

第17章 負債政策は重要か

担当：有末

17.1 税がない競争的な経済における借り入れの効果

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価値は変わらない

Modigliani-Miller 入門

MM 理論の第一命題：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

1つのCFは、好きなだけの数に分類できるが、分類されたCFのそれぞれの価値を合計すれば、分類する前のCFの現在価値に等しくなる（債券の構成にも適用）

→MM 理論の第一命題成立

※価値の加法性：現在価値 (A+B) = 現在価値 A + 現在価値 B

第一命題の例証

株主自身が借り入れを行うことができる

→企業が借り入れを進めても、株価は上昇しない

→企業の市場価値はその資本構成と無関係に決まる

17.2 財務リスクと期待収益率

期待利益の変化が割引率の変化によって相殺

→借り入れは1株当たりの期待収益を増加させるが株価は上昇させない

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

借り入れのある企業の株式の期待収益率

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

MM 理論の第2命題：借り入れを行っている企業の株式の期待収益率は負債/株主資本比率 (D/E) に比例して増加

第2命題の例証

期待収益率の増加が、リスクの増加、したがって株主の要求する収益率の増加によりちょうど相殺される

→企業の負債/株主資本比率が上昇するにつれて株式に期待できる収益率は増加
投資家の要求する収益率は、単に増加するリスクに対して増加

資本構成の変更がベータに与える影響

企業のすべての証券を保有した場合には、キャッシュフローを誰かと分け合うことはない
→企業の資産の β は、企業のすべての社債と株式からなるポートフォリオの β に等しい

$$\beta_A = \beta_{\text{ポートフォリオ}} = \left(\beta_D \times \frac{D}{V}\right) + \left(\beta_E \times \frac{E}{V}\right)$$

資本構成が変化し社債の β が増加

→企業の資産のリスクや期待収益率には影響はないが社債、株式双方のリスクは増大

17.3 加重平均資本コスト

社債発行水準が低いうちは、企業の社債は実質的に無リスクであると仮定

→株式の期待収益率は負債/株主資本比率に比例して増加

※企業がさらに借入れを行うと債務不履行のリスクが増加し、高い金利を支払うことを求められる

二つの警告

MM の第一命題が達成される

→「総市場価値の最大化」と「加重平均コストの最小化」は同じ目的

MM の第一命題が不成立

→営業利益が資本構成と無関係である時に限り同じ目的

※資本構成によって営業利益が変わる場合は両者は別のもの

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委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。

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こたえるような金融サービスを企業が提供できる

→MM の第一命題は不成立

不完全性と収益機会

MM の第一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

資本市場の不完全性のために不満を持っている投資家層を狙った新しい貯蓄商品

○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 税引き後加重平均資本コストについての留意点

企業の借り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

負債の支払い利子を課税所得から控除できるため WACC が低下

《コメント》

- 投資家自身の借り入れと株価がなぜ関係するのか分からなかった。(P548)