

【第 1 章】

企業をとりまく環境

■本章の Point ! ■

コーポレート・ファイナンス理論の全体像をおおまかに捉える。

- ・ 企業の目的は企業価値の最大化である。
- ・ コーポレート・ファイナンス理論の 3 本柱は、投資判断、資本構成、配当政策。

■学習の前に・・・■

この章はコーポレート・ファイナンス理論の全体像を概説します。この章の段階では、まだイメージが湧かないところもあると思いますが、とりあえずざっと読んで頭に入れておいてください。それぞれのテーマについて後で詳しく見ていきますので、よく解らなかった場合は、最後まで学習をした後、頭の整理の意味でもう一度読んでみられることをオススメします。

1. 企業の意思決定と経営目的

(1) 企業の意思決定と財務

企業の意思決定は常に財務的な意味を持ち、企業の行動はすべて企業財務に関連すると言えます。

企業は、事業を行っていく上で必要な資金（経営資源）を調達しなければなりません。代表的な資金調達手段は株式の発行、社債の発行、銀行融資の利用などです。そして調達した資金を有効に活用するために、優良な投資先を決定しなければなりません。

このとき重要なことは、企業の資金調達と投資先の決定、投資行動は相互に関連しているということです。例えば、企業が非常にリスクの高いプロジェクトを行おうとする場合、そのための資金調達行動は、通常のプロジェクトより難しくなるでしょう。リスクの高い投資をしようとしている企業に資金を提供してくれる投資家は限定的だと予想されるからです。

また、資金調達の方法により企業の投資活動が影響を受けるということもいえます。企業は資金提供者から提供された資金を投資し、事業を行ってキャッシュ（お金）を稼ぎ出すことを継続していくことで成長していくことができますが、資金提供者にはその資金を提供してくれた対価として一定のキャッシュを還元しなければなりません。このとき、資金提供者が満足するレベルのキャッシュを事業活動によって生み出せず、きちんと還元できなければ、資金提供者は資金を引き上げてしまうでしょう。一般に、資金提供者には、資金を投資する先について多数の代替先が存在するので、投資に見合うだけのキャッシュを還元してくれない投資先の資金は回収し、別の投資先へ振り向けようというインセンティブが働くからです。

このような状態になると企業の財務活動にも支障が出てきます。すると、企業は基本的に条件の悪い、すなわち高コストの資金調達をせざるを得なくなるでしょう。高コストの資金を調達した場合は、投資により生み出すべきキャッシュも大きくならざるをえません。従って、企業は期待収益率が高い代わりリスクも大きい投資をせざるを得なくなり、このような事態が進むと最終的には企業破綻につながるようなことにもなりかねません。

このように事業活動と財務活動は密接に関連しているわけで、企業財務（コー

ポレート・ファイナンス) は、企業の事業活動全般を含めた意思決定に関わる問題であることが分かります。

(2) 企業の意思決定の分類

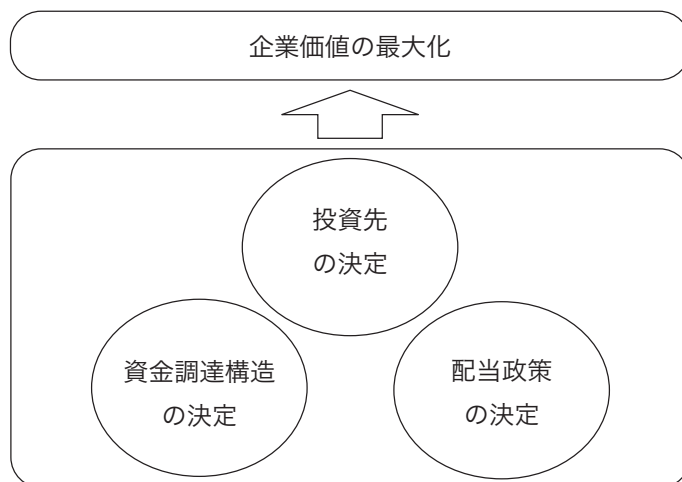
企業は毎日、財務面、事業面等に関わる様々な意思決定をしています。しかし、企業としての基本的な意思決定を大きく分ければ以下の三つに分類できます。

- ・ 良い投資先を決定すること
(投資先の決定)
- ・ 投資の成果を最大化させるために適正な資金調達方法を選択すること
(資金調達構造の決定)
- ・ 資金提供者にきちんと還元すること
(配当政策の決定)

上で述べたように、これらの意思決定は直接的あるいは間接的に、常に企業財務に関連しています。コーポレート・ファイナンスはこれらの企業の意思決定を理論的に整理し、基礎付ける学問です。

具体的に、良い投資先かどうかの判断は？ 適正な資金調達行動とは？ きちんと還元するとは？ といったことを、これからじっくり学んでいただきます。

図表 1-1 コーポレート・ファイナンスの基本原則



(3) 企業の経営目的

さて、いかなる意思決定においても、達成すべき目的を設定することがまず必要となります。コーポレート・ファイナンス理論においては、企業経営の目的は「**実質的な企業価値の最大化**」であるという立場をとります。

注意しておかなければならないのは、これは単に一般的な意味で「会社が大きくなる」というようなことを意味しているわけではない、ということです。どんなに資産を沢山保有している会社でも、負債もそれに負けないほど大きい、というのでは実質的な価値はそれほど大きくないといえるでしょう。ここで目指すべき「**実質的な企業価値の最大化**」とは、株主、債権者という企業への資金の提供者が期待するリターンを越えて、どれだけ $+\alpha$ のリターンを生み出す力があるか、ということです。企業とは、株主や債権者からお金を借りて、それをより増やすことを目的にした組織ということが出来ます。ですから、お金の出し手である株主や債権者が予想する将来のリターンをどれだけ上回る価値を生み出せるかに企業の存在意義があると考えられるわけです。

