

コーポレート・ファイナンスの保険論への適用

神戸大学 山崎尚志

1. はじめに

本報告は、コーポレート・ファイナンスの諸理論がどのような形で保険論との関連性の中で議論することができるのかについて、確認と検討を行うことを目的としている。このため、まずコーポレート・ファイナンスの学問的位置付けを確認し、コーポレート・ファイナンス論と保険論の交わる部分について検討を行う。そして、コーポレート・ファイナンスが与える企業のリスクマネジメント・保険加入行動への実務的な示唆を最新の研究事例を踏まえて紹介し、今後のこの分野での研究のあり方について検討する。

2. コーポレート・ファイナンスの位置付け

科研費審査区分で定められている経済学の 1 細目として「金融・ファイナンス」の名称が与えられていることから分かるように、本来同じ意味であるはずの「金融（金融論）」と「ファイナンス（ファイナンス論）」は学問上区別して用いられることが通例となっている。

金融論およびファイナンス論は、家計や企業といった経済主体の金融活動における現象を経済学として追及するという領域である。両者に関する厳密な区分を定義することは難しいが、金融論はマクロ経済における貨幣の役割や、金融仲介の機能、金融制度、金融政策といったいわゆる「貨幣経済学（Monetary Economics）」の範疇で語られることが多いのに対して、ファイナンス論で扱われる領域は個々の投資家の投資行動や企業の財務活動および金融資産の価格形成といった「金融経済学（Financial Economics）」を中心としており、また経営学、会計学、数理統計学、物理学、心理学、神経学等の他分野と密接に関連した内容も多いことから、より学際的な色彩が濃い傾向にあるといえる。

コーポレート・ファイナンスはこの金融経済学の 1 分野として扱われ、企業の資金調達や投資計画、ペイアウト政策といった企業が直面する資金面に関する意思決定を分析する分野である。通常、コーポレート・ファイナンスでは、企業が企業価値最大化を最終的な目的として行動するという前提の下に、その行動を分析する。企業価値は、金融経済学のもう 1 つの領域である資産価格理論（Asset Pricing）の成果を基に評価され、具体的には将来企業が獲得するキャッシュフローの期待値を割引現在価値に換算して測定される。

3. 保険論とコーポレート・ファイナンス論の接近

本報告の目的は、従来の経済理論としての保険論の学問的位置付けを探ることではなく、金融経済学の領域としてのコーポレート・ファイナンスの観点から、企業の保険やデリバティブなどの活用、さらにはそれ以外のリスクマネジメント行動をどう捉えるべきかを検討することにある。したがって、ここでは保険論の領域をより幅広く

捉え、保険やデリバティブの活用あるいはリスクに影響を及ぼす様々な経済活動に対するあらゆる学問的探究が保険論の範疇に入るものとしよう。

コーポレート・ファイナンスの文脈で企業のリスクマネジメントや保険加入行動の有効性を評価するならば、そうした意思決定が企業価値にどのような影響を及ぼすのかという視点が必要となる。

資産価格理論の標準的な価格モデルである資本資産価格モデル (CAPM) の世界では、投資家は自身の富をあらゆる金融資産に分散して投資することにより、金融資産の価格変動リスクの一部を消去することができるため、このような分散投資によって消去することができるリスクについては、対価としてのリターン (投資収益率) を要求しない。投資家の要求するリターンは企業価値を算定する際の割引率 (資本コスト) に反映されるため、企業が保険を利用してリスクを移転するならば、そのリスクが分散投資によって消去可能なリスクなのかが重要なポイントとなる。ここで、通常の保険で移転される純粋リスクは、分散投資によって消去可能なリスクと見なされるため、投資家はこのようなリスクに対してリターンを要求せず、資本コストは保険購入後も変化しない。したがって、CAPM を基にした議論では、企業の保険利用は必ずしも企業価値に影響を及ぼすことはなく、リスクマネジメントと企業価値は基本的に無関連であることが示される。

その他にも、企業が資金を調達する際に株式発行を行うか負債発行を行うかといった意思決定に関する資本構成 (Capital Structure) の問題や、利益を配当や自社株買いで株主に還元するか内部留保に回すかといった意思決定に関するペイアウト政策 (Payout Policy) の問題は、リスクマネジメントのテーマとみなして検討することができる。ここで、モディリアーニ＝ミラーの議論に従えば、こうした資本構成やペイアウト政策に関する意思決定も同様に企業価値に影響を及ぼすことはないことが知られている (MM 命題)。

4. コーポレート・ファイナンスが与えるリスクマネジメントの実務的示唆

ただし CAPM や MM 命題の議論はいわゆる完全資本市場を想定しており、これらの結論が必ずしも現実世界を正確に表現している訳ではない。その後の研究では、信用割当てや情報の非対称性、財務困窮リスク等を考慮すれば、企業がリスクマネジメントを行うインセンティブは高まることが指摘されている。

さらに実務にとって、こうしたリスクマネジメントの理論が現場でどのように実践されているかが主要な関心事であるが、本報告ではコーポレート・ファイナンスにおける最新の研究事例についても適宜紹介する。

5. ファイナンスにおける今後の保険・リスクマネジメント領域での研究について

様々な保険研究やファイナンス研究の成果に伴い、今後ますますファイナンス理論と保険理論との融合がなされていくものと推測される。現在、ファイナンス研究の多くで株式・財務データや定性データを活用した実証研究が行われているが、本研究ではファイナンスに関連した今後の保険領域の研究におけるあり方についても合わせて検討する。