



RIETI Discussion Paper Series 19-J-064

企業貯蓄の源泉と使途に関する実証分析

深尾 京司

経済産業研究所

池内 健太

経済産業研究所

金 榮慧

専修大学

権 赫旭

経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<https://www.rieti.go.jp/jp/>

企業貯蓄の源泉と用途に関する実証分析*

深尾 京司（一橋大学経済研究所・経済産業研究所）

池内 健太（経済産業研究所）

金 榮愨（専修大学経済学部）

権 赫旭（日本大学経済学部・経済産業研究所）

要旨

本論文は2003年から2015年までの『経済産業省企業活動基本調査』の調査票情報を用いて、企業貯蓄の源泉と用途について分析した。得られた主な結果は以下のとおりである。1) 世界金融危機の以前には大企業が企業貯蓄を増やしているが、2008年以降は中小・中堅企業が企業貯蓄を積み増しており、企業貯蓄の増加の主な源泉は当期純利益率の上昇であった。2) 金融危機以降、大企業は企業貯蓄を増やすより配当金を増やしていた。3) 企業規模と関係なく、企業貯蓄の用途は流動資産の積み増しであった。4) 企業貯蓄の用途先として、流動資産の積み増しや負債返済は製造業より卸売業と小売業が主導した。

キーワード：企業貯蓄、配当政策、流動資産の積み増し、負債返済

JEL classification: E20, G32

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません

* 本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「東アジア産業生産性」の成果の一部である。本稿の分析に当たっては、『経済産業省企業活動基本調査』の調査票情報を利用した。本論文に対して、矢野誠所長（RIETI）、森川正之副所長（RIETI）ならびに経済産業研究所ディスカッション・ペーパー検討会の方々から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。

1. はじめに

本論文は 2003 年から 2015 年までの『経済産業省企業活動基本調査』の調査票情報を用いて、企業貯蓄の源泉と用途について分析する。

金・深尾・牧野(2010)と深尾(2012)は「失われた 20 年」の特徴として、設備投資が著しく減少し、家計貯蓄も大幅に減少している一方、日本の企業貯蓄は急速に増加していることを発見した。これらの研究は設備投資の減少と企業貯蓄の増加による有効需要の減退が、慢性的な貯蓄過剰問題を悪化させ、日本の長期停滞を招く構造的原因の一つであったことを示唆している。このように企業部門における資本蓄積の減速と貯蓄増加は「失われた 20 年」と呼ばれた時期に観察される現象であった。しかしながら、異次元の金融政策が実施されて流動性供給を大きく増やしているいわゆる「アベノミクス」が始まった 2012 年以降でも、企業貯蓄は増え続けている。祝迫(2017)、福田(2017)、中村(2017)、Sher(2014)、Hosono, Miyakawa and Takizawa(2019)や Khan and Senga(2019)は近年も日本の企業貯蓄が高まっていることをマクロ・マイクロデータの分析を通じて確認している。また、福田(2017)と中村(2017)は企業貯蓄の増加傾向が日本企業の固有の問題ではなく、主要国に共通する現象であることを先行研究のサーベイを通して示している。この点について分析している代表的な海外研究として Bates, Kahle, and Stulz(2009)や Burfman, Martinez, and Artica(2013)、Chen, Karabarbounis, and Neiman(2017)がある。

本研究の目的は、『経済産業省企業活動基本調査』の調査票情報に記載されている貸借対照表の情報を用いて、日本企業の貯蓄の増加傾向について確認しその源泉と用途について分析することである。

本論文の構成は以下のとおりである。第 2 節では、企業貯蓄の企業規模別、産業別の推移を概観し、その源泉を明らかにした後、企業の配当政策について分析する。第 3 節では、企業貯蓄の企業規模別、産業別の用途の推移を示した後、企業の貯蓄性向について分析する。最後に、第 4 節で得られた結果をまとめて、結論を述べる。

2. 企業貯蓄の源泉はどこなのか。

2.1 企業貯蓄の推移

『経済産業省企業活動基本調査』は輸出入、R & D投資などの企業行動に関連する調査項目は多い一方で、貸借対照表に関連する情報はあまり詳しくなく、年によっては調査項目が変化している。企業貯蓄は税引き後当期純利益から配当金（中間配当額を含む）を引いたもので捉えることができるが、『経済産業省企業活動基本調査』の配当金（中間配当額を含む）の情報は2009年から調査対象から除かれているため、世界金融危機以前と以降の傾向の違いを分析することができない問題がある。このような問題を解決するために、2003年から調査項目に含まれている企業の純資産の内の利益剰余金の増分をフローの企業貯蓄として見なすことにした。

