

2011年4月 フリートローキング要旨

設備投資研究所

講師：Worawat Margsiri 助教授 (Fordham University)

演題：Risk Management in Corporate Financial Policy

日時：2011年4月25日(月) 15:30~17:30

要旨

本研究は、リスクマネジメントが企業の資本構成、投資、そして配当政策とどのような相互依存関係にあるのかを、資金制約のある企業に関して理論的に分析したものである。摩擦が存在する資本市場において、リスクマネジメントはコーポレートファイナンス上の最重要課題のひとつである。特に、ヘッジはキャッシュフローを安定化させ、倒産確率を低下させる有用な手段である。しかし、大半の企業はヘッジを利用していないか、または限定的利用にとどまっている。そこで、ヘッジをしないことが企業価値を高めるか否かを、(1)投資が断続的に行われること、(2)現金残高が十分でないこと、そして(3)外部資金調達にコストがかかることに着目して、理論モデルに基づき分析する。

本研究では、ドリフト付きランダムウォークに従ってキャッシュフローを生み出す企業が、将来キャッシュフローの現在価値である企業価値を最大化する動学モデルを構築する。企業のリスクは、キャッシュフローのボラティリティーとなるため、ボラティリティーの調節によりリスクマネジメントを行う。

基本モデルにおいて、企業は第0期に初期投資を行った後、配当・リスク戦略に加えて、第1期における投資及び負債の追加発行の是非を決定する。配当は、キャッシュフローが一定水準に達すると実施される。第1期に投資及び負債の追加発行が行われると、企業は配当・リスク戦略を改定する。投資は不可逆的で断続的に実施され、キャッシュフローの成長率を上昇させる。また、現金が枯渇した時点で企業は清算される。

分析の結果、第1に、リスクマネジメントが倒産確率を低下させ、資金制約を緩和することにより、企業価値を高めることが示された。

第2に、リスクマネジメントが配当政策と密接に関係することが示された。現金残高が低水準である企業は、配当せずに低リスク戦略をとる。現金残高が増加すると、高リスク戦略に転換するが、将来の投資に備えて配当は実施しない。投資後の現金残高が十分高くなると、企業は配当の支払いを開始する。投資機会を保有しない企業は、低リスク戦略を採用し、現金残高が十分高くなるまで配当しない。

第3に、レバレッジとリスクマネジメントとの関係が、現金残高、キャッシュフロー、そして投資の価値に依存して非単調となることが示された。高水準のキャッシュフローを生み出す企業は倒産確率を低下させるため低リスク戦略をとるが、レバレッジが低ければ、高リスク戦略を採用し得る。高レバレッジあるいはキャッシュフローが低水準の企業は、

高リスク戦略をとる。但し、投資コストが多額であると、事後的な債務が過大となり得る。投資機会を保有しない企業は、倒産回避のための賭けを除き、高リスク戦略を採用しない。

第 4 に、投資の性質がリスク戦略に影響を与えることが示された。投資機会が大規模で断続的である場合、企業は高リスク戦略を採用する。倒産確率は上昇するが、資金制約が緩和されるならば企業価値は高まる。また、投資後のリスクマネジメントは投資の収益率に反応しないが、投資前に関しては、収益率の上昇が高リスク戦略採用の誘因を高める。

続いて、本研究は、情報優位の既存株主と情報劣位の外部投資家間の情報の非対称性を基本モデルに導入している。投資家は、キャッシュフローと投資機会の有無を観察できず、公開情報、特に配当政策とリスク戦略から企業価値を予測する。現金残高の増加局面で、企業が配当の支払いを公表すると、企業には投資機会がないと投資家は判断する。また、企業が低リスク戦略から高リスク戦略に転換すると、現金残高増加後のリスクの増加が、倒産回避の賭けではなく、投資促進の結果であると投資家は判断する。

最後に、企業が負債と株式の追加的発行により投資するモデルを分析している。株式は、倒産コストの低下が発行コストを上回るときに追加発行される。株式の追加的発行自体が資金制約を緩和し投資を促進するため、企業が高リスク戦略で投資を促進する必要はなく、低リスク戦略を採用することが示された。

以 上