

第2節 自己資本比率信仰のウソを見抜け

——人生というのは、本当は金ではないと思うんですよ。しかし、金という目標を設けておくと、恐らく生き易いですね。

(井上靖『わだつみ』)

12-2-1 MM理論の登場

他人資本には原則として節税効果が働くことがわかりました。そうなると、借金（負債）をどんどん増やしていったほうが「お得」な感じがします。実際には、そのようなことはありません。何ごとにも限度があります。

それを説いたのが、ファイナンスの世界で有名なMM理論といわれるものです。モジリアーニとミラーという経済学者が唱えた理論であり、彼らの頭文字を取って、MM理論と呼ばれます。

MM理論では、「節税効果」ではなく「企業価値」という表現が用いられ、次の3つの命題が提示されます。

〔図表 12-7〕 MM理論の3つの命題

- 【第1命題】 法人税を想定しない場合、他人資本と自己資本の構成比率は、企業価値に影響を及ぼさない。
- 【第2命題】 法人税を想定する場合、使用総資本に占める他人資本の割合が高くなるにつれて節税効果が働き、企業価値は高まる。
- 【第3命題】 第2命題に従って他人資本を増大させていっても、次第に倒産リスクが増えることから、ある一定の限度を超えると、企業価値は減少に転ずる。その限度が、他人資本と自己資本の組み合わせをバランスさせる「最適資本構成」になる。

例えば、名目上の他人資本コスト率を5%、また、名目上の自己資本コスト率も5%と仮定します。「名目上の」とは、「法人税を想定しない」という意味です。この資本コスト率については、〔図表 12-4〕(3)を採用します。すなわち、他人資本コスト率は、銀行借入金に係る支払利率とします。自己資本コスト率は、配当率〔図表 2-18〕とします。

この例で、他人資本の銀行借入金（支払利率＝他人資本コスト率）と、自己資本の増資（配当率＝自己資本コスト率）のどちらに「お得感」があるでしょうか。結論は、法人税を想定しないのであれば、どちらも5%なのだから、「お得感」は同じ。これが〔図表 12-7〕【第1命題】にある「企業価値に影響を及ぼさない」という意味です。

12-2-2 法人税法を想定した場合

次に、【第2命題】です。これは法人税を想定します。条件を次の〔図表 12-8〕の通りとします。

〔図表 12-8〕 法人税を想定する場合【第2命題】

- (1) 資金調達額
 - a. 銀行借入金：50,000,000 円
 - b. 増 資：50,000,000 円 合計 100,000,000 円
- (2) 資本コスト率
 - a. 名目上の他人資本コスト率：5%（銀行借入金に係る支払利率）
 - b. 名目上の自己資本コスト率：5%（配当率）
- (3) 法定実効税率：30%

〔図表 12-8〕(3)の法定実効税率を想定しなければ、銀行借入金と増資のどちらを選んでも節税効果は同じ。したがって、企業

そうすると、その手前にある点Eあたりが「ちょうどいい案配」ということになり、この点Eで、縦軸にある¹⁵企業価値は最大になりますよ、というのが、[図表 12-7]【第3命題】です。

[図表 12-10]の横軸に注目します。¹⁵企業価値を最大にするのが点Eなので、横軸上の点Jが、¹¹他人資本（線分OJ）と¹²自己資本（線分JK）との最適な組み合わせを決定する座標になります。したがって、この点Jのところを、¹⁴最適資本構成といいます。

ファイナンス関連の書籍であれば、以上で説明した「最適資本構成」の論点が必ず掲載されています。CVP分析（損益分岐点分析・限界利益分析）が、会計関連の書籍のすべてに掲載されているのと同じです。

ところが、MM理論や最適資本構成に関する最大の欠点は、「一般公式」が存在しない点にあります^①。CVP分析と同じく、最適資本構成の問題は「机上の空論」なのです。

12-2-4 自己資本比率信仰のウソ

「最適資本構成に一般公式は存在しない」というのは、ファイナンス論における絶対的通説です。

ところが実務では、不思議な俗説がまかり通っています。それは、「自己資本比率は50%以上が望ましい」や「D/Eレシオは100%以下が望ましい」というものです。「望ましい」という表現を、ここでは「最適資本構成だ」と同義とします。

[図表 1-29]で紹介した「一般に望ましいとされる基準」を思い出してください。これが最適資本構成の問題とどのように矛盾するのかを、以下で検証します。

まず、「自己資本比率は50%以上が望ましい（最適資本構成だ）」という主張を、先ほどの[図表 12-10]で説明します。この図表の横軸において、点Hを、線分OKの中点に配置させています。「自己資本比率50%以上」というのは、¹³使用総資本に占める¹²自己資本の割合が、点Hよりも左側のことをいいます。

ところで、[図表 12-10]の横軸上にある点Jについて、その座標を表わす「一般公式は存在しない」というのがファイナンス論の絶対的通説なのでした。それにもかかわらず、[図表 12-10]の横軸上にある点Hよりも左側にあることが望ましい（最適資本構成だ）と主張するのは、ファイナンス論を知らない者の妄言であることがわかります。

次に、D/Eレシオと自己資本比率の関係です。D/Eレシオは[図表 1-20]でその計算式を示しました。自己資本比率は、[図表 1-21]でその計算式を示しました。それぞれを[図表 12-11]と[図表 12-12]に再掲します。

