

【研究ノート】

MM理論について

ー レバレッジと企業価値 ー

諸井 勝之助

まえがき

前回、われわれは「レバレッジについて」と題する研究ノートにおいて、変動するROA（営業利益率）のもとでレバレッジはROE（自己資本利益率）にどのような影響を及ぼすかを考察した。本稿においてもレバレッジをとり上げるが、考察の対象とするところはレバレッジと企業価値との関係である。いいかえれば、レバレッジすなわち負債の利用は、企業価値にどのような影響をおよぼすのかを研究しようというのである。

この問題は負債利用の高まった戦後の米国において、最適資本構成をめぐる問題として大いに議論され、やがてそうした時代背景のもとに、今では古典と目されているモジリアーニとミラーの理論（MM理論）^{注1）}が出現することになった。それでは、MM理論とはどのような内容か。難解をもって知られるMM理論ではあるが、それを出来るだけ分かり易く解説しようというのが、本稿の目指すところである。

1. U企業とL企業の企業価値 ー 第1命題 ー

MM理論においては、まずレバレッジ（資本構成といってもよい）は異なるが、それ以外は全く同じ二つの企業すなわち、一つは負債を利用せず自己資本のみのU企業（unlevered firm）、いま一つは負債を利用するL企業（levered firm）が登場する。論文の発表当初しばしば、そのような二つの企業は現実には存在しないとの批判がなされた。しかしよく考えてみれば、レバレッジの異なる二つの現実の企業を比較したのでは、両者が営業内容や規模等においていかに類似していても、企業価値におよぼすレバレッジの影響を厳密に分析することはできない。なぜなら、企業価値に影響をおよぼすレバレッジ以外の要因は甚だ多いからである。他の諸要因を排除し、純粋にレバレッジの作用だけを分離析出するためには、上記のようなU企業とL企業の想定がどうしても不可欠であるとMMは考えたのである。

以上を前置きとして、理論の核心に入ろう。U企業とL企業がもたらす営業利益（確率変数）の期待値をそれぞれ \bar{X}_U と \bar{X}_L （と

もに定数)とすると、 $\bar{X}_U = \bar{X}_L$ であるから、資本市場は両者を同一の \bar{X} とみて、共通の資本化率 ρ_k で資本還元して両企業同一の企業価値を評価するのである。U企業の価値を V_U 、L企業の価値を V_L とすると、以上の議論は(1)式のように定式化される。なお、 ρ (ギリシャ文字のロー)は資本コスト、下付きの k はその資本コストが所属するリスク・クラスをあらわす。

$$V_U = V_L = \frac{\bar{X}}{\rho_k} \quad \dots (1)$$

(1)式から明らかのように、企業価値を決定する評価要因は \bar{X} と ρ_k であって、レバレッジないし資本構成は評価要因には含まれていない。したがって、企業価値はレバレッジ(資本構成)からは独立ということになるのである。

(1)式に要約される上記の理論は企業評価に関する第1命題であって、MM理論全体の中核をなすものである。なお、MMはこれについて次のように述べている。

「企業の市場価値はその資本構成から独立であり、そのクラスに見合った利益率 ρ_k によってその期待利益を資本化することにより与えられる。」^{注2)}

ところで、(1)式、したがって第1命題には一定の仮定が前提されていることは注意すべきである。その仮定とは、営業利益の期待値 \bar{X} は每期変わることなく永続し、また資本化率 ρ_k も每期一定であるということである。継続企業が前提とされていることは言うまでもない。こうした仮定のあることはMMはもちろん承知しており、理論展開に必要な諸仮定の一つとして、おおむね次のように述べているのである。

「企業の営業利益の確率分布、したがってその期待値は每期一定であり、成長しない。また、営業利益の資本化率および負債の利子率は每期一定である。」

負債については、利子率一定のほか、次のような仮定があることも紹介しておくなければならない。「負債にはリスクがない。すなわち、負債の利子と元本は確実に支払われ、債務不履行の心配はない。」要するに、L企業は一定の利子率のもとに安定した利子を確実に支払い続ける、というのである。以上は、 V_L が V_U と等価であるための仮定にほかならない。

