

## モジリアーニ = ミラーの理論 (MM理論) と日本の企業財務 - なぜMM理論は日本の企業財務の実務感覚になじまないのか -

北越製紙(株) 林原 行雄

MM理論によると完全競争市場等の仮定の下で投資の総資本コストは投資資金の調達方法に影響されず一定である。法人税が課せられると負債調達の資本コストは内部留保や増資による調達より低くなる。MM理論は現在では企業金融の基礎理論として定着したように見えるが、資本コストに関わるMMの命題は日本の実務家には違和感がある。日本の企業財務の実務ではペッキング・オーダー理論がいうように資金調達を「内部留保」「負債」「増資」の優先度で考えるのが一般的と思える。有利子負債の削減に努めている経営者は企業価値を低めていることになるのであろうか。MM理論と実務の乖離の理由の一つはMMが投資は資金調達と独立と仮定したことにあるのではないか。実務感覚からすると取引費用、資金のアベイラビリティの点から資本コストに差が生じペッキング・オーダー理論が教える調達の優先度が発生しているように思える。日本企業は倒産と資金繰り困窮のコストには敏感で、そのコストの増大を回避するため負債を一定水準に抑えたいとする傾向もある。内部留保による調達は経営者により裁量権を与えるため優先して選好されることもある。但し株式の企業間持合の解消が進むに従い投資収益に対する株主の関与は強まる傾向にある。企業の資本調達の優先度は経営者が何を目標としているかにも依存する。企業行動仮説として利潤極大化をとるとしても、短期的利潤か長期的利潤か、利潤として経理上の利益、キャッシュフロー、EVAの何れをターゲットとするかにより異なる。EVA概念を導入する企業が増えていることはMM理論の実務界への貢献の一つであるが株主資本のコストの計測方法に課題が残る。株主、経営者、従業員等企業の利害関係者は何れも企業が長期間繁栄することにより利益を受けるのであり、日本ではエージェンシー・コストが資本コストの差をもたらす主因とは考えにくい。わが国の企業財務の実務に立脚したMM理論の展開が望まれる。