



## ピザ一片の効用

1958年、フランコ・モジリアニとマートン・ミラーという二人の学者が、「税金や取引コストがないといった理論的条件下では、企業の資本構成は企業価値に影響を与えない」という内容の論文を発表した。つまり、企業価値を債権者や株主、政府といった請求権者の間でどう配分しようと、合計は変わらないと主張したのである。両著者の頭文字をとった「MMの無関連命題」は、企業財務論に革命的なインパクトを与え、二人は後にノーベル経済学賞を受賞した。

受賞後、当時シカゴ大学にいたミラーは、あるジャーナリストにこの命題を分かりやすく説明するため、ご当地ディーブディッシュピザを引き合いに出し、一枚のピザをいくつに分けようと全体の大きさには変わりがないという話をした。（そのジャーナリストは「そんなことでノーベル賞がもらえるんですか？」と驚いたという。）

もちろん現実の世界では、いろいろな要因で資本構成は企業価値に影響を与える。例えば、法人税があれば、通常負債の金利は損金算入できるので、その分、税引き後の負債コストは低くなる。いわば政府から補助金を受けているわけで、負債を適度に利用の方が企業価値は上昇する。

また、他の要因の一つを表すエピソードとして、ニューヨーク・ヤンキースの往年の名捕手であるヨ

ギ・ベラの発言がよく参照される。ある試合後、届けられた1枚のピザ（ニューヨークもピザで有名である）を4つに切るか6つに切るか聞かれ、「4つにしてくれ、6つじゃ食べきれないから」と答えたという（逆に「今日はとても腹が減っているので8つに切ってくれ」と言ったという説もある）。彼は「野球は90%精神力で、50%は体力だ」とか、「知人の葬式には必ず参列することになっている、そうしないと彼らが私の時に来てくれないから」といった名言？でも有名で、ネット上には語録がいくつもあがるが、この発言もよく考えるとおかしいものの、心情的に肯きたくなるような「真実」を含んでいる。

つまり一片の大きさよりも4とか6（あるいは8）という数字の多寡の方が、食欲に大きな影響を与えるということである。そのような情報の持つ影響を「シグナル効果」という。例えば、企業が株式発行で資金調達しようとする、投資家は「経営者は（我々の知り得ない内部情報を元に）現在の株価が割高だと考えている」と解釈するので、株価が下がる。一方、自社株買いの発表の場合はその逆になる。

結局のところミラーとベラのどちらが正しいのか。次回のピザパーティの機会に是非ご自身で検証していただきたい。

（遠藤 幸彦）