2. V_U と V_L が等しくない場合

MM理論において特に注目すべきは、 V_U と V_L が等価でない状況下での市場の回復過程に関する理論である。考察を進める前に、記号について説明をしておこう。

S_U と S_L をそれぞれU企業とL企業の株式の市場価値、 B_L をL企業の社債の市場価値とする。この場合、 $V_U = S_U$ 、 $V_L = S_L + B_L$ である。また、 r を社債と個人借入れの共通の利子率とするが、これについては、あらかじめ「個人と企業は、リスクのない同一の利子率で借入れをすることができる」という仮定が設けられているのである。

さて、 $V_U \neq V_L$ の状況には $V_U > V_L$ と $V_L > V_U$ の二つが含まれるが、MMはまず $V_U > V_L$ の状況下での均衡回復過程を概ね以下のように説明する。すなわち、過大評価されたU企業の株主は自分の株式を売り、過小評価されたL企業の株式と社債とを買うことによって、これまでより少ない

投資で、当初とまったく同じ利益を獲得することが可能となる。したがって、投資家はそのような売り買いすなわち、いわゆる裁定取引 (arbitrage) を行うことになり、それによって結局は $V_U = V_L$ という均衡状態が回復することになる。以上が均衡回復の道筋であるが、MMはこれをもう少し詳しく説明するのである。以下その説明を、表-1 を使って紹介することにしよう。

まず、U企業の株式の α 部分を所有する投資家を考えてみると、彼の獲得する利益は $\alpha \bar{X}$ である。ところで、これとまったく同一の利益は、表-1 の「裁定取引」に示すように、L企業の株式と社債の各 α 部分に投資することからも獲得できる。 $V_U > V_L$

したがって $\alpha V_U > \alpha V_L$ であるから、上記の投資家はU企業の株式を αV_U で売却し、その代金から $\alpha (V_U - V_L)$ を除いた金額すなわち αV_L をL企業の株式と社債に投資することによって、前とまったく同じ利益を獲得できるのである。したがって、U企業の株主は持株を売ってL企業へと投資を移動させることが有利となり、その結果、U企業の株式は売られて値下がりし、L企業の株式は買われて値上がりして、やがて $V_U = V_L$ が回復することになる。 $V_U = V_L$ の均衡状態に戻れば、 $\alpha (V_U - V_L) = 0$ となるから、もはやU企業からL企業への投資の移動は起こらない。

表-1 $V_U > V_L$ における裁定取引

	必要投資額	利益
1. 当初の状態	αV_U	$\alpha \bar{X}$
2. 裁定取引		
a. L企業の株式の α 部分を買う	$\alpha S_L = \alpha (V_L - B_L)$	$\alpha (\bar{X} - rB_L)$
b. L企業の社債の α 部分を買う	αB_L	αrB_L
合計	αV_L	$\alpha \bar{X}$

表-2 $V_U > V_L$ の数値例

	必要投資額	利益
1. 当初の状態	$\alpha V_U = 0.1(1,500)$ = 150	$\alpha \bar{X} = 0.1(120)$ = 12
2. 裁定取引		
a. L企業の株式の 10% を買う	$\alpha S_L = 0.1(900)$ = 90	$\alpha (\bar{X} - rB_L)$ = $0.1(120 - 20)$ = 10
b. L企業の社債の 10% を買う	$\alpha B_L = 0.1(500)$ = 50	$\alpha rB_L = 0.1(20)$ = 2
合計	140	12

理解を徹底させるために、 $S_U = V_U = 1,500$ 、 $S_L = 900$ 、 $B_L = 500$ 、 $V_L = 1,400$ 、 $\bar{X} = 120$ 、 $r = 4\%$ 、 $\alpha = 0.1$ と仮定して、表-1を表-2のように書き変えることにしよう。

この数値例によれば、U企業の株主は保有株式を150で売却し、そのうちの140を支出してL企業の株式90と社債50とを買い、それによって当初とまったく同じ利益である $0.1\bar{X} = 12$ を獲得することができる。こうして、 $V_U = 1,500$ 、 $V_L = 1,400$ という状況のもとでは、この株主はU企業からL企業へ移動することによって、当初より10だけ少ない投資から当初とまったく同じ利益を入手することができるのである。

