

## 6.3 倒産コスト

### 修正命題からの結論

法人税を考慮すると、負債への依存度を高めるほど企業価値も高まることになる



最適な資金調達方法 → すべて( )で調達すること

But 実際には、負債を削減しようとする企業が多い？

(理由) 過度な負債依存は倒産のリスクを高めてしまうから

財務的に困難な状況に陥ると、それにとまなう  
さまざまなコスト( )を負担することになる

(例) 倒産処理のコスト、売上の減少、  
取引条件の悪化など

---

砂川・川北・杉浦 (2011) 『日本企業のコーポレートファイナンス』 (P.161) によると

- ・デフォルトコストはすべての企業に共通ではなく、個々の企業の資産内容によって異なる。  
(土地などの有形資産を保有する企業のほうがデフォルトを回避しやすく、  
総資産に占める無形資産の比率が高い企業ほどデフォルト・コストが大きい)
- ・成長企業のデフォルト・コストは成熟企業よりも大きい

資本コストへの影響

負債が多くなると・・・  
債権者：貸した分が返らなくなる可能性  
株主：倒産に伴うリスク増大

負債依存度が高まると・・・  
債権者にとっても、株主にとっても **要求収益率が高くなる**

ある限度を超えると**急激に上昇する**

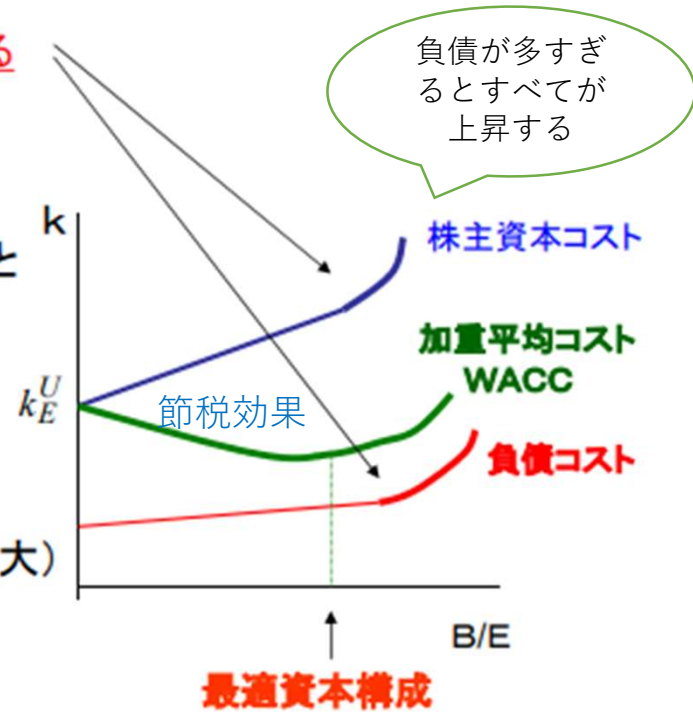
加重平均資本コスト は？

**当初は**法人税の影響により  
**低下する** が、ある限度を超えると  
( )

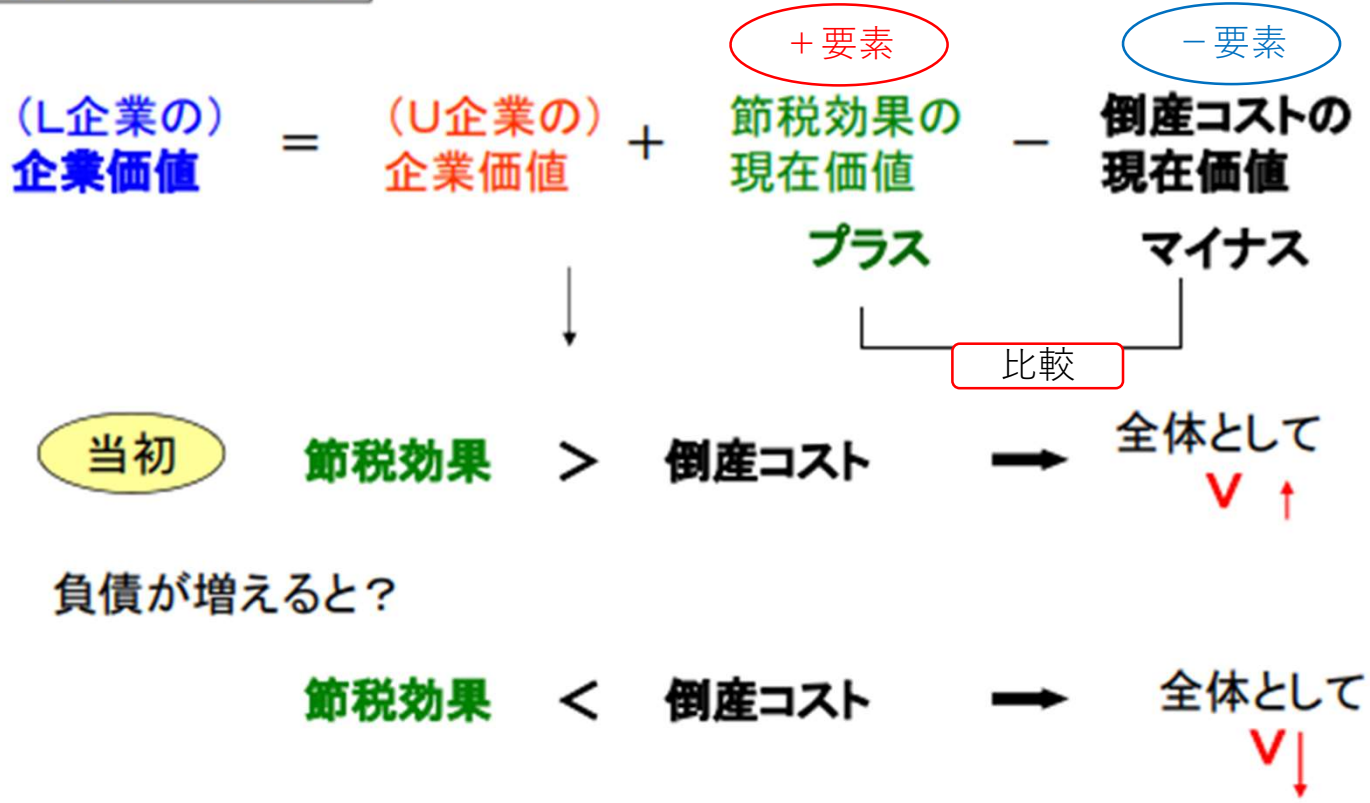
→ ( )**となる**ところが存在する

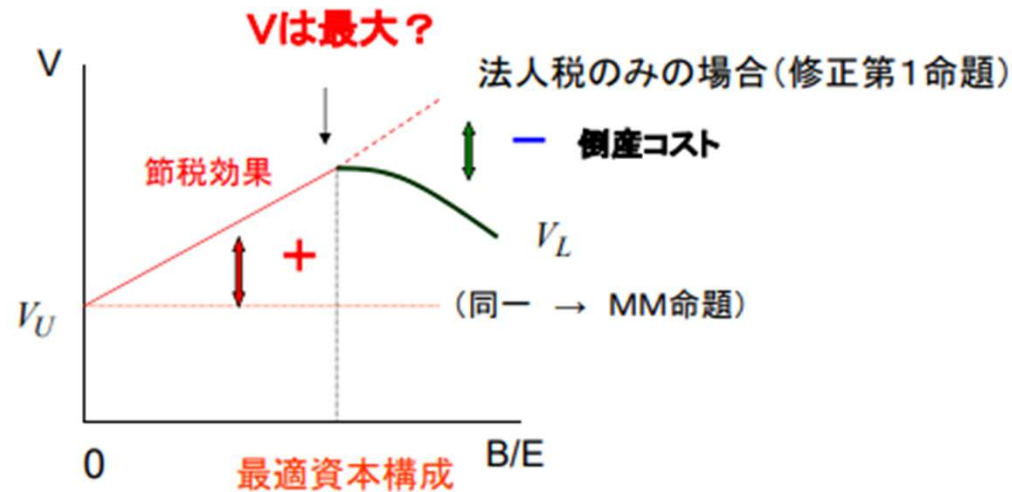
WACCが**最小**(→企業価値は**最大**)

