

2017年7月12日

第16章 財務的危機、経営者のインセンティブ、情報

担当：中尾

前回、レバレッジにより税制上の便益が得られることが分かった。しかし、企業ごとに負債の利用は異なる。その原因をまず倒産時にかかる費用の面から考察する。そして、不完全市場に存在する様々な費用について知ることで、資本構成についてより現実的に考える。

16.1 完全市場におけるデフォルトと倒産

負債による資金調達のデメリットは存在しない。

完全市場において、倒産のリスクは負債を用いるデメリットでない

16.2 倒産と財務的危機の費用

倒産は投資家に直接コストと間接コストを課す

1) 米国連邦破産法

債権者が計画性なく資産を差し押さえ、企業の残余価値を失うことを防ぐ

2) 倒産の直接コスト

- 企業が支払う外部の専門家への費用
- 債権者が支払う倒産手続き中の費用

企業、債権者どちらが費用を負担するとしても、投資家が最終的に受けとることになる資産の価値を下げる。

投資家と債権者に課される直接コストと間接コストには限りがある

▷コストが大きくなるとワークアウトの交渉などでコストを回避するから

ワークアウト…財務危機に陥った企業が債務者と交渉し倒産を回避すること

3) 財務危機の間接コスト

正確に測定はできないものの、直接コストを上回る

1,顧客の損失 2,納入業者の損失 3,従業員の損失 4,未収金の損失 5,資産の投げ売り

6,非効率な生産 7,債権者に対するコスト

企業の関係者から生じる財務危機コストの間接コストに上限はない

▷倒産回避の再交渉によって削減できない。ほかの倒産コストより高くなる

4) 間接コストの全体の影響

財務危機的状況の間接コスト推定

① 総企業価値の損失分の特定

株主損失でも、債権者損失でも両者間移転でもない損失分

② 財務危機に関連した損失額の増分

企業の経済危機により発生したあらゆる損失額を超過した部分

16.3 財務的危機費用と企業価値

1) MM 理論が成り立たない

財務的危機費用は、MM が仮定した完全市場とは大きく逸脱したものである。

▷借入のある企業は、投資家の利用できるキャッシュフローを減少させる財務危機費用の生じるリスクをとる。

2) 誰が財務危機の費用を支払うのか

証券が公正に価格付けられているとき、企業のもともとの株主は倒産や財務的危機に関連したコストの現在価値を支払う。

16.4 最適資本構成：トレードオフ理論

：負債を増やすと節税効果が大きくなるが同時に倒産リスクも拡大する
負債のある企業の総価値

$$V^L = V^U + PV(\text{支払い節税枠}) - PV(\text{財務的危機費用})$$

1) 財務的危機費用の現在価値

財務的危機費用の決定要因

1,財務危機の確率

企業の債務額、企業のキャッシュフロー、資産価値のボラティリティと共に増加する

2,企業が危機的状況に陥った時の費用

業種、企業ごとに異なる

3,危機費用に対する適切な割引率

企業の市場リスクと関連する

財務危機費用のベータ値は企業のベータ値とは逆の符号となる

2) 最適レバレッジ比率

財務危機費用が高いならば、より低いレバレッジを選択すべきである

レバレッジの水準に関する疑問を解くことができる

1,企業が支払利息の節税枠を最大限利用する負債水準よりも低い水準を選択する

▷財務危機費用が存在するから

2,業種ごとにレバレッジの利用に差が存在する

▷財務費用の大きさとキャッシュフローのボラティリティは業種ごとに差がある

16.5 債権者から搾取する：レバレッジ利用からのエージェンシーコスト

エージェンシーコスト：ステークホルダー間に利害衝突が存在するときに発生する費用

1) 過度のリスク負担と資産代替

財務危機に面しているとき、株主は企業が負の NPV を持つ投資から利益を得られる

2) 過剰投資と過剰負債

財務危機に面しているとき新規の正の NPV を持つプロジェクトのための資金調達しないことを選択することがある

3) 過剰負債額を推定する

以下の式が成り立つとき株主は新規投資から便益を得る

$$\frac{NPV}{I} > \frac{B_D}{B_R} \times \frac{D}{E}$$

16. 6 経営者を動機づける；レバレッジ利用からのエージェントの便益

所有と経営の分離は経営者のエントレンチメント行動を引き起こす

レバレッジを選択することで効率よく経営を行える

1) 所有権の集中

株主による資金調達を利用すると所有権が希薄化する

2) 不経済な投資の縮小

経営者は負の NPV 投資を行う

- ・ 勢力拡大
- ・ 経営者が自信過剰になる

フリーキャッシュフロー仮説

現金を過剰に保有しているから、不経済な投資案件に投資してしまう

▷レバレッジは企業に将来の利子支払い、それによる超過キャッシュフローと経営者による不経済な投資の縮小を求めるのでレバレッジは企業価値を増加させる

3) レバレッジとコミットメント

16.7 エージェンシーコストとトレードオフ理論

$V^L = V^U + PV$ (支払利息節税枠)

—PV (財務危機費用)

—PV (負債のエージェンシーコスト)

+PV (負債のエージェンシー便益)

最適負債水準

成長企業と成熟企業では最適負債水準が異なる

16. 8 情報の非対称性と資本構成

1) 信頼できるシグナリングとしてのレバレッジ

負債のシグナリング理論

負債を調達するということが成長投資を行うことの意味表示になる

2) 株式発行とアドバースセクション (逆選択)

逆選択…情報の非対称性があることにより、売り手が有利になり買い手が不利になること
▷逆選択があることで投資家は支払うつもりがあった価格を割り引く

3) 株式発行に対する含意

- 1, 株価は、株式発行の発表時に下落する
- 2, 株価は科主既発行の公表前に上昇する
- 3, 利益発表直後のように、情報非対称性が最小化されているときに企業は株式を発行する

4) 資本行背に対する含意

株式が過小評価されていることを理解している経営者は投資には、株式ではなく留保利益や負債を用いた資金調達を行う

ペッキングオーダー仮説…情報の非対称性が存在するとき、企業は「内部留保」「負債」「株式発行」の順に資金を調達するという仮説

16. 9 資本構成：最終まとめ（ボトムライン）

- 最適資本構成は税金、財務的危機費用、エージェンシーコスト、情報の非対称性のような市場の不完全性に依存する
- 企業は財務的危機費用と負債の税制上の便益で相殺する

■コメンテーターへのクイズ

- ① 倒産による投資家と債権者に課される直接コスト、間接コストに上限がある理由を答えなさい
- ② ペッキングオーダー仮説の根拠を説明してください

■コメント

- 本日から応用編。ページ数が多く骨が折れた。
- 完全市場では資本構成は企業価値には影響を与えないと MM 理論では述べられていた。「あくまで完全市場での話であり、現実では成り立たない」と考察がそこで終わるのではなく、「現実にはこういう要素があるから、企業価値に影響を与える」と発展させ、さらに考察を重ねていくところにロマンを感じる。
- 企業が大きくなればなるほどエージェンシーコストは大きくなっていくだろう。それを実際どのように数値化し事業計画に組み込むのか疑問に思った。果たして算出できるのか。
- 小林製薬が株式分割を行った時期が決算期であったのは情報の非対称性をできるだけ小さい時期に行うという明確な意図があったのだろうと考えた。