つぎに、 $V_L > V_U$ の場合において裁定取引がいかに行われ、 $V_L = V_U$ の均衡状態がいかに回復されるかを考察することにしよう。

いま、L企業の株式の α 部分を所有する投資家を考えよう。 $V_L > V_U$ したがって $\alpha V_L > \alpha V_U$ であれば、表-3に示すように、その投資家はL企業の株式を $\alpha(V_L - B_L)$ で売却するとともに、個人で αB_L を借り入れて、U企業の株式を αV_U だけ購入することが有利となる。なぜなら、そうすることによって、彼は当初よりも $\alpha(V_L - V_U)$ だけ少ない投資から当初とまったく同一の利益、すなわち $\alpha(\bar{X} - rB_L)$ を獲得できるからである。こうしてL企業の株式は売られて値下がりし、U企業の株式は買われて値上がりすることになる。そして、このような裁定取引は $V_L = V_U$ の均衡が回復するまで継続されるのである。

ここで、表-3に数値例を入れて表-4を作成することにしよう。今度は、 $S_U = V_U = 1,400$ 、 $S_L = 1,000$ 、 $B_L = 500$ 、 $V_L = 1,500$ 、 \bar{X} 、 r 、および α は前と同じとする。

表-4に即していま一度説明すれば、L企業の株主は保有株を100で売却し、そのうちの90と個人で借入れた50との計140でU企業の株式を買い、それによって当初とまったく同じ利益、すなわち $0.1(120 - 20) = 10$ を獲得することができる。ところで、借入れはマイナスの投資であるから、この場合の彼の投資は90であり、当初の投資より10だけ少なく済むのである。

なお、投資家の個人借入れをマイナスの投資とする考え方は、ポートフォリオ理論を考えれば納得いくであろう。ポートフォリオ理論では、例えばA社株を空売りして得た資金（負債）に自己資金を加えた金額をB社株に投資する場合、空売りによる負債部分はマイナスの投資とされるのである。MMは、投資家の投資内容をポートフォリオと表現している。

いま一つ触れておきたいのは、前述の裁定取引のなかの個人借入れはしばしば自家製レバレッジ(home-made leverage)と呼ばれて、論議の対象となることである。自家製レバレッジに対するものは会社製レバレッジであろう。たとえば、負債を有するL企業の株主は会社を通じて負債を負うが、これはまさしく会社製レバレッジである。他方、負債のないU企業の株主で個人借入れのある者は、個人借入れによって負債を負うことになるが、この負債は自家製レバレッジにほかならない。

表-3 $V_L > V_U$ における裁定取引

	必要投資額	利益
1. 当初の状態	$\alpha S_L = \alpha(V_L - B_L)$	$\alpha(\bar{X} - rB_L)$
2. 裁定取引		
a. U企業の株式の α 部分を買う	$\alpha S_U = \alpha V_U$	$\alpha \bar{X}$
b. 個人で αB_L を借り入れる	$-\alpha B_L$	$-\alpha rB_L$
合計	$\alpha(V_U - B_L)$	$\alpha(\bar{X} - rB_L)$

表-4 $V_L > V_U$ の数値例

	必要投資額	利益
1. 当初の状態	$\alpha S_L = 0.1(1,000)$ $= 100$	$\alpha(\bar{X} - rB_L)$ $= 0.1(120 - 20)$ $= 10$
2. 裁定取引		
a. U企業の株式の10%を買う	$\alpha S_U = 0.1(1,400)$ $= 140$	$\alpha \bar{X} = 0.1(120)$ $= 12$
b. 個人で $0.1B_L$ を借り入れる	$-\alpha B_L = -0.1(500)$ $= -50$	$-\alpha rB_L = -0.1(20)$ $= -2$
合計	90	10

ところで、MMでは負債には債務不履行はないと仮定されており、利子率は自家製レバレッジと会社製レバレッジとで異ならないのである。

記のように示される。

$$\bar{Y}_U = \frac{\bar{X}}{V_U} \dots (2)$$

$$\bar{Y}_L = \frac{\bar{X} - rB_L}{S_L} \dots (3)$$

3. U企業とL企業の自己資本利益率

— 第2命題 —

次にわれわれは、MM理論の第2命題について考察することにしよう。第2命題では、U企業の自己資本利益率の期待値 \bar{Y}_U と、L企業の自己資本利益率の期待値 \bar{Y}_L とが考察の対象となる。 \bar{Y}_U と \bar{Y}_L はそれぞれ下

