

2017年7月5日

## 第15章 負債と税

担当：齋藤

本章の目的は税がどのように企業の資本構成に影響を与えるのかを考察することである。

### 15.1 支払利息の税金控除

- 企業は支払利息が控除された後の利益に対して税金を支払う
- 支払利息節税枠：投資家が支払利息の税控除から受ける利得

### 15.2 支払利息節税枠を評価する

#### 1) 支払利息節税枠と企業価値

負債のある企業の総価値は負債による減税分の現在価値によって、負債のない企業の価値を上回る。

$$V^L = V^U + PV \text{ (支払利息節税枠)}$$

#### 2) 永久的な負債をとともなう支払利息節税枠

企業が負債  $D$  を借り入れ、その負債を永久に維持すると仮定したとき、

$$PV = T_C \text{ (限界法人税率)} \times D$$

#### 3) 法人税のもとでの加重平均資本コスト

レバレッジを用いる税制上の便益は WACC でも表現することができる。

$$r_{WACC} = \frac{E}{E+D} r_E + \frac{D}{E+D} r_D (1 - T_C)$$

#### 4) 目標とする負債・自己資本比率のもとでの支払利息節税枠

企業が負債自己資本比率を維持するためにレバレッジを調整するとき、WACC を使いフリーキャッシュフローを割り引くことで  $V^L$  を計算することができる。

### 15.3 節税効果を与えるために自己資本を調整する

#### 1) 企業は負債を発行して、その資金を特別配当の支払や自己株式取得のために使用する。

- 税制上の便益を得ることができる
- 自己株式取得で発行済み株式数を減らして株価を上げる
- 自己株式取得に気付いた市場が株価を押し上げる

#### 2) 自己資本調整行動を分析する：市場価値によって作成した貸借対照表

企業の資産の1つとして支払利息節税枠を含まなければならない。

## 15.4 個人所得税

1) 支払利息節税枠に個人所得税を含む

- 個人所得税も投資家へのキャッシュフローを減少させ、企業価値を低下させる
- 個人所得税はレバレッジの法人税制上の便益のいくつかを相殺する可能性がある  
利子所得への課税はキャピタルゲインへの課税より重い。
- 負債による実効的な税制上のメリット

$$T^* = 1 - \frac{(1-T_c)(1-T_e)}{(1-T_i)}$$

2) 個人所得税があるときの支払利息節税枠を評価する

個人所得税が存在するときの借入のある企業の価値

$$V^L = V^U + T^*D$$

3) 負債による実効的な税制上のメリットを決定する

- 負債による実効的な税制上のメリットを正確に計算することは非常に困難。
  - これまでのケースは以下三点の仮定のもとに成り立っていた
- ① 投資家は毎年キャピタルゲイン税を支払う（実際は利益が確定した時に支払う）
  - ② 企業は収益の50%を配当として支払う（実際の配当性向は企業ごとに異なる）
  - ③ 投資家に対して連邦税の最高限界税率を用いる（実際の税率は投資家ごとに異なる）

## 15.5 税のもとでの最適資本構成

1) 企業は負債を好むのか？

- 外部資金調達として株より負債を選択する傾向がある
- レバレッジの利用は業種ごとに大きく異なる

2) 負債による税制上の便益の範囲

- 節税という視点でのレバレッジの最適水準は支払利息が EBIT と等しくなる水準

3) 企業成長と負債

- 企業の成長率が高まると、企業の資本構成に占める負債の最適比率  $[\frac{D}{E+D}]$  は低下する

4) 低レバレッジパズル

- 企業の資本構成に占める負債割合だけでなく、支払利息の水準と課税収入を比較するべきである
- ここ数年企業は節税のために負債を利用している
- 企業は支払利息節税枠に関する分析が予測するよりも少ないレバレッジしか有していない

### ■コメンテーターへのクイズ

- 1) レバレッジは WACC にどのように影響するか
- 2) 企業の成長率は資本構成における負債の最適比率にどのような影響を与えるか
- 3) 節税の視点からのレバレッジの最適水準は、支払利息額=EBIT の時ですが、その論理を説明してください

### ■コメント

- MM 理論が実際の市場では成り立たない理由が今までなんとなくしかわかってこなかったが 14 章、15 章を読んで理解が深まった。
- MM 理論は資本構成の選択が重要でないという話だったが、先日のディベートのように負債の内訳にまで言及しているのか気になった。
- P605 下部「多くの大企業は貸借対照表上の負債額をある一定水準に維持する政策をとっている」とあるがなぜ一定水準に維持するのが割合ではなく額であるのか最初わからなかった。しかし読み進めていくうちにレバレッジの最適水準は支払利息が EBIT と等しくなるところだと知り納得した。
- P607 を読んで初めて節税対象が支払利息であることに気付いた。資産を持っているだけで税金がかかり、そのうち負債の分は税金がかからないのかと思っていた。
- 総じてグラフの見方は難しいが、P609 のものは特によくわからなかった。負債の資本コストが負債自己資本比率 90%から急激に上がっている理由がわからない。
- P620 を通して本書が言いたいことがうまく読み取れなかった。レジюме 15.4 (3) のように解釈したがあまり自信はない。
- 入門編の最後をいただきました。輪読を通してコーポレートファイナンスの専門知識がついたこと、それに加えてものの考え方が少し変わってきたことを実感していて自信になっています。応用編も頑張っていきましょう。