

ファイナンス応用研究  
神戸大学専門職大学院（社会人 MBA コース）  
2024 年度・詳細シラバス



担当教員：森 直哉（もり なおや）

メール：mori708@crystal.kobe-u.ac.jp

選択必修科目 / 2 単位

期間：2024 年 8 月 10 日～2024 年 10 月 5 日

※ 改訂のタイミングであるため、使用する教科書は 7 月末の刊行予定です。

■ 授業のテーマ

ファイナンスは企業のカネに関するマネジメントを取り扱う科目です。企業の経営者が投資家とどのような関係にあり、何を目的としてビジネスをおこなっていくのかを検討していきます。企業はカネを調達してモノを生産し、モノを販売してカネを回収します。貴重な資源を浪費して売れないモノを生産しそうな企業は、最初から有利な条件でカネを使わせてもらえません。そのような競争的な状況のもとで、いかにカネを有効に活用するのかを検討していきます。

科目の性質上、それほど双方向型の授業ではありません。とはいえ、MBA 向けの科目であることを踏まえて、教科書を用いた片方向型の解説を何回かおこなったタイミングで「事例と分析」を挟みます。この「事例と分析」は、企業の財務政策に関する事例の紹介、財務分析の手法の解説、カットする章から部分的に取り入れたショート・レクチャーを含みます。また、最後の第 15 講ではディスカッション（グループ内での議論および代表者による発表）を実施します。財務分析の手法は会計学でも学ぶはずですが、ファイナンスでも必要となるスキルです。

■ 授業の到達目標

1. 投資政策（設備投資、研究開発投資、M&A）と企業価値の関係について、キャッシュフロー、リスクプレミアム、資本コストを考慮に入れながら理解することができる。
2. 資本構成（株主資本と負債の割合）と企業価値の関係について、さまざまな要素（税や情報の非対称性など）を考慮に入れながら理解することができる。
3. 配当政策（配当と内部留保の割合）と企業価値の関係について、さまざまな要素（税や情報の非対称性など）を考慮に入れながら理解することができる。

■ 成績評価方法

財務分析にもとづくレポート（50%）、指定文献と自由選択文献にもとづくレポート（50%）

■ 成績評価基準

レポート課題においては、財務分析、指定された文献、それに関連する自由選択文献を用いながら、ファイナンス理論を活用して実際上の問題を考察できるか否かで評価される。

■ 履修上の注意（関連科目情報）

ファイナンスについて予備知識を持たないことを前提として講義プログラムを構築します。パワーポイントを使用し、教室のスクリーンに教科書とまったく同じレイアウトの画面を映写します。受講生は毎回必ず教科書（森 直哉、『新・図解コーポレートファイナンス』、創成社、2024 年、刊行予定）を持参し、教員の解説を書き加えてください。

■ 事前・事後学修

ファイナンス理論については講義中に解説するため、予習は不要です。むしろ、予習しないほうがよい科目であるとさえ言えます。ただし、必要に応じて事前の作業を指定する場合があります。

教科書以外に補足資料を配布する場合、遅くとも講義 5 日前までに「神戸大学 LMS BEEF」を通じて入手できるよう手配しておきます。あらかじめ各自で印刷したものを当日に持参してください。

## ■ 受講者へのメッセージ

この講義では、標準的なファイナンス理論を解説します。そのうえで、具体的な事例（ケース）を理論的な視点から捉えます。新聞・雑誌記事の解説がしばしばファイナンス理論の観点からは間違っている、もしくは、十分ではないことを知る機会にもなるでしょう。

合計 15 回の内容としては、欧米のビジネススクールで開講されているファイナンス科目がそうであるように、標準的なプログラムに仕上げました。わが国のビジネススクールではしばしば省略されがちな資本構成や配当政策についても取り扱っています。純粋に学術的なレクチャーと捉えるのではなく、知的なビジネスマンのために必ず役立つ物の考え方であると考えてください。

しばしば、机上の空論であるとか、単なる計算テクニックであるといった具合に、ファイナンスはひどく誤解される領域です。意外に思われるかもしれませんが、ファイナンスを学ぶことの実践的な重要性は、正しく数値を予想、計算できることではなく（そもそも神様でなければ無理ですが）、意思決定のプロセスに合理性を与え、重要な決断の説得力を高め、試行錯誤によって経験値を高めていくためのヒントが得られることにあります。計算テクニックに習熟するよりも、標準的なファイナンス理論をマスターするほうが圧倒的に重要です。そのことと無関係ではありませんが、以前は講義中に計算問題を解いていただく時間帯を設けていたものの、私自身はそれほど効果が高い時間の使い方であるとは思っていないため、カットしたいと考えています。

