

## 第 17 章 負債政策は重要か (P.539~P.567)

担当：東

### 17.1 税がない競争的な経済における借入れの効果

企業価値を最大化させる政策は株主価値を最大化するものである。

(仮定 1) 利益還元政策を無視できる。

(仮定 2) 資本構成変更後も、社債の価値は変化しない。

### Modigliani-Miller 入門

企業価値は、資本構成の選択による影響を受けない。

(例) 借入を行っていない企業 U と借入を行っている企業 L への投資。

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、投資家は、企業の資本構成の変更も「無効にする」ことができる。

<MM の第 1 命題の基礎にある考え方>

「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

CF を好きなだけ分割しても、それぞれの現在価値を合計すれば、分割する前の CF の現在価値と等しくなる。

株式・債券の構成にも適用できる。

### 第 1 命題の例証

企業が借入を進めても、株価は上昇しない。(株主自身が借入を行う。)

### 17.2 財務リスクと期待収益率

借入は 1 株当たりの期待利益 (期待 EPS) を増加させるが、株価は上昇させない。

→期待利益の変化が、割引率の変化によって相殺されるから。

$$\text{期待総資産収益率 } (r_A) = \frac{\text{期待営業利益}}{\text{全証券の市場価値}}$$

$$r_A = (\text{社債の割合} \times \text{社債の期待収益率}) + (\text{株式の割合} \times \text{株式の期待収益率})$$

$$r_A = \left( \frac{D}{D+E} \times r_D \right) + \left( \frac{E}{D+E} \times r_E \right) \quad \leftarrow \text{加重平均コスト (WACC)}$$

$$\text{株式の期待収益率 } (r_E) = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

## 第2命題

借入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(D/E)に比例して増加する。

期待収益率の増加が、リスクの増加、株主の要求する収益率の増加により相殺される。

### 資本構成の変更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る。

## 17.3 加重平均資本コスト

### 2つの警告

警告1→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。

警告2→MMの第2命題によれば、借入れを増加させても株式の資本コストが上昇するので加重平均資本コストは変化しない。

### 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

過度な借入れは $r_E$ を増加させるかもしれないが、MMの第2命題が想定するほどではない。しかし、過度な借入れを行うことで $r_E$ は急激に増加する。その結果、加重平均資本コストはどこか中間の負債比率において最少となる。

### 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

投資家層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

政府が生む不完全性により、収益機会が生まれた。

変動利付債；利払いが短期金利に伴い「変動」する中期債。

マネー・マーケット・ファンド；財務省証券やコマーシャルペーパー、その他の高格付けの短期債で運用するミューチュアルファンド。

## 17.4 税引後加重平均資本コストについての留意点

企業の借入れに対して支払われた利子は、課税所得から控除できる。

$$\text{税引後の WACC} = r_D (1 - T_c) \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

## ユニオンパシフィックの WACC

負債の支払利子を課税所得から控除できるため WACC が低下する。

$$\text{税引後の WACC} = 0.055 \times (1 - 0.35) \times 0.34 + 0.10 \times 0.66 = 0.078 \quad (7.8\%)$$

### 【コメント】

- MM の第 1 命題は企業の資本構成、調達株式・債権の構成など、あらゆる方法に適用できるパワフルな考えなのだと感じた。
- P.545, 「多くの個人が有限責任で資金を借り入れたがる」とあるが、借入れを行っている会社の株式を買うことが有限責任で資金を借りることと同じことという発想は興味深かった。
- P.555 の図 17.2 において、 $r_E$  と  $r_D$  の関係について、「 $r_E$  の線の傾きが D/E (負債株主資本比率) の上昇につれ次第に小さくなっていく」とあるが、両者の関係が掴めなかった。
- P.559 において、ユニークな金融サービスが MM の第 1 命題「企業の市場価値は、その資本構成と無関係に決まる」を成立させなくする理由は何なのか。