

無借金企業の謎

中村 純一

同僚と新年度の研究計画について情報交換する中で、面白いことに気付いた。資本構成、コーポレート・ガバナンス、設備投資と、それぞれ専門分野を異にする研究員が、無借金企業の存在に関心を持っていることがわかったのだ。

無借金であることは、日本では優良企業の勲章の1つとして誇らしげに語られることも多い。しかしながら、経済学あるいは経営財務的な視点からは、意図された無借金状態は、理論的に未解明の「謎」の行動とされる。と言うのも、無借金状態はこれまで十分なキャッシュフローを生み出してきた結果として達成されたものであり、そのような企業は負債の活用によって享受できるはずの支払利息の節税メリットや株主資本利益率の向上機会を逃していることになるからだ。

もちろん、実務的な観点からは、そのような単純なものではないという反論がすぐに聞こえて来そうだ。不景気になっても、従業員に安定して賃金を支払い、チャンスがあれば機動的に設備投資や M&A を行う自由度を確保し、銀行に対しても交渉上優位に立つためには、現預金は多ければ多い程、借入金は少なければ少ない程良い、と。実際、この問題は奥が深い。そもそも「無借金」の定義からして、自明なものではないのだ。有利子負債残高がゼロであれば文句のない無借金と言えるが、有利子負債残高は相応にプラスでもそれ以上に現預金など流動性を保有していれば実質的には無借金と同じと言える。このような実質無借金状態も含めると、日本の上場企業主要 5 業種（製造業、建設業、不動産業、商業、サービス業）に占める無借金企業の割合は、1995～96 年頃を底に漸増傾向をたどり、最近では 40%強の水準で推移している。

このように書くと、無借金企業の多さは貯蓄好きな国民性を反映した、あるいは投資機会が乏しい日本特有の現象に過ぎないと思われるかも知れない。しかし、無借金企業の存在とその広がりには日本に限らず先進国の大企業に共通して見られる現象であり、学界でも近年とみに関心が高まっている。例えば、スタンフォード大学の Strebulaev 准教授らによる 2013 年の論文“The mystery of zero-leverage firms”によれば、2009 年時点で米国の非金融大企業に占める実質無借金企業の割合は実に 48%に上る。そして彼らの実証分析では、CEO の持株比率が高い企業や CEO の在任期間が長い企業で、特に取締役会が小さく独立性が低い場合に、無借金になりやすいとの結果を得ている。

ベールに包まれている無借金企業の実態を 1 つずつ解明していくことは、金融機関のマーケティングや日本の成長戦略にとっても重要なテーマであると言える。今後の進展を興味深く見守っていきたい。

2014 年 5 月 12 日