最適資本構成？



企業価値への影響





倒産コストの影響も考慮すると、企業価値が最大となる  
ところが存在する

→ 最適資本構成が存在する

理論的に考えられる傾向として

業績が不安定な企業：倒産コスト（大）

→ 負債比率が低い水準で倒産コストが発生 → 最適な負債比率が低くなる

業績が安定的な企業：倒産コスト（小）→ 最適な負債比率は高くなる

but ...実際は？

優良な企業でも負債を嫌う傾向が強い場合もある

## 6.4 最適な負債比率と現実の財務戦略 ※

### (1) 資本構成のトレードオフ理論

前節までの内容から、

負債利用により、節税効果 → プラス

倒産リスク(デフォルトコスト) → マイナス

↑ ↓  
トレードオフ関係

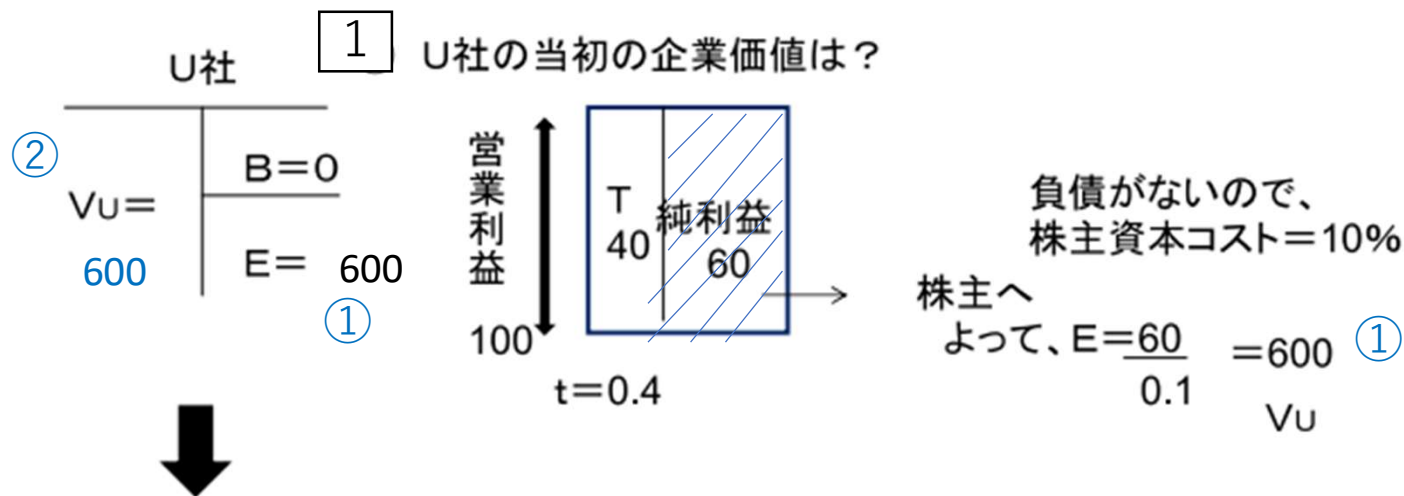
(理論上は)

企業価値を最大化する最適な資本構成(負債比率)の存在？

#### 数値例

- ・ 当初、負債による資金調達がない企業U社を想定
  - 毎期の営業利益: 100億
  - ビジネスリスクを考慮した資本コスト: 10%
  - 法人税率: 40% (負債B = 0のときの株主資本コスト  $k_E$ )
- ・ 負債調達分の資金で自己株取得を行うと仮定  
(負債調達による資産内容の変化なし)
- ・ 企業は比較的小規模で有形資産の比率が高くない状況を想定  
(→ デフォルトによって資産価値の2/3程度が失われると仮定)

※ 本節の内容は、砂川・川北・杉浦 (2011) 『日本企業のコーポレートファイナンス』 (第8章) 5  
日本経済新聞社をもとにしている。



この企業において、財務担当者が、負債比率を変化させて節税効果とデフォルトコストを定量化しながら、**企業価値を最大にするような最適な資本構成**を検討する状況を想定

(一例として...)

