

## 現預金保有と企業価値評価再考

鈴木 一 功 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### 1. はじめに

本稿では、M&A等で日本企業の価値を評価する際に用いられるディスカウント・キャッシュフロー法（DCF法）において、現預金および短期有価証券（以下、現預金等価物）（注1）を取り扱う際の留意点について、理論面から再考する。背景にあるのは、日本企業の特徴としての、資産に占める現預金等価物の比率の高さである。若干古いデータになるが、日経NEEDSのデータを基に筆者が集計したところでは、2021年末段階での日本の上場企業全体の総資産簿価に占める現預金等価物残高の比率の平均、および中央値は、それぞれ23%、19%であった。東証1部（当時）上場企業に限っても同数値は、それぞれ21%、18%となっており、大差はない。また、現預金等価物から有利子負債を控除した純現預金等価物でみると、全上場、東証1部上場企業ともに、半数近く

がプラスとなっており、有利子負債を全額返済しても現預金等価物の残高が残る構図となっている（注2）。

こうした企業の現預金等価物が、市場株価にどのように反映されているかについては、現金1円が50%近くのディスカウント（50銭）で評価されているとする先行研究（山口・馬場 [2012]、柳・上崎 [2017]）があるが、同論文で採用されているFaulkender and Wang [2006] の推定手法に対して、最近Halford *et al.* [2020] が疑問を呈しており、こうした批判を踏まえての詳細な再検証が待たれるところである（注3）。

本稿では、(1)実際に企業が保有する現預金等価物の価値が、DCF法等の企業価値計算において、企業価値に反映されない場合について解説し、(2)現預金等価物を多く資産に抱える企業に関して、DCF法の割引率をどう考えるべきかについ

(注1) 一部の先行研究では、固定資産である投資有価証券も現預金等価物に含めているが、投資有価証券は企業間の政策保有株式として長期保有される事業用資産（後述）のウエイトが高く、DCF法における非事業用資産として加算されない可能性が高いため、ここでは流動資産である短期の有価証券のみを現預金類似の資産として加算して考える。

(注2) 非公開企業に関しても、山田 [2022] が法人企業統計調査のデータを用いて分析したところでは、2017年における総資産簿価に占める現預金等価物残高の比率の平均、中央値は、それぞれ22%、15%となっており、同様の傾向があると考えられる。

(注3) 山田 [2023] は未定稿であるものの、株価が十分に効率的に形成されていると思われる時価総額の大きい上場企業においては、ディスカウント幅は、より小さい10%程度にすぎないと指摘している。