

## 第 18 章 企業はどれだけ借り入れるべきか

担当：有末

### 18.1 法人税

会社の支払った利子は、課税上、控除可能な支出  
→社債保有者の受け取る収益は、法人段階では免税

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

#### 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  
→株式の状況を改善するもの  
→借り入れによって投資家が受け取るキャッシュフローを増加させること

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

### MM 理論と税

○法人税を反映した MM の第 1 命題

企業価値 = 全額株式調達の場合の価値 + 節税効果の現在価値

○社債残高を永久に維持していく場合

企業価値 = 全額株式調達の場合の価値 +  $TcD$

→借入が増加するほど、企業価値、および株主の資産が増加する  
→つまり、100%借入れによる資金調達を行えば、企業価値は最大化する。

論点 1：法人による借入れの税制面での不利な点が明らかになる。

論点 2：借入を行う企業は費用（倒産コスト）を負担する。

### 18.2 法人税および個人所得税

個人に対する税制を考慮

→企業の目的はすべての税の現在価値を最小化  
→すべての税を差し引いた所得を最大化

- 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場合社債の税制上の有利さは縮小
- より多額の節税が方法があればあるほど借入れから期待される節税効果は減少

### 18.3 財務上の困難のコスト

財務上の困難はコストを伴うものであり、企業価値に影響を与える。

企業価値=全額株式調達の場合の価値+節税効果の価値+財政上の困難に伴うコストの現在価値  
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な資本構成である。

#### 倒産コスト

企業の倒産：株主が債券を履行しない権利を行使する場合に発生

倒産コスト：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法的仕組みを用いるコスト

借入を増やす

→債務不履行に陥る確率、弁護士への請求権の価値を増加

→財務上のコストの現在価値を増加させ、企業の市場価値が減少

倒産コストは非常に多額に上がることがある。

#### 倒産の直接コストと間接コスト

直接コスト；法務、事務に関連するコスト

間接コスト；企業経営を継続させることにより負の NPV を生む業務を行わせること。

#### 倒産以外の財務上の困難

- ・顧客や原材料の供給者が取引に慎重になる。
- ・ビジネスリスクを取ろうとしなくなる。

#### 借り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
- ・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。

株主は投資・業務運営の戦略をコントロールしているため財務上困難の際にゲームが考えられる

#### リスク・シフティング：第 1 のゲーム

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

→安全なプロジェクトよりリスクのあるプロジェクトを好む

(リスクのある負の NPV のプロジェクトでさえも実施しようとする。)

#### 増資の拒否：第 2 のゲーム

ビジネスリスクを一定とすれば、企業価値の増分は社債権者と株主で分け合うことになる。  
株主にとっての投資機会の価値は引き下げられるため、株主は増資を拒否するかもしれない。

他の三つのゲームについての紹介

- ・現金の流出
- ・問題先送り
- ・おびき寄せてからの方針変更

### ゲームに対するコスト

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得る決定について債権者に拒否権を与える

問題のある判断を避けることが結局は株主の利益にもなる。

### 財務上の困難のコストは資産のタイプにより変わる

- 企業が保有する資産が有形資産  
→財務上の困難に伴うコストは低い。
- 企業が保有する資産が無形資産  
→財務上の困難に伴うコストは高い。

→借入れにより困難に陥る格率のみを考えず、困難の際の損失額も同時に考えなければならない。

### 資本構成のトレードオフ理論

負債が大きくなればなるほど倒産コストも高まり、結局のところ、負債の節税効果と倒産コストとのトレードオフの関係で負債の水準が決まってくるという理論  
→企業は無限に負債を増やすような財務政策はとれないことになる。

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

- 高い負債比率：安全な有形資産を保有し、節税の対象となる多額の課税所得が生じる会社
  - 低い負債比率：リスクのある無形資産を保有し、収益も見込めない会社
- 産業間での資本構成の相違をうまく説明できている。

高収益は、より高い負債返済能力があること、節税の対象となる課税所得があることを意味する  
→より高い負債比率を目標としているべき

## 18.4 資金調達方法のペッキング・オーダー

出発点：情報の非対称性

経営者と投資家の間に横たわる情報の非対称性が存在する

→エージェンシー・コストが発生

→予定している証券価格での発行が難しく、予定よりも低い価格での資金調達

資金調達は、①内部留保、②負債、③新株発行

### 情報の非対称性下での社債と株式の発行

今後の業務に楽観的→割安な価格で株式を発行したくないため、社債を発行する。

今後の業務に悲観的→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かもしれないため、社債を発行する。

→情報の非対称下では株式発行よりも社債発行

### 資金調達のペッキング・オーダーの含意

なぜ最も収益率の高い会社の借入れが少ないのか

→外部資金を必要としていないからである。

### トレードオフ理論対ペッキングオーダー理論

1 企業規模：大企業は負債比率が高い傾向にある

2 有形資産：全財産のうち、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

#### ○トレードオフ理論の主張者

有形資産を持つ大企業は財務上の困難をもたらすコストにさらされることが少なく、より多くの借り入れを行うことが期待されることに留意

→産業間の資本構成の違いを説明する際に有用。負債比率は、相対的に安全な産業や有形資産を有する産業において高い。

#### ○ペッキングオーダー理論の支持者

収益性の重要性を強調し、収益性の高い企業は内部資金調達に依存できるので負債を活用することが少ないと論じる

→社債の公開市場を利用できる大規模で成熟した企業において最もよく機能する

### 財務上の余裕の功罪

財務上の余裕；現金、市場性のある証券および安易に売却できる実物資産を保有している。

社債市場、銀行への借入れへのアクセスが容易である。  
→多くの正の NPV の投資機会を有する企業にとって価値のあるもの。  
※エージェンシーコスト問題の悪化が問題

#### コメント

- 資本構成は結局重要なのだと思った。
- さまざまな理論があるが、現実世界に理論を当てはめることはなかなか困難なのだと思った
- 増税したから、節税効果はさらに大きくなっているのか