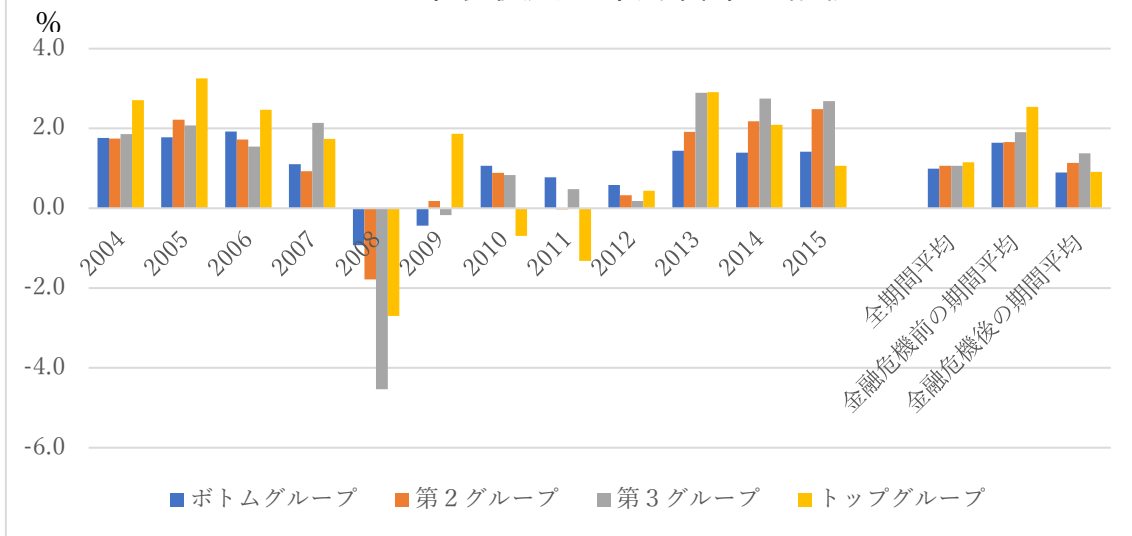
まず、企業貯蓄の推移は企業規模別と産業別にわけて概観していく。企業規模は以下のような区分を用いた。毎年産業ごとに名目売上高（商業の場合には売上高から仕入額を引いた商業マージン）の大きい順番に企業を並べ、各グループが産業全体の名目売上高合計の4分の1ずつなるように4つの企業規模区分を定義した。産業は、2桁レベルの産業区分を用い、『経済産業省企業活動基本調査』の全サンプルで名目売上高の合計が占める割合が大きい産業について（製造業、非製造業それぞれ4つずつ）企業貯蓄の推移を調べることにした。調査対象とした産業は電気産業、自動車産業、化学産業、機械産業、卸売業、小売業、その他の事業所サービス業、情報サービス業である。

企業貯蓄の推移をみる際には、各企業規模区分と各産業の企業貯蓄の合計額を全体売上高で割った比率を用いることにした。

図1は、企業規模別の企業貯蓄率（利益剰余金の増分）の推移を示したものである¹。

¹ ここで利用した企業貯蓄は利益剰余金の増分である。

図1. 企業規模別企業貯蓄率の推移



出所：『経済産業省企業活動基本調査』より著者作成

深尾（2012）は『法人企業統計調査』（財務省）を用いた結果から、企業貯蓄の大部分は大企業によって行われていることを発見している。中村（2017）も『法人企業統計調査』（財務省）を用いて企業貯蓄が中堅企業より大企業で大きいことを示している²。図1からは、世界金融危機以前の2004年から2007年までは深尾（2012）及び中村（2017）と同様にトップ企業グループが企業貯蓄を主導しているが、金融危機以降、特にアベノミクスが始まった2012年以降は第2・第3グループの中堅企業が主導していることがわかる。加えて、金融危機以降の企業貯蓄が拡大するまでに4年間の時間を要したこともわかった。金融危機以降、異次元の金融緩和のような金融政策が実施されたにもかかわらず、企業の設備投資は増えておらず、むしろ企業内部に資金が蓄積されていた。拡大金融政策が設備投資を引き起こす効果がなかったことについては、今後の研究課題にしたい。

² 中村（2017）の論文での企業貯蓄は本論文と違い最終利益に減価償却費を足して求めている。本研究と中村は企業貯蓄をフロー変数で見ている一方、他の多くの研究はストック変数として扱っているケースが多い。

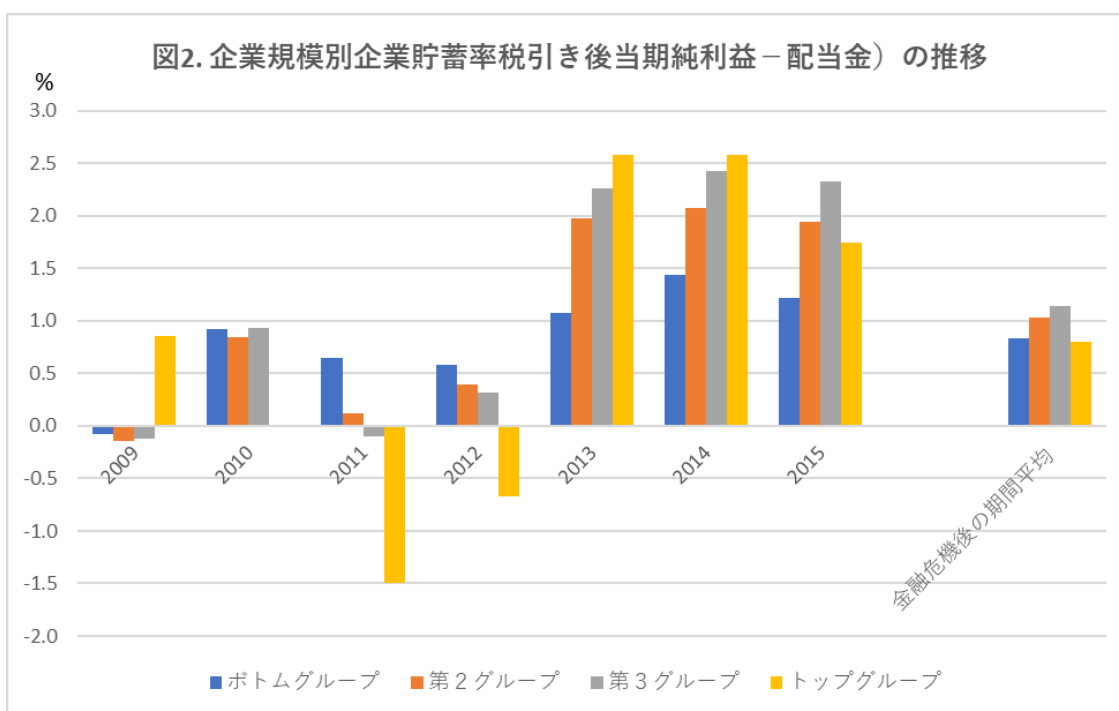


図2には、税引き後当期純利益から配当金（中間配当額を含む）を引いて、より正確な定義に従った企業貯蓄率を、測定が可能な2009年以降のデータについて、企業規模別に推移を示している。図2をみると、利益剰余金の増分で求めた図1の結果と同様な傾向を示していることがわかる。このため、これ以降の分析では企業貯蓄の定義として、図1で用いた利益剰余金の増分による定義を用いることとする。

