

2018年7月18日

第15章 負債と税

担当：數田

本章の目的は、不完全市場において資本構成の選択が企業価値に与える影響を明らかにすることである。本章では現実の市場が持つ不完全性のうち、税に焦点を当て、企業の資本構成の選択が企業価値に与える影響について述べられている。

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払う
→レバレッジがある方が投資家の利用可能な総金額は高い
- 支払利息節税率：投資家が支払利息の控除額から受ける利得

15.2 支払利息節税率を評価する

1) 支払利息節税率と企業価値

- (負債のある企業のキャッシュフロー)=(負債のない企業のキャッシュフロー)+(支払利息節税率)
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。

$$V^L = V^U + PV(\text{支払利息節税率})$$

2) 永久的な負債をとまなう支払利息節税率

企業は負債 D を借り入れ、その負債を永久に維持すると仮定する。

その永久債に対する支払利息節税率の価値は

$$\begin{aligned} PV(\text{支払利息節税率}) &= PV(T_c \times \text{将来の支払利息}) \\ &= T_c \times D \end{aligned}$$

3) 法人税の元での加重平均コスト

負債の実効税引後費用を用いて WACC を計算することで、支払利息節税率の便益も含めた実効資本コストを表すことができる。

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

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率

企業が目的とする負債自己資本比率を維持するためにレバレッジを調節するとき、WACC を使いキャッシュフローを割り引くことによって、企業価値 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節する

レバレッジを用いた自己資本調整が既存株主に利益をもたらす。

1) 税制上の便益

株主は借り入れのない場合に比べ、支払利息節税枠の大きい株式価値を得る。

2) 自己株式取得

発行済株式数の減少により、株価が上昇。その株を保有し続ける株主はキャピタルゲインを得る。

3) 無裁定による価格づけ

自社株買いに気づいた投資家によって、株価は支払利息節税枠を織り込んだ水準まで上昇する。

→証券に適切な株価がつけられているとき、既存株主はレバレッジの増加による便益を全て受ける

4) 自己資本調整行動を分析する

法人税があるとき、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

個人所得税はレバレッジによる法人税上の便益のいくつかを相殺する可能性がある。

負債による実効的な税制上のメリット

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

2) 個人所得税があるときの支払利息節税枠を評価する

永久債のケースでは、借り入れのある企業の価値は

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

3) 負債による実効的な税制上のメリットを決定する

税率や配当性などを全ての企業、投資家に対して一律に仮定している

→実際には企業や投資家ごとに異なるため、負債による税制上のメリットを正確に計算のは困難

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

- 企業は外部から資金を調達するときに負債を好む傾向にある
- レバレッジの利用は業種ごとに大きく異なる
- 多くの企業が実効レバレッジ率を引き下げるために多額の現金残高を保有している

2) 負債による税制上の便益の範囲

- 節税という視点からのレバレッジの最適水準は、支払利息額が EBIT としとしくなる水準
- EBIT に関して不確実性が存在するとき、支払利息額を高めると EBIT を超えるリスクも高まる

3) 企業成長と負債

- 企業にとっての負債の最適基準は現在の収入レベルに依存する
- 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資本比率は低下する

4) その他節税効果

支払利息の他にも税法上多くの節税方法があり、支払利息枠には過度に頼らない。

5) 低レバレッジパズル

- ここ数年において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の予測よりもはるかに少ないレバレッジしか有していない
- 負債比率を高めることは倒産の可能性を高めることになる

■コメンテーターへのクイズ

- 1) 支払利息節税枠とは何か
- 2) レバレッジを用いた自己資本調整が株主に与える便益を説明してください
- 3) 企業の成長率は負債の最適比率にどのような影響を与えるか

■コメント

- 「税」という不完全性を入れるだけでこれだけ考えが変わるなら、現実の市場は果たしてどれだけ複雑なんだろうかと思った。
- p609 のグラフを見て、負債自己資本比率が上がると株主資本コストが上がるのは倒産リスクが上がるからだと解釈したが、負債の資本コストが上がる理由はわからなかった。
- この章を読んで、企業は EBIT や倒産リスクなどを加味しながら、できるだけレバレッジを高めるべきだと感じたが、現実の経営者はどのように考えているのだろうか。皆さんが経営者ならどのように考えますか。
- 鉄道事業のような収益が安定しており成長も緩やかな企業はレバレッジを高くし、収益が安定しない企業はレバレッジを低くすればいいと思ったが、p625 のグラフを見ると REIT(投資信託)や自動車販売など景気に影響を受けそうな業種でも鉄道よりもレバレッジが高いものがあるのが不思議に感じた。皆はどういう企業がレバレッジを高くすべきだと思いますか。
- 入門編の最後の章でした。今までの輪講で、理解が難しい部分(個人的には計算式)も多かったのですが、割引現在価値やリスクとリターンとの関係などファイナンス的な考えはかなり身についたと思います。夏・そして後期も頑張っていきましょう。