この目的を達成するためには、まず企業価値そのものを把握できなければなりません。企業価値の具体的な考え方、求め方については後で見ていくことにしましょう。

また、「**企業価値の最大化**」ということは、基本的に「**株主価値の最大化**」にも通じます。

その理由は以下の通りです。

■ 企業価値の最大化=株主価値の最大化 ■

企業が大きくなればなるほど、企業をとりまく**利害関係者(ステークホルダー)**が多岐にわたります。ステークホルダーとは企業に利害がかかわるすべての関係者のことで、顧客、従業員、取引先企業、借入金融機関、政府、社債権者、株主などが挙げられます。

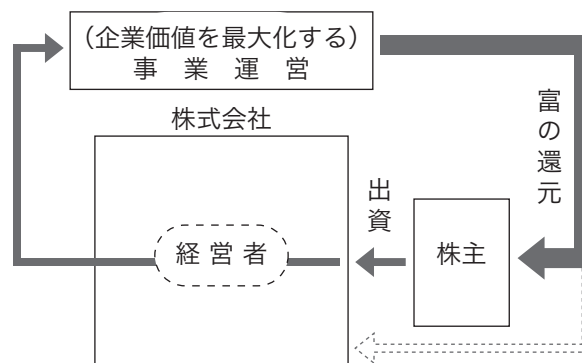
経営者は従業員を雇い、仕入れ(製造)販売というプロセスを経てキャッシュを稼ぎ出します。ときに事業に必要な資金を負債の形で調達します。それらのプロセスの中で各ステークホルダーとの関わりがあり、たとえば取引先への支払い、従業員に対する支払い、債権者への支払い、そして税金の支払いなどが発生します。

株主は、企業がこれらのあらゆるステークホルダーに対する支払いをすべて終えた後の残余財産（後述「株式会社とは」を参照）に対してしか請求権を持ちません。すなわち、あらゆるステークホルダーに対して支払いを済ませるという条件をクリアした後でなお残った財産を株主が受け取ることになるわけです。したがって、株主のためになる経営は、結局は企業全体（企業に関わるすべてのステークホルダー）のためになる経営であるはずだと考えられます。

このように、株主が残余財産の請求権しか持たないということから、**株主の富を最大化**するためには企業価値を最大化しなければならない、という原理が導かれます。すなわち、企業価値の最大化と株主価値の最大化は基本的に同じことを意味していると考えられるのです。

また、株式会社制度の下において、株主は、株主総会等を通じて企業の最高意思決定者として機能する、企業のオーナー（所有者）に当たります。（後述「所有と経営の分離とは」を参照）株式会社制度のもとでは、経営者は株主の雇われ人（エージェント）であるという関係が根底にあり、企業のオーナーである株主のために経営をしているのだから株主の利益になる経営をしなければならないと言うこともできます。

図表 1-2 株主と経営者



■ 株式会社とは ■

株式会社は事業を行うために「株式」を発行して資金調達を行うことができる会社形態です。株式会社への出資者（株主）は出資の限度でしか責任を負わない有限責任で、会社の所有者のひとりとしてその持分に応じた**利益請求権**（会社の利益を配当として受取る権利と残余財産を受取る権利）や**議決権**（株主総会に出席して経営に参加する権利）が与えられます。株主から調達した資本（株主資本）は基本的には返済期限がなく、会社の資本としていつまでも使用できる資金となります。

株式会社は借入や社債の発行など他人資本（負債）によっても資金調達を行います。負債によって調達した資金は基本的に一定期間後に返済しなければならない資金であるという点で株主資本と性格が大きく異なります。

■ 所有と経営の分離とは ■

株式会社は、株式を発行して資金を調達して事業を行います。これを逆から見ると、株式会社は株主の所有にあるという関係と見ることができます。株主は経営者を雇い、雇われた経営者が事業を行うという関係です。

小規模の事業会社であれば、株式会社の形態をとっても、自ら出資し、自ら事業を経営する形態も可能です。しかし、事業規模が大きくなると、市場に株式を公開して広く資金調達をすることとなります。そうすると出資者（株主）すべてが自ら経営を行うことは不可能ですから、経営者は株主の代理人として（経営のプロとして）事業を行います。このように、経営規模が拡大することにより、企業の所有者と経営者が異なる状態となることを「**所有と経営の分離**」といいます。

所有と経営の分離の下では経営者と株主は「**プリンシパル（依頼人）**」と「**エージェント（代理人）**」という関係になりますが、株式会社の所有者は株主であって、経営者はエージェントとしてプリンシパルである株主のために事業を運営していかなければなりません。

2. 企業価値の最大化

(1) 企業価値とは

企業価値の実質的な増大が企業経営者の達成すべき目的であると述べましたが、一般には利益率の向上や市場シェアの拡大といったものを目的に据えるという考え方もあります。しかし、「利益」には、企業会計ルールが持つ特有のルール（期間損益計算の考え）や経営者の恣意が入り込む余地があって客観性が十分でない等の理由（第2分冊で詳述します）により、利益は必ずしも企業実態を正しく測定できない側面がありますし、市場シェアの拡大は必ずしも効率的経営がされていることを表すとはいえない側面があるなど、これらは一般的に企業の経営目標とするには合理性の面で欠陥があります。そこでコーポレート・ファイナンス理論では、企業価値というものに着目するわけですが、では企業価値とは具体的にどのような把握されるべきものでしょうか。

① 企業価値と貸借対照表

貸借対照表（バランスシート）はご存知の方が多いと思います。極端に抽象化すれば以下のような構成をとる表のことです^{*1}。

図表 1-3 貸借対照表のイメージ

| 資 産 (企業が保有する資産) | | 負 債 (企業が借り入れた負債) | |
|--------------------|------|---------------------------------------|------|
| | | 純 資 産 (株主から調達したお金 及び企業が生み出した利益) | |
| 合計 | 〇〇〇円 | 合計 | 〇〇〇円 |

もちろん、実際の貸借対照表では、資産、負債、純資産それぞれの部分にいろいろな項目とその金額が入るわけですが（貸借対照表を全くご存知でない方は、ここで企業のホームページにアクセスしていただき、実際の貸借対照表を覗いておいてください）、貸借対照表では左側の資産の合計額と右側の負債と純資産の