ところで、 $\bar{X} = \bar{Y}_U V_U = \bar{Y}_U V_L = \bar{Y}_U (S_L + B_L)$ であるから、これを考慮すると(3)式を下記のように変形することができる。

$$\bar{Y}_L = \frac{\bar{X} - rB_L}{S_L} = \bar{Y}_U \frac{S_L + B_L}{S_L} - r \frac{B_L}{S_L} = \bar{Y}_U + (\bar{Y}_U - r) \frac{B_L}{S_L}$$

上の式の途中経過を省いて結果だけを示したのが(4)式である。

$$\bar{Y}_L = \bar{Y}_U + (\bar{Y}_U - r) \frac{B_L}{S_L} \dots (4)$$

(4)式はMMの第2命題とよばれるものである。すなわち、第2命題の内容は(4)式の示すように、L企業の自己資本利益率の期待値 \bar{Y}_L は、自己資本のみからなるU企業の自己資本利益率の期待値 \bar{Y}_U に、財務リスクに関するプレミアムである $(\bar{Y}_U - r)B_L/S_L$ を加えた額に等しいということである。なお、 \bar{Y}_U は ρ_k に等しく、営業リスクに対応する。

簡単な数値例を用いて第2命題を考察することにしよう。いま、

$$\bar{Y}_U = \frac{\bar{X}}{V_U} = \frac{120}{1,500} = 0.08, \quad 8\%$$

とし、 $r = 4\%$ とすると、(4)式は次のように示される。

$$\bar{Y}_L = 8\% + (8\% - 4\%) \frac{B_L}{S_L} = 8\% + (4\%) \frac{B_L}{S_L}$$

$V_L = V_U = 1,500$ であるから、 $S_L = 1,000$ 、 $B_L = 500$ 、すなわち $B_L/S_L = 0.5$ の場合には、

$$\bar{Y}_L = 8\% + (4\%)(0.5) = 10\%$$

であり、 $S_L = 750$ 、 $B_L = 750$ 、すなわち $B_L/S_L = 1$ の場合には、

$$\bar{Y}_L = 8\% + (4\%)(1) = 12\%$$

である。ここで、 B_L/S_L をレバレッジの L であらわすことにすると、 $L = 2$ では $\bar{Y}_L = 16\%$ 、 $L = 3$ では $\bar{Y}_L = 20\%$ である。このようにして、 L が0.5, 1, 2, 3と増加するにつれて、財務リスクに関するプレミアムも、2%, 4%, 8%, 12%と増加し、それに伴

って \bar{Y}_L の値は増加するのである。

図-1は、以上の数値例から作図したものである。

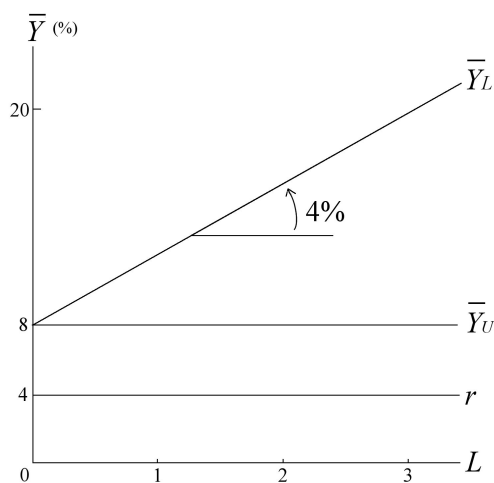


図-1 レバレッジと \bar{Y}_L との関係

MMの第2命題は、本誌第7号の研究ノート「レバレッジについて」と深いかかわりを有する。というのは、 $B_L/S_L = L$ とした場合の(4)式すなわち、

$$\bar{Y}_L = \bar{Y}_U + (\bar{Y}_U - r)L$$

は、前記ノートにおけるL企業の自己資本利益率を示す式すなわち、

$$ROE = ROA + (ROA - i)L$$

と実質的に同じものだからである。

しかし、両者の問題とするところは全く違っている。MMでは、レバレッジと負債プレミアムとの関係が考察の対象であるが、前記ノートで考察の対象とされたのは、 ROA の変化が各種レバレッジのもとの ROE に及ぼす影響であった。こうした違いは、図-1を前記ノートの図-2^{註3)}と対比す

