企業財務論

経営者の役割と企業の目的（けいえいしゃのやくわりときぎょうのもくてき）

企業財務論（Corporate Finance）では、主に企業の組織形態として株式会社を考える。株式会社の一番大きな特徴は、所有（Ownership）と経営（Management）が分離された組織である点にある。株式会社を所有している人は株主、経営を担っている人は経営者と呼ばれる。では、株主と経営者の間にはどのような関係があるのか。実は、経営者は株主の為に働くよう、株主によって雇われた人と言えるのである。株主と経営者との関係は、**エージェンシー関係**(Agency Relationship)と言われ、株主は、主人あるいは依頼人（Principal）に、経営者は代理人（Agent）になる。株主と経営者との関係は、例えば、代理人である弁護士が、依頼人であるクライアントの為に働くという契約関係に類似している。この観点から見ると、経営者は、株主の利益を最大にすることを目指さなければならないことが分かる。

それでは、経営者がどうすれば株主の富を増やすことになるのか。この設問を理解するためには、投資家としての株主を考えると分かりやすい。株主にとっては、投資金額に対して、その見返りがどうなるかが関心事である。もし、企業が上場され、当該企業の株式が市場で取引されているとすれば、投資家にとっては株価の上昇こそが一番望む事柄である。未上場企業の場合も、また、企業設立の際の出資者としての株主を考える場合も、何らかの形で株価の評価が行われるとしたら同じことが言える。よって、経営者（企業財務論では、経営者の中でも特に**最高財務担当者**（CFO; Chief Financial Officer）の役割を強調する場合が多い）は、株主の富を増やすことを目標とするが、それは具体的に株価の上昇を持って実現されると整理できる。また、株主の富（あるいは、株主価値）は企業価値から負債価値を差し引いたものなので、企業価値の最大化も経営者の目標として妥当である。

以上をまとめると、企業財務論における企業の目的は、株主の富の最大化、株価の最大化、それから企業価値の最大化であると言える。近年、**自己資本利益率**（ROE; Return On Equity、**株主資本利益率**とも言う）重視の経営という言葉をよく耳にする。ここで、自己資本は、帳簿価値で測った株主の投資金額で、利益は株主に帰属する純利益を意味する。従って、このような動きは、株主の富を重視する企業の目的と整合的な経営方針であると言える。

キャッシュフローの現在価値と資産価値の評価（Cash Flowのげんざいかちとしさんかちのひょうか）

今日手元にある1万円と、1年後にもらう1万円の中で、どっちがもっと価値があるのか。答えは今日の1万円である。まず、1年後の時点で比較を行うことに

する。今日1万円を金融機関に預けた場合、年利5%（実は、ゼロパーセントを超える金利なら何パーセントでも良い）の利息が付くとすると、1年後には1万5百円(=1万×(1+0.05))となり、1年後にもらう1万円を上回る。よって、今日の1万円の方がより価値があるのである。ここで、1万5百円のことを、今日手元にある1万円の、1年後における**将来価値**(FV; Future Value)と言う。次に、今日の時点で比較を行うことにする。1年後にもらう1万円の、今日におけるお金の価値は、9,524円(=1万÷(1+0.05))となる。この9,524円のことを、1年後にもらう1万円の**現在価値**（PV; Present Value）と呼ぶ。よって、今日の時点で比較を行っても、今日手元にある1万円の方が、1年後にもらう1万円よりもっと価値があることが分かる。このように、お金を時間軸で考えた場合、その価値が異なる理由は、**お金の時間価値**（Time Value of Money）があるからである。更に、将来複数回にわたって生じるお金（これを**キャッシュフロー**（Cash Flow）と言う）についても、各々の現在価値や将来価値の足し算としてその時間価値が計算できる（現在価値の線形性）。

