

2019年7月24日

18章 企業はどれだけ借り入れるべきか(731p~784p)

担当：大村

本章の目的：MMの考察に様々な要因を結びつける中で、財務政策の重要性を理解する

前章(MM)で考慮に入れなかった問題

①税 ②倒産のコスト ③財務上の困難に伴うコスト ④証券の保有者同士の対 ⑤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

社債が提供する節税効果：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。

社債の残高が一定であると仮定すると、節税効果により企業はキャッシュフローを永続的に期待できる。

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

$$= \frac{T_c r_D D}{r_D} = T_c D$$

○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の第一命題では社債と株式しか考慮されていない。しかし、実際には政府の存在を忘れて
いる。

○MM と税

法人税の存在を反映した MM の第一命題

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

上記の計算方法が節税効果を過大に評価している理由

- ・社債発行額を永久に一定と考えている
- ・多くの企業が35%より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

企業が負債政策に偏らない2つの理由

1. 個人所得税と比較すると、法人による借入の税制面での不利な点があるから
2. 借入を行うことで倒産コストなどを負担するから

18.2 法人税および個人所得税

企業の目的は、法人所得に課されるすべての税の現在価値を最小化すること。すなわち税引後所得を最大化する資本構成にすること。

$$\text{社債の株式に対する税制上の相対的な有利さ} = \frac{1 - T_p}{(1 - T_{pE})(1 - T_c)}$$

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。分母(株主) > 分子(社債保有者)のとき、法人による借入れは望ましい。

18.3 財務上の困難

財務上の困難はコストを伴う。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、過ぎた負債は企業価値を減じる。よって企業価値は三つの部分に分けることができる。

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

○倒産コスト

倒産コスト：企業が債務不履行に陥ったときに債権者が代わって経営することを認めさせる法的メカニズムを使うコスト。株主の負担で支払われる。

○負債とインセンティブ

・社債権者と株主の利害の対立

企業が困難に陥ったとき、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、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

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にゲームをする。

●リスクの移転

困難な企業の株主は、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。しかし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

つまり、借入のエージェンシー・コストが生じる。

○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。

○資本構成のトレードオフ理論

- ・負債比率の目標が企業ごとに異なるかもしれない
- ・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

経営者と投資家間の情報の非対称性を前提とした理論

●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

- ・設備投資のために資金調達が必要な2社の例

今後の業務に楽観的な会社：割安な価格で株式を発行したくない→社債を発行する。

今後の業務に悲観的な会社：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→社債を発行する。

○トレードオフ理論 VS 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：有形資産、時価/簿価比率を支持
- ・ペッキング・オーダー理論：収益性を支持

【コメント】

- ・p740：後半部分の理解が追いつかなかった。
- ・p772：ペッキング・オーダー理論を支持する理由がよく分からなかった。なぜ収益性を重視するのか