U社は負債による資金調達として、現時点での B/Eを1前後にする負債政策 を検討

↓

$B = 300$   
 $E = 300$

※ このとき、U社の負債コストやデフォルトコストは、次のような「格付け情報の仮想事例」にもとづいて算定

格付け：デフォルトの可能性を表わす指標  
(格付け機関が公表)



- 負債額: 300億 (→ 格付け予想 A-)
- 格付けから予想される負債利子率: 6%

格付けに伴う  
(無リスク金利5%+信用スプレッド)  
1%

### 「格付け情報の仮想事例」

(負債比率)

**デフォルトコスト**

= デフォルト額 ×  
デフォルト率

**負債コスト =**  
無リスク金利 +  
信用スプレッド

格付け	B/Eレシオ	ICレシオ	デフォルト率	信用スプレッド
AAA	0.2	30	0.9%	0.025%
AA+	0.4	20	1.2%	0.05%
AA	0.5	10	1.7%	0.2%
A+	0.7	8	2.5%	0.4%
A	0.9	6	3.7%	0.7%
A-	1.1	5	5.5%	1.0%
BBB	1.5	4	8.7%	1.5%
BB+	2.0	3	13.6%	2.0%
BB	3.0	2	20.8%	2.5%
B	4.0	1.5	30.9%	3.0%

高



低

高

高

高

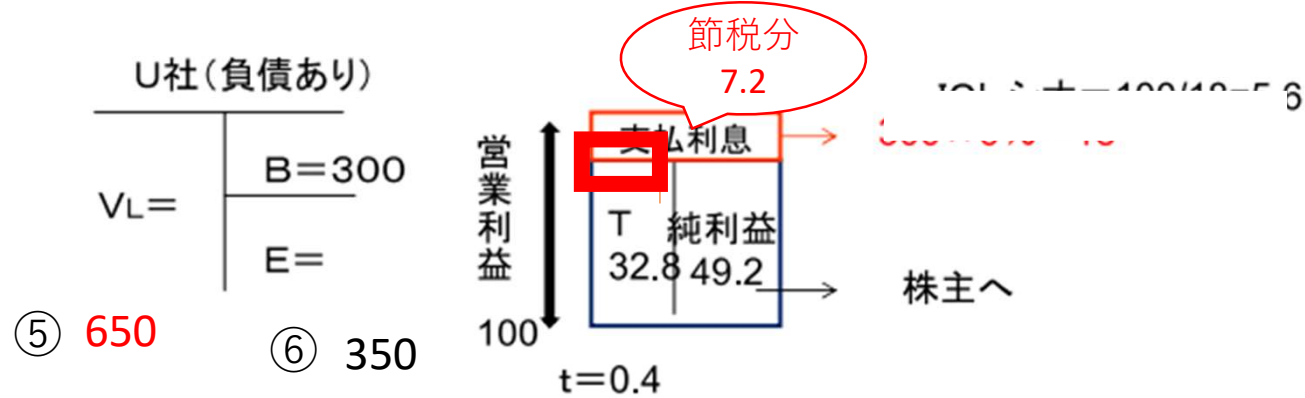


(「日本企業のコーポレートファイナンス」P167より一部のみ抜粋)

(税引前営業利益/支払利息)

格付け機関は、経済動向や業界動向などを踏まえて、個別企業の財務内容や経営戦略をもとに債券の元利返済の確実性を「格付け」というランクづけて公表している。代表的な格付け機関は、S&P、ムーディーズ、フィッチレーティング、日本格付研究所 (JCR)、格付投資情報センター (R&I) など。

2 負債調達後のU社の当初の企業価値は？



節税効果 =  $18 \times 0.4 = 7.2$       ③ +  
 よって、節税効果の価値 =  $7.2 \div 0.1 = 72$

倒産コスト：当初の仮定より、  
 デフォルト額 =  $600 \text{億} \times 2/3 = 400 \text{億}$   
 格付け「A-」の場合のデフォルト率 = 5.5% (表より)

→ 倒産コスト =  $400 \text{億} \times 5.5\% = 22 \text{億}$       ④ -

負債調達時のU社の企業価値VLは

$V_U + \text{節税効果の価値} - \text{倒産コスト} = 650$       ⑤  
 ② 600      ③ 72      ④ 22

※ 前節では、節税効果の価値は負債利率で割ったものとして説明したが、ここでは、事業環境に合わせて負債の水準を変化させていくこととし、節税効果の価値評価に、ビジネスリスクを反映させた資本コスト10%を用いて価値計算をしている