キャッシュフローの割引現在価値は、企業財務論のみならずファイナンスを貫く一番重要な概念である。その理由は、金融資産を含む**資産の価値**は、当該資産が将来生み出すキャッシュフローの現在価値として表すことができるからである。つまり、株式、社債、企業、プロジェクト、不動産等などの価値は、それらが各々将来もたらすキャッシュフロー（費用がある場合はその費用を差し引いた**ネット・キャッシュフロー**）を適切な**割引率**（Discount Rate）で割り引いた現在価値で表現できるのである。従って、資産価値を評価する際には、まず、当該資産が将来もたらすキャッシュフローの期待値を予測することと同時に、妥当な割引率を利用することが大切である。割引率は、対象となる資産の種類によって様々な名称で呼ばれるが、企業側から見る場合、基本的に資本コストに他ならない（詳しくは、「資本コスト」の項目を参照して頂きたい）。キャッシュフローの割引現在価値計算に基づく資産価値の評価は、経営者にとって、プロジェクトの評価、合併・買収などの財務意思決定を行う上で、出発点もしくはベンチマークとなるので、欠かせない分析作業である。

資本コスト（しほんCost）

資本コスト（Cost Of Capital）とは、企業が調達した資金にかかるコストを言う。言葉としては、資本コストより‘資本のコスト’の方が分かりやすいと思われる。資本コストを理解するためには、資金提供者である投資家の観点から考える必要がある。例えば、投資家としてのある株主を考える。仮に、A企業とB企業は、同等のリスクを持つ同じ事業を営んでいるとする。このとき、株主が、A企業の株式に投資していることは、B企業の株式への投資を犠牲にしていることを意味する。当然、株主はA企業の経営者に対し、B企業へ投資した場合期待される収益率と同等の収益率を期待するであろう。このような考え方は、**資本の機会費用**（Opportunity Cost of Capital）とい

う概念として理解できる。従って、資本コストとは、投資家が投資先の企業に資金提供の対価として要求する収益率であり、企業側から見ると**要求された収益率**(Required Rate of Return、必要収益率とも言う)として考えられるのである。企業の経営者は、資金提供者の、このような要望を常に認識しなければならないのである。

企業への資金提供者を大別すると、株主と債権者に分けられるが、彼らが要求する収益率は一般的にその程度が異なる。**株式の資本コスト**を推計するために、**資本資産価格付けモデル**または**資本資産評価モデル**（CAPM; Capital Asset Pricing Model）がよく用いられる。資本資産価格付けモデルは、株式（一般にはリスク資産）の期待収益率は、無リスク金利（国債の利回りが良く用いられる）に当該株式に対するリスクとマーケットリスク・プレミアムの積を上乗せした値として表現される。当該株式に対するリスクは、いわゆる**ベータ**（β）というリスク尺度として捉えられる。社債の資本コストについても、同様な考え方によって求めることができるが、通常の場合、株式の資本コストより小さいと言えよう。株式と負債の資本コストを株主資本総額と負債総額を加重値として平均したものを**加重平均資本コスト**（WACC; Weighted Average Cost of Capita）という。つまり、加重平均資本コストは、株式と負債を**ポートフォリオ**（Portfolio; 資産の集まり）とみなした場合、**ポートフォリオ**保有者が期待する収益率に他ならない。加重平均資本コストは、企業価値を算定する上で割引率として用いられる（詳しくは、「企業価値の評価」の項目を参照せよ）。

株式と社債の評価（かぶしきとしゃさいのひょうか）

株式会社の寿命は、企業が倒産しない限り永久的である。これは、投資家が株式を保有し続ける場合、永久に配当をもらうことを意味する。従って、株式の価値は、将来無数回にわたってもらう配当金というキャッシュフローの割引現在価値として表現できるのである。このことを、**配当割引モデル**（DDM; Dividend Discount Model）による株式の評価と言う。ある投資家は、例えば、１年後に配当金を1回もらうと同時に保有株式を売却するかも知れない。この場合、今日の株式の価値は、1年後の株価と配当金の割引現在価値で決まる。但し、1年後の株価も将来に渡ってもらう配当の割引現在価値として決まると考えると、今日の株価は、配当割引モデルによって決まるのと矛盾しないことが分かる。また、株式の評価を行う際、割引率としては株主資本に対する資本コストが用いられることに注意して頂きたい。

