

第18章 企業はどれだけ借り入れるべきか (569p~614p)

担当：林未稚子

18.1 法人税

➤ 節税効果 (tax shield)

- 会社の支払利子＝社債保有者の受取利息が、法人段階では非課税
→節税効果が得られる
- 一定額の永続する借入れが行われる場合

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

- 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

➤ 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

ただし、極端な負債比率の場合は想定していない

18.2 法人税及び個人所得税

➤ 社債の税制上の相対的な有利さ

- 法人税を T_c 、利子所得に対する個人所得税率を T_p 、株式からの所得に対する個人所得税の実効税率を T_{pE} とする
- $(1 - T_p) > (1 - T_{pE})(1 - T_c)$ のとき、法人による借入れは望ましいものであり、

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

➤ 税額最小化の複雑さ

投資家の中には、非課税の年金基金や大学の財団も含まれる

→最も税額が低くなるように企業の資本構成を調整するには複雑さを伴う

➤ 借入れ以外の節税方法

- 施設や設備の加速度償却
- 無形資産に対する投資を即時に支出したものとする
- 企業年金への保険料支払い

18.3 財務上の困難のコスト

- 財務上の困難 (financial distress)
 - 財務上の困難は、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
 - 財務上の困難はコストを伴う
 - したがって、企業の価値は以下ようになる
$$\text{企業価値} = \text{全額株式調達の場合の価値} + \text{税効果の現在価値} - \text{財務上の困難に伴うコスト}$$
- 倒産コスト
 - 裁判関連手数料のような直接コスト
 - 清算や会社更生の手の進む中で会社を経営することの困難さを反映した間接コスト
 - 業務上の決定に、破産裁判所の同意が必要で、時間と労力がかかる
 - 企業の長期繁栄より現金の支払いに興味がある債権者の存在
 - 破産裁判所が、企業経営継続に熱心なあまり、負の NPV を生む業務を行わせる
- 倒産以外の財務上の困難に伴うコスト
 - 企業の信用度の低さに伴うコスト
 - 顧客も原材料供給者も倒産寸前の企業との取引には慎重になる
 - 従業員も転職を検討する
 - 社債権者と株主の利害の対立に伴うコスト
 - 株主が、債権者を犠牲にして自らの利益を得る「ゲーム」を行う
 - 財務制限条項に伴うコスト
 - 社債契約の財務制限条項は、「ゲーム」を防ぐために定められている
 - 財務制限条項は、社債契約の作成、モニタリング及び執行に伴うコストを増加
- 財務上の困難のコストは資産のタイプで変わる
 - 優良な商業不動産などの有形資産は、損失額が小さい
 - 技術、人的資産およびブランド・イメージなどの無形資産は、損失額が大きい
 - 製薬業界・サービス産業において負債比率が低い
 - 教訓：借入れにより困難に陥る確率のみを考えず、困難の際の損失額も同時に考えよ
- トレードオフ理論
 - 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をちょうど相殺する点が最適負債比率である

- 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ある企業は、高い負債比率を目標とすべきである
 - リスクがある資産を保有し、収益性の低い企業は主に株式調達に依存すべきである
- トレードオフ理論の評価
- 産業間の資本構成の違いをうまく説明している
 - 同一産業内で最も収益性の高い企業の負債比率が、最も低い理由を説明できない
 - 法人税率が低い時代での負債比率より、現在の負債比率が低い理由を説明できない

18.4 資金調達方法のペッキング・オーダー

- 資金調達のペッキング・オーダー (pecking-order) 理論
- 投資は、まず内部留保の再投資を主とする内部投資で調達され、次に負債による新規調達、最後に株式の新規発行により資金調達されるという理論
 - 経営者と投資家間の情報の非対称性のために生じる
- ペッキング・オーダー理論の評価
- 同一産業内で最も収益性の高い企業の借入れが少ない理由（外部資金を必要としないから）を説明できる
 - 株式の新規発行に十分な理由もあるので、この理論が常に適用できるわけではない
- 財務上の余裕 (financial slack)
- 現金、市場性のある証券及び容易に売却できる実物資産を保有し、また、社債市場あるいは銀行借入れへのアクセスが容易であること
 - 財務上の余裕には価値がある
 - 財務上の余裕によってエージェンシー問題が悪化するというマイナス面もある

【コメント】

- ◆ 一言で「投資家」といっても、債権者と株主の間には顕著な対立関係があり、今後あらゆる場面で、そのことを考慮しようと思った。