

18 章 企業はどれだけ借り入れるべきか(731p~784p)

2016 年 7 月 20 日

担当：寒川

本性の目的：MM 理論に修正を加えながら、資本構成の重要性を再認識する

MM 理論 + α で加味すべきこと

- ① 税
- ② 倒産のコスト
- ③ 財務省の困難のコスト
- ④ 証券の保有者同士（新/旧）の対立
- ⑤ 株式より負債による調達が有利になる情報
- ⑥ インセンティブに財務レバレッジが与える影響

18.1 法人税

社債がもたらす節税効果：社債保有者が受け取る収益は、法人段階では課税を免れる。

例) 社債 0 の企業 U と、8% の金利で 1000 ドル社債を借り入れた企業 L

社債がある L 社は支払利息 (= 社債の収益率 r_D × 支払利子 D) だけ課税対象額が減る

⇒ 支払利息 $r_D D$ × 法人税 T_c = 節税効果

⇒ 今後も永久に、この節税効果分 $T_c r_D D$ というキャッシュフローが每期余分に生まれる

このキャッシュフローはリスクがない (= 永久に一定) と仮定しているので

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

➤ 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か

MM の第一命題：全体の価値は負債 or 株式の構成に依存しない

これはもう一つの利害関係者であり、取り分を有する国家の存在を忘れている

➤ MM と税

法人税の存在を反映した MM の第一命題：

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

社債在位高を永久に維持する場合：

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

この公式では節税効果を過大に評価している

- 社債発行額を永久に一定と考えるのは誤り
- 多くの企業が低い限界税率に直面している
- 節税するだけの将来の利益がないと節税効果を活用できない

負債政策に偏らない大きな2つの理由

- (1) 個人所得税を検討すると、借入の税制面での不利な点があるから
- (2) 借入を行う＝倒産コストを負担する であるから

18.2 法人税および個人所得税

企業の目的はすべての税の現在価値を最小化すること

⇒ 個人に対する税制（個人所得税）を考慮しなければいけない

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。下の式、分母 > 分子のとき、法人による借入れは望ましい。

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

18.3 財務上の困難

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。負債を増やすことによって、財務上の困難が生じる確率は高くなる。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されるため、過ぎた負債は税制上の優位を消滅させるほど、企業価値を減じる。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \text{全株式調達の場合の価値} + \text{節税効果の現在価値} \\ &\quad - \text{財政上の困難に伴うコストの現在価値} \end{aligned}$$

● 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

倒産コスト（直接）：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。法務・事務レベル。

倒産コスト（間接）：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

単に財務上の困難に陥るおそれがあるということ自体が企業に高いコストをもたらす

➤ 負債とインセンティブ

債権者と株主の利害の対立

⇒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

⇒適切な業務運営や投資および資金調達の判断を妨げる

株主は投資・業務運営の戦略をコントロールしているとき以下のゲームが考えられる

● リスクの移転

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

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。

● 現金の流出入

● 問題先送り

● おとし商法

➤ ゲームに伴うコスト

ゲームによって投資および業務について問題のある判断をもたらすこと

=借入のエージェンシー・コスト

➤ 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。
無形資産→財務上の困難に伴うコストは高い。

→教訓：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

負債が大きくなればなるほど倒産コストは高まる

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/株式資本比率は決定される

・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

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。

18.4 資産調達方法のペッキング・オーダー

前提：経営者と投資家間の情報の非対称性

エージェンシーコスト＝情報の非対称性に起因して発生するコスト の存在

↓

資金調達のペッキング・オーダー理論：

投資の順序①内部留保の再投資を主とする内部投資で調達

②負債による新規調達

③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だと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。

一方で、今後の業務に悲観的だと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を発行する

➤ ペッキング・オーダーの含意

同一産業内で最も収益性の高い企業は外部資金を必要としていないため借入れが少ない

➤ 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

(2) 有形資産：固定資産の割合が高い企業は、負債比率が高い

(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：産業間の資本構成の違いを説明する際に有用である。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：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。

➤ 財務上の余裕の功罪

財務上の余裕：現金や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が、それ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

