

## (企業評価)：企業による余剰資金の保有（2）

前回は、日本企業がかなりの規模の余剰資金を保有していることを確認したが、今回は、フリーキャッシュフロー問題が、企業価値に与える負の側面について、現実を大胆に単純化した上で、理論的に検討する。

前回、企業の保有資産を、事業活動に直接利用する「事業用資産」と、事業活動には必ずしも必要でない「余剰資金」とに区別する考え方を紹介した。この考え方を応用すれば、企業価値は、事業用資産の価値を表す証券と余剰資金の価値を表す証券とで構成されるポートフォリオとみることができ、この2つの証券の価値の合計が企業価値ということになる。

企業価値の検討を始めるにあたって、以下の前提条件を仮定しておこう。

- 取引コストなどが存在せず、市場は効率的である。証券の価格は、その裏づけとなる資産が生み出す将来キャッシュフローの現在価値に等しい。
- 企業に税金や倒産は存在しない。
- 経営者は株主に忠実で、その利益に反する行動をとらない。
- 経営者と株主の間には、情報の非対称性がない（経営者と株主は企業価値に関して同じ情報を持つ）。

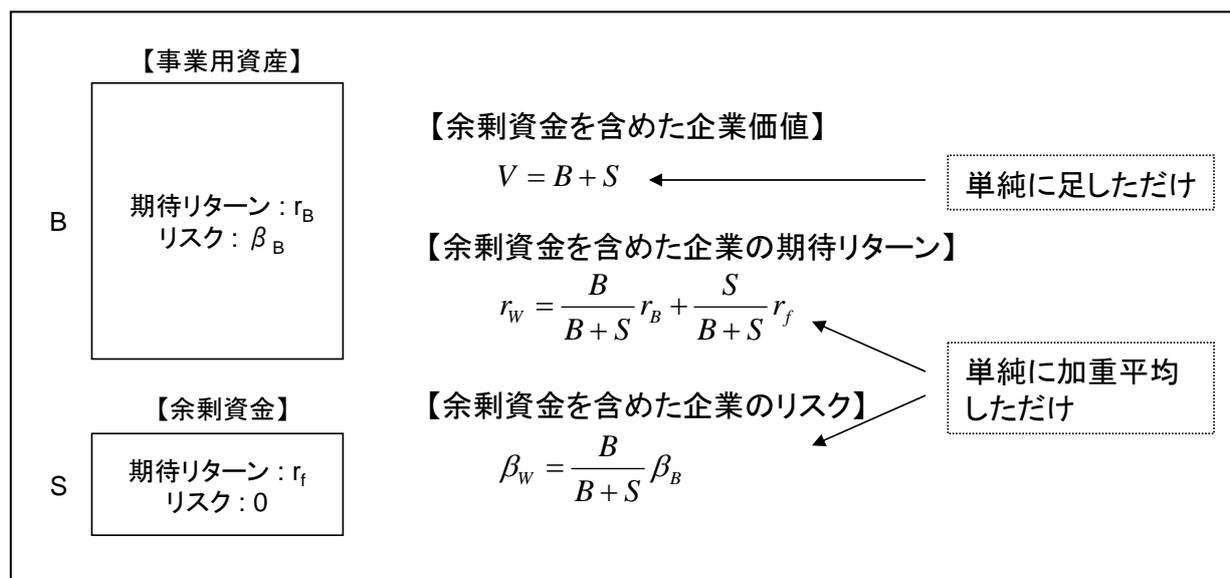
さらに、議論を単純化するために、余剰資金はすべて、銀行預金などの安全資産で運用されることにする。

まず、図表1のように、事業用資産と銀行預金から構成される企業を考える。事業用資産の価値と期待リターン・リスクは、その事業がもたらす将来キャッシュフローによって決まるが、それぞれ図表1の左側のように与えられているとしよう。他方、余剰資金は銀行預金なので、その価値は預金額そのもので、期待リターンは無リスク金利、リスクはゼロとなる。ここで、自然な仮定であるが、事業用資産の期待リターンを、無リスク金利よりも高いとしておこう。