トレードオフ理論にもとづいた負債比率と企業価値の計算結果

(「日本企業のコーポレートファイナンス」P169より一部のみ抜粋)

負債	格付け	節税効果	デフォルトコスト	B/E	企業価値 V
					600 + 節税効果 - デフォルトコスト
50	AAA	10	$400 \times 0.9\%$ -4	0.09	606
100	AA+	20	-5	0.19	615
150	AA	31	-7	0.32	624
200	A+	43	-10	0.46	633
250	A	57	-15	0.64	642
300	A-	72	-22	0.86	650
350	BBB	91	-35	1.14	656
400	BB+	112	-54	1.55	658
450	BB	135	-83	2.23	652
500	B	160	-123	3.66	637
550	B-	187	-175	8.76	612

大 (負債)      低 (格付け)      大 (節税効果)      大 (デフォルトコスト)

差 (企業価値 V の計算式)      Vが最大 (400億負債時)

企業価値を重視すると負債を増やすことで格付けは低下するが  
企業価値は高まる可能性がある

この数値例の場合、B/Eが1.5付近において企業価値が最大化

→ 格付けは BB+~BBB程度

→ but 現実にはそこまで負債比率を高めるのか??

たとえば、負債50億のときの節税分は、 $0.4 \times 50 \times (5\% + 0.025\%) \div 10\% = 10$ 億となる

(参考) 最適な資本構成について

柳良平 (2012) 「最適資本構成に基づく最適配当政策に係る一考察」  
『現代ディスクロージャー研究』 No.12 pp.39-48 より

p.45より一部抜粋

「・・・企業価値は基本的にDCFに収斂されるが、最適資本構成による持続的なWACCの最小化が鍵になる。エージェンシーコストを抑制しつつトレードオフ理論やペッキングオーダー理論に基づいて最適資本構成を求めるが、実務上はクレジットを勘案した「信用格付け類推法」が簡便法として適しており、トレードオフ理論から格付けBBB同等レベルの財務指標を最適資本構成とする。しかし・・・格付Aレベルの指標を目標に配当により資本構成を調整することが現実的である。その上で、投資機会、シグナリング、安定配当、ROE,DOEターゲットなどを用いて、エージェンシーコストも勘案して最適配当を決定すべきであり、資本構成を無視した単純な横並びの安定配当（配当性向）には欠陥がある。

・・・配当政策は一意ではなく、企業ごとのコーポレート・ガバナンス、成長戦略、投資計画、最適資本構成、最適現金保有レベル等にも鑑みて総合的に決定され、そのディスクロージャーにおいて個別に説明されるべきものである。・・・」

現実には、理論上の最適資本構成の水準よりも、もっと低い負債比率の水準で「保守的な財務戦略」を選ぶことが多い

## (2) トレードオフ理論は現実的か？

収益性が高い優良企業ほど負債が少ない(保守的な負債政策)傾向がある

→ フレキシビリティが大きいほど、有益な投資機会に対して多額の資金をすばやく調達して投資案件を実行できるから

### 負債の長所

節税効果 → but 関心を示さない企業が多い※

負債利用の決定要因

1. フレキシビリティ(財務的な柔軟性や意思決定の柔軟性) (-)
  2. 格付け (-)
  3. 利益やキャッシュフローの変動
  4. 資金不足
  5. 金利水準
  6. 負債の節税効果 (+)
  7. 株式の過小評価
  8. ライバル社との比較
  9. デフォルトコスト (-)
- (前掲書P173より抜粋)