配当割引モデルの中では、配当金が毎年一定の成長率で大きくなっていくと仮定した、**一定成長型配当割引モデル**（Constant Growth DDM）がよく利用される。このモデルによると、今日の株式価値は、1期先の配当÷(株式の資本コスト－配当成長率)で表される。但し、株式の資本コストは配当成長率を上回ると仮定する。この式から、我われは、配当成長率が大きくなるにつれて、株価が大きくなることがわかる。高い配当成長率は、

企業が有望な事業への投資を行うことによって実現される。これより、株価は、将来の**成長機会**(Growth Opportunity)の現在価値によって大きく左右されることが理解できる。また、取引が活発でない株式や未上場企業の株式評価の場合、事業内容が類似した企業の**株価収益率**（PER; Price-Earnings Ratio, PER＝株価÷1株あたり純利益）などの倍率法から株価を逆算するアプローチを取ることもある。

社債の評価も株式の場合と同様に、社債を保有することによって将来社債の満期日までにもらえる利息と元本の割引現在価値を求めることによって行われる。但し、株式の保有者にとっては、将来もらう配当金は不確実である反面、社債の場合は、契約によって将来もらうキャッシュフローが予め決まっていることに注意して頂きたい。従って、社債の評価は、割引現在価値において割引率（利回りまたは社債の資本コスト）を決めるのと同値であることが分かる。

プロジェクトの評価（Projectのひょうか）

企業は、検討中のプロジェクトあるいは投資案に対して、その経済性をどう分析すれば良いのか。**資本支出予算**(Capital Budgeting)とも呼ばれるプロジェクトの評価には、いくつかのアプローチがあるが、その中で代表的な手法は、**純（正味）現在価値**（NPV; Net Present Value）ルールと**内部収益率**（IRR; Internal Rate of Return）ルールである。二つのルールは概念的には似通っているが、結論を先にいうと、純現在価値ルールの方が応用上優れている。前述のとおり、プロジェクトの価値は、当該プロジェクトが将来もたらすネット・キャッシュフローを資本コストで割引いた現在価値として表現できる。純現在価値ルールとは、プロジェクトの価値から投資金額を差し引いた金額がプラスであれば、プロジェクトを実行し、マイナスであれば、プロジェクトを実行しないというルールである。内部収益率は、プロジェクトからのキャッシュフローの割引現在価値が投資金額と等しくなるような割引率のことを意味し、内部収益率ルールとは、その割引率が資本コストを上回る場合、プロジェクトを実行し、資本コストを下回る場合、実行しないというルールである。プロジェクトの良し悪しを純現在価値ルールでは金額ベースで、内部収益率ルールではパーセント・ベースで測っていることに注意して頂きたい。

やや簡単な例を通して、純現在価値ルールがより合理的なプロジェクト評価方法であることを確かめよう。Aプロジェクトは、今年百万円を投資したら1年後2百万円のネット・キャッシュフローが期待されるが、Bプロジェクトは、今年1億円を投資したら1年後1億5千万円のネット・キャッシュフローが期待されるとする。但し、資本コストは、両プロジェクトともに10%とする。IRRは、Aプロジェクトの場合100%(＝(2百万円－百万円)÷百万円×100)、 B プロジェクトの場合50%(＝(1億5千万円－1億円)÷1億円×100)となる。内部収益率ルールによると、両プロジェクトのIRRはともに資本コスト10%を上回っているが、Aプロジェクトの方がより良いプロジェクトと評価される。一方、AプロジェクトのNPVは約82

万円（＝2百万円÷(1+0.1)－百万円）、BプロジェクトのNPVは約3千6百万円（＝1億5千万円÷(1+0.1)－1億円）となる。純現在価値ルールによると、両プロジェクトのNPVはともに正であるが、Bプロジェクトの方がより良いプロジェクトと評価される。この例から、純現在価値ルールの方が、企業または資金提供者にもたらされる富の量（平たく言うと儲け金額）を正確に捉えることができるという意味で、収益率の大きさという罠に陥ることなく正しい意思決定になっていることが分かる。

