

第17章 負債政策は重要か(539p~567p)

担当 田邊 了三

17.1 税がない競争的な経済における借入れの効果

➤新規借り入れの影響

●ワップショット社の現金配当は、おそらくメリットまたはデメリットを伴うものであり、それらは財務レバレッジを増加させるメリットに加えて、考慮に入れられるべきものである。

●新規の借入れは既存の社債の抱えるリスクを増加させ、株主は、社債と株式の価値の合計が不変だとしても、既存の債権者の犠牲により利益を得ることとなる。

➤Modigliani-Miller 入門

●投資家自身が企業と同じ条件で資金の貸借を行うことが可能である限り、企業の市場価値は、その資本構成と無関係に決まる。

➤価値保存の法則

●企業価値は、バランスシートの左側の実物資産によって決まるのであって、その資産を購入するために企業の発行する負債と株式の比率によって決まるのではない。

●価値保存の法則は、企業の発行する債券の構成にも適用される。

➤第1命題の例証

●営業利益が1000ドルより多ければ、借入れが株主を助けることにはなるが、社債を発行した場合でも、株価は10ドルのままとなる。

17.2 財務リスクと期待収益率

➤借入れは総合的な価値は変化させない

●借入れは、一株当たりの期待収益率は増加させるが、利益を現在価値に割引く際の割引率の変化によって相殺されるため、株価は上昇させない。

➤第2命題

●借入れを行っている企業の普通株式の期待収益率は、市場価値で示された負債/株主資本比率に比例して増加する。

●負債/株主資本比率は、株主が背負うリスク額の総額には、影響を与えないが、収益率のパーセントの格差は拡大させる。

●資本構成の変化によって、社債と株式のパッケージ全体に対して求められる収益率は影響を受けないが、個々の証券に対して求められる収益率は影響を受ける。

➤資本構成の変化がベータに与える影響

●財務レバレッジは、企業の資産のリスクや期待収益率には影響を与えないが、株式のリスクを押し上げ、その財務リスクに応じた高い収益率を株主が求めるようになる。

17.3 加重平均コスト

➤MM 命題の一般的な合意

●社債の発行水準が低い場合は、企業の社債は実質的に無リスクであると仮定され、さらに借入れを行った場合のみ、高い金利を支払うことを求められる。

➤二つの警告

●株主は、経営陣に企業価値を増加させることを求めている。

●社債は、株主より低い期待収益率のみを求められるので、社債は割安となり、借入れをすることで、加重平均コストを引き下げることが可能というわけではなく、それに対応して、株式の資本コストが上昇するのである。

➤借入れを行っている企業の株式の投資収益率—伝統的見解

●企業が借入れを増やしても株主が求めている期待収益率は上昇しないという見解

●これを支持する理由は、投資家が、適度な借入れの増加に伴う財務リスクに気付かない可能性があることと、実際の市場は不完全なので、実際に求めるべき収益率よりも低い収益率を受け入れる可能性があるということがあげられる。

●けれど、そのような投資家層が満足してしまえば、借入れにプレミアムを喜んで支払うことは、なくなってしまう。

➤現状に不満な投資家層はエキゾチックな証券に関心を持つだろう

●資本構成に関する想像力あふれる発想により、そうした投資家のニーズに応えるような金融サービスを企業が提供できる場合には、MMの第1命題は成立しなくなる。

➤不完全性と収益機会

●MMの第1命題を不成立とさせるような不完全性は、同時に収益を生む機会を提供している。

●さまざまなタイプの証券に対する投資家の需要は、最小限のコストで充足され、資本コストは、ビジネスリスクのみを反映したものとなり、資本は、会社の資本構成にかかわらず、正のNPVの投資機会を持つ会社に向かうだろう。

17.4 税引後加重平均コストについての留意点

●負債の支払利子を課税所得から控除できるので、WACCは徐々に低下する。

コメント

●価値保存の法則については、難しいことを考えていると間違えやすいが、単純に考えれば、当たり前なことであり、大切な考え方だと感じた。

●「伝統的見解」というのも実際の世の中を考えてみれば、的を射ているのではないかと思った。そうでなければ、実際「金融商品」というものがリーマンショックなどで、世界的に影響を与えないだろうし、完全な市場というのが存在しにくいと考えるからである。