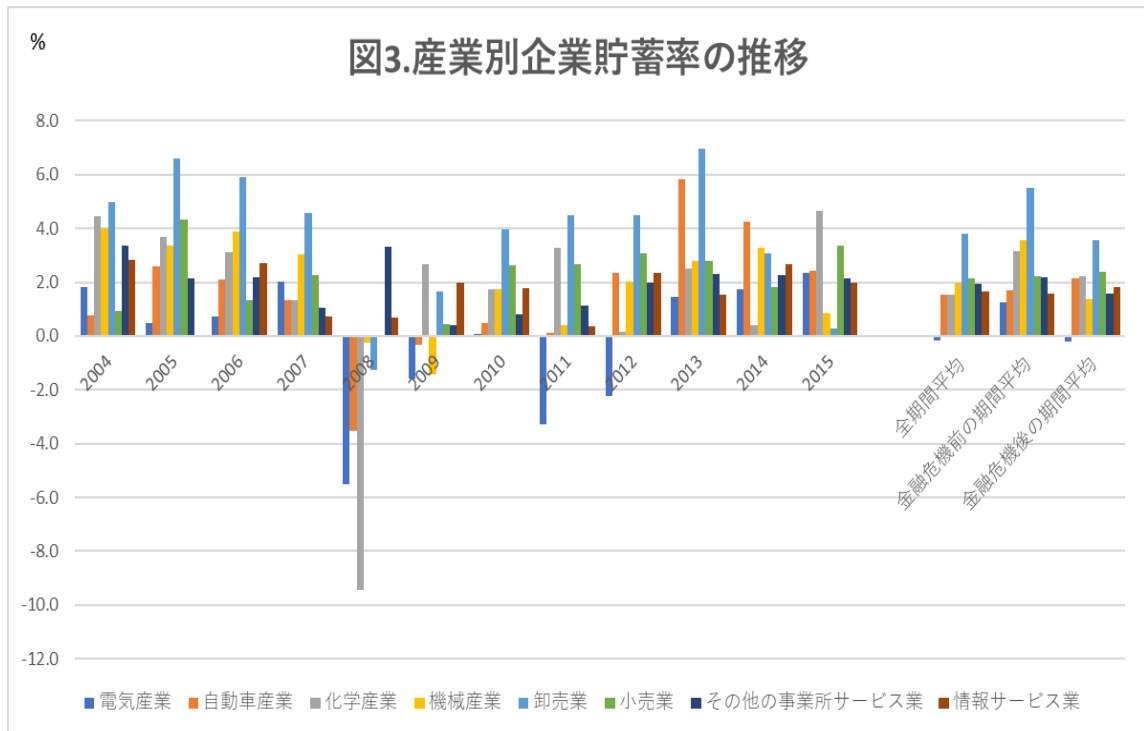


図3は、産業別企業貯蓄率の推移を示した結果である。全期間において卸売業、小売業などの非製造業が企業貯蓄の拡大を主導していることがわかる。これは、後藤（2014）が『法人企業統計調査』（財務省）の集計データを用いて分析した場合と同様の傾向である。製造業の中では、化学産業と機械産業が全期間にわたって企業貯蓄を増加させており、2012年以降は自動車産業の企業貯蓄率が高まっていることがわかる。

このように、企業規模別及び産業別に分けてみた結果として、世界金融危機が発生した2008年から2012年まで企業貯蓄率が大幅に低下したことがわかる。この結果は、Gruber and Kamin(2015)における、企業貯蓄の増加が世界金融危機直後である2007年から2009年までに顕著だった米国の結果とは対照的である。

2.2 企業貯蓄の源泉はどこなのか？

企業貯蓄の増加はその定義から税引き後当期純利益の増加と会社外へ流出する配当金の

縮小によって達成される。ここでは、企業貯蓄の増減が税引き後当期純利益の増加によるものなのか、それとも配当金の縮小によるものなのかについて検証する。

企業規模別、産業別の純利益率と配当比率を比較することで企業貯蓄の源泉がどこにあるかを識別する。純利益率は税引き後当期純利益の売上高に対する比率を、配当比率は配当金（中間配当額を含む）の売上高に対する比率で定義する。

以下の図4と図5では、企業規模別純利益率と配当比率の推移を示している。純利益率は2004年から2015年までの推移を示し、配当比率はデータの制約のため2009年から2015年の推移を示している。図4・図5をみると、純利益率は金融危機直後から大きく増加しているのに対し、配当比率は減少していない（むしろ緩やかに増加）ことから、金融危機以降の日本企業における企業貯蓄の源泉は純利益率の増加にあることがわかる。また、図4をみると、2010年から2012年までの期間を除き、企業規模が大きくなるほど純利益率は高くなる傾向がわかる。加えて図5では、ほぼ全ての期間で、配当政策は企業規模が大きくなるほど強くなっている傾向がわかる。これらの結果から、世界金融危機以降、大企業の企業貯蓄が中堅企業に比べて少ない理由は配当比率の増加にあったといえる。