## ■ 教科書

森直哉『新・図解コーポレートファイナンス』創成社, 2024 年, 刊行予定

## ■ 参考書・参考資料等

乙政正太『財務諸表分析(第3版)』同文館出版, 2019 年, ISBN:9784495193034

森直哉「ファイナンスを俯瞰する」(第 14 章), 所収: 神戸大学専門職大学院『プレ MBA の知的武装』, 中央経済社, 2021 年, ISBN: 9784502376511

Higgins, R. C. / グロービス経営大学院訳『ファイナンシャル・マネジメント (改訂 3 版) —企業財務の理論と実践—』ダイヤモンド社, 2015 年, ISBN:9784478027721

Ross, S.A., Westerfield, R.W. and Jaffe, J. / 大野 薫訳『コーポレート・ファイナンスの原理 (第 9 版)』金融財政事情研究会, 2012 年, ISBN:9784322113389

## ■ 授業における使用言語

日本語

## ■ キーワード

資本コスト、企業価値、投資政策、資本構成、ペイアウト

## ■ ファイナンスとは

この科目には大きな柱が 3 本あると思ってください。具体的には、①投資政策（企業はどのように投資プロジェクトの採否を決めるべきか）、②資本構成（企業はどのように資金調達をすべきか）、③ペイアウト（企業はどのように利益を分配すべきか）の 3 つです。

第一に、投資政策ですが、企業は思いついた投資プロジェクトをすべて実行に移すべきではありません。設備投資に要するカネよりも、その設備を使って稼ぎ出せる（と予想している）カネのほうが現時点での値打ちとして少ないならば、そのような設備投資はしないほうが賢明であるという判断に落ち着きます。

第二に、資本構成ですが、これは株主資本と負債の割合を変化させることで、株主が得をするかどうかを問題にしています。ごく基礎的なモデルでは、あらかじめ企業がどのようなビジネスを実施するのかが決まっているかぎり、どのように株主資本と負債の割合を変えても企業価値は同じにしかありません（資本構成の無関連命題）。

第三に、ペイアウトですが、企業は稼ぎ出した利益のすべてを株主に配当（利益の分配）するとは限りません。通常、いくらかは企業の内部に残しておいて、再び設備投資などに使います（利益の内部留保）。ごく基礎的なモデルでは、あらかじめ企業がどのようなビジネスを実施するのかが決まっていれば、

どのように配当と内部留保の割合を変えても、企業価値は同じにしかありません（配当の無関連命題）。

資本構成と配当の無関連命題は、やがてファイナンス理論における画期的な業績として評価され、1990年度のノーベル経済学賞を受賞するに至りました。現在の標準的なファイナンス理論は、これらの2つの命題を軸にして構成されています。MBA「ファイナンス応用研究」も標準的なファイナンス理論を中心的な内容とするものでして、世界中のどこに行っても通用するものです。

もっとも、資本構成と配当の無関連命題はあくまでも基礎的なモデルです。そこでは税や取引費用（株式売買の手数料など）が無視されています。また、経営者はサボったり無駄遣いをしないと想定されています。さらに、経営者と投資家は企業の将来性に関して同じだけ情報を持っていると想定されています。しかし、現実の世界でこれらの前提はおおよそ成立しません。1960年代以降の数多くのモデルは、無関連命題を出発点としつつも、少しずつ現実的な前提に置き換えることで、資本構成や配当政策の理論を飛躍的に発展させてきました。具体的には、税、取引費用、エージェント費用、情報の非対称性が論点になっています。

前提が変わるたびに、そのつど結論がガラリと変わることにに関して、「いったい何が正しいのだろうか」といった具合に、違和感や不信感を覚える方がいるかもしれません。しかし、ファイナンスを学ぶうえでは、この種の「実験的な」発想に慣れてください。単純にどれが正しくて、どれが間違っているという話ではありません。モデルごとに明らかにしたいこと、強調したいポイントが異なっているのであり、そのために前提が異なっているのです。

したがって、MBA生に求められるのは、何が何の原因になっているのかを丁寧に理解することであり、実際にビジネスの現場でファイナンス理論を役立てようとするならば、どのような根拠にもとづいて何を重視するかを自分自身の頭で考えられるようにすることです。私から皆さんにお伝えする内容は、いちいち記憶しなくてもそのつど調べればわかるような計算の技法ではなく、カネという希少な資源をどのように位置づけて活用すべきであるかという、どちらかと言えば哲学的な話です。