れば直ちに明らかなおりでである。

4. U企業とL企業の資本コスト — 第3命題 —

MMの第3命題は、U企業とL企業の資本コストすなわち投資の切捨率は、いずれも ρ_k で同一であるというものである。この命題は、第1命題をあらわす(1)式から自ずと導かれる。

$$V_U = V_L = \frac{\bar{X}}{\rho_k} \quad \text{したがって、}$$

$$\rho_k = \frac{\bar{X}}{V_U} = \frac{\bar{X}}{V_L}$$

MMはこの命題を次のように述べている。「もしクラス k の企業が株主の利益に最もよく適合するように意思決定するならば、その企業は投資利益率 ρ^* が ρ_k に等しいか、それより大きい場合に限って投資を行うであろう。すなわち、その企業の投資のための切捨率 (cut off point) はつねに ρ_k であり、この切捨率が、投資資金を調達するために用いられる証券の種類によって影響されることは全くないのである。いいかえれば、資金調達の方法にかかわらず企業の限界資本コストは平均資本コストに等しく、また平均資本コストは、その企業の属するクラスにおける自己資本のみからなる企業の営業利益に対する資本化率に等しい。」^{註4)}

引用文のなかの平均資本コストについて考察することにしよう。平均資本コストの概念を理解するには、第2命題の(4)式から \bar{Y}_U を求めることが必要となる。その導出過

程を詳しく示すと以下のごとくである。

$$\bar{Y}_L = \bar{Y}_U + (\bar{Y}_U - r) \frac{B_L}{S_L}$$

$$\bar{Y}_L + r \frac{B_L}{S_L} = \bar{Y}_U \left(\frac{S_L + B_L}{S_L} \right)$$

$$\bar{Y}_L \left(\frac{S_L}{S_L + B_L} \right) + r \frac{B_L}{S_L} \left(\frac{S_L}{S_L + B_L} \right) = \bar{Y}_U \quad \dots (5)$$

$S_L + B_L = V_L$ であり、 $V_L = V_U$ であるから両者を一括して V であらわすことにして(5)式を書き改めたのが、(6)式である。

$$\bar{Y}_L \frac{S_L}{V} + r \frac{B_L}{V} = \bar{Y}_U \quad \dots (6)$$

\bar{Y}_L はL企業の自己資本コストをあらわし、 r はL企業の負債コストをあらわすから、前者に S_L/V を乗じ、後者に B_L/V を乗じて加重平均したものが \bar{Y}_U であることを、(6)式は示しているのである。 \bar{Y}_U が、U企業とL企業に共通の資本コスト ρ_k であることはいうまでもない。なお、 S_L/V は総資本に対する自己資本の構成比、 B_L/V は総資本に対する負債の構成比である。

第3命題に関連してMMは、資本調達の方法として社債発行、利益の内部留保、および新株発行の三つをあげ、それぞれについて ρ が投資決定のための平均資本コストとなることを明らかにしている。

資本コストの理解に当たっては、それが機会コスト (opportunity cost) の性格を有するものであることを正しく認識しておく必要がある。この問題については、筆者はすでに本紀要第4号掲載の論文^{註5)} において詳細に論じているので、ここでの再論は省略することにしたい。

5. 法人税制下の企業価値

モジリアーニとミラーの理論は大きく二つに分けることができる。その一つは、法人税は存在しないとの仮定のもとに展開される理論であり、いま一つはこの仮定をとり除き、法人税の存在を認めて展開される理論である。われわれがこれまで考察してきたのは、前者すなわち法人税は存在しないと仮定した理論についてであったが、これから考察しようとするのは、法人税の存在を認めることによって複雑さを増した、より現実的なMM理論についてである。

すでに明らかなように、法人税の存在しない世界では企業価値はレバレッジから独立であり、U企業とL企業の価値は同一である。しかし法人税を理論の構成要素として認めるならば、U企業とL企業の価値はもはや同一ではなく、L企業のほうがU企業よりも価値が高くなるのである。その根拠を示すために用意したのが、表-5である。

