



「超弱気相場における消去法での日本株の見直し機運」

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷 正彰

二つの新聞記事

新型コロナウイルスにより世界規模のサプライチェーンの毀損リスクによって、株式市場が乱高下している3月だが、先月、二つの対照的な記事が新聞に掲載されていた。一つは、米国有名企業が低金利で借入れた資金を使って利益を上回る自社株買いや配当を実施した結果、債務超過になっている企業の記事である。もう一つは、コラムの中で、グローバルで株式の時価総額が名目国内総生産を上回ってきており、過去の経験則から「バブル」となっているが、資金がだぶついている中で消去法によって堅実経営の日本企業への投資回帰が見られるのではないか、と言った記事である。

財務指標における債務超過

一つ目の「利益を上回る自社株買いや配当の結果としての債務超過」は金利上昇時にはリスクになるという趣旨のネガティブな印象をもった記事となっていたが、本当にそうだろうか。債務超過という現象は財務諸表から分かる結果でしかない。1990年代前後からは企業価値の構成要素は有形資産から無形資産に移ってきていると言われている。投資家は財務の数字のみで企業を評価しなくなっている。この観点から考えると、投資家に評価されている無形資産をベースに企業価値が構成されているので、「債務超過、だからどうしたの」という考え方が浸透している海外の投資家には意味のない記事だとも感じる。

「企業価値は資本構成に影響されない、そして株主資本コストは負債比率の上昇に従って高くなる」これが60年以上前にモジリアニとミラーが発表したコーポレートファイナンス理論の一つの

定理だ。この定理に従って考えると、「低金利で借入れた資金を使って利益を上回る自社株買いや配当を実施した」企業の成長率は「負債比率の上昇に従って高くなる」株主資本コストをまだまだ上回っているので問題ない、ということではなかろうか。

問題は、「金利上昇によるリスク」よりも企業の資金が成長投資に向かわずに、逆に成長を諦めたような株主還元としての資金流出ではなかろうか。

消去法での日本市場

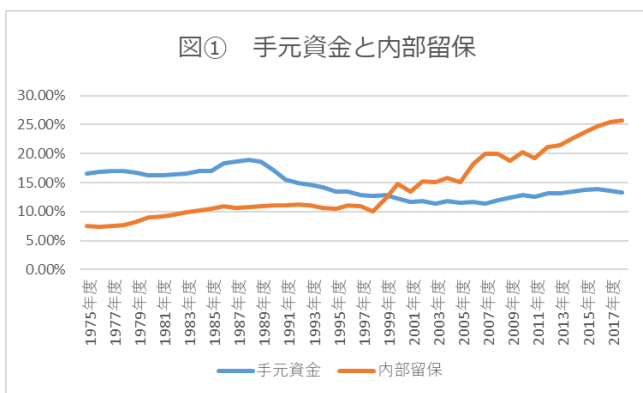
投資信託協会が世界の投資信託業界の最新動向を調査する資料として、国際投資信託協会の加盟各国の協力により集めたデータをもとに、四半期毎に投資信託の世界統計を発表している。これによると、昨年9月末、株式投信の残高は全世界で22.6兆ドルとなっている。もちろん、運用が必要な資金は投信残高だけではないが、日本の一般会計の規模の25年分相当が株式投信に滞留していることになる。また、米連邦準備理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）など欧米主要中銀は、新型コロナウイルスの景気不安に対処するため、協調的な金融緩和に踏み切る検討に入り、FRBは3日、臨時の米連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、政策金利を0.5%引き下げた。このような低金利下で市場に資金流通量が増えている中で、株式運用者は常に高いリターンを得るためにどの通貨、どの市場に投資するかを検討している。世界的に市場がバブル気味と思われる際には、よりリスクの低いと思われる市場に消去法でお金が行くことがある。

二つ目の新聞コラムでは、ある意味消去法で「堅実経営」の日本企業への回帰が見られる、という趣旨であるが、ここで堅実経営の定義として用いられている言葉は「手元資金」である。