企業価値の評価（きぎょうかちのひょうか）

企業価値は、企業が将来もたらすキャッシュフローを**加重平均資本コスト**（WACC）で割り引いた現在価値として表現される。加重平均資本コストは、WACC=株式の資本コスト×（株主資本総額÷(負債総額＋株主資本総額)）＋負債の資本コスト×(1－法人税率)×（負債総額÷(負債総額＋株主資本総額)）の式によって計算される。ここで、株主資本総額と負債総額は時価ベースの値であることに注意せよ。現在割引価値計算式の分母に登場するWACCに対応する、分子のキャッシュフローはどう決めれば良いのか。結論としては、資金提供者である株主と債権者に帰属する、つまり企業全体のキャッシュフローを用いるべきである。これは、具体的に、毎期のキャッシュフロー＝EBIT×(1－法人税率)＋減価償却費－資本支出－運転資本の増減という式によって計算される。ここで、**EBIT**(Earnings Before Interest and Taxes)は、負債への支払利息と法人税を支払う前の利益であり、平たく言うと営業利益に相当する。減価償却費は、EBITを計算する段階で差し引かれているが、キャッシュフローを伴わない支出であるので、再び足し戻す必要がある。資本支出は、設備投資など長期投資に伴う支出をいう。運転資本の増減は、日頃の営業活動に伴うキャッシュフローの調整を表わしており、正または負の金額である。ここで、注意して頂きたいのは、上記で定義されているキャッシュフローは、**資本構成**（「資本構成」の項目を参照せよ）によって影響を受けないことである。資本構成の影響は、分母に登場するWACCに反映されているのである。

前述のとおり、企業は永久に生きる法人格であるから、キャッシュフローを予測する上で短期予測期間（例えば、将来5年間）を定めて置きながら、その期間以降はあるトレンドをもってキャッシュフローが成長していくと仮定するのが現実的な評価手法になる。短期予測期間以降のキャッシュフローの現在価値を**継続価値**と呼ぶ。よって、企業価値は、短期予測期間の割引現在価値と継続価値との合計で計算される。最後に、将来のキャッシュフローを推計するためには、短期予測期間中の見積もり損益計算書と貸借対照表を作成する必要があるが、そのとき、将来売上高の予測が何よりも重要であることは言うまでもないであろう。

資本構成（しほんこうせい）

企業が用いる資金調達手段には、株式、社債、転換社債、新株引受権付社債、金融機関からの借入、内部留保など

がある。また、直接金融（証券の発行を伴う資金調達）と間接金融（金融機関からの借入）、自己資本と他人資本、という区分もよく耳にするが、このような資金調達手段の割合のことを**資本構成**（Capital Structure）と言う。それでは、資金調達手段のミックスを変えることによって、企業価値（「企業価値の評価」の項目を参照せよ）を最大にする最適な資金調達手段の組合せは何であろうか。一般に、企業価値が資本構成の影響を受けることは、「企業価値の評価」の項目で見たとおりであるが、企業価値を最大にする**最適資本構成**（Optimal Capital Structure）について統一された見解はない。

議論を簡単にするために、株式と社債の発行による資金調達を考える。かつて、モジリアニ(Modigliani)とミラー(Miller)は、資本市場が完全である場合、株式と社債による資金調達の割合を変えても、企業価値には影響を及ぼさないという、いわゆる**MMの無関連命題**（MM's Irrelevance Proposition）を発表した。ここで、**完全資本市場**（Perfect Capital Market）とは、証券の取引に手数料などの費用がかからない、市場参加者の間に情報の非対称性がない、法人税などの税金が存在しないという、現実とはかけ離れた市場を言う。完全資本市場は、物理現象では、摩擦のない真空状態に例えられるであろう。完全市場の下で、同じ事業を営んでいるが、片方は負債を用いている点だけ異なる二つの企業を考える場合、各々の企業が将来生み出すキャッシュフローの割引現在価値（すなわち、企業価値）が等しい。さもなければ、リスクを追うことなく利益を得ることができる**裁定機会**（Arbitrage Opportunity）が存在してしまうからである。しかし、このような結果は、論点を明確にするための、理論上の出発点であることに注意して頂きたい。

