

第 18 章 企業はどれだけ借り入れるべきか

2012 年 7 月 11 日

担当：苅谷

18.1 法人税

企業の支払った利子は、課税上、控除可能な支出である。社債保有者の受け取る収益は法人段階では課税を免れる。

節税効果は、法人税率と支払い利子を超える収益を得る能力のみに依存。

節税効果に係るリスクは節税効果をもたらす支払い利子に係るリスクと同じであるとする。

→社債保有者への金利で割り引く。

節税効果の現在価値は社債の収益率 r_D とは無関係であり、法人税率 T_c を借入額 D に乗じた額となる。

$$\text{支払い利子} = \text{社債の収益率} \times \text{借入額} = r_D \times D$$

$$\text{節税効果の現在価値} = \frac{\text{法人税率} \times \text{支払利子}}{\text{社債の期待収益率}} = \frac{T_c(r_D D)}{r_D} = T_c D$$

支払利子の節税効果はどのように株主資本の価値に寄与しているのか

政府の取り分の規模を小さくするために企業ができることはすべて、明らかに株式の状況を改善するものである。社債および株式への投資家が受け取るキャッシュフローを増加させることとなる。企業の税引後の価値は節税効果の現在価値の分だけ増加する。

MM と税

法人税の存在を反映するように修正された第 1 命題

$$\text{企業価値} = \text{全額株式調達の場合の価値} + \text{節税効果の現在価値}$$

社債残高を永久に維持していく特別な場合には、

$$\text{企業価値} = \text{全額株式調達の場合の価値} + T_c D$$

支払利子の節税効果を過大に評価する理由

- 1、社債発行額が永久に一定と考えるのはあやまり
- 2、多くの企業はより低い限界税率に直面している
- 3、節税するだけの将来の利益がないと活用できなく、その確実性を持つ企業はない

18.2 法人税および個人所得税

企業の目的はすべての税を差し引いた所得を最大化すること

通常、利子は個人段階のみで課税されるが、株式からの所得は、法人段階と個人段階の両方で課税される。

法人税の借入れは $1 - T_p$ が $(1 - T_{pE})(1 - T_c)$ よりも大きい場合には望ましいものとなる。

財政上の相対的な有利さは、

$$\text{社債の税制上の相対的な有利さ} = \frac{1-T_p}{(1-T_{pE})(1-T_c)}$$

$T_{pE} = T_p$ の場合

相対的な有利さ $= \frac{1}{1-T_c}$ 税制上の相対的な有利さは、法人税率のみに依存することとなる

法人税と個人所得税がちょうど相殺して負債政策を重要でなくしてしまう場合

$$1-T_p = (1-T_{pE})(1-T_c)$$

最も税額が低くなる方に営業利益が向かうように企業の資本構成を調整することは単純ではない。

株式からの所得に対する個人所得税の税率が比較的低いことを勘案した場合、社債の税制上の有利さが縮小する。

他の方法でより多額の節税が可能であればあるほど、借入れから期待される節税効果は減少する。

18.3 財務上の困難のコスト

財政上の困難は、債権者に対する契約が履行できなくなる、あるいは履行が困難になる場合に生じる。投資家の財務上の困難への心配は証券の市場価値に反映している。

企業価値 = 全株式調達の場合の価値 + 節税効果の現在価値 - 財政上の困難に伴うコストの現在価値

資本構成のトレードオフ理論：借入れをさらに増加させたときの節税効果の現在価値が、財務上の困難に伴うコストの現在価値の増加分にちょうど相殺される点が最適。

倒産コスト

企業の倒産は、株主が債券を履行しない権利を行使する場合に生じる。

倒産：資産価値の減少が債務不履行を引き起こしたときに、債権者が企業を代わって経営することを認めるための単なる法的仕組み。倒産コストはこの仕組みを用いるコストである。

借入を増やせば、債務不履行に陥る確率、弁護士の請求権の価値を増加させ、財務上のコストの現在価値を増加させ、企業の市場価値を減少させる。

倒産コストは非常に多額に上がることがある。

借入れとインセンティブ

企業が困難に陥ったとき、株主は企業価値を最大化させるという通常の目的を放棄し、代わりに債権者を犠牲にして、より狭い自己の利益を追求しようという誘惑にかられる。

以下のゲームは財務上困難の際にとりわけ強くなる。

リスク・シフティング：第1のゲーム

負のNPVをもつプロジェクトでも、債権者を犠牲にするので、借入れを行っている企業の株主はビジネスリスクが増加すると得をする。

増資の拒否：第2のゲーム

正のNPVに投資をするために株式を増資しても、企業価値の増分は債権者と株主の間で分け合うこととなるので株主にとっての投資機会の価値は引き下げられる。増資に応じることは株主自身の利益に合致しない。