企業価値を決定づける最も重要な要因は、法人税を考慮外におく仮定のもとでは営業利益の期待値であったが、法人税の存在を

認める理論構成のもとでは、それは税引営業利益の期待値となるのである。煩雑さをさけるためいちいち期待値と断らないことにすると、税引営業利益を計算するためにはまず営業利益から利子(U企業ではゼロ)を控除して純利益を求め、これに法人税率 τ (ギリシャ文字のタウ) を乗じて法人税を計算し、さらに営業利益から法人税を控除して税引営業利益が算定されることになる。こうして算定される税引営業利益は、表-5の示すようにU企業では $(1 - \tau) \bar{X}$ 、L企業では $(1 - \tau) \bar{X} + \tau rB_L$ である。

企業価値を求めるために次に必要となるのは、税引営業利益を資本還元するための資本化率である。MMの説くところによれば、資本化率は $(1 - \tau) \bar{X}$ に関しては ρ_r すなわち税引資本コストであり、L企業の τrB_L に関しては利子率の r である。 τrB_L の資本化率が r であるのは、MMでは負債には債務不履行のリスクはないと仮定されており、リスク・クラス k を前提とする税引資本コスト ρ_r とは区別されるべきだからである。

表-5 U企業とL企業の税引営業利益

	U企業	L企業
営業利益	\bar{X}	\bar{X}
利子	-	rB_L
純利益	\bar{X}	$\bar{X} - rB_L$
法人税	$\tau \bar{X}$	$\tau (\bar{X} - rB_L)$
税引営業利益	$\bar{X} - \tau \bar{X}$ $= (1 - \tau) \bar{X}$	$\bar{X} - \tau (\bar{X} - rB_L)$ $= (1 - \tau) \bar{X} + \tau rB_L$

こうして税引き営業利益とそれに適用される資本化率が決定されることにより、法人税制下のU企業とL企業の企業価値はそれぞれ(7)式、(8)式によってあらわされることになる。

$$V_U = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{\rho_\tau} \dots (7)$$

$$V_L = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{\rho_\tau} + \frac{\tau r B_L}{r} = V_U + \tau B_L \dots (8)$$

V_U と V_L を比較して気付くのは、 V_L の方が V_U より τB_L だけ大きいということである。つまり、レバレッジを利用するL企業の方が、自己資本のみのU企業より価値が高いというのである。

ところで、(8)式を書き改めた(9)式はL企業とU企業の均衡関係を示しており、法人税を考慮した場合のMMの第1命題である。

$$S_L + B_L = V_L = V_U + \tau B_L \dots (9)$$

MMはこの均衡が破れた状態すなわち $V_U > V_L - \tau B_L$ および $S_L > V_U - (1 - \tau) B_L$ の状態のそれぞれにおいて、裁

定取引により均衡が回復する過程を詳しく論じているのであるが、ここではその内容に立ち入ることは控えたい。また、この第1命題に続く法人税制下の第2命題および第3命題についても、本稿では説明を省略する。

6. 長期目標負債比率

法人税を考慮に入れて構築される第1命題について最も気になる点は、この命題に従えば、負債を高めれば高めるほど企業価値は大きくなるという事態である。以下、この問題について考えることにしよう。

問題解明のために、われわれはまず $S + B = 1,000$ の企業の負債 B につき、 $B = 0$ 、 $B = 500$ 、 $B = 750$ 、 $B = 1,000$ の四つの状況を想定し、つづいて、 $\bar{X} = 200$ 、 $\rho_\tau = 10\%$ 、 $\tau = 50\%$ と仮定して4種の B のもとでの企業価値を計算する。その計算を一表にまとめて示したのが表-6である。

表-6 4種の B のもとでの企業価値の計算

$B = 0, (S = 1,000)$	$V_U = \frac{(0.5)(200)}{0.10} = 1,000$
$B = 500, (S = 500)$	$V_L = 1,000 + (0.5)(500) = 1,250$
$B = 750, (S = 250)$	$V_L = 1,000 + (0.5)(750) = 1,375$
$B = 1,000, (S = 0)$	$V_L = 1,000 + (0.5)(1,000) = 1,500$