^{*1} 貸借対照表については、第2分冊でより具体的に学びます。

合計額は一致しています。これが一致するのは直接には会計（簿記）の原理によるわけですが、理屈から言っても、企業がある資産を保有しているとする、その資産を購入した原資は、最終的には負債か、株主からの資本か、企業自身が生み出した利益のどれかになるはずなので、「右側＝資金の出所、左側＝資金の使い途」という形で表を作れば左右は一致するはず、ということになります。

このような貸借対照表の形式と原理が頭にある方は、企業価値といわれると、このバランスシートの最後に記載されている金額、すなわち左側、右側の最後の合計額のことをまずイメージするのではないのでしょうか。しかし、貸借対照表の資産（あるいは負債・純資産）合計額とコーポレート・ファイナンスという企業価値は同じではありません（同じだったらわざわざ企業価値なんて言葉を使う意味も無いですね）。どこが違うかと言えば、まずコーポレート・ファイナンスという企業価値はいわば「時価」であるのに対し、一般の貸借対照表に記載されている資産価格は基本的に「簿価（取得時の価格）」である、という点が挙げられます。貸借対照表は会計の原理に従って作られているものであり、必ずしも現時点における実際の企業の価値を反映したものではありません。

次に考えてしまいがちな誤りとしては、右側の負債及び純資産の部を時価評価すれば（具体的には負債と株式を時価評価すれば）企業価値になるのでは、という考え方です。株価は日々変動していて、貸借対照表に記載されている資本金の金額などとは乖離している、ならば株式時価を反映して株主価値を評価すればいいのでは、という考え方です。このような考え方は理論的にはかならずしも間違っているわけではありません。もし、株式市場や社債市場などが正しく企業価値を見積もって評価しているならば、これはこれで筋の通った方法と言えるかもしれません。しかし、一般的なコーポレート・ファイナンス理論はそのような考え方はしません。株式市場や債券市場がそのような合理的な判断をしているという可能性は高くないと考えます（少なくとも現在の市場が正しい判断をしているという保証はありません）。よって、貸借対照表の右側の時価＝企業価値という考え方はしません。

では、コーポレート・ファイナンス理論では企業価値をどのように考えているのでしょうか。コーポレート・ファイナンス理論では、企業をいわば「(株主、

債権者へ払い戻す) キャッシュフローを生み出す機関」と考えて、その「キャッシュフロー」の現在価値、として企業価値を求めます。この考え方は一般的なファイナンス理論における金融商品の価格評価の考え方を企業の評価の世界に持ち込んだものといえるでしょう。

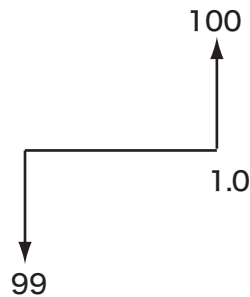
② 金融商品の価格評価の考え方

ここで、企業価値そのものの考え方の説明をする前に、ファイナンス理論に基づく、金融商品の価格の考え方についてポイントを整理しておきます。

ファイナンス理論では、**金融商品の価格とは、その金融商品がもたらすキャッシュフローの現在価値である**、という考え方をします。

例えば、もっともシンプルな金融商品として「割引債」というものがあります。割引債とはクーポンが無い債券のことで、その代わり必ず額面より安い価格で発行され、流通しています。ここに、「期間1年、価格99円」という割引債があるとしましょう。

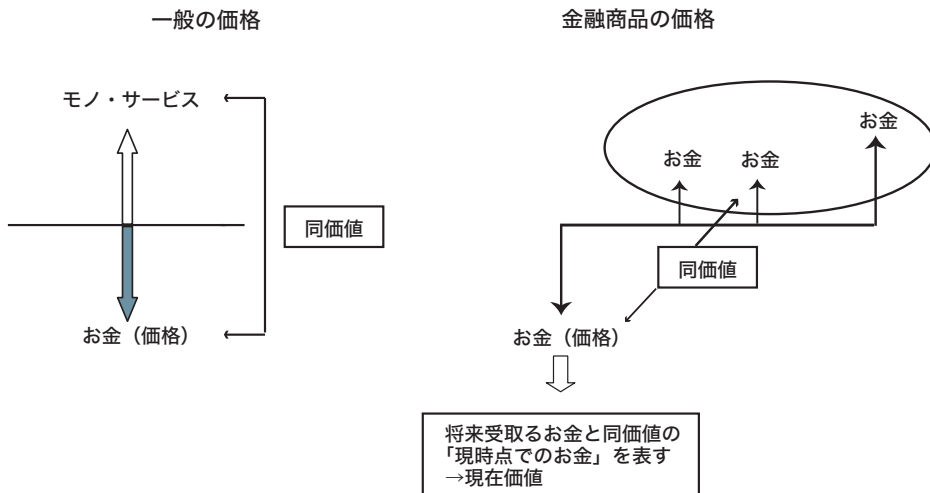
図表 1-4 期間1年 価格99円の割引債のキャッシュフロー図



この割引債の価格99円というのは何を意味しているかというと、1年後に割引債の償還額面金額100円を受取るために、現時点で購入者が払うお金です。一般に価格というものは、購入対象と価値の等しいお金を意味していると考えられますから、その考え方を適用すれば、この債券の購入者にとっては、1年後に受け取る100円と、現時点の99円の価値が等しいと考えられるわけです。金融商品の価格とは、その他のものでも、基本的に将来あるキャッシュフローを受け取るために現時点で払うお金のことを意味しており、それはまた、その将来受

取るキャッシュフローと価値の等しい「現在のお金」として考えることができます。このような観点から、ファイナンス理論では、金融商品の価格とはその金融商品がもたらす将来のキャッシュフローの「**現在価値**」（現在時点に引き直して表現した価値）である、という考え方をします。