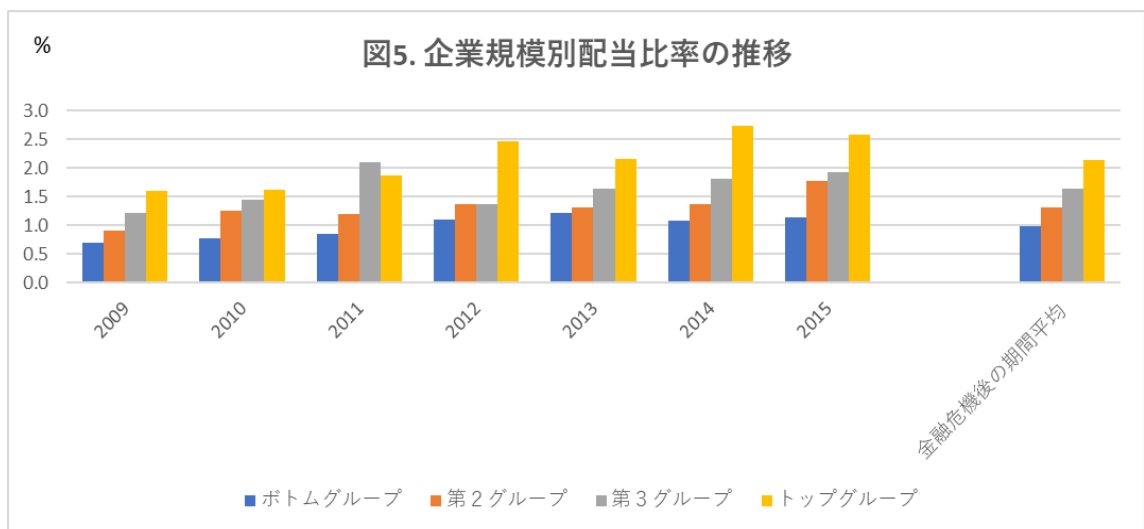
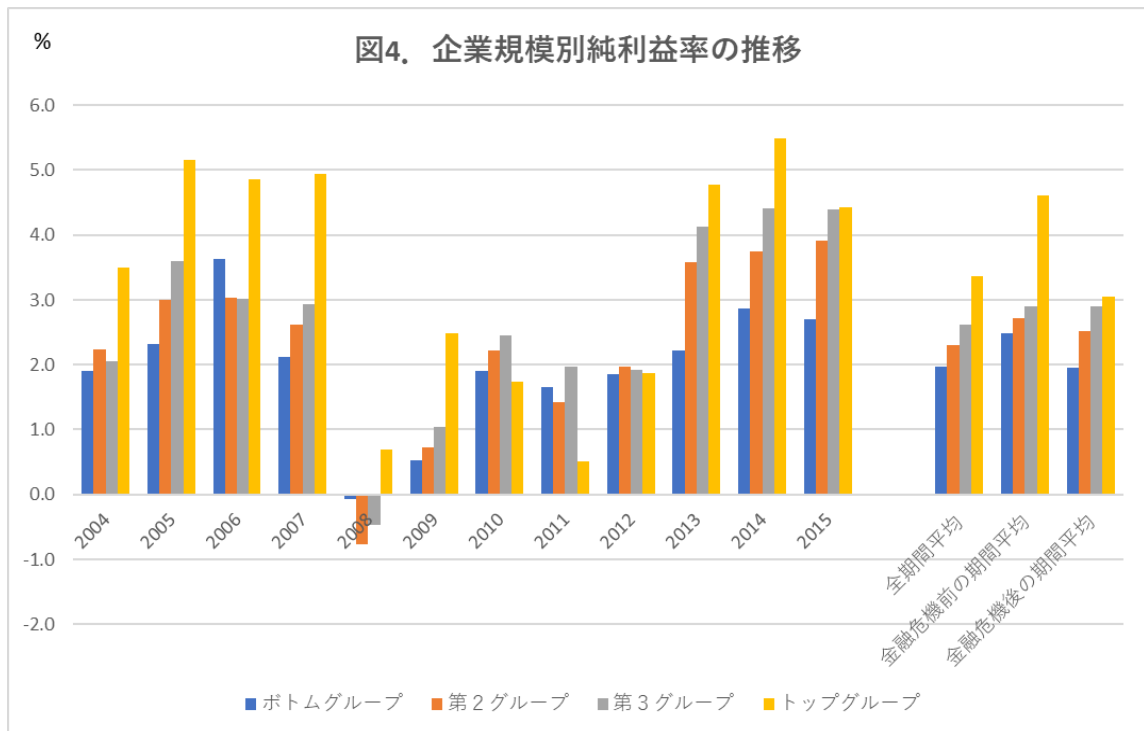