<p>[図表 12-11] D/E レシオ</p> $D/E \text{ レシオ} = \frac{\text{流動負債} + \text{固定負債}}{\text{自己資本}}$ $= \frac{\text{他人資本}}{\text{自己資本}}$	<p>[図表 12-12] 自己資本比率</p> $\text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本}}{\text{使用総資本}}$
--	--

D/Eレシオと自己資本比率の間には、次の関係があります。

<p>[図表 12-13] D/E レシオと自己資本比率の関係</p> $D/E \text{ レシオ} = \frac{\text{他人資本}}{\text{自己資本}} = \frac{\frac{\text{他人資本}}{\text{使用総資本}}}{\frac{\text{自己資本}}{\text{使用総資本}}} = \frac{\text{他人資本比率}}{\text{自己資本比率}}$
--

もし、自己資本比率が50%以上であれば、他人資本比率は50%以下となりますから、D/Eレシオは100%以下になります。したがって、「自己資本比率は50%以上が望ましい（最適資本構成だ）」と「D/Eレシオは100%以下が望ましい（最適資本構成だ）」とは、同じことを表わしていることとなります。

^① 「企業価値と会計・監査～会計とファイナンスの接点を探る」65頁、日本公認会計士協会東京会（税務研究会）

自己資本比率の関数を $f(x)$ 、D/E レシオの関数を $g(x)$ とすると、次の不等式が成り立ちます。

〔図表 12-14〕 自己資本比率と D/E レシオの不等式

- (1) 自己資本比率は 50%以上が望ましい（最適資本構成だ）
 → $f(x) \geq 0.5$
- (2) D/E レシオは 100%以下が望ましい（最適資本構成だ）
 → $g(x) \leq 1.0$

そこで問題となるが、 $f(x)$ や $g(x)$ の中味を具体的に表わす「一般公式は何か」という点です。現代のファイナンス論では、「一般公式はない」とするのが通説です。 $f(x)$ や $g(x)$ の一般公式は存在しないのですから、「自己資本比率は 50%以上が望ましい（最適資本構成だ）」や「D/E レシオは 100%以下が望ましい（最適資本構成だ）」という主張は、根拠がまったくないことがわかります。

ちなみに、〔図表 12-11〕や〔図表 12-12〕は、D/E レシオや自己資本比率を求めるための式にすぎず、一般公式や実務解ではありません。

12-2-5 電力業界や鉄道業界は「超サイテー」

注意してほしいのは、〔図表 12-12〕の自己資本比率や、〔図表 12-11〕の D/E レシオが、経営指標として間違っているわけではないことです。すべての企業に対して、一律に自己資本比率や D/E レシオを適用し、その優劣を判断するのは間違っている、ということを指摘したいのです。

例えば上場企業について、自己資本比率のランキング表を作成すると、その上位には医薬品業界がずらりと並びます。銀行借入金や社債といった有利子負債をほとんど抱えていないからです。

では、医薬品業界は、すべての産業の中で最も優れているのでしょうか。ニッポンを代表する自動車業界や電機業界は、ダメ産業なのでしょうか。電力業界や鉄道業界は数兆円にのぼる借金を抱えています。こうした業界は「超サイテー」なのでしょうか。

そうではないでしょう。

自己資本比率や D/E レシオについて彼我の差があるのは、それぞれの業界が背負う経営リスクに違いがあるからです。新薬開発は、成功するかどうかは（失礼な表現を許してもらえば）バクチのようなもの。たとえ新薬開発に成功したとしても、そこから特許を得るまでに、さらに長い道りを要します。

こうした経営リスクの大きい研究開発に係る資金は、銀行借入金や社債などの他人資本で調達してはいけません。自己資金で対応するのが **戦略の基本**です。そのために、新薬開発メーカーなどでは、無借金経営が大前提となるのです。

それに対し、鉄道や電力は、確実な需要を予測することができます。経営リスクの小さいビジネスであることから、むしろ他人資本を増やして規模の最大化を追求するのが、この業界の **戦略**になります。

話を株式投資や FX 投資に置き換えてみましょう。銀行から借金をして、株式を買ったりドルへ投資したりしたとします。もし、目論見が外れて含み損を抱えた場合、銀行は借入金の元金を棒引きしてくれるのでしょうか。あいにく銀行はそこまでの便宜を図ってくれず、連帯保証人とともにガン首そろえて返済できなければ、自己破産の道しか残されていません。

株式投資や FX 投資のように運用リスクが大きいものは、自己資金で対応するのが鉄則です。含み損を抱えても、ポケットマネーを失う程度なら諦めがつくというものです。

国債のように運用リスクが小さいものはどうでしょうか。これは銀行から借りまくるのが望ましい。ただし、借入金の支払利率は国債の利率を上回るのが常ですから、こうした調達と運用の組み合わせは非現実的ではありません。

運用リスクの大きい株式投資であっても、**入手し、値上がり**が確実に見込まれるのであれば、カネを借りまくって株を買って占める方が有効です。値下がりが見込まれるのであれば、空売りを仕掛けます。また、前世紀末に沸騰した不動産バブルのときのように、まわりが行け行けドンドン状態にあるときは、借金を重ねて土地やマンションを買い漁る **が有効**です。

ただし、これもバブルが弾けたときに、自己破産に陥った投資家が多かったのはいうまでもありません。株式や不動産への

「投機」は、リスクが高いビジネスだということです。

以上の例を考えると、他人資本と自己資本を使った資金調達方法には、 を知っておくことが何よりも重要です。そうすれば「自己資本比率は50%以上が望ましい」や「D/E レシオは100%以下が望ましい」などという話は出てこないのです。