

## 企業価値を巡る5つの問題

慶應義塾大学 太田 康信

本報告では、現代コーポレート・ファイナンス理論において、価値評価理論の学界標準となっている現在価値法がもつ矛盾点、限界点を指摘し、それら問題点の個別解消策を述べるとともに、在り得べき価値評価理論の将来像を探る。問題点の第一は、現在価値法による企業価値評価と、それに用いる加重平均資本コストとの間に存する双方向性である加重平均資本コスト算定時に市場価値を用いた資本構成比率でなく、内在価値に基づく資本構成比率を重みとして採用しようとする(理論的に正しい)とき、通常採られる手続きには整合性が欠けることになる。解決策としては、同時決定方式を推奨したい。第二の問題は、「長期的に平均的」とされる加重平均資本コストと加重限界資本コストとの関係である。投資の意思決定で用いられる割引率のベースとなる資本コストは、企業の総合的見地に立つ既存のバランス・シート情報から算出すればよいのか。それとも、新たに創出されるバラス・シート情報に依拠すべきなのか。近時の成長著しい情報化の流れの下、評価のための時間間隔短縮化への要請が散見される中であって、今後のグループ経営への視角とも関連する。両資本コストの関係は、基本的には、既存の加重平均資本コスト概念は、投資案が採択されるごとに、その加重限界資本コストの効果をとり込むように、絶えず、アップデートされねばならない。第三の問題は、現行の加重平均資本コスト概念には、財務挺子効果のみしか反映されていないで、財務リスク効果が勘案されていない点である。よく知られているように、かかる構造下では、財務挺子が利用されればされるほど、企業価値を高めることが可能になるという非現実的帰結を得る財務リスクは、債務不履行リスクに由来するのであるから、両者の関係も明らかにされねばならない。その上で、財務リスクを含む資本コスト概念を提示する四番目の問題点は、予測されるべき将来キャッシュフローに関わる。個別には、その分布形状が対称単峰型という前提が是認される場合でも、等分散性の仮定が成り立たない場合、そして、分布形状が非対称非単峰型(ベンチャー事業には予想される)と想定される場合、更に、状況依存的意思決定事項が将来に予想される場合等である。最近の理論発展により、リアル・オプションの考え方が有力な問題解決策となる最後になる5番目の問題は、企業の資金調達余力という概念を用いることで、現行の企業価値最大化問題と資本コスト最小化問題とが双対関係にあることを証明するとともに、その解が、資金調達余力最大化問題の答えにもなっていることを示す。結果として、今後の価値評価理論が進むべき方向は、以上の個別問題点に対する解消策も含めて、債務不履行リスクの制約下で、リアル・オプション、換言すれば、状況依存的意思決定樹を対象にした多期間における価値最大化問題の解明にあると考えられる。