

2017年7月5日

第14章 完全市場における資本構成

担当：小松

本章から始まる第Ⅴ部では、「資本構成の選択は企業価値に影響するのか」について書かれている。本章の目的は、完全資本市場のもとでは、企業の資産が生み出すキャッシュフローが変わらない限り、企業の価値はその資本構成には依存しないということ、一物一価の法則とMM命題を元に理解することである。

14.1 自己資本による資金調達 対 負債による資金調達

- 自己資本による企業の資金調達（負債のない自己資本）
自己資本のみにより資金調達を行うとき、企業は負債を持たないので株主は来年プロジェクトが生み出すキャッシュフローをすべて受け取ることができる。負債のない自己資本の来年のキャッシュフローはプロジェクトのキャッシュフローに等しい。
- 負債と自己資本による資金調達（負債のある自己資本）
完全資本市場において企業の総価値はその資本構成に依存しない。企業の総キャッシュフローは負債があってもプロジェクトのキャッシュフローに等しい。
- リスクとリターンへのレバレッジ
負債は企業の自己資本リスクを増加させる。負債のある自己資本に対する投資家は増加したリスクを補うためにより高い期待収益率を要求する。たとえ企業が負債の利子と元本を支払えないかもしれないというリスクがないときにもレバレッジは自己資本のリスクを増加させる。

14.2 モジリアニとミラーⅠ：レバレッジ、裁定、企業価値

MM命題Ⅰ：完全競争市場では、企業の総価値は資本の生み出す総キャッシュフローの市場価値に等しく、企業の資本構成の選択には影響されない

- MMと一物一価の法則
一物一価の法則により企業の証券と企業の資産とは同じ総市場価値を持たなくてはならない
- 自家製レバレッジ
投資家が自分自身のポートフォリオ内で企業がすでに選択したレバレッジが改変するとき、このことを投資家が自家製レバレッジを利用すると呼ぶ。投資家は自分自身で借り入れたり、逆に預金したり社債を購入することによって、自分の好みに合わせて企業のレバレッジ選択を変更することができる。

- 市場価値によって作成した貸借対照表

市場価値貸借対照表：会計学における貸借対照表に無形資産が加えられ、すべての価値が時価で計られている。

市場価値貸借対照表を用いて自己資本の価値を求めることができる

自己資本の市場価値＝資産の市場価値－負債や他の債務の市場価値

- レバレッジを用いた自己資本の調整

企業はいつでも、新しい証券を発行し、その調達資金によって現在の投資家に金を返却することにより、資本構成を変えることができる

14.3 モジリアニとミラーⅡ：レバレッジ、リスク、資本コスト

MM 命題Ⅱ：レバレッジのある自己資本の資本コストは、企業の市場価値で測った負債自己資本比率にしたがって増加する（＝株主資本コストは負債比率の上昇にしたがって高くなる）

レバレッジのある企業の自己資本コスト

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

自己資本コストが上昇しても、より低い資本コストをもつ負債の割合が大きくなるため、相殺され、企業の加重平均資本コストは完全資本市場では変化しない

- 完全資本市場での、企業の加重平均資本コスト

$$r_{wacc} = r_A = r_U = \frac{E}{E+D}r_E + \frac{D}{E+D}r_D$$

- 企業の保有する資産の市場リスクはアンレバードベータから推定できる

$$\beta_U = \frac{E}{E+D}\beta_E + \frac{D}{E+D}\beta_D$$

- レバレッジは企業の自己資本のベータを増加させる

$$\beta_E = \beta_U + \frac{D}{E}(\beta_U - \beta_D)$$

企業の正味負債とは、負債－現金とその他リスクのない現金等価物である。企業の資本コストと企業の営業資産のベータは、現金を除いたこの正味負債を WACC やアンレバードベータを計算する際に用いてえることができる。

14.4 資本構成についての誤謬

- レバレッジと1株当たり利益

レバレッジは企業の1株あたりの期待される利益を上昇させるが、1株あたりの利益の変動性も増加させる。したがって、株主が前よりもよくなるということはない。

- 株式発行と希薄化

株式が公正価値で投資家に発行される限り、新株発行にともなう希薄化の費用は発生しない。株式が発行された結果発行株式数は増加するが、現金が流入するため企業価値は増加し、1株あたりの株価は変化しない。

14.5 MM：命題を超えて

本章の結果は、より広く資本市場における価値保存の原理として解釈できる。完全市場においては、財務的取引はNPVがゼロの活動であり、それ自身で価値を増加も減少もさせず、企業リスクとリターンを組み合わせを変えるだけである。資本構成および、より一般的に財務取引は、何らかの市場の不完全性の影響がある限りにおいてのみ企業価値に影響を与える。

コメンテーターへのクイズ

1 MM 命題と一物一価の法則の関係性を説明してください

2 企業において、負債で資金調達される割合が増加すると、自己資本、負債ともにリスクが増すため、それぞれの資本コストは高くなる。それにもかかわらず、加重平均コストは高くなることなく、一定であるのはなぜか、説明してください

コメント

- 574Pより、市場価値貸借対照表ではすべての価値は取得原価ではなく、時価で測られていると書かれているが取得原価とは市価という解釈をしてよいのだろうか

- 教科書では、例を用いて具体的な計算しつつMM理論を紹介していた。しかし、例を使わないでレジюмеを作ろうと考えた際、教科書で述べられている内容を理解できていても、それをどのような順番でどのように説明したら分かりやすく伝わるのかが難しかった

- 投資家の好みに合わせて企業のレバレッジ選択を変更しても企業価値は変わらないことが分かったが、そのようにレバレッジにこだわる投資家はいるのだろうか。ただ考え方の一例として捉えればよいのだろうか