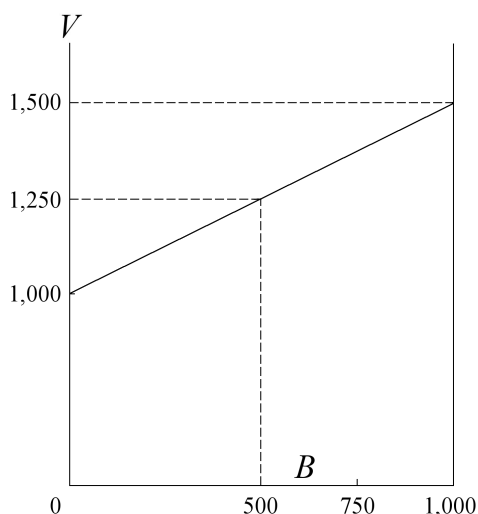


図-2 負債と企業価値の関係

なお、 $S + B = 1,000$ における S と B は投資前の資金額をあらわす。

表-6にもとづき、横軸に負債 B を、縦軸に企業価値 V をとり、両者の関係をグラフで示したのが図-2である。

図-2は、 $S + B = 1,000$ の企業において、 S を減らして B を増加させるにつれて企業価値は高まることを示している。すなわち、企業価値は $B = 0$ のときには1,000だが、 $B = 500$ では1,250となり、さらに $B = 1,000$ では1,500となるのである。しかしながら、 B が1,000のときの S はゼロだから、企業はその価値を最大にしたければ、必要資金はすべて負債によって調達し、自己資本はゼロとするのが良いということになる。いいかえれば、企業価値を高めるにはなるべくレバレッジを大きくし、それを無限大にするのが最もよいということになる。だが、果たしてそう言い切つてよいのだろうか。答えは当然否である。自己資本のない企業、株主資本のない株式会社は

存立できないからである。

以上に述べたことは、法人税を考慮に入れたMM理論にとって極めて重大な問題点といわなければならない。現実を考えると、野放図に増加する負債をチェックする抑止力が必要となるのではないか。そして、そのような抑止力をあらわす概念が、理論と現実との調整をはかるうえで必要となるのではないか。モジリアーニとミラーはこのように考えて、長期目標負債比率(long-run target debt ratio)の概念^{注6)}を導入するのである。たとえば、 $S + B = 1,000$ の企業における長期目標負債比率を $L = 1$ と決めれば、この企業の負債は長期的には500となり、それを大きく上回ることはないといってよい。もっとも、その場合の企業価値は長期的には1,250どまりである。

長期目標負債比率は、株主から独立した経営者の存在を前提とする概念といわなければならない。モジリアーニとミラーの説くところによれば、負債の利用には企業価値を高めるというメリットと、経営権の侵害といったデメリットがあるので、経営者は両者を比較考量し、自己の効用が最大となるような長期目標負債比率のもとで行動しようとする、というのである。MMの長期目標負債比率は、経営者の効用関数に依存して決定されるというきわめて特異な性格の概念である。

長期目標負債比率の特異性としていま一つあげておきたいのは、この概念が債務不履行のような負債リスクの存在を前提としていることである。なぜなら、およそ経営権の侵害が問題となるのは、貸し手が融資先の債務不履行の可能性を懸念するからであり、負債にリスクがあるからである。い

うまでもなく本来のMM理論では、負債にリスクはないと仮定されている。

要するに、長期目標負債比率の概念は、複雑な現実を配慮して理論の応用の段階で

付加されたものであり、純粹理論としてのMM理論体系における概念とは異質であるといわなければならない。

(注記)

注 1) モジリアーニとミラーの理論は、次の二つの論文によって発表された。

1. Franco Modigliani and Merton H. Miller, "Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, vol. 48, No. 3, June 1958, pp. 261-297.
2. F. M. and M. H. M., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, A Correction," *A.E.R.*, Vol. 53, No3, June 1963, pp. 433-443.

注 2) MM第1論文, p. 268.

注 3) 『LEC 会計大学院紀要』, 第7号, 2010-07, p. 86.

注 4) MM第1論文, p. 288.

注 5) 諸井勝之助, "現代ファイナンス理論の系譜", 『LEC 会計大学院紀要』, 第4号, 2008-05, pp. 6-8.

注 6) この概念が登場するのはMM第2論文においてである。