手元資金と内部留保

下記の図①は財務省が発表している法人企業統計から総資産に占める手元資金と内部留保の推移を1975年より取り出したものである。手元資金は企業の持つ現預金と有価証券の合計額であり、内部留保は利益準備金、積立金、繰越利益剰余金の総和である。手元資金は、このように1975年の16%台からバブルの頃に19%弱と微増となっていたものが、リーマンショック時に11.4%まで下がり、直近では13%超まで戻している。一方、内部留保率は着実に増加している。この内部留保率は世界の流れではどうなのだろうか。少し古い資料にはなるが、図②は内閣府が「平成27年度年次経済財政報告」として発表された資料で使用された、欧米と日本の「内部留保率の推移比較」と「現預金比率の推移比較」である。

これによると、確かに日本の手元資金は他地域に比べると潤沢ではあるが、欧米もリーマンショック後には増加傾向にある。また、内部留保率においてはすでに米国を下回る状況であり、日本企業の堅実経営は徐々に薄らぎつつあるのではないだろうか。



出典：財務省 法人企業統計調査 時系列データ

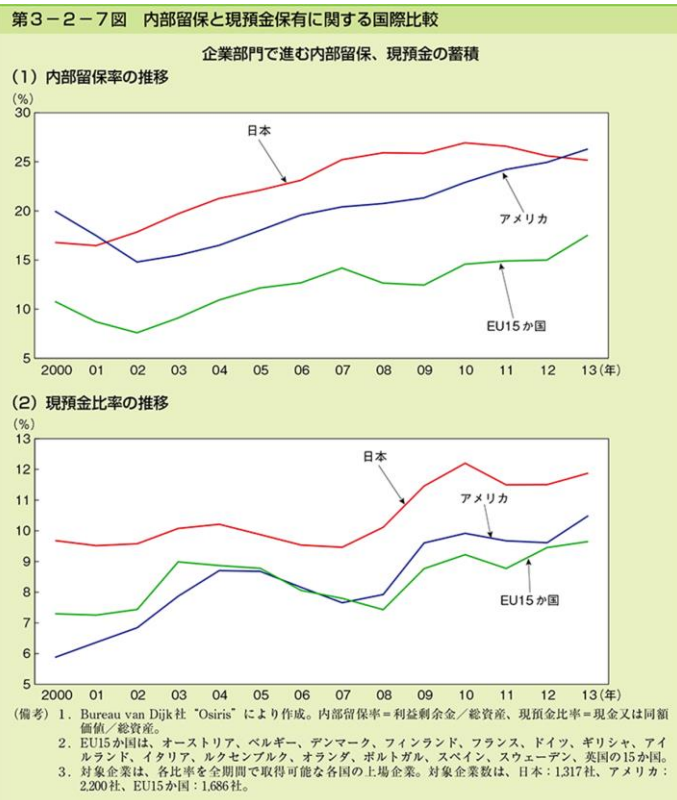
「金融業、保険業以外の業種(原数値)」より研究所作成

正当化するよりも現実を見ることの重要性

二つの新聞記事のインプリケーションを日本企業の正当性に結びつけることも可能ではあるが、あえて、日本企業への警鐘と捉えるべきではなかろうか。日本企業には債務超過下でも評価される無形資産があるのだろうか。欧米企業のように負債比率の上昇に伴って高くなる株主資本コストを上回る超過収益が生まれる素地が日本企業にはあるのだろうか。

日本企業の無形資産がきっちりと評価されていけば、PBR1倍以下になることはないのではないかな。きっちりと無形資産を投資家に評価してもらえるようになれば、果敢な株主還元や、それに伴って負債比率の上昇も評価される市場になるであろう。

図②



出典：内閣府「平成27年度年次経済財政報告」

第2節 イノベーション活動の促進に向けて P148より