一方、完全市場の下で法人税の存在を許す場合は、社債の**節税効果**（Tax Shield）によって、社債を多く用いれば用いるほど企業価値は高くなる。ここで節税効果とは、社債の支払利息は、課税対象となる利益が計算される前に費用として引かれるために、その分法人税を少なく支払って済むことになり、税金が節約されることを言う。しかし、現実的には、社債発行額が大きすぎると倒産の可能性が高まるので、社債の発行額にも限度があると言えよう。他に、株主と債権者との間に存在するエージェンシー問題も、株式と社債による資金調達の割合に影響を及ぼす。実際観測される資本構成は、国、産業、企業の規模などによって多様であり、最適な資本構成に関する一般法則を見つけるのは難しい。

オプションの評価（Optionのひょうか）

オプション（Option）とは、特定の資産を、将来あらかじめ定められた期日に、あらかじめ定められた金額で、買い付ける、あるいは、売り付けることができる権利を表す証書のことを言い、いわゆる**派生証券**(Derivative)のなかの代表格である。例えば、東京証券取引所1部上場企業であるソニー（株）の株式が、今日5千円で取引されているが、これから3ヵ月後に5千5百円でソニー株1枚を購入できるオプションがあるとする。

この場合、ソニー株式のことを**原資産**(Underlying Asset)、3ヶ月後の時点のことを**満期日**(Maturity Date)、5千5百円のことを**行使価格**(Strike Price)と言う。原資産を購入できるオプションは**コール・オプション**(Call Option)、売却できるオプションは**プット・オプション**(Put Option)と呼ぶ。また、満期日のみで権利が行使できるオプションを**ヨーロッパ型オプション**、満期日以前にいつでも権利が行使できるオプションを**アメリカ型オプション**と呼ぶ。従って、上記のソニー株式に対するオプションは、ヨーロッパ型コール・オプションである。日本で最も活発に取引されているオプションとしては、大阪証券取引所の日経平均株価指数オプション（日経225オプションとも言う）がある。日経225オプションは、日経平均株価指数を原資産とする株価指数オプションで、ヨーロッパ型である。詳しくは、大阪証券取引所のホームページhttp://www.ose.or.jp/を参照して頂きたい。

それでは、上記のソニー株式に対するオプションの価値はいくらで決まるのか。前述の通り、オプションの価値も、オプションという資産が将来生み出すキャッシュフロー（オプションの場合、特に**利得**（Payoff）と言う）の現在割引価値で決まるのか。残念ながら、オプションの場合は、この方法では、その評価が難しくなる。それは、オプションの利得の決まり方が複雑であり、オプションの資本コストをどのように定めるかが簡単ではないからである。オプションの価値を決める要因はいくつかあるが、その中でも一番重要なのは、**ボラティリティ**（Volatility）と呼ばれる、原資産価格の変動性である。つまり、原資産の値動きが激しければ激しいほど、コールオプション（同様に、プット・オプション）の価値は高くなるのである。原資産価格の変動性が大きくなると、満期日に原資産が行使価格を上回る可能性も下回る可能性も増える。オプションは行使してもしなくても良い権利であるから、満期日において不利になった場合は行使しないまま済む反面、有利になった場合は権利を行使すれば良いので、オプションの価値は高くなるのである。

リアル・オプション・アプローチ（Real Option Approach）

一般に、オプションと言えば、金融商品として市場で取引されている金融オプション（Financial Option）を指す。これに対し、**リアル・オプション**(Real Option)とは、企業が財務的意思決定を行う際に見つけられる経営上の選択肢のことを言う。**リアル・オプション・アプローチ**とは、プロジェクトの純現在価値（前述の「プロジェクトの評価」項目を参照せよ）に加え、リアル・オプションの価値をも考慮した上で、改めてプロジェクトの評価を行う方法を言う。

