

## 株価と資本コスト

慶應義塾大学 辻 幸民

企業が投資を実行するには、投資に必要な資金を確保しなければならない。この資金は内部留保や証券発行で調達した資金であったりする。企業の目標が株価（株主の富）の最大化にあるとすると、投資および資金調達の意志決定に際し、この目標達成に必要な最低限の投資の期待収益率が、投資の必要収益率といわれる。投資は各案件毎に様々な収益率が予想されるが、この必要収益率を上回る期待収益率の見込める投資案件を、残らずすべて実行するような状況、これが企業にとって株価（株主の富）を最大化する投資の意志決定である。また投資の必要収益率は、投資実行の有無を決める期待収益率の分岐点といえるので、投資のカットオフレートとも称されるし、資金調達の際にどうしても稼ぎ出さなければならない最低限の負担と考えることもできるので、資本コストとも称されることが多い。ここでいう資本コストとは、投資の必要収益率のことをいう。

さて、この資本コストがどのような値として定まるのかを、初めて厳密に議論したのが、周知のように、Modigliani - Miller (1958) (以下、MM) である。そこで彼らが導いた諸命題の一つとして、資本コストは、資金調達手段に関わらず一定であることが証明された。この命題自体は、投資という実物的な経済行為に対する金融の中立性を証明したものとして、非常に有名であるが、企業金融論のその後の理論展開は、この命題よりもむしろ、もう1つの別の命題に大きく依存する。その命題とは、企業価値は資本構成に無関係であるというものである。これら2つの命題はもちろん相互に独立なものではない。しかし、MM以降の企業金融の理論は、トレードオフ理論や情報の不完全性の議論など、ほとんど全てが企業価値の観点から理論が構築されていて、資本コストの概念は完全に忘却されてしまったといっても過言ではない。

この背景には、資本コストの理論的な定式化が、企業価値のそれよりも格段に難しいといった事情がある。そこでここでは、第一歩の試みとして、MM命題の想定する世界に、1つだけ不完全性を考慮して、投資の際の資本コストを定式化したい。この不完全性とは、資本市場（株式市場）の不完全性で、株価が、MMの想定したファンダメンタルズから一定幅だけ乖離している世界を考える。この乖離の原因が具体的に何であるかは、ここでは問題にしない。ともかくこの乖離のためにMM命題は成立しないものとする。この報告では、このような不完全な資本市場に直面する企業が、新株発行や内部留保、負債を使って資金調達して投資を実行する場合、各々の資本コストがどのように定式化できるかを導く。ここでは、近年展開された諸理論（情報や契約の理論）を具体化するに至っていないが、資本市場の不完全性を考慮した資本コストの定式化は、今後、これら諸理論を資本コストと

いう観点から再構築する際、必須の基礎知識となるであろう。またこの議論は、実際に行われている投資の意思決定の現場では、企業価値の観点から構築されている従来の企業金融論より、はるかに実用的かつ有益なものとなるであろう。