図表 1-5 金融商品の価格の考え方



③ 現在価値の求め方

では、次にその現在価値をどう求めるかについて考えてみましょう。現在価値とは将来発生するキャッシュフローと「価値」の等しい現時点でのお金を意味しています。ここで注意しなければならないのは、お金の価値はその発生する時点によって異なる、ということです。例えば現時点で 100 万円受取ることと、1 年後 100 万円受取るとは同価値ではありません。お金は、国債投資や預貯金などほとんどリスクの無い投資によって将来に向かって増やすことができます。よって、同じ金額であれば常に現時点で貰う方が有利なわけです。すなわち、現時点の 100 万円と 1 年後の 100 万円では、現時点の 100 万円の方が価値があります。では 1 年後に受取る 100 万円と同価値の現在のお金はいくらでしょうか。以上の考え方に沿って考えれば、今の世の中の 1 年物金利で X 円を運用した結果、1 年後に 100 万円になるのであれば、その X 円と 1 年後の 100

万円の評価が等しい、と考えられることとなります。式で書くと、1年物金利を r として

$$X \times (1+r) = 100 \text{ 万円}$$

すなわち、
$$X = \frac{100 \text{ 万円}}{1+r}$$

となる X が、1年後の 100 万円の現在価値です。このように、基本的に「将来発生するキャッシュフローを金利で割り引く」ことにより現在価値は求められます（現在価値について、詳しくは次章で学びます）。

④ 企業価値の考え方

前述したように、コーポレート・ファイナンス理論では、企業を、株主や債権者などの資金提供者から資金提供を受け、そのお金を運用して増やし、その成果を資金提供者に払い戻す機関と捉えています。実際の企業では、利益を出しても配当をあまりしない企業などもありますが、例えばマイクロソフトが創業後長い間無配当だったのが、近年高い配当をするようになったように、企業の生み出した成果はいつかは資金提供者の元に戻っていくと考えられます。よって、株主配当や借入金の利息など直接資金提供者に払われるお金ではなく、その企業が生み出すキャッシュフローに着目して、その現在価値として企業価値評価を考えよう、というのがコーポレート・ファイナンス理論における企業価値の考え方です。もっとも基本的な式を掲げると以下のような形で企業価値を考えるわけです。

<もっとも基本となる企業価値評価表現式>

$$V = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots$$

V : 企業価値

C_t : t 期に企業が生み出すキャッシュフロー

r : 割引率

企業が今後、毎期生み出すキャッシュフローを C_1, C_2, \dots とし、それを金利(割引率)で割り引いた現在価値の集積として企業価値を考えるというわけです。企業は基本的に終わることを予定していない組織ですので、右辺の……はこのままの形で無限に続いていくことを意味しています。なお、割引率 r (この式の場合 r はかならずしも金利という表現は適当でないのでここで割引率と表現しています) で割り引くときに、べき乗の計算の形になっていますが、ファイナンス理論では、金利で割り引くというときの金利は、通常は「複利ベース」のものを使います。ですから、ここでも同様の形式になっています(この辺りについても次章でより詳しく学びます)。

(2) 企業価値を考える上でのポイント

企業価値を求める基本的な考え方をみていただきましたが、実際に上で示した考え方にそって企業価値を考えていくためには、いくつかの問題となる点があります。細かくは、今後具体的な企業価値評価の際に見て行くとして、ここでは、重要なポイントについてだけ触れておきます。

① キャッシュフローとは

ここまであまり正確な説明をしてきませんでした。そもそも企業の生み出す「キャッシュフロー」とはどのようなもののでしょうか。これは実はあまり簡単な概念ではありません。企業の生み出すキャッシュフローの正確な内容が把握でき、数字として求められたら企業価値評価の半分以上は終わったと言っていいくらいです。企業価値評価で問題にするキャッシュフローとはそもそも何か、そしてどのように求めるのかという議論は基本的に第2分冊で行うとして、ここでは「利益」との違いということだけ指摘しておきます。

企業の生み出すもの、というとき「利益」という概念が頭に上るという方は多いと思います。しかし**キャッシュフローと利益は違います**。前述しましたが、利益とはあくまで企業会計上のルールに基づいて計測されるものであり、真にその企業が生み出したお金とはまた違うものだからです。例えば会計には「減価償却」という概念があります。これは、企業が生産するための機械を購入したときなどに、その購入代金全額を払った期に費用として計上せず、その使用期間中

に少しずつ費用として計上していくという会計上のルールです。減価償却費とは、この使用期間中に少しずつ費用計上される値のことをいい、企業の会計上の利益は、減価償却費分、每期マイナスされます。しかし、購入時に一括して代金を払っているならば、実際には購入以後の期にはお金は出て行っていません。よって毎期のキャッシュフローは利益に比べ、この減価償却費分多くなります。これは利益とキャッシュフローの違いを生み出す1つの典型的な例ですが、この例で、

利益 = 会計のルールに基づいたもの
(真に企業が生み出したお金を反映しているとは限らない)
キャッシュフロー = 会計ルールに左右されない
(企業が生み出した真のお金を表す)

というイメージを掴んでいただければと思います。

企業価値評価は、貸借対照表などの会計ルールに基づいた数字に縛られない、企業の現時点の価値を求めようとする作業ですから、現在価値を求める対象は利益ではなくキャッシュフローになります。

② 割引率の水準

企業価値をキャッシュフローの現在価値として求めるときに、もう1つポイントとなるのが、先ほどの企業価値評価式で出てきた r : 割引率をどう設定するか、という問題です。実際の金融商品の価格メカニズムをご存知の方であれば、この割引率がリスクと深い関係にあるということはおわかりいただけると思います。例えば、債券の価格と複利利回りの関係を示す式は以下のようになります。

■ 債券の複利利回りと価格の関係 (クーポン1年払いの債券の場合)

C : クーポンレート (%)

P : 債券価格とすれば、

このとき、複利方式による利回り r は、以下の式を満たすものとして定義される。

$$\frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C+100}{(1+r)^n} = P$$

上の式を見ると、債券がもたらすキャッシュフローを複利利回りで割り引いたものが債券価格という形になっています。基本的な式の形式は企業価値評価の場合とあまり変わりありません。よって、債券の複利利回りは、割引率と同様のものと捉えることができるわけですが、では債券キャッシュフローの割引率であるところの複利利回りはどのような水準になるのかといえば、それは様々です。期間によっても、債券の発行者によってもその水準は変わります。企業価値評価との関係で言えば、特に「発行者の信用リスクによって水準が変わる」という点が重要です。債券のキャッシュフローは発行者が破綻してしまえば、(少なくとも完全には)払われなくなりますから、全く同じ期間、同じキャッシュフローの債券を発行しても、倒産しそうな企業が発行したものは、財務内容の安定した破綻等のリスクの少ない発行者が発行したものとくらべ価格は安くならざるを得ません。これは言い換えると、割引率が高くなるということです。