例として、製薬会社の新薬開発のプロジェクトを考える。新薬開発プロジェクトにおける特徴のひとつは、何段階かの開発ステージがあることである。例えば、第1ステージでのプロトタイプの新薬開発に成功した場合、次の第2ステージの新薬開発に進むことが考えられる。ここで、重要なのは、第2ステージの新薬開発には、第1ステージでの結果を見据えた上

で、進行するか撤退するかという選択肢があることである。将来の状況に応じて行使できる選択肢こそリアル・オプションに他ならないのである。現時点で直面している意思決定問題は、第1ステージでの新薬開発に着手するかどうかである。仮に、伝統的な純現在価値ルールによるプロジェクト評価では負のNPVとなり、投資をやめた方が良いという結論が得られたとする。しかし、リアル・オプションの価値をも考慮すると、負であったNPVが正に転じる可能性がある。このとき、現在から満期時点（第2ステージ新薬開発プロジェクトの着手時点）までの第2ステージ新薬開発プロジェクトの価値の変動性が、リアル・オプションの価値を定める一番重要な要素であることは、「オプションの評価」項目の内容から簡単に類推できる。このように、リアル・オプション・アプローチは、純現在価値ルールが見逃している経営上のオプションの価値を考慮することによって、プロジェクトの評価を改める手法である。

以上で見た新薬開発の例は、**拡張オプション**（Option to Expand）と呼ばれるが、他にも**延期オプション**（Option to Wait）、**廃棄オプション**（Option to Abandon）などが挙げられる。それでは、リアル・オプションの価値は、具体的にどう評価すれば良いのか。実務では、リアル・オプション価値の評価のために、金融オプションの評価式として名高い**ブラック・ショールズ公式**（Black-Scholes Formula）がよく使われる。

企業の合併・買収（きぎょうのがっぺい・ばいしゅう）

企業の**合併・買収**（M&A; Mergers and Acquisition）は、合併と買収に区別される。合併は、A企業とB企業が１つの会社になることで、AとB企業が共に消滅し、新しい企業となる**新設合併**と、１つの企業が他の企業に吸収され消滅する**吸収合併**に分けられる。買収は、株式取得と資産取得に分けられるが、**株式取得**(Stock Acquisition)の場合、取得した株式の割合が対象企業株式総数の過半数を上回れば、買収企業と被買収企業は、親子会社の関係になる。**資産取得**(Asset Acquisition)は、相手企業の特定の資産、事業部門などの買収を意味する。合併・買収は、経営者同士の合意に基づくか否やかによって**友好的M&A**と**敵対的M&A**に区分される。M&Aを行う動機は様々であるが、(i) 本来の内在的価値よりも過小評価されている企業を買収することによって差益を得るため、(ii) 2つの独立した企業の企業価値の合計よりも合併した組織の企業価値が大きいという、いわゆる**シナジー効果**を享受するため、(iii)新規事業部本への迅速な参入のため、などが考えられる。

合併・買収の意思決定の際にも、対象企業や株式の評価は欠かせない分析作業であり、経営者は、このような分析結果を踏まえた上で買収価格を提示する。近年、日本においても敵対的M&Aがかつてより頻繁に行われるようになった。2005年堀江元社長の率いるライブドアによるニッポン放送への**敵対的株式公開買付**(TOB; Take Over Bid)は、いまだに記憶に新しい。これを契機に、日本の企業

も敵対的M&Aに対する防衛策にも積極的に取り組むようになった。一般に、未上場企業が**新規株式公開**（IPO; Initial Public Offering）により企業を公開する（Going Public）と、多くの投資家から資金調達を円滑に行うことができるメリットがある一方、投資ファンドや企業などの投資家による敵対的M&Aの脅威にさらされる可能性は高まる。経営者にとって敵対的M&Aに対する究極の防衛策は、投資家向けの広報活動、すなわち、**インベスター・リレーション活動**（IR; Investor Relations）に積極的に取り組む一方、既存の株主の富を常に最大化していくことであろう。