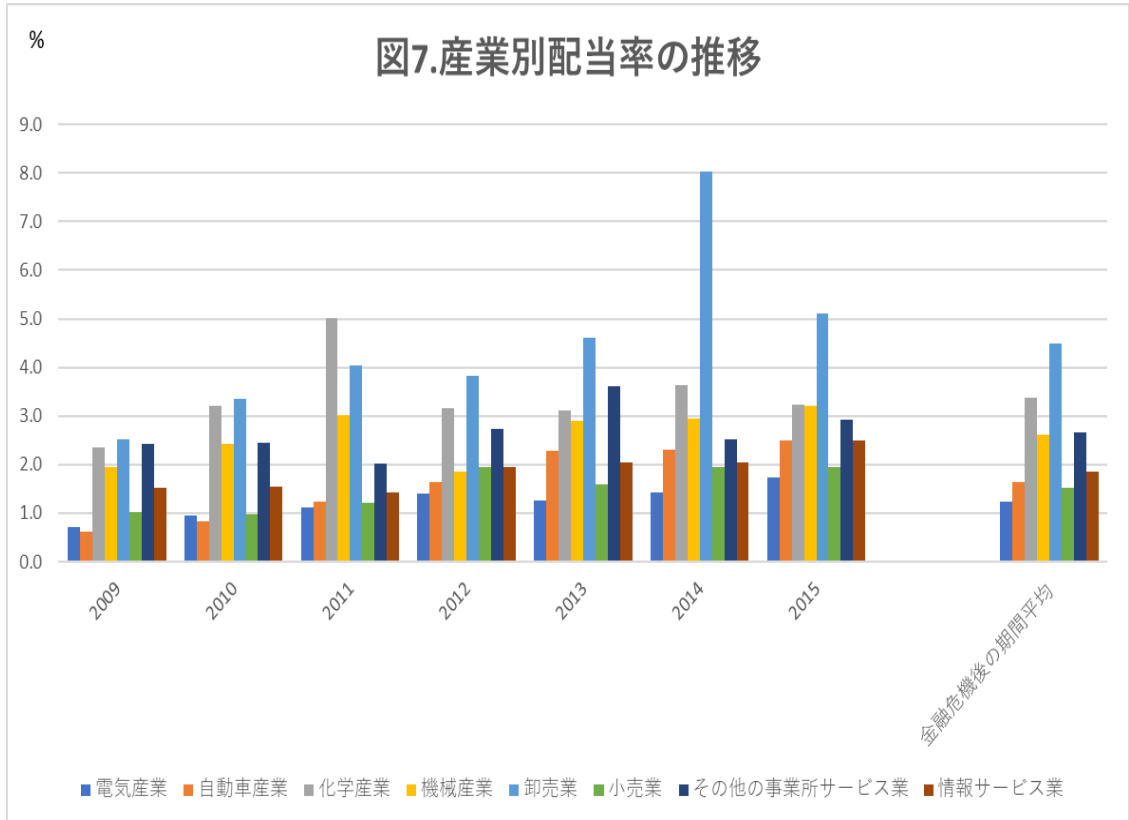
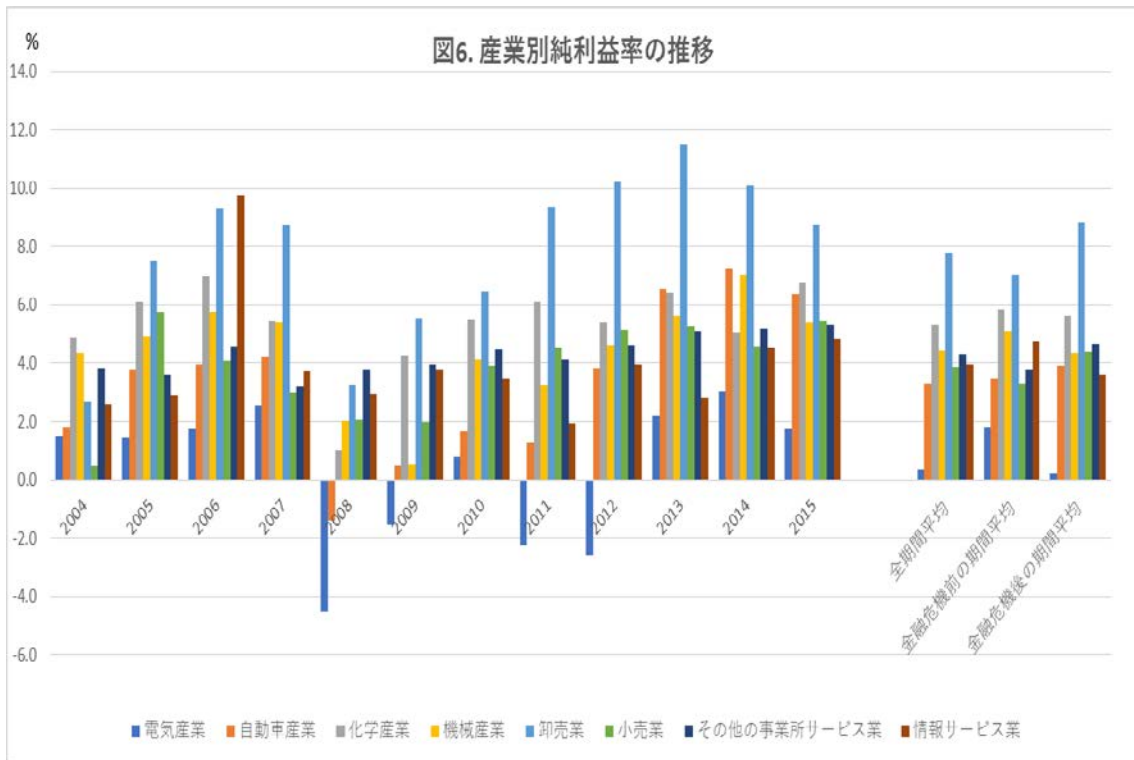


