

(企業評価)：企業による余剰資金の保有（1）

日本企業の多くが、事業活動と直接関係がないと思われる現預金や株式などを、米国企業と比べて抱え込んでいる。そこで、こうした余剰資金保有が、企業価値にどのような影響を与えるのかを検討するために必要な理論的フレームワークを、3回連載で紹介したい。

日本の上場企業には、かなりの規模で現預金や株式を保有する企業が多い。こうした資産が、事業活動に利用されていない、あるいは具体的な利用予定がないとすれば、それは「財務上の余裕（財務スラック）」ということになる。現預金や株式以外でも、例えば本業との関係が明確でない投資用不動産などもこれに該当する。以下では、このように事業活動との関係が薄く、比較的容易に流動化できる資産を「余剰資金」と呼ぶことにしよう。

では、こうした余剰資金保有は、企業にとってどのような意味を持つのだろうか。余剰資金を持つことによって、企業価値は高まるのか、それとも低下するのかについて検討するための理論的なフレームワークを連載する。そこで今回は、余剰資金を具体的に定義した上で、日本企業による余剰資金の保有状況を確認しておこう。

まず、以下では、事業で利用する資産を「事業用資産」と呼び、余剰資金と区別して検討する。図表1の貸借対照表（時価表示）では両者を区別しているが、現預金や株式のすべてが、余剰資金となるわけではない。例えば、円滑な事業活動の実施には、予定外の決済リスクに備えて現預金を保有しておく必要があるが、それは事業用資産となる。また、主要な子会社は、実質的には当該企業の事業の一部を構成するものと考えられるが、保有株式の中にも子会社株式のように事業用資産と認識すべきものが含まれている。

図表1：余剰資金とは

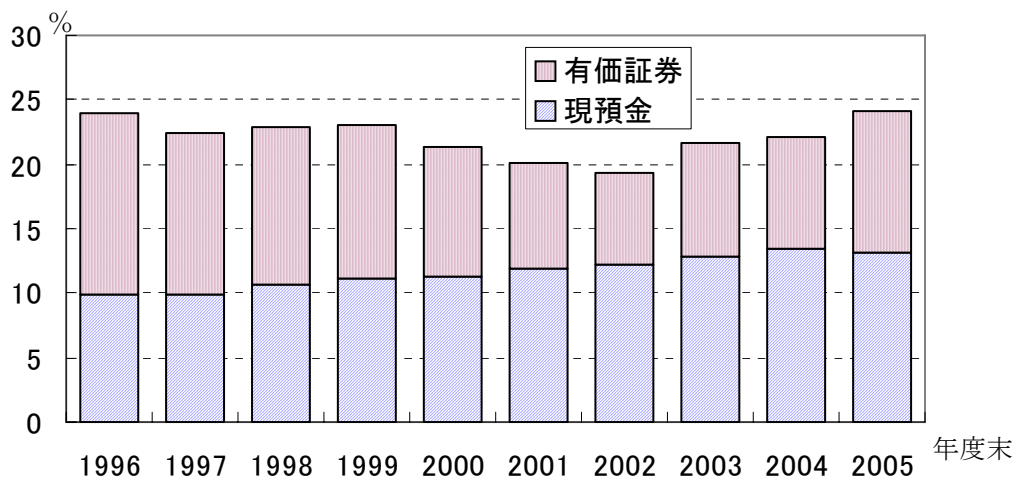
【要約貸借対照表(時価表示)】

事業用流動資産 ・事業用現金 ・売掛金 ・棚卸資産 ・...	事業用流動負債 ・買掛金 ・未払人件費 ・...	事業用資産 余剰資金 	事業用流動資産 ・事業用現金 ・売掛金 ・棚卸資産 ・...	事業用流動負債 ・買掛金 ・未払人件費 ・...
固定資産など ・事業所 ・工場 ・子会社株式 ・...	短期借入金		固定資産など ・事業所 ・工場 ・子会社株式 ・...	短期借入金
・顧客ネットワーク ・ブランド価値 ・...	長期借入金		・顧客ネットワーク ・ブランド価値 ・...	長期借入金
余剰資金 現金、有価証券、 投資用不動産...	株主資本		余剰資金 現金、有価証券、 投資用不動産...	株主資本

ただし、図表1では、余剰資金と株主資本が左右バランスしているように表示されているが、これは便宜的なもので、必ずしも余剰資金が株主に帰属するわけではないことに注意が必要である。この段階では、どの資産がどの利害関係者に帰属するのか明らかではない。余剰資金で借入金を返済すれば、それは債権者のものとなる。重要なのは、貸借対照表の左側（資産サイド）を、事業用資産と余剰資金の2つの要素に分けて考えることである。

では、日本企業はどの程度の余剰資金を保有しているのだろうか。図表2は、金融を除く東証一部上場企業の財務構成を企業毎に%表示し、「現預金」と「有価証券（除く子会社株式）」について、対象企業の平均値をとったものである。上述した通り、本来、現預金の一部を事業用資産と認識すべきであるが、その識別は容易でないので、ここでは貸借対照表に表示されたすべての現預金が含まれている。また、投資用不動産も、時価（含み損益）が不明である上、事業用不動産との区別が困難なので、ここでは割愛している。

図表2： 現預金と有価証券の保有比率推移



現預金は、10年前の1996年には10%を若干下回っていたが、その後漸増し、2005年度末には13%強まで増加している。一方、子会社以外の株式を中心とする有価証券は、持合解消の影響で2002年度まで減少傾向にあったが、その後、株価上昇も手伝って増加に転じ、2005年度末には11%弱にまで回復している。したがって、総資産に占める現預金と株式の割合が約24%というのが、2005年度末時点における、東証一部上場企業（除く金融）の平均的な姿ということになる。

それでは、この24%という水準は、どのように評価できるだろうか。日本企業の現預金や株式の保有は、国際的にみても高いと従来から指摘されてきた。米国企業の現預金と株式の構成比は10%程度といわれているので、日本企業はその2倍以上の余剰資金を持っていることになる。また、事業活動に必要な現預金は、経験的に売上高の数%（例えば2%程度）とされるが、日本企業は現預金だけで年間売上高の16%強も保有しており、この他にかなりの株式を保有していることを考慮すれば、余剰資金を過剰に抱えているといえるだろう。

次回は、余剰資金保有が企業価値に与える影響について、単純なケースから理論的に検討して行く。
 （新田 敬祐）