ゲームに伴うコスト

将来、問題のある判断がなされる可能性が増加すれば、投資家はその企業の現在価値を引き下げる。ゲームの参加への誘惑を減らすためには借入れを安全な水準に抑えることが必要。

危険な結果をもたらす決定について債権者に拒否権を与えるという点に、社債における財務制限条項の経済的な存在意義がある。しかし、この財務制限条項自体にもコストが伴う。(交渉コスト・モニタリングコストなどエージェンシーコストなど)また、優れた投資機会でもリスクが高ければ拒否権を発動することもある。

資本構成のトレードオフ理論

資本構成のトレードオフ理論は、負債比率の目標が企業ごとに異なるかもしれないことを認識している。安全な有形資産を有し、節税の対象となる多額の課税所得が生じる会社は、高い負債比率を目標とするべきである。他方、リスクのある無形資産を有し、収益も見込めない会社は主に株式による資本調達に依存すべきである。

トレードオフ理論は、多くの産業間での資本構成の相違をうまく説明しているが、この理論では説明できないいくつかの事項もある。

- ・収益力のある企業は負債に頼っていない
- ・1900年代よりも法人税率が上がったにも関わらず、負債比率が高くなっていない
- ・節税効果の価値を失わせるインピュテーション税制を採用している

18.4 資金調達方法のペッキング・オーダー

情報の非対称性は資金調達の際の内部資金と外部資金の間の選択、また、社債の新規発

行と株式の新規発行の間の選択にも影響を与える。

ペッキングオーダー：投資はまず、内部留保の再投資を主とする内部資金で調達され、次に負債による新規調達により、最後に株式の新規発行により資金調達される。

情報の非対称性下での社債と株式の発行

- ・外部の投資家には財務担当者の心は読めない。また、投資家に調達資金の使い道や見通しを教え、説得することは、会社の費用がかさむし、競合企業にとって有益な情報になりえるかもしれないので社債を発行する。
 - ・今後の見通しに達観的であり、割安な価格で株式を発行したくないので社債を発行する。
 - ・増資を試みることで株価が下落し、増資の優位な点が失われるので社債を発行する。
- 情報の非対称性の下では株式発行より社債発行が望まれる。

例外) 借入れをこれ以上増やすと財務上の困難を招くリスクがあるとき
高成長のハイテク企業は投資家の信頼を得ているとき

しかし、十分な内部資金を有する企業はどんな種類の証券をも発行する必要はなく、発行コストと情報の非対称性の問題を完全に回避できる。

資金調達のペッキング・オーダーの含意

資金調達のペッキング・オーダー理論は、一般的に最も収益性の高い企業が借入れが少ないのかを説明できる。外部資金を必要としていないからだ。

また、節税効果の魅力は2次的な効果しかないと仮定。

トレードオフ理論 対 ペッキング・オーダー理論：最近のいくつかの検証

Rajan と Zingales は、個々の企業の負債比率が4つの要因に依存しているように見えることを見だした。

1. 企業規模 大企業は負債比率が高い傾向がある。
2. 有形資産 全資産のうち、固定資産の割合が高い企業は、より高い負債比率になっている。
3. 収益性 収益性の高い企業は負債比率が低い
4. 時価/簿価比率 時価/簿価比率が高い企業は、負債比率が低い

2つの対抗する理論はどちらも正しいように見えるが、また、どちらも説明できない場合がある。

財務上の余裕の功罪

ペッキングオーダー理論は、財務上の余裕の価値を強調する。しかし、財務上の余裕があることにより、経営者は過剰投資や個人の満足のための事業拡大、誤った助言に従った買収などをする誘惑にかられる。

負債比率を適正な水準に保つことにより、現金を手放すことになり、過剰な投資を行おうとする経営者に規律を与え、同時に、業務の効率を改善させる圧力も提供し得る。