図6と図7は産業別の純利益率と配当比率の推移を描いたものである。



上記の図 6 と図 7 が示すように、産業別に分けてみても税引き後当期純利益の増加が企業貯蓄増加の源泉になっていることがわかる。

これらの結果から、企業貯蓄の源泉は収益率の改善にあることがわかる。また、大企業の企業貯蓄が中堅企業より少ないことは配当支払いの増加にあることも明らかである。収益率は企業内部の努力や戦略などで必ずしも改善されないが、配当政策は企業側が決定できることである。そこで、ここでは配当政策の決定要因を分析する³。配当政策は図 5 と図 7 で用いた配当金（中間配当額を含む）の売上高に対する比率（配当率）を用いて定義した。説明変数としては、まず第 1 に企業のパフォーマンスを示す TFP (Total Factor Productivity) と売上高営業利益率を用いた。上記の図からも、配当は純利益率が高い企業ほど大きくなる傾向が読み取れるため、TFP と営業利益率は配当政策とは正の関係になると考えられる。二つ目に、投資機会の代理変数として企業年齢、輸出企業ダミーや研究開発集約度を説明変数に加えた。比較的若い企業で、海外市場へ進出でき、研究開発投資を通じた製品イノベーションの可能性が高い企業ほど投資機会が多くある可能性が高いことから、これらの変数は配当政策に負の効果を与えると考えられる。三つ目に、コーポレートガバナンスに関する変数として、国内子会社ダミー、外資系企業ダミーや上場企業ダミーを説明変数として考慮した。子会社の配当は親会社によって決められ、上場企業も株主からの圧力を受けるため、得られた資金を内部留保よりも配当へ回される傾向が強くなるだろう。四つ目は、図 5 で企業規模別の配当政策の違いがあることがわかったため、従業者数の対数値を使って、企業規模をコントロールした。最後に、負債比率の効果も考慮した。負債が多い企業は利子の支払いが増えるため、配当政策が低くなると考えられる。

表 1 は配当政策の決定要因を推計した結果を示している。

³ 企業の配当政策に関するサーベイ論文として Allen and Michaely (2003) がある。日本企業の配当政策に関する先行研究として Dewenter and Warther (1998) と久保・齋藤 (2009) がある。

	配当金 (中間配当額を含む) /売上高					
	全産業		製造業		非製造業	
	係数値	標準誤差	係数値	標準誤差	係数値	標準誤差
lnTFP(t-1)	0.013	0.002***	0.003	0.001***	0.018	0.003***
営業利益/売上高 (t-1)	0.068	0.008***	0.080	0.006***	0.058	0.011***
ln(従業者数) (t-1)	0.000	0.000	0.001	0.000***	0.000	0.001
ln(企業年齢)(t-1)	-0.001	0.001	0.000	0.001	-0.001	0.002
輸出企業ダミー(t-1)	0.003	0.001***	0.000	0.001	0.006	0.001***
国内子会社ダミー(t-1)	0.013	0.001***	0.009	0.001***	0.014	0.002***
外資系企業ダミー(t-1)	0.026	0.004***	0.020	0.003***	0.031	0.006***
上場企業ダミー(t-1)	0.011	0.001***	0.008	0.001***	0.013	0.001***
(総負債/売上高) (t-1)	0.002	0.000***	-0.002	0.001***	0.002	0.000***
研究開発集約度(t-1)	0.042	0.012***	0.035	0.014**	0.056	0.020***
定数項	-0.010	0.003	-0.004	0.003	0.000	0.004
産業ダミー		○		○		○
年ダミー		○		○		○
観測値		75,672		24,518		51,154

注) 標準誤差は企業クラスト・ロバストである。*,**,***は 各々 10%,5%,1%水準で有意であることを意味する。

予想の通り TFP、営業利益率が高い企業、また上場企業、国内子会社、外資系企業では配当政策が有意に高いことが明らかになっている。一方で予想に反して、輸出と研究開発投資を実施している企業や負債比率が高い企業ほど配当政策が高いという結果が得られた。また、企業年齢と企業規模が配当政策に与える効果は有意なものではなかった。

なお、頑健性の確認として、サンプルを製造業と非製造業に分けても回帰分析を行ったが、いずれの場合もサンプル全体を対象にした推計結果と概ね一致している。製造業に限定したサンプルで、負債比率が高い企業ほど配当しないという予想通りの結果が出たことが全サンプルの推計結果と異なる点であった。最近の日本企業のパフォーマンス、行動、資本関係などを考慮すると、パフォーマンスが良く、上場企業、外資系企業中心に配当を増加させることになる可能性が高いため、今後日本企業による貯蓄は減少する可能性もある。

3. 企業貯蓄はどこへ使われたのか。

企業貯蓄の増分は一般的に設備投資の増分、流動資産の積み増しの増分、負債の返済の増分、国内外の関係会社への投融資の増分に分解されることになる。この節では企業規模別、産業別に企業貯蓄分がどこに使われたのかについて調べる。

表 2 には、企業規模別の企業貯蓄の用途について示している。企業規模別のグループ分けは 2 節と同様に行った。深尾 (2012) と祝迫 (2017) は、1990 年代後半から 2000 年代前半の時期には企業貯蓄が負債返済に充てられていたことを示している。本論文の分析は、2000 年代後半以降の時期、特に世界金融危機時期やいわゆる異次元の金融緩和と呼ばれる日本銀行が流動性を積極的に供給した期間が含まれている。期間区分は 2004 年から 2015 年までの全期間、2004~2007 年の金融危機以前の期間、2008~2015 年の金融危機以降の三つに分けた。

表 2 の結果は、企業規模とは関係なく、日本企業における企業貯蓄の最大の用途は流動資産の積み増しだったことを示している。ここで使用された流動資産には在庫資産も含まれている。また、表 2 の結果は、日本企業は債務削減を優先的にするとの先行研究の主張に整合的である。加えて、企業貯蓄を債務返済に充てる傾向は、世界金融危機以降よりもそれ以前において強いことがわかった。負債は、流動負債である支払手形・買掛金と短期借入金の合計と、固定負債である社債と長期借入金の合計を足したものである。設備投資は、有形固定資産額 (土地を含む) と無形固定資産額の合計の増分として定義したが、企業貯蓄は設備投資にはほとんど充てられていないことも確認できる。