#### ■ 授業の概要と計画

教科書は全15章で作っており、ほとんどが理論的な解説です。MBAの授業プログラムでは「事例と分析」を4コマだけ入れる関係上、教科書からは4章分をカットします。適宜、プログラムに改良を加えるため、シラバスから若干の変更が生じる場合があります。

#### 第1講：ファイナンス概論（教科書・第1章）

2024年8月10日（土）1時限、8時50分～10時20分

ビジネスが社会を支え、ファイナンスがビジネスを支えている。企業による資金調達、利益の分配、利益の内部留保を、貸借対照表（B/S）や損益計算書（P/L）に関連づけて理解すれば本質を見失わない。

ファイナンスとは / 株式会社 / B/Sで理解する資金調達 / P/Lで理解する利子と利益 / B/SとP/Lで理解する内部留保 / 株式市場 / 債券市場 / キャッシュフロー / 主要なテーマ

#### 第2講：バリュエーション（教科書・第2章）

2024年8月10日（土）2時限、10時40分～12時10分

時間の要素を考慮すると、「現在の100万円」と「1年後の100万円」が同じ値打ちを持つはずがない。また、リスクの要素を考慮すると、「確実な1年後の100万円」と「不確実な1年後の100万円」が同じ値打ちを持つはずがない。

無リスク利率 / リスクと期待収益率 / 投資家のリスク選好 / リスクプレミアム / 要求収益率 / 将来価値 / 現在価値① / 現在価値② / 現在価値③

#### 第3講：企業価値と株価①（教科書・第3章）

2024年8月17日（土）1時限、8時50分～10時20分

会計的な視点とは異なり、資本コストは株主の要求収益を含んでいる。資本コストを超える収益率を

実現できなければ株主への対価は不十分であり、そのままでは企業はやがてカネを調達できなくなる。企業価値を高めれば、株価を高めることができる。

企業価値の概念 / 資本コスト① / 資本コスト② / 分散投資とポートフォリオ / ベータ係数と CAPM① / ベータ係数と CAPM② / ベータ係数と CAPM③ / 企業価値の計算 / 株式の価格：FCF モデル

#### 第4講：企業価値と株価②（教科書・第4章）

2024年8月17日（土）2時限、10時40分～12時10分

高リスクの株式は高期待収益率になるように、低リスクの株式は低期待収益率になるように価格が形成される。市場の均衡では、現在価値どおりに株価が決まる。市場が効率的ならば、新しい情報は速やかに株価に反映される。

リスク・期待収益率と株価① / リスク・期待収益率と株価② / 市場の均衡 / 株式の価格：DDM① / 株式の価格：DDM② / 株式の価格：DDM③ / 市場の効率性① / 市場の効率性②

#### 第5講：事例と分析①

2024年8月24日（土）1時限、8時50分～10時20分

企業の財務政策に関する事例を紹介し、財務分析の手法を解説します。毎年少しずつ改良したり、順序を入れ替えている関係上、現時点で工事中です。

※ 事前に BEEF で資料を入手しておいてください。

#### 第6講：投資政策①（教科書・第5章）

2024年8月24日（土）2時限、10時40分～12時10分

設備投資、R&D（研究開発投資）、M&A（合併・買収）などの判断基準として、NPV法は理論的に正しい方法である。投資プロジェクトがもたらす収入の増減、支出の増減をもしなく数値化して、キャッシュフローを予測することが重要である。

投資政策 / キャッシュフロー予測① / キャッシュフロー予測② / キャッシュフロー予測③ / NPV法① / NPV法② / NPV法③ / 投資政策と企業価値① / 投資政策と企業価値②

#### 第7講：投資政策②（教科書・第6章）

2024年8月31日（土）1時限、8時50分～10時20分

投資プロジェクトの判断基準として、回収期間法は理論的に間違っている。IRR法は理論的に正しく、直感的に理解しやすい利点を持つけれども、残念ながら万能な判断基準ではない。結局のところ NPV法が最も優れた判断基準である。

NPV法（再） / 回収期間法 / IRR法① / IRR法② / IRR法③ / NPV法とIRR法の優劣① / NPV法とIRR法の優劣② / リアル・オプション① / リアル・オプション②

