

(企業評価)：企業による余剰資金の保有（3）

前回は、企業による余剰資金保有の負の側面である、フリーキャッシュフロー問題について理論的に検討した。今回は、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た上で、これまでの議論をまとめる。

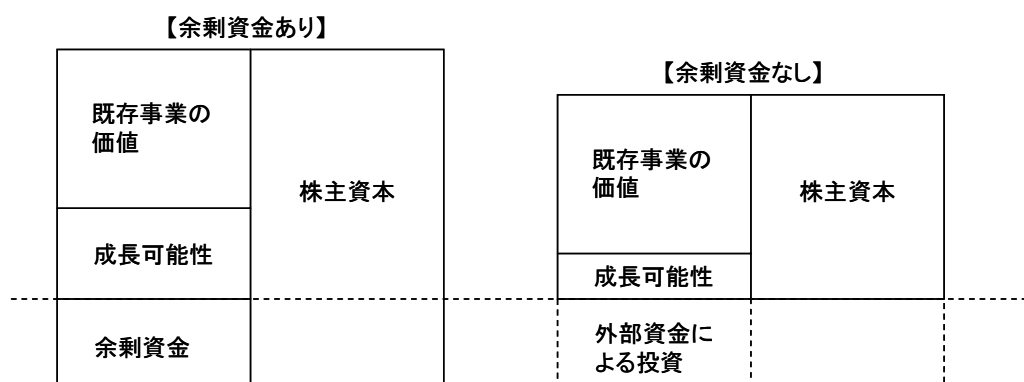
もう一度、前回の議論で、企業による余剰資金保有が企業価値に影響を与えないという結論を導いた、一連の仮定に立ち戻ってみよう。前回は、「経営者が株主に忠実である」という仮定を緩め、余剰資金保有が企業価値を低下させる可能性を検討した。今回は、「経営者と株主の間には情報の非対称性がない」という、もうひとつの非現実的な仮定を緩めることにしよう。

企業経営者は、その事業活動についての専門家であり、実際に経営に携わっていることから、外部の投資家よりも、当該企業の収益動向や企業価値、投資プロジェクトの成否などに関して、より多くの情報を持っていると考えられる。投資家もこのことを理解して、企業の経営状態を、完全には観察・理解できないと認識しているとしよう。

ここで、経営者が、高い収益率を期待できる投資プロジェクトを発掘したとする。その投資プロジェクトを採用するのに十分な資金を持っていなければ、それを外部調達せざるを得ない。そこで、株式を発行するケースを考えてみよう。投資家は、経営者の方が自社の株式をより適正に評価できると考えて、株価が割安なときは自社株買いが行われ、割高なときには株式が発行（自社株の売却と同じ）されると予想する。増資のニュースは、株価が割高とのシグナルとなって株価下落をもたらし、新規投資に必要な資金調達の条件を悪化させることになる。

投資家は、情報の非対称性から、投資プロジェクトが有望か劣悪かを識別できないため、仮に有望な投資プロジェクトであっても、その価値に見合った有利な調達条件（高い株価）を受け入れることができない。他方、不利な条件（低い株価）で資金調達することは、既存株主の利益を損ねることになるので、経営者にも受け入れられない。この結果、収益性の高い投資プロジェクトが放棄されることになる。市場では、この可能性を織り込み、株価（株主資本の評価額）がディスカウントされる（図表1）。

図表1：情報の非対称性を考慮する場合



資金調達が不首尾な結果として失われるのは、企業の成長可能性である。ビジネスチャンスに恵まれた成長企業であっても、資金制約が厳しければ、そのチャンスを完全には活用できず、企業価値が毀損されることになる。十分な余剰資金を持ち、それを有望な投資プロジェクトの原資にあてられれば、成長可能性が損なわれることはない。この議論は、負債による資金調達の場合も、上述の問題は緩和されるものの、基本的に変わらない。

これまでの議論をまとめると、最適な余剰資金保有の考え方については、企業のタイプによって異なることになる（図表2）。投資機会が豊富で成長可能性が高いものの、経営者・株主間の情報の非対称性が大きい企業（タイプG）では、将来の投資に備えて余剰資金を蓄えておく方が良い。成長のための資金制約が少ないというシグナルを市場に発信することで、企業価値を高められる可能性がある。

他方、タイプGには該当せず、余剰資金を保有する特別な理由もない企業（タイプM）では、それを配当や自社株買いで株主に還元した方が良い。このような企業では、余剰資金が浪費される可能性を織り込み、株価がディスカウント評価される。しかし、余剰資金自体の価値は、それを時価評価したものに等しく、実際には毀損していないので、過剰な余剰資金を保有する企業は、株主から継続的に還元要求を受けたり、時には投資ファンドの標的になったりする。こうした圧力への対応に貴重な経営資源を割くことも、企業にとっては大きなコストとなるだろう。

（新田 敬祐）

図表2：まとめ

