

# コーポレートファイナンス

芝田 隆志

コーポレートファイナンス論とは、企業家の立場から金融資本市場に関する資源配分について考察する学問である (図1)。

企業は、経営活動において、資金を借入れ、原材料を仕入れ、労働者を雇用し、付加価値を創造した財・サービスの販売から収入を獲得する (図2)。このとき、企業は利益 (収入から費用を控除) を最大とするように経営活動を行う。コーポレートファイナンス論では、利益を最大にするためには、どのような方法にて資金を調達し、どのような投資機会に投資を実行し、どのような方法にて利益還元を行うことが最適なのか、等について分析している。すなわち、コーポレートファイナンス論では、投資決定、資金調達、利益還元に関する議論が大きな柱となっている。以下では、主要な3つの研究課題、投資選択、資金調達、利益還元について概観する。

第1に、投資選択に関する分析では、正味現在価値 (net present value) 法やリアルオプション (real option) 評価法を用いて、企業の投資プロジェクトが評価され、企業にとっての最適な投資戦略が分析されている。コーポレートファイナンス論における伝統的な評価法は、正味現在価値法であり、企業価値 (投資プロジェクト価値) は

$$\text{企業価値} = \frac{\text{将来の期待利益}}{1+WACC} \quad (1)$$

と計算される。ここで、期待利益は実確率で計算され、WACC (weighted average cost of capital) とは、時刻  $t$  における資産価値、株式価値、負債価値をそれぞれ  $A(t)$ ,  $E(t)$ ,  $D(t)$  と表記すると、

$$\begin{aligned} WACC &= \frac{dA(t)/dt}{A(t)} \\ &= \frac{E(t)}{A(t)} \frac{dE(t)/dt}{E(t)} + \frac{D(t)}{A(t)} \frac{dD(t)/dt}{D(t)} \quad (2) \end{aligned}$$

しばた たかし  
 首都大学東京 大学院社会科学部  
 〒192-0397 八王子市南大沢 1-1

と定義される。WACCとは、株式収益率と負債の収益率を、それぞれ株式比率と負債比率でウェイトづけて足した式となる。それに対して、近年におけるコーポレートファイナンス論では、金融工学の評価法を用いた、リアルオプション評価法が用いられている [6] [9]。その評価法では、企業価値 (投資プロジェクト価値) は

$$\text{企業価値} = \frac{\text{将来の期待利益}}{1+\text{無リスク金利}} \quad (3)$$

と計算される。ただし、期待利益はリスク中立確率で計算される [9]。リアルオプション評価法は、正味現在価値法と大きく異なる点に注意されたい [2] [8]。

第2に、資金調達方法に関する分析では、MMの定理 (Modigliani-Miller theory) やトレードオフ理論 (trade-off theory) が有名である。MMの定理とは、MMの第1命題と第2命題から構成される。

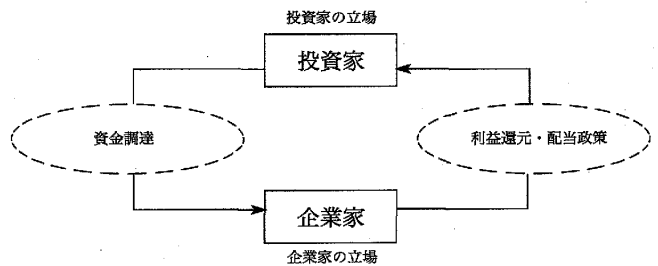


図1 コーポレートファイナンス

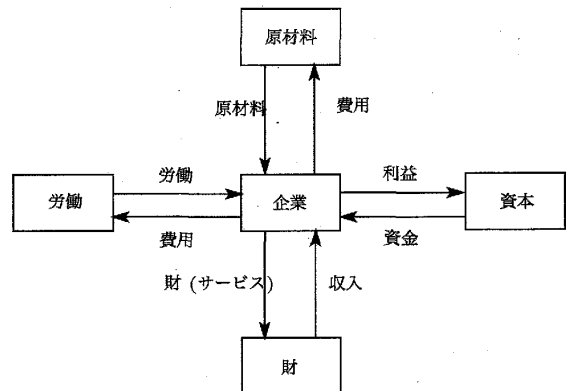


図2 企業活動とコーポレートファイナンス

MMの第1命題とは、完全競争市場の条件の下では「企業価値と資本構成は無関連である」ことを、無裁定理論 (no-arbitrage theory) を用いて示された命題である[4][5]。WACCの(2)式は、変形すれば、

$$\frac{dE(t)/dt}{E(t)} = \frac{dA(t)/dt}{A(t)} + \frac{D(t)}{E(t)} \left( \frac{dA(t)/dt}{A(t)} - \frac{dD(t)/dt}{D(t)} \right) \quad (4)$$