また、概ね企業規模が大きいほど、設備投資が減少しているため、深尾 (2012) が日本経済の長期停滞の構造的原因の一つとして挙げた慢性的な貯蓄超過問題は、2000 年以降大企業によって持続されたとみられる。国内外関係会社への投融資は国内外関係会社への出資金と長期貸付金で計算した。企業規模が大きいほど、海外関係会社への投融資の規模が大きい。特に、世界金融危機以降の期間に海外関係会社への投融資の規模が増えている。国内の

関係会社への投融資は企業規模に比例しておらず、第3グループで最も多い。また、国内の関係会社への投融資規模は、金融危機以降よりも金融危機以前の期間に大きいという結果は、予想に反するものである。

企業規模	期間	設備投資	流動資産	負債返済	国内投融資	海外投融資
ボトムグループ	全期間平均	-2.4	6.9	2.1	0.8	1.6
	金融危機前の 期間平均	-0.9	11.3	-1.1	2.0	1.2
	金融危機後の 期間平均	-2.1	9.3	0.2	0.3	2.0
第2グループ	全期間平均	-2.1	12.9	-5.3	2.1	3.7
	金融危機前の 期間平均	2.9	22.6	-13.9	1.9	1.9
	金融危機後の 期間平均	-1.0	12.9	-6.4	1.7	4.9
第3グループ	全期間平均	-5.1	17.6	-11.6	4.0	4.2
	金融危機前の 期間平均	-0.7	23.8	-17.4	6.7	2.7
	金融危機後の 期間平均	-2.6	18.1	-12.0	2.6	4.9
トップグループ	全期間平均	-2.5	19.9	-18.1	1.8	10.9
	金融危機前の 期間平均	3.6	35.0	-33.5	5.0	7.0
	金融危機後の 期間平均	-1.1	14.7	-13.9	0.5	13.8

(備考)「負債返済」は、マイナスの場合は負債残高の減少(=企業貯蓄を返済に充てている)ことを示す。

また「設備投資」は、減耗を含めたネットの値であるため、マイナスの値をとり得る。

表3には、産業別の企業貯蓄の使途が示されている。企業規模別の結果と同様に、すべての産業において企業貯蓄の最大の使途は流動資産の積み増しであった。卸売業と小売業に属している企業は企業貯蓄の多くの部分を負債の返済に回している一方、他の産業は負債の返済にあまり充てていないことが特徴的である。また、金融危機以降、卸売業と小売業において設備投資の増加がみられるが、他の産業では見られなかった。

産業別	期間	設備投資	流動資産	負債返済	国内投融资	海外投融资
電気産業	全期間平均	-2.4	7.7	1.1	1.0	1.9
	金融危機前の期間平均	-0.6	12.8	-2.9	2.1	1.3
	金融危機後の期間平均	-2.1	9.8	-0.6	0.5	2.4
自動車産業	全期間平均	-2.4	7.2	1.8	0.9	1.7
	金融危機前の期間平均	-0.8	11.8	-1.7	2.0	1.2
	金融危機後の期間平均	-2.1	9.5	-0.1	0.4	2.2
化学産業	全期間平均	-2.5	8.4	0.2	1.1	2.2
	金融危機前の期間平均	-0.4	13.8	-4.1	2.2	1.4
	金融危機後の期間平均	-2.0	10.3	-1.5	0.6	2.8
機械産業	全期間平均	-2.5	7.9	0.9	1.0	1.9
	金融危機前の期間平均	-0.5	12.9	-3.0	2.1	1.3
	金融危機後の期間平均	-2.0	10.0	-0.9	0.5	2.5
卸売業	全期間平均	3.6	11.3	-3.1	0.6	3.3
	金融危機前の期間平均	0.8	13.3	-3.6	4.6	2.9
	金融危機後の期間平均	5.4	20.1	-11.1	-0.6	2.9
小売業	全期間平均	3.0	11.2	-3.9	-0.1	2.6
	金融危機前の期間平均	-0.2	14.3	-6.5	2.7	0.8
	金融危機後の期間平均	4.9	19.3	-10.7	-0.6	3.0
その他の事業所 サービス業	全期間平均	-2.5	8.1	0.6	1.1	2.1
	金融危機前の期間平均	-0.4	13.3	-3.4	2.2	1.4
	金融危機後の期間平均	-2.0	10.2	-1.2	0.6	2.6
情報サービス業	全期間平均	-2.5	7.8	1.0	1.0	1.9
	金融危機前の期間平均	-0.4	12.9	-3.0	2.1	1.4
	金融危機後の期間平均	-2.0	9.9	-0.8	0.5	2.4

国内関係会社への投融資は金融危機前の期間に増加している一方、海外関係会社への投融資は金融危機後の期間に増加したことがわかる。

これら企業貯蓄の使途分析をまとめると、日本企業は企業貯蓄を主に流動資産の積み増しと負債の返済に充てていることがわかる。そこで、次に流動資産の積み増しと負債の返済に企業貯蓄を充てる企業の特徴を調べるために、流動資産から負債を引いた企業の純貯蓄（対売上高比率）に対して企業貯蓄の源泉である税引き後当期純利益（対売上高比率）と企業特性変数の交差項を回帰する分析を行った。表4は推計結果である。