すなわち、金融の大原則として、**リスクの大きい金融商品に適用される割引率は高くなる**、ということです。

企業価値評価においても、使われる割引率の水準はその企業のリスク等によって変わります。キャッシュフローの計測、推定等と合わせ、この割引率の水準の決定が企業価値評価における重要なポイントです。

なお、企業価値評価で問題にするリスクとは、かならずしも今述べたような企業破綻等のリスクだけではなく、その企業が生みだすキャッシュフローの変動の大きさなども関係してきます。この辺りのリスクとリターンに対する本質的な考え方はこの分冊の後半で学びます。

③ 資本コストの概念

割引率が企業のリスクによって変わるということを述べましたが、企業価値評価の際に使う割引率について考えるときにはもう1つ重要な点があります。それは、債権者が企業に要求するリターンの水準と株主が要求するリターンの水準が異なると考えられる点です。

現在価値の考え方のところでも見たように、割引率とは逆に言えば現在のお金を運用する水準のことを意味しており、割引率が高いとは、すなわちその金融商品には高い収益率を期待している、ということになります。リスクが高い金融商品ほど割引率が高いというのは、言い換えればリスクが高い金融商品には高い収

益率を期待する、ということの意味しています。企業が生み出すキャッシュフローは最終的には債権者および株主に還元されていくと考えられるわけですから、キャッシュフローを割り引く割引率は、債権者と株主がその企業に期待する収益率を使わねばなりません。しかし、債権者と株主は企業が生み出したキャッシュフローを受取る形式において大きな違いがあります。

債権者は、通常契約で規定された利息などの決まったキャッシュフローを受取るだけで、株主のように企業の収益が予定以上だったので予定を上回る配当を受取るというようなことはありません。一方、債権者への利息及び元本返済は株主への配当などより優先されますから、その意味で企業業績についてのリスクという点では株主より小さいと言えます。すなわち、**一般論として株主が企業に要求する収益率の水準は、債権者が要求する収益率より高いと考えられます。**

現在価値を求めるために用いる将来のキャッシュフローに対する割引率はコーポレート・ファイナンスではよく**資本コスト**と呼ばれます。「コスト」という表現は、企業が資金を調達するにあたって資金提供者に還元しなければならない収益率の水準というニュアンスを示しています。割引率は前述したように、株主及び債権者が企業に期待する収益率の水準を反映したのですが、この水準を企業がクリアできなければ株式が売られたり、債券の価格が下がってしまったりすると考えられます。従って、企業サイドから見れば、この割引率の水準は、負担しなければならない「コスト」と考えられるわけです。企業が新たな事業をする場合でも、当然この資本コストで表される収益率の水準を新たな事業はクリアできるのかということが問題になってきます。

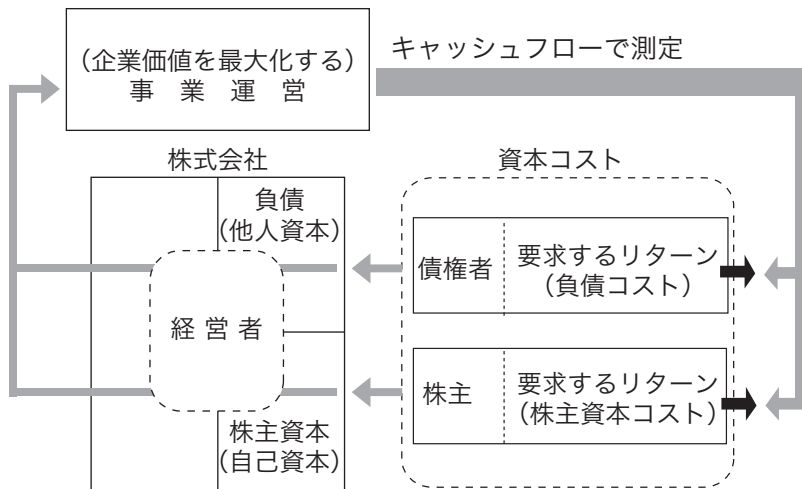
そして、今申し上げたように、資金を株式で調達するときと、負債で調達するときでは、企業の負担すべきコストも変わってくる考えられますので、資本コストは、さらに株主資本を調達するときの「**株主資本コスト**」と負債（他人資本）を調達するときの「**負債コスト**」からなると考えられます。

オーソドックスな企業価値評価では、企業の資金調達構成に基づき、株主資本コストと負債コストを合成して資本コストを求め、それで企業の生み出すキャッシュフローを割り引きます。この2種類のコストを合成して求める資本コストのことは一般に**加重平均資本コスト**、または **WACC (Weighted average cost of capital** : 一般に「ワック」と読む)と呼んでいます。

では株主資本コスト、負債コストをどうやって求めるか、そしてそれをどうやって WACC にするのか…、この辺りの議論は本分冊後半以降で学んでいきます。

キャッシュフローを生み出すためにどのような事業に投資をすべきなのか、資本コストを下げるためにどのような資金調達構造（資本構成）をとるべきなのか、といった意思決定は、企業価値に非常に大きく関わってきます。企業経営者はこれらの意思決定を、企業価値を最大化させるという目標に沿うよう行っていかなければならないのです。

