

(企業分析)：手元資金の積み上がりに合理性はあるか

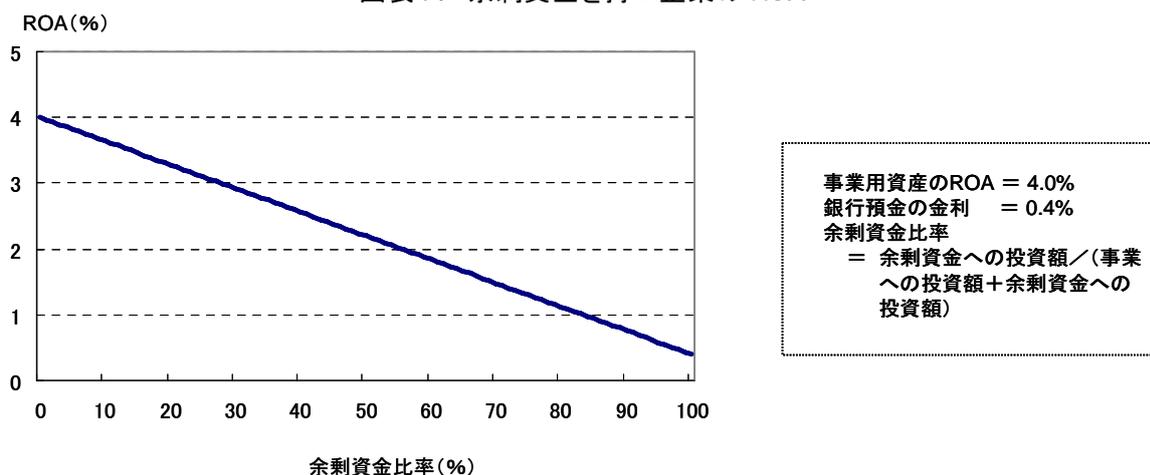
企業の手元資金が積み上がっている。株主にとってその行動が合理的であるためには、企業の成長性が高いことが十分条件となる。積み上がった余剰資金は、過剰投資を促す可能性もあるので、株主は自らの論点を明示し、その利用について企業との対話を進めるべきであろう。

2008年9月のリーマン・ショックを境に、企業は手元資金（現金や有価証券など）を積極的に積み上げるようになった。日本経済新聞の報道によれば、2010年9月末時点で上場会社が保有する手元資金の総額は、2000年以降の最高水準を更新して64兆円超となり、有利子負債よりも手元資金が多い実質無借金企業が上場会社の45%を占めるようになったという。

では、企業に投資する株主は、こうした手元資金の積み上げを合理的な行動、あるいは、少なくとも企業価値を毀損する行動でないとして受け入れることができるのだろうか。まずは、手元資金から、決済資金などの事業活動に不可欠な部分や、投資計画の実行など使途が定まった部分を除外した余剰資金（以下、簡単化のため現金とも表現）について検討していこう。

しばしば指摘される批判として、企業の現金保有は総資産利益率（ROA）を低下させるという議論がある。例えば、ある事業のROAの期待値を4.0%（リスクあり）、銀行預金の金利を0.4%（リスクなし）として、両者への資金配分割合を決定する企業を想定し、余剰資金比率とROAの関係を試算してみよう。結果は明らかであるが（図表1）、余剰資金比率が0%の場合に、この企業のROAの期待値は最大値の4.0%をとり、100%の場合に最小値の0.4%をとる。つまり、現金保有が多いほどROAが低下し、株主にとって望ましくないようにみえる。

図表1：余剰資金を持つ企業のROA



しかし、事業への投資にはリスクがあるので、それへの投資配分を高めれば、期待ROAの上昇にもなってリスクも上昇する。両者の効果が相殺するため、上記の試算では、企業価値はこの投資配分比率には依存しない。これは、投資家が株式と銀行預金に資金配分する場合、取引コストがなければどのような配分比率を選択したとしても、投資実行直後のポートフォリオの価値は実行直前と全く同一であることと同じ議論である。すなわち、現金投資への意思決定自体は、上記の想定の下では企業価値に何らの影響を与えないのである。

以上のように、銀行預金の利回りが低いがゆえに、現金保有は経営効率を低下させるという批判は、理論的には妥当でない。では、企業による余剰資金の積み上げは、株主にとって問題がないと言えるのだろうか。実は、先の試算では一般的な議論と同様に、様々な単純化のための仮定が暗黙に置かれている。これらの仮定を緩めて現実近づけると、上記の議論とは全く別の論点から、余剰資金保有の問題点が浮かび上がってくる（図表2）。

例えば、法人税や配当課税を考慮すると、余剰資金保有は企業価値を低下させる効果を持つことになる。また、企業経営者が余剰資金を浪費する可能性が市場で懸念されれば、その分だけ株価がディスカウント評価される。結局、企業による余剰資金の積み上げが企業価値を高めるものとして理論的に支持されるのは、企業を成長させる有望な投資案件があるにもかかわらず、市場や銀行から十分な資金調達ができない場合に限られる。

図表2： 余剰資金保有の企業価値への影響

重要なファクター	ケース	影響
法人税や配当課税等		×
エージェンシー問題	過大投資	×
	経営陣による私的便益の追求	×
情報の非対称性	有望な投資案件あり	○
	有望な投資案件なし	×
外部資金制約	有望な投資案件あり	○
	有望な投資案件なし	×

こうした考察が示唆するところは、「企業の成長に対する市場の期待、あるいは、成長をイメージさせるエクイティ・ストーリーの提示がなければ、株主は余剰資金の積み上げを受け入れることができない。特に、株主が経営陣を信頼していない場合には、この傾向が強まる。」というものである。余剰資金に対する株主のこうした批判的な姿勢は現実に観察されるものの、株主から十分な論点が提示されておらず、両者の対話が深まっていないとの印象が強い。

他方で、手元資金には事業活動に不可欠な部分が含まれており、両者を明確に切り分けることができないことも、議論を複雑にしていると思われる。事業活動に不可欠な流動性が枯渇すれば、当然、企業価値に深刻なダメージが生じるものと予想される。ただし、通常、この部分は予算などの形で手当てされており、それを超える部分を余剰資金とみることができるので、全く不確かなものでもない。両者を混同しないように、対話を進めることが肝要であろう。

リーマン・ショック後の状況は、高度成長期のオイル・ショック時のように、流動性の枯渇を想起させる極めて深刻なものであった。そのため、この間の手元資金の積み上げには、それなりの合理性があったと考えられる。しかし、それから2年超が経過して金融システムの機能は正常に戻っており、株主にとって手元資金の積み上がりを許容する理由はなくなっていると思われる。余剰資金は、企業の過大投資を促すという負の効果を持つと考えられるので、手元資金の問題は今後の対話の上で重要なテーマになるだろう。

(新田 敬祐)