



## 17 章 負債政策は重要か（695p～729p）

2016 年 7 月 13 日

担当：鮫島

本章の目的：企業は資本構成によって市場価値全体を最大化できるのか？

→MM の「第 1 命題」では企業の価値はその保有する実物資産によって決まり、発行した証券によっては決定されないとしている。

### 17.1 税がない競争的な経済における借入の効果

- 企業の証券の価値総額を最大化する政策が、同時に株主の資産価値を最大化する。

#### ➤ モジリアーニ=ミラー入門

- 企業価値は、資本構成の選択によって何の影響も受けない。

例) 営業利益は同じだが、資本構成だけが異なる二つの企業への投資

#### ➤ 価値保存の法則

一つのキャッシュフローは、好きなだけの数に分割でき、分割されたキャッシュフローのそれぞれの価値を合計すれば、分割前の現在価値に一致する。つまり資産の価値はそれに対する請求権に関わらず保存される。

→この考えは広範に適用される

- 企業が発行する株式構成の選択は企業価値には無関係である。
- 企業が発行する債券構成の選択は企業価値には無関係である。
- 社債にリスクがあるとしても、資本構成は企業価値には無関係であり得る。

#### ➤ 第 1 の命題の例証

マクベス・スポット・リムーバー社の例

借入は一定の営業利益を超えれば一株当たり利益（EPS）を増やすが、株価を上昇させることはない。

### 17.2 財務リスクと期待収益率

期待利益の変化が、利益を現在価値に割り引く際の割引率の変化によって相殺される。

→借入は一株当たりの期待利益を増加させても、株価は上昇させない。



- 企業の発行証券すべてを含むポートフォリオの期待収益率は以下に示される。

期待総資産収益率 = (社債の割合 × 社債の期待収益率) + (株式の割合 × 株式の期待収益率)

$$r_A = \left( \frac{D}{D+E} \times r_D \right) + \left( \frac{E}{D+E} \times r_E \right)$$

$r_A$  は加重平均資本コストと呼ばれる。

この公式から借入れのある企業の株式の期待収益率を導出できる。

株式の期待収益率 = 期待総資産収益率

+ (期待総資産収益率 - 社債の期待収益率) × 負債/株主資本比率

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

#### ➤ 第2命題

- MMの第2命題：借入れのあ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、株主の要求する収益率の増加により相殺されるため、企業価値には影響を与えない。

#### ➤ 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

企業の資産ベータは、企業のすべての社債と株式から成るポートフォリオのベータに等しい。

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

### 17.3 加重平均資本コスト

#### ➤ 二つの警告

警告1：株主は、経営陣が企業価値を増加させことを求めている。

警告2：借入を増やすことで、加重平均資本コストを引き下げることが可能であるという短絡的な議論を導いてはいけない。

#### ➤ 借入のある企業の株式の投資収益率—伝統的見解

借入を増やしても株主の求める期待投資収益率は上昇しない、あるいはゆっくりと増加すると仮定する。

→この場合、負債/株主資本比率が上昇するにつれて加重平均資本コストは減少する。



- ・ 伝統派を支持する二つの議論

(1) 投資家は、適度な借入の増加に伴う財務リスクには気づかない、あるいは「過度に」なると気づく。そうであれば、適度に借入を行っている企業の株主は、低い収益率を受け入れるかもしれない。

(2) 資本市場は不完全であるため MM の理論は当てはまらない。

- 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

特定の金融商品を望んでいるが、市場の俯瞰税制のため、それを得ること自体できない、あるいは安価に得ることが出来ない投資家に向けた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

市場の不完全性を利用した例

- ・ 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

税引き後の社債の資本コストは  $r_D (1-T_c)$  である。

これを用いて、税引き後の加重平均資本コストを計算すると、

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

##### 【コメント】

- ・ 投資家自身が借入をおこなう時の例が分からなかった。(p700)
- ・ 株式数というのは流通株のことだけを指すのか？ 買い戻すと必ず株式数は減少するのか？ (p704)
- ・ 株式のベータ値とは営業利益の増減にどれだけ一株当たり利益が影響を受けるかを表す数字という解釈であっているか？ (p710)
- ・ 社債のベータとは何か？ (p712)
- ・ 資本コストを最小化するとは具体的にどういうことなのか？ (p714)
- ・ 伝統的見解は完全に否定されているのか？ (p718)