#### 第8講：事例と分析②

2024年8月31日（土）2時限、10時40分～12時10分

企業の財務政策に関する事例を紹介し、財務分析の手法を解説します。毎年少しずつ改良したり、順序を入れ替えている関係上、現時点で工事中です。

※ 事前に BEEF で資料を入手しておいてください。

※ 教科書の第7章「エクイティファイナンス」、第8章「デットファイナンス」は、講義では割愛します。各自で読んでおいてください。

**第9講：資本構成①**（教科書・第9章）

2024年9月7日（土）1時限、8時50分～10時20分

税や取引費用などを無視する限り、どのような投資政策をおこなうのかが決まっている状況下で、株主資本と負債の割合をどのように組み合わせても、企業価値は同じにしかならない。つまり、完全市場で最適資本構成は存在しない。

資本構成 / 資本構成の無関連命題 / 企業価値の無関連性① / 企業価値の無関連性② / 企業価値の無関連性③ / 裁定取引： $VU > VL$  の場合 / 裁定取引： $VU < VL$  の場合 / 資本コストの無関連性

**第10講：資本構成②**（教科書・第10章）

2024年9月7日（土）2時限、10時40分～12時10分

企業が負債を利用すればするほど、株式の期待収益率とリスクが高くなる。それゆえ、株主の要求収益率も高くなる。しかし、完全市場のモデルにおいては、負債を利用すればするほど資本コストが低下するという見解は理論的に間違っている。

株主と債権者 / 財務レバレッジ / 株式のリスク / 株式の期待収益率 / 株主の要求収益率 / 資本コストと財務レバレッジ① / 資本コストと財務レバレッジ② / 資本コストと財務レバレッジ③

**第11講：資本構成③**（教科書・第11章）

2024年9月21日（土）1時限、8時50分～10時20分

負債比率を高めるほど法人税は節約され、株式のエージェンシー費用は減少するけれども、倒産コストは高まり、負債のエージェンシー費用は増加する。これらを原因として、最適資本構成が存在するという考え方がある。

資本構成の無関連命題（再） / 法人税 / 倒産コスト / 株式のエージェンシー費用 / 負債のエージェンシー費用① / 負債のエージェンシー費用② / 負債のエージェンシー費用③ / 負債のエージェンシー費用④

※ 教科書の第12章「資本構成④」は、講義では割愛します。各自で読んでおいてください。

**第12講：事例と分析③**

2024年9月21日（土）2時限、10時40分～12時10分

企業の財務政策に関する事例を紹介し、財務分析の手法を解説します。毎年少しずつ改良したり、順序を入れ替えている関係上、現時点で工事中です。

※ 事前にBEEFで資料を入手しておいてください。

**第13講：ペイアウト①**（教科書・第13章）

2024年9月28日（土）1時限、8時50分～10時20分

税や取引費用などを無視する限り、どのような投資政策をおこなうのかが決まっている状況下で、配当と内部留保の割合をどのように組み合わせても、企業価値は同じにしかならない。つまり、完全市場で最適配当政策は存在しない。

配当の無関連命題 / 配当に関する誤解① / 配当に関する誤解② / 配当に関する誤解③ / 企業の予算制約 / 既存株主の損得 / 株価の配当落ち / 株主の時間選好① / 株主の時間選好②

**第14講：ペイアウト②**（教科書・第14章）

2024年9月28日（土）2時限、10時40分～12時10分

税負担が割高ならば、個人投資家は配当を好まないはずである。しかし現実とは逆であるため、これを説明するためのモデルがいくつも提示されている。最適配当政策は存在するかもしれない。

配当の無関連命題（再） / 税 / 株式売買手数料 / 企業経費① / 企業経費② / エージェンシー費用① / エージェンシー費用② / 情報の非対称性

※ 教科書の第15章「ペイアウト③」は、講義では割愛します。各自で読んでおいてください。

**第15講：事例と分析④**

2024年10月5日（土）2時限、10時40分～12時10分

講義前に資料を読み、誘導尋問的なミッション（指令）に沿って、各自で「考察」を書きこんでおいてください。グループ配属は、事前に割当表で確認してください。講義時間中、まずグループ内で活発に議論してください。次に、答え合わせを実施します（絶対的な解はありませんが）。早い者勝ちで発言していただきますが、各グループで代表1名を報告者として決めておくとスムーズです。答え合わせを記した事後配布用の資料は、講義後にBEEFで配布します。

※ 事前にBEEFで資料を入手しておいてください。

※ ここまでの講義の全体を復習しておいてください。第1～14講で得られる知識をフル活用することになります。

以上