表4. 企業貯蓄の使途と企業特性	(流動資産－総負債)/売上高					
	全サンプル			当期純利益 > 0 サンプルのみ		
2003年-2015年	係数値	標準誤差		係数値	標準誤差	
(当期純利益/売上高)	2.158	0.287 ***		-0.402	0.426	
中小企業ダミー × (当期純利益/売上高)	-0.530	0.294 *		1.219	0.523 **	
上場企業ダミー × (当期純利益/売上高)	-0.767	0.411 *		1.446	0.762 *	
輸出企業ダミー × (当期純利益/売上高)	0.757	0.459 *		1.919	0.703 ***	
研究開発投資実施企業ダミー × (当期純利益/売上高)	-0.636	0.581		0.068	1.030	
国内子会社ダミー × (当期純利益/売上高)	0.601	0.409		1.415	0.620 **	
外資系企業ダミー × (当期純利益/売上高)	-3.092	2.466		-4.730	3.984	
定数項	-0.437	0.058 ***		-0.382	0.059 ***	
産業ダミー		○			○	
年ダミー		○			○	
観測値		367,995			304,664	

注) 標準誤差は企業クラスト・ロバストである。*,**,***は 各々 10%,5%,1% 水準で有意であることを意味する。

全サンプルの推計結果から、企業パフォーマンスが高い企業ほど、企業貯蓄を流動資産の積み増しに充てると言える。上場企業ダミー及び中小企業ダミーと企業パフォーマンスを示す当期純利益率との交差項の係数は負で有意であるため、利益率が高くても、中小企業や上場企業は流動資産の積み増しに企業貯蓄を使うよりも配当等を使うことを示している。また、輸出企業は企業貯蓄を流動資産の積み増しに使っていることを示唆する結果である。

国内子会社、外資系企業や研究開発投資実施企業においては、企業が企業貯蓄の使途先として流動資産を増加させるかどうかについて統計的に有意な関係が見られなかった。

一方、当期純利益が正である企業のみを限定して行った推計結果から、全サンプルの推計結果とは異なる結果を得た。中小企業、上場企業や国内子会社は当期純利益率が高くなり、企業貯蓄を増やす余力が高まれば、企業貯蓄を流動資産の積み増しに使っていることを示唆する結果であった。

4. おわりに

本論文は 2003 年から 2015 年までの『経済産業省企業活動基本調査』の調査票情報を用いて、企業貯蓄の源泉と使途について分析した。分析から得られた主な結果は以下のとおりである。

- 1) 2008 年の世界金融危機の以前には大企業が企業貯蓄を増やしているが、2008 年以降は中小・中堅企業が企業貯蓄を積み増している。また、企業貯蓄の増加の主な源泉は当期純利益率の上昇であった。
- 2) 金融危機以降、大企業は企業貯蓄を増やすより配当金を増やしていた。
- 3) 企業規模と関係なく、企業貯蓄の使途は流動資産の積み増しであった。また、大企業ほど海外関係会社への投融資に企業貯蓄を回す傾向が強い。
- 4) 企業貯蓄の使途として、流動資産の積み増しや負債返済は卸売業と小売業が主導した。

なお、企業貯蓄が増える原因の分析とその現象が経済に及ぼす影響については今後の研究課題にしたい。

参考文献

Bates, T. W., K. K. Kahle, and R. Stulz (2009) “Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to?” *Journal of Finance*, 64, pp.1985-2021.

Brufman, L., L. Martinez, and R.P. Artica (2013) “What are the Causes of the Growing Trend of Excess Savings of the Corporate Sector in Developed Countries? An Empirical Analysis of Three Hypothesis,” Policy Research Working Paper 6571, World Bank.

Chen, P., L. Karabarbounis, and B. Neiman (2017) “The Global Rise of Corporate Saving,” *Journal of Monetary Economics*, 89, pp.1-19.

Dewenter, K. and V. Warther (1998) “Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms,” *Journal of Finance*, 53, pp.879-904.

Hosono, K., D. Miyakawa, and M. Takizawa (2019) “Cash Holdings: Evidence from Firm-Level Big Data in Japan,” *Keizai Bunseki (Economic Analysis)*, No.200, pp.135-163.

Gruber, J.W. and S.B. Kamin (2015) “The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis,” International Finance Discussion Papers 1150.

Khan, A. and T. Senga (2019) “Firm-level Uncertainty and Cash Holdings: Theory and Firm-level Empirical Evidence,” *Keizai Bunseki (Economic Analysis)*, No.200, pp.164-185.

Sher, G. (2014) “Cashing in for Growth: Corporate Cash Holdings as an Opportunity for Investment in Japan,” IMF Working Paper, WP/14/221.

祝迫得夫 (2017) 「日本企業の企業貯蓄と IS バランス」、『経済研究』第 68 巻第 3 号、pp.209-221.

金榮慧・深尾京司・牧野達治 (2010) 「『失われた 20 年』の構造的な原因」、『経済研究』第 61 巻第 3 号、pp.237-260.

久保克行・齋藤卓爾 (2009) 「配当政策と経営者持株：エンタレチメントの観点から」、『経済研究』第 60 巻第 1 号、pp.47-59.

後藤康雄 (2014) 『中小企業のマクロ・パフォーマンス』日本経済新聞出版社。

中村純一 (2017) 「日本企業の資金余剰とキャッシュフロー用途：法人企業統計調査票データに基づく規模別分析」、『フィナンシャル・レビュー』第 132 号、pp.27-55.

深尾京司 (2012) 『「失われた 20 年」と日本経済：構造的な原因と再生への原動力の解明』、日本経済新聞出版社。

福田慎一 (2017) 「企業の資金余剰と現預金の保有行動」、『フィナンシャル・レビュー』第 132 号、pp.3-26.

堀敬一・安藤浩一・齋藤誠（2009）「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」、Global COE Hi-Stat Discussion Paper Series081.