図表 1-6 資本のコスト



(3) 企業価値と株主価値

企業価値最大化は株主価値最大化にしばしば置き換えられます。

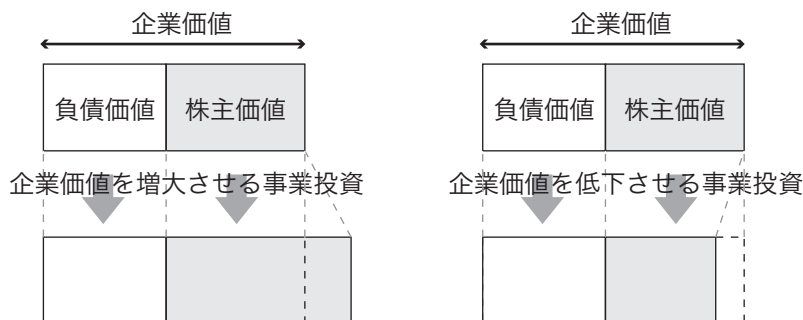
その理由についてはすでに概説したように、株主へのキャッシュフローの還元は、企業のステークホルダーの中で、優先順位的には最後位になるので、企業価値が増大しなければ株主価値も増大しないからです。また、それだけでなく、もっとも企業業績とダイレクトに関わりを持つのが株主だからという視点でこれを捉えることもできます。

前述したように、債権者への報酬は利払いという形態ですから、事業が失敗しても成功してもその支払い義務は基本的に変わることはありません。それに対し

て、株主への報酬は利益の分配という形態ですから、必ずしも一定の配当の支払いを義務付けられているわけではなく、事業の成否に大きく左右されます。また、企業が破綻したときに債権者は株主に優先して資金の弁済が受けられるのに対して、株主は残余財産に対する請求権しかなく、場合によっては投下資金の回収がゼロになってしまう可能性があります。

このように見てくると、株主は債権者と比べて、よりダイレクトに企業に関わっているということが出来ます。企業価値の最大化と株主価値の最大化は同じことだというのは、株主というものの以上のような性格にも見て取ることが出来ます。リスクのある事業に成功したときの果実は株主に帰属するわけですから、企業がどのような事業に投資し、どれだけのキャッシュフローを生み出して、どれだけ企業価値を向上させることができるかということは、株主にとって最も重要な点です。

図表 1-7 企業価値



なお、株主がリターンを受取ることができるのは、企業が債権者への支払いをしても余りある成果を生み出したときですから、株主にとっては負債のない企業の方がより多くの成果を受取ることができるので望ましいようにも思えます。しかし、必ずしも負債がない方が株主にとって良いかというとはそうではなく、負債を利用することには事業の効率性を高めるレバレッジ効果や節税効果があります（第2分冊で詳述します）。経営者は負債を利用しつつ株主資本を有効に活用して、株主がとっているリスクに見合った価値を還元する経営、すなわち株主価値を向上させる経営を行うことが求められます。

(4) 企業価値と株価

企業価値最大化は市場の株価最大化と同義ではありませんが、しばしば株価の維持が経営目標に掲げられます。その理由は、株主の価値を測定する上で株価が最も観察しやすい数値だからと言えるでしょう。経営者は市場の評価を株価という客観的数値でリアルタイムに確認することができます。また、株価は市場に参加する多数の投資家が企業の将来を予想して「株式」の価値として適正な価値を計ろうとした結果として現れる数値であって、市場が合理的であるとすれば、ある程度正しい価値を反映していると考えられます。

また、企業が新規事業への投資や増資、合併など何らかの意思決定を行ったときには、株価を観ることでその意思決定に対する評価を市場で即座に観察できる、すなわち、経営者は意思決定に対するフィードバックを得ることができます。

このようなことから、株価を経営目標にすることにもある程度の意味があります。経営者が株価の上昇を目標とすることや、市場の評価として判断尺度とすることもひとつの方法です。しかしながら、時として市場は間違った評価を行うこともあるので、株価の上昇が常に企業価値の向上の反映であるとは言い切れません。たとえば、株式投資を行う投資家すべてが企業の長期的成長を期待して株主になっているわけではなく、短期の株式投資で利益を上げようとする投資家も多いわけですから、株価は短期的な視点でしか企業の意思決定を見ていないということも考えられます。また、必ずしも常に正しい情報に基づいて株価が形成されているとも言えないことに留意する必要があります。

■ 直接金融と間接金融 ■

企業の資金調達には**直接金融**と**間接金融**に区分されます。直接金融は株式の発行や社債の発行を通じて企業が証券市場で投資家から直接資金を調達することを言います。間接金融は銀行借入などで金融機関等から資金調達することです。

日本は欧米諸国に比べて間接金融の比率が高いといわれてきました。間接金融は資金の出し手（具体的には預金者）と資金の取り手（企業）の間に銀行が介在することで、取り手の信用リスクを銀行が負う形になるため、資金余剰主体から資金不足主体への資金の流れをスムーズにする効果があるといわれます。したがって、信用リスクを引き受ける力のある潤沢な資金量を持つ資金の出し手が乏しく、また信用リスクが問題にならないような優良な取り手（企業）の乏しい未発達な経済においては、間接金融は金融の中心的な形態となることが多いといえます。戦後の荒廃した日本経済の中で間接金融が中心的な金融形態であったことは当然とも言えます。

また、荒廃した日本経済を立て直すためには、少ない資金を効率的に配分する必要があります。そのためにも間接金融は良い仕組みでした。銀行が行政の厳しい管理下に置かれている下で、行政は銀行を通じて、経済全体の資金の流れをコントロールすることができたからです。

こうして、間接金融中心で、銀行が大きな役割を果たしながら日本経済は発展してきました。しかしながら、企業が資金調達を銀行に依存し、関係金融機関とのつながりを重視した経営に傾いたことが、経済に重大なマイナス影響も与えました。債権者である銀行は、企業価値の増大からは限定的な利益しか享受できないため、どうしても企業にはリスクをとらない経営を期待しがちです。そのことが、企業及び日本経済の活力を削いできた面は否定できません。

近年、企業の資金調達をはじめ金融システム全体が間接金融から直接金融へ大きくシフトしています。直接金融へのシフトは企業経営者にとって、銀行担当者だけではなく投資家（直接金融市場）を意識した、つまり投資家から高く評価されるような経営が求められることを意味します。

コーポレート・ファイナンス理論の主題は、まさに直接金融の形態で資金を提供してくれる投資家（特に株主）の富を増大させる経営をおこなうために必要な理論的フレームワークを考えていくことにあるのです。

