial Studies 14, 1059-1082.

Riddick, L., Whited, T., 2009. The corporate propensity to save. Journal of Finance 64, 1729-1766.

Sasaki, T., 2015. The effects of liquidity shocks on corporate investments and cash holdings: evidence from actuarial pension gains/losses. Financial Management 44, 685-707.

Sher, G., 2014. Cashing in for growth: corporate cash holdings as an opportunity for investment in Japan. IMF Working Papers, 221.

Shikimi, M., 2019. Bank relationships and corporate cash holdings. Pacific-Basin Finance Journal 57, 101185.

中岡孝剛，2019，「企業の現金保有行動に関する考察：理論と実証研究のサーベイ」，『商経学叢』65，177-227 頁。

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』32，108-122 頁。

山田和郎，2025，『日本企業はお金持ちになったのか？―現金保有のデータ分析』，中央経済社。