となり、MMの第1命題かつ  $\frac{dA(t)/dt}{A(t)} > \frac{dD(t)/dt}{D(t)}$  を仮定するならば、「レバレッジ  $D(t)/E(t)$  が増大すると株式の収益率  $\frac{dE(t)/dt}{E(t)}$  も増大する」ことになる。

この命題はMMの第2命題と呼ばれている。なお、MMの第1命題は第2命題よりも有名であり、MMの第1命題がMMの定理としばしば呼ばれている。

トレードオフ理論とは、完全競争市場の条件を緩和した上で、税の効果や倒産費用を考慮に入れたことにより、企業価値が最大化される資本構成が導出される理論のことをさす。具体的には、トレード理論における企業価値は

$$\text{企業価値} = \text{全額株式調達の場合の企業価値} + \text{税効果} - \text{倒産費用} \quad (5)$$

と定義される。税の効果とは企業の負債利息が法人税の課税対象から控除されることによるプラスの効果、倒産費用とは企業の負債保有による元本や利息の支払いが滞りリスクにかかわる費用を意味している[1][7]。トレードオフ理論では、横軸に資本構成、縦軸に企業価値をとるならば、負債を保有することによるプラスとマイナスの効果により、企業価値が資本構成に関して凹関数となると考え、企業価値を最大化する資本構成(負債比率)が導出できると主張している(図3)。

第3に、利益還元に関する分析では、MM (Miller and Modigliani) の配当無関連命題が有名であり、MMの無関連命題とは、完全競争市場の条件の下では「企業価値と配当政策と無関連である」ことを示した命題である[3]。しかしながら、完全競争市場の条件が緩和される場合には、企業価値は配当政策に依存し、企業は配当政策として利益をどのように株主配当や内部留保に配分すべきかといった問題が生じる。また、近年における企業の自社株買いは、資本構成を調節する手段というよりも、配当政策として考えられている[7]。したがって、完全競争市場の条件が成立し

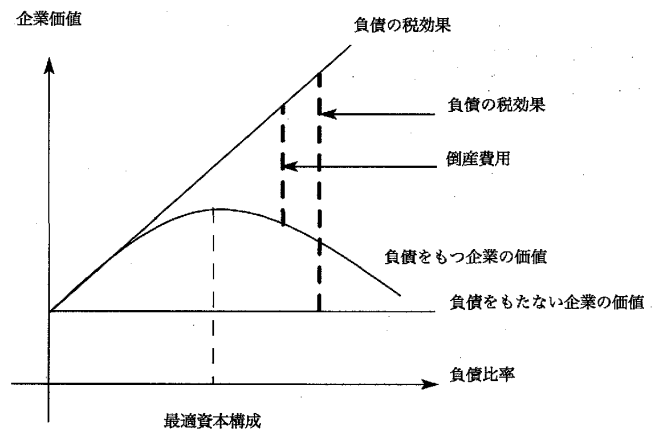


図3 企業の最適資本構成

ない下では、配当政策は企業価値に大きく影響を与える。

まとめると、コーポレートファイナンス論では、企業の観点から、金融資本市場における資金の流れについて考察する研究分野であり、具体的には、企業の投資選択、企業の資本調達、企業の配当政策における効率性について分析する学問分野である。

#### 参考文献

- [1] Brealey, R., Myers, S. and Allen, F., Principles of corporate finance, 8th edition, McGraw-Hill, 2006.
- [2] Black, F. and Scholes, M., The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy, 81, 1973, 637-654.
- [3] Miller, M. F. and Modigliani, F., Dividend policy, growth, and the valuation of shares, Journal of Business, 34, 1961, 433-441.
- [4] Modigliani, F. and Miller, M. F., The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment, American Economic Review, 48, 1958, 261-297.
- [5] Modigliani, F. and Miller, M. F., Corporate income taxes and cost of capital: A correction, American Economic Review, 53, 1963, 433-443.
- [6] Myers, S. C., Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics, 5, 1977, 147-155.
- [7] 砂川伸幸, コーポレートファイナンス入門, 日本経済新聞社, 2002.
- [8] 木島正明, 金融工学入門, 日本経済新聞社, 2002.
- [9] 木島正明, 中岡英隆, 芝田隆志, リアルオプションと投資戦略, 朝倉書店, 2008.