余剰資金を含めたこの企業の価値は、事業用資産の価値と余剰資金の価値を、単純に合計したものとなる。これは、上述したように、事業用資産の価値を表す株式と銀行預金を組み合わせたポートフォリオを保有するのと同じであり、事業用資産と組み合わせることで、銀行預金の価値が下がる理由はない。一方、余剰資金を含めたこの企業の期待リターン・リスクは、余剰資金のリスク・リターンが低いことを反映して、事業用資産のそれよりも低くなる（図表1の右側）。

このように、強い仮定をおいたケースでは、企業が余剰資金を保有している場合に、そのリスク・リターン特性は変化するものの、企業価値を高めたり、低めたりすることはない。余剰資金（銀行預金）を持つ企業の株式を保有することは、当該企業が余剰資金をすべて現金配当し、それを受け取った株主が全額銀行預金することと同じである。株主にとって、企業が現金保有するメリットはないが、デメリットもない。

図表1: 事業用資産と余剰資金の組み合わせ効果



では、先の仮定を少し緩めて、経営者が必ずしも株主に忠実でないとしたらどうなるだろうか。企業内に蓄積された余剰資金の利用方法については、経営者の裁量が大きく、株主利益に反した形で浪費される可能性が考えられる。具体的には、過大投資と私的便益の追求がある。

過大投資とは、経営者が、コストにみあう十分なリターンを得られる見込みがない案件に投資することである。一般に、企業規模が拡大するほど、経営者の報酬や社会的地位が向上するので、経営者は、たとえ非効率であっても規模拡大を志向する可能性がある。また、余剰資金による投資は、借入など外部からの資金調達と比較してモニタリングの程度が低いため、将来の収益見積もりが甘くなる可能性もある。

他方、私的便益の追求は、より直接的な浪費である。例えば、豪華な社長室の建設や高級な社用車、趣味にあう絵画の購入などがある。このような投資は、経営者の満足度を高めるが、そのコストにみあった生産性向上をもたらさないかもしれない。また、過剰な余剰資金を保有することで、企業価値を高める経営努力を怠る可能性もある。経営者が、財務的な余裕がない場合と比較して努力水準を低下させるとすれば、経営資源が十分に有効活用されず、企業価値が毀損されたことになる。

こうした行動は、経営者のモラルハザード（隠された行動）と呼ばれる。モラルハザードが懸念されるのは、株主が、経営者の行動を完全に監視したり、余剰資金の最適な利用方法を契約で経営者に強制したりできないからである。株主は、経営者をモニターすることで、モラルハザードを緩和できるが、それには大きなコストをとらなければならない。その労力とコストを負担できるのは、かなりの割合を保有する大株主に限られ、他の多くの小口株主は、それにただ乗り（フリーライド）するしかないため、モラルハザードの回避は非常に難しい。これは、株主・経営者間の利害不一致から生じるエージェンシー問題のひとつで、フリーキャッシュフロー問題と呼ばれている。

（裏表紙に続く）

このように、経営者が株主に忠実であるとは限らないという可能性を考慮した場合、余剰資金は、もはや銀行預金と同じ価値を有しているとは評価できなくなる。市場が効率的であれば、余剰資金を持つ企業は、経営者のモラルハザードの可能性を織り込み、ディスカウント評価されるだろう（図表2）。

このディスカウントは、経営者が実際に余剰資金を浪費しているか否かという事実とは、無関係に生じることに注意が必要である。経営者の行動を十分に観察できないので、合理的な投資家は、利用可能な公開情報に基づいて浪費の可能性を推定し、その分を企業価値から差し引いて評価するのである。そして、株主の請求権は、従業員や債権者などに劣後するため、この企業価値の減少分は、主に株主価値の毀損として認識されることになる。

今回は、強い仮定をおいた単純なケースから出発して、企業による余剰資金保有の負の側面を理論的に検討した。次回は、これとは逆に、余剰資金保有が企業価値を高める可能性について検討し、議論をまとめる。

（新田 敬祐）

図表2：フリーキャッシュフロー問題

【要約貸借対照表(時価表示)】

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

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082 E-mail：[report@nli-research.co.jp](mailto:report@nli-research.co.jp)

Web アドレス：[http://www.nli-research.co.jp/report/pension\\_strategy/index.html](http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html)

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。