3. 企業の意思決定とコーポレート・ファイナンス

企業の意思決定は、大きく区分すると「投資先の決定」と「資本構成の決定」そして「配当政策の決定」にかかわります。この3つの意思決定は相互に影響し合いながら企業価値に影響すると考えられています。コーポレート・ファイナンス理論におけるそれぞれの意思決定に貫かれる目的は「**実質的な企業価値の最大化**」にありますから、企業価値を高めたり、企業価値を創造する意思決定が常に好ましく、そうではない意思決定は排斥されなければならないという、いたってシンプルな考え方が基本となります。それぞれの意思決定については、それぞれ第2分冊以降の各論で確認していきますが、その概要をまず見ておくこととしましょう。

(1) 投資の意思決定の原則

投資プロジェクトの決定にかかわる問題です。企業があるプロジェクトに資金を投資するべきか否か、複数の投資候補案件がある場合に、その中のどれを実行し、どれは実行すべきでないか、こういったことをどう決めるかという問題です。

ここまで、企業の目的はその企業価値の増大ということにあること、企業価値はその企業が生み出すキャッシュフローに基づいて決まること、ただし、投資家はその企業に期待する収益率を反映した割引率を使って、そのキャッシュフローの現在価値を計算することで企業価値が計算されること、さらに、企業に対する投資家には債権者と株主という、リスク特性の異なる2種類の当事者がおり、彼らの異なる期待リターン水準を調整した「資本コスト」がその割引率として使われること、こういったことを述べてきました。

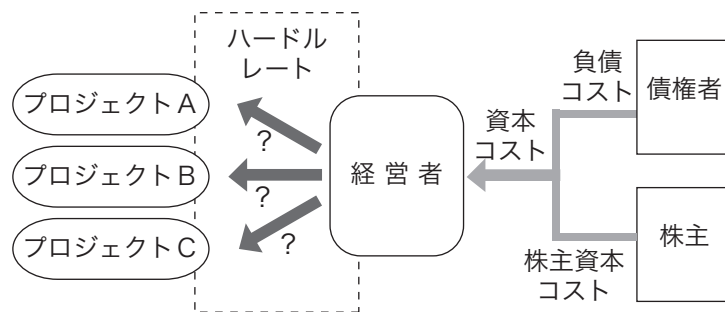
企業が投資を行う際、どんな低い収益率の投資でも良いということにはならないのは誰もが納得していただけたと思います。例えば、普通に銀行に預金して5%ぐらいの金利がもらえるという状況のときに、1~2%の収益率しか上がらない投資しかしていない企業に投資しようという人はいないでしょう。そんな企業の企業価値が低くなってしまふことは明らかです。従って企業が投資を行う際に、その投資に要求される最低限度の収益率というものがあるはずで、これを一般に「ハードルレート」と言います。

しかしハードルレートをどう設定するかは簡単な問題ではありません。こま

で、投資というものはリスクに応じてその期待収益率も変わるものだという
ことを述べてきました。その原則から言えば、その投資のリスクによってハードル
レートも変えるべきということになるからです。ただ、実際問題として投資案件毎
にハードルレートを設定するのは大変です。そこで多くの企業では「ハードル
レート=資本コスト」としているのです。

繰り返し申し上げているように、資本コストとは企業が投資家へ還元すべきリ
ターンの水準を表していますから、企業が投資により資本コストを超えるリター
ンを生み出せなければ、投資家へ還元する資金が減ってしまいます。それは投資
家からみて企業の価値が下がることを意味します。よって、企業の目標は企業価
値の最大化にあるという前提から言えば、どんな投資であれ、資本コストを超え
るリターンは最低限必要であるということになります。

図表 1-8 資本コストとハードルレート



しかし、ハードルレート=資本コストと考える場合でも、この考え方だけでは
投資の問題を決定することはできません。資本コストを上回る案件が複数ある場
合に、どの案件を優先すべきか、投資額に制約がある場合にどれとどれを実行す
べきか、こういったことを論じるためには、そもそも投資の良し悪しをどのよう
な観点から判断すべきかといった基本的な考え方から整理する必要があります。
投資の良し悪しを決めるための考え方にはいくつかありますが、一般にはIRRと
呼ばれる投資の収益率を示す値か、NPVとよばれる投資の現在価値を示す値を
使って、こういった問題を考えていくこととなります。

また、さらにその前の話として、基本的に投資の良し悪しは、リターンの水準
のみならず、リスクという観点も勘案して判断されなければならないわけですか

ら、リスクというものが具体的にどういう基準で認識され、またリスクとリターンがどういう関係にあるのかといったことがきちんと整理されていなければなりません。コーポレート・ファイナンス理論は、この点については「ポートフォリオ理論」と呼ばれるファイナンスの考え方にその多くを負っています。

このテキストでは、これから以上紹介したような考え方、理論を学んでいくことになります。

【→本分冊後半、及び第2分冊で扱います。】

(2) 最適資本構成のための資金調達方法の意思決定の原則

企業は株式の発行によって資本調達しますが、さらに借入・債券発行等の負債（あるいは優先株式のように資本と負債の中間的な性質をもつ証券の発行）によって、事業に必要な資金調達を行います。いかなる手段で資金調達を行えば、投資の価値を最大化し、企業価値を増大することにつながるかという問題が、企業の「最適資本構成の決定」にかかわる問題です。

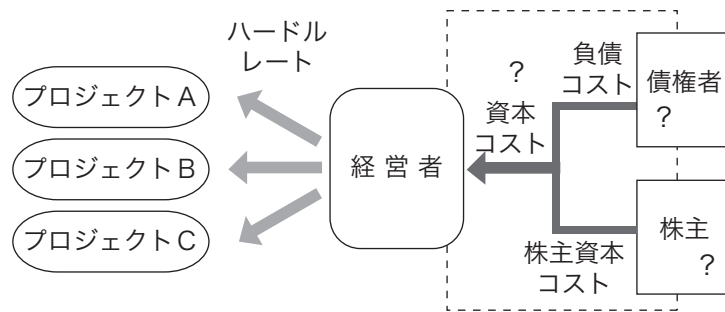
この点については、理論的な枠組みをしっかりと理解するため、有名な「MM理論」という考え方をまず学んでいただきます。この理論の結論は「企業価値と資本構成は無関係」というややショッキングなものになりますが、実はこの結論は税金が存在しない等の現実には当てはまらないいくつかの前提を置いた上でもたらされるもので、税金の存在などを考慮したより現実的な枠組みではこの理論通りの結論にはなりません。