トレードオフ理論でいう長所の節税効果よりも、むしろ短所のデフォルトコストを企業が意識して保守的になり、高い負債比率は選ばない傾向がある

※ 海外では、Myers(1984, 2003)の研究、日本では赤石・馬場・村松(1998)がおこなったアンケート調査結果などによるという

負債利用の効果は一様ではない  
すべての企業に普遍的な財務戦略はない

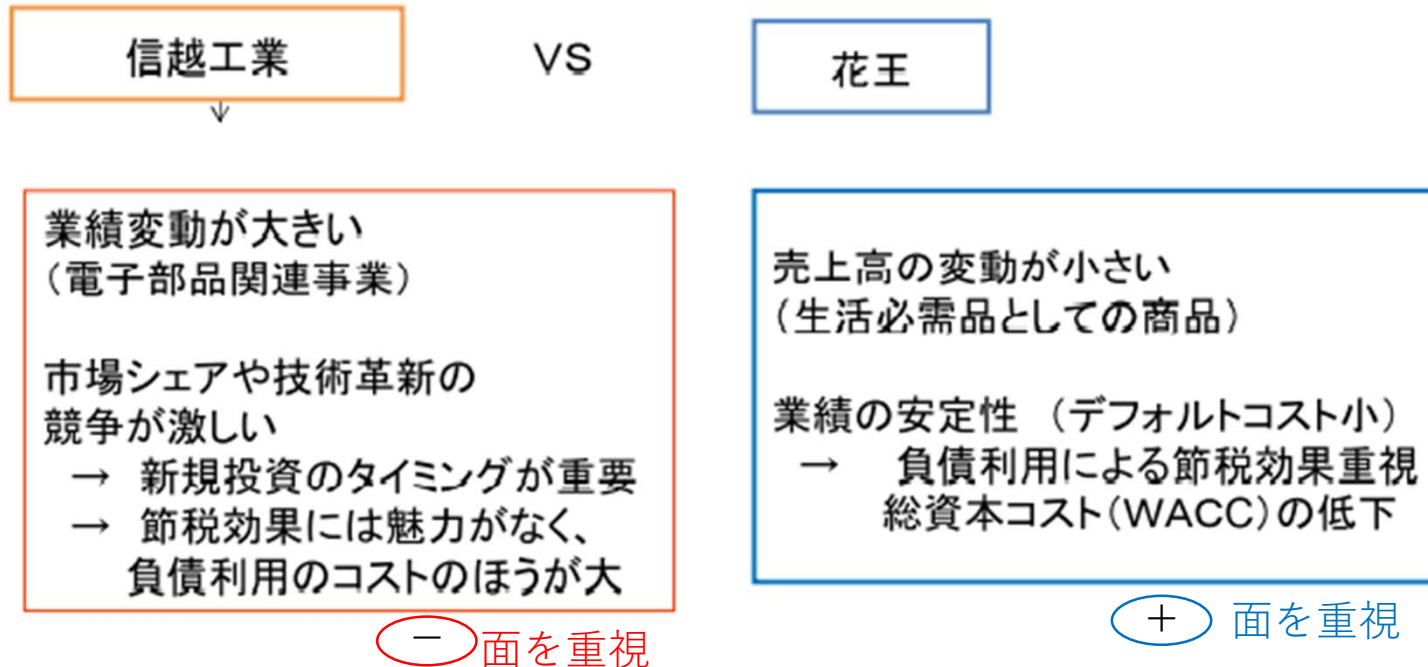
(負債を利用しない傾向の会社例)

- ・ 信越化学工業 (負債を利用しないことでフレキシビリティを維持)
- ・ 日本写真印刷、かつての京セラ、大和ハウス工業など(無借金経営)
  - ・ 京都の優良企業には負債のマイナス面を嫌う創業者意識が根づいており、無借金経営へのこだわりがある
    - ・ 無借金経営にこだわることで資金制約を課し、本当に良い投資案件のみを厳選して実行する

トレードオフ理論によれば・・・  
無借金経営が必ずしも好ましいとは限らない

(負債を積極的に利用している会社例)

- ・ 花王 (トレードオフ理論の実践により、負債利用によって資本コストを低下)
  - カネボウ化粧品買収時(2006年)、買収資金をすべて負債調達。  
企業価値の最大化と資本コストの意識が社内に浸透



(参考新聞資料) 日本経済新聞2015年8月4日 伊藤友則「(経済教室) 企業、負債の活用に節度を 資本構成に余裕必要 「最適調達」、市場環境で変化」

- ・ 企業競争力などで最適な負債比率異なる
- ・ 米コダックは最適資本構成を過度に追及
- ・ 適正企業も金融危機後には「負債過多」に