

第 18 章 企業はどれだけ借り入れるべきか (P.569~P.614)

担当：東

18.1 法人税

会社の支払った利子は、課税上、控除可能な支出である。社債による税制効果 (tax shield) は価値のある資産になりうる。

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

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

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。

ファイザーの資本構成を変更する

長期債を 10 億ドル増加させ、その資金で自社株式取得を行う。

<節税効果の現在価値>

$$\text{TcD} = 0.35 \times 10 \text{ 億ドル} = 3 \text{ 億 } 5000 \text{ 万ドル}$$

→10 億ドルの自己株式を取得しても、ファイザーの株式価値は 6 億 5000 万しか減少しない。

MM と税

法人税を反映した MM の第 1 命題について

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。

なぜファイザーのような企業は、ほとんど社債を発行せずに、事業を続けるのみならず発展しているのか。

論点 1. 米国の法人税制と個人所得税を十分検討すると、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

個人に対する税制まで考慮に入れた場合、企業の目的はすべての税の現在価値を最小化、つまりすべての税を差し引いた所得を最大化することとなる。

$$\text{社債の税制上の有利さ} = \frac{1 - T_p}{(1 - T_p E)(1 - T_c)}$$

(2 つのケース)

1. 社債、株式による所得に対し、同一の実効税率で個人所得税が課される場合; $T_{pE} = T_p$ の場合

$$\text{相対的な有利さ} = \frac{1}{1 - T_c}$$

2. 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

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

最も税率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ればよいのだが、実際にはそれほど単純ではない。

- 株式からの所得に対する個人所得税の税率が比較的低ければ、社債の税制上の有利さは縮小する。
- 借入れだけが節税方法ではない。他の方法に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ことになる。

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

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な仕組み。倒産コストはこの仕組みを用いるときのコスト。

借入れを増やすことで、債務不履行に陥る確立、弁護士の請求権の価値を増加させる。また財務上の困難に伴うコストの現在価値を増加させるため、企業価値は減少する。

倒産コストに関する実証研究

倒産コストは、非常に多額に上ることがある。

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。

借入れとインセンティブ

社債権者と株主の利害が業務運営、投資および資金調達上の判断を妨げるときには、財務上の困難はコストを伴う。

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、以下の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、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

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。そのために社債が安全かあるいはそれに近いとされる水準に借入れを抑えることが必要。

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よ。

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。

- ・安全な有形資産を保有し、節税の対象となる多額の課税所得が生じる会社；高い負債比率
- ・リスクのある無形資産を保有し、収益も見込めない会社；低い負債比率（株式による調達）

→産業間での資本構成の相違をうまく説明できている。

トレードオフ理論の下では、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しており、より高い負債比率を目標としているべきである。

→なぜ、ファイザーのような成功した企業は負債比率が低いのか。

→なぜ、法人税率が低い 1900 年代初めにおける負債比率より、現代の負債比率は低いのか。

18.4 資金調達方法のペッキング・オーダー

ペッキング・オーダー理論は、情報の非対称性の議論から出発する。

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

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が望まれる。

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を説明できる。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：最近のいくつかの検証

ペッキング・オーダー理論；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。しかし、小規模で、若く、急成長中の企業が外部資金調達の必要に迫られたとき、株式発行に依存する可能性が高くなることを説明しづらい。

トレードオフ理論；産業間の資本構成の違いを説明する際に、とりわけ有用。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。

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。

(問題点)

エージェンシーコスト問題の悪化。

【コメント】

・投資行動の 2 つの理論について、どちらの理論にも説明できない部分があり、現実には複雑なのだった。