より現実的な枠組みで株主資本コストと負債コストを比較すると、一般には負債コストの方が低く、負債を利用することにより事業効率化や節税効果^{※2}といったメリットがあるということになりますが、負債が増えすぎると企業の財務面での安定性が損なわれるというデメリットもあります。負債の利用によるメリットとデメリットを検討することで、企業価値最大化のための資本構成を考え、それに近づけることが重要です。

【→第3分冊で扱います。】

※2 節税効果：負債の利払いは課税所得から控除されるため、同じ営業利益を稼いでも負債を利用していない企業より負債を利用している企業の方が支払う税金額が少なくて済むということ（詳しくは第2分冊、第3分冊でも解説します）。

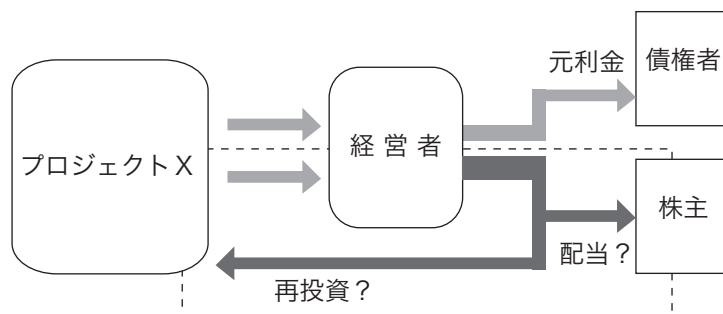
図表 1-9 資本コストと資本構成



(3) 配当政策の意思決定の原則

企業は、事業からキャッシュフローを生み出せば、まず債権者に元利息を返済します（生み出せなくても返済しなければなりません）。そのあとの残りをどのように配分するか、具体的には事業に再投資するか、株主に還元するかという問題は「配当政策」にかかわる問題です。

図表 1-10 配当政策



経営者は企業価値を高める投資を行わなければなりません、必ずしもそれが常に可能であるわけではなく、資本コストを超えるリターンを生み出せない場合は、資金を会社の所有者（株主）に返還することを考えなければなりません（株主に還元する方法にも、配当の支払いだけでなく自社株の取得などいくつかの代

替方法があります)。実際、投資機会が豊富な高成長企業は配当は支払わずに再投資を行う傾向が強く、それに対して、安定企業は配当として分配する傾向が強いといえるでしょう。

配当政策の決定がどのように企業価値に影響するのかを考えるために、知っておくべきいくつかの考え方があります。配当支払いと企業価値は無関連であるという理論、配当は投資家に課税上の不利益をもたらすという考え方、そして投資家は遠い将来の利益より近い将来の配当を選好するという考え方などです。配当の支払いによって他のステークホルダーにどのような影響を及ぼすかという点についても考えておく必要があるでしょう。

必ずしも絶対的に正しい配当政策というものが存在するわけではなく、企業は株主に利益を還元するいくつかの選択肢のなかから、それぞれの特徴を理解して適切な方法を選択することになります。

【→第3分冊で扱います。】

■ エージェンシー問題 ■

エージェンシー問題とはプリンシパル（依頼人）がエージェント（代理人）に業務を委託するときに、プリンシパルとエージェントの利害の相違により生じる問題のことです。

（i）株主と経営者

企業においては株主（プリンシパル）が経営者（エージェント）に経営を委ねるという関係にエージェンシー問題を見ることができます。株主は効率的な経営によって株主価値を増大させることを経営者に託したとしても、株主は経営にかかわる情報を完全に把握することはできない（両者の間には情報の非対称性が存在する）ため、経営者の怠慢や私欲の追及によって、本来得られるはずの価値を喪失しているかもしれません。

経営者の果たすべき役割は株主のために企業価値を最大化することですが、経営者と株主の利害は時として対立します。経営者は自らの利益を肥やすことを考えているかもしれません。時には名声のために経営の効率性を度外視して規模拡大のみを考えているかもしれません。または、保身のためにリスクのある事業を行わずに安定経営だけを目指し、より大きなリターンを得るチャンスを放棄しているかもしれません。

株主はこのような事態が発生しないように監視体制を強化したり情報公開を要求したりするでしょう。つまり株主と経営者のエージェンシー関係には、情報の非対称性に起因する株主にとっての価値の喪失や、情報の非対称性を改善させるためのコストが発生します。この損なわれる価値や追加的に必要になるコストのことをエージェンシーコストと言います。

[対策の例]

- ・取締役会（経営陣の監督）に強い権限を持たせる
- ・経営者に株主的視点を持たせる（たとえばストックオプションの付与）

（ii）株主と債権者

オーナー企業に典型的に見られるように、株主と経営者の利害が一致していると考えられるケースでは、株主と債権者の間にエージェンシー関係があるといえます。債権者がプリンシパルで株主がエージェントの関係と見ることができます。

債権者は株主より弁済順位が優先しますが、完全に守られているわけではありません。株主は債権者から富を奪うことで、自らの富をより増やすことができます。企業のリスクが増大すれば、株主はうまくいけばより大きなリターンを得ることができる可能性があります。債権者にとってリスクが極端に高くなると不利になります。また、負債を増大させることは事業に成功したときの事業効率が高くなりますが、財務リスク（債務の履行が不確実になるリスク）を大きくします。つまり、債権者が望まないリスクの高い経営を株主が望めば、債権者の富が剥奪される可能性が生じてしまうというエージェンシーコストが発生します。

〔対策の例〕

- ・債権者の富を毀損するような事業を行わないように制限する
(財務制限条項等)