

論文

財務管理論の新展開

高橋昭三

一 はしがき

第二次大戦後の経営財務論研究は、株式会社の資本調達方法に関する「制度論的かつ記述論的」な研究内容を中心にして今世紀初頭以来伝統的主流の座を占めてきた会社金融論から、経営者の観点に立って資本の効率的な運用問題を重視する「管理論的ないし意思決定論的な財務管理論」へと、その研究の傾斜を強めている。その間、第二次大戦前において既に萌芽的な発展をみせていた総合管理的な財務管理論、すなわち、利益管理や予算統制などのいわば管理会計的手段を用いて経営諸活動を価値的・計数的に管理・統制することを中心的な課題とする財務論研究の体系が一

層の發展をとげるとともに、新たに近代経済学の投資理論を具体的に適用して、資本運用（資本支出）と資本調達（資本構成）の最適決定の問題を、いわばノルマタイプに研究する投資決定論的な財務管理論が顕著な發展を遂げている。とくにこの投資論的財務論は、近代経済学の限界分析的手法や計量経済学的手法の發展ならびに資本市場と株式評価・資本資産評価モデルの多彩な發展に裏打ちされて、新しい体系的な財務管理論研究として定着し、従来の伝統的な会社金融論はもとより、総合管理的な財務管理論の手法や理論をも過去のものとして軽視せしめるほどの趨勢を示している。因みに、最近の財務管理論の文献で投資決定の研究はその主要な内容を構成しており、また一九七六年に出版されたS・C・マイヤーズの編集した『財務管理論の近代的發展』⁽¹⁾は、この間の消息を物語っている。

この新しい投資論的財務管理論の研究は、一九五一年のJ・デーソンの『資本予算論』(J. Dean, Capital Budgeting)とF・&・V・ルッツの『企業の投資理論』(F. & V. Lutz, The Theory of Investment of the Firm)の出版を契機として胎頭したのであるが、新しい方法論的意識のもとにその体系化を志向したE・ソロモンの研究⁽²⁾によって画期的な發展をとげることとなった。既に周知のことではあるが、ソロモンは企業の財務的意思決定の基本的目的を「株主の富の極大化」すなわち「株式市価の極大化」と規定して、(1)企業の成長と規模拡大、(2)資本の支出と配分すなわち取得すべき資産の構成、(3)所要資本の調達方法すなわち資本の構成の「相互に有機的に関連しあう三つの局面」に関する最適決定の過程を統一的に解明しようとしている。この株価極大化原理に導かれる財務的意思決定の研究においては、論理の当然の結果として、企業評価論や株式評価論ならびに資本市場の分析を不可分離に包摂しながら、利子要因を考慮した正味現在価値法などによる資本支出の経済計算、資本コスト⁽³⁾「最低目標利益率」と最適資本構成ならびに最適配当政策などの問題の解明が精緻に展開されているのである。

ところで、近代経済学的手法に裏打ちされた投資決定論的財務論が、第二次大戦後において、同じく資本の効率的運用を重視した従来の総合管理的財務管理論よりも華々しい脚光を浴びるにいたった所以は、何に求められるであろうか。

第一に指摘できることは、J・F・ウェストンも論及しているように、第二次大戦後の技術革新投資と経営多角化ならびにコングロマリットの合併にもとづく経済成長と「貯蓄と投資の流れの機関化」、すなわち機関持株の急速な増大に伴なう資本市場の構造変化などが、株価極大化原理を財務目標とした企業成長のための投資決定論の急速な発展を促した、ということである。

第二に、この現実的要請に因應するために資本支出計画の収益性や資本コストの測定などに関する精緻な計量経済学的分析手法を導入して財務管理がリファインされ、「単なる応用技術や実践的政策論の集積ではなく、確固たる理論的分析の裏付けを持った体系的政策管理としての財務管理論」が志向されて、科学的な装いをこらしたことである。

第三に、レバリジと資本コストとの関連についてのモジリアーニ・ミラーの著名な命題、いわゆるMM理論をめぐって展開された資本コスト論争と、さらにはポートフォリオ選択理論や資産価格形成理論などの発展を媒介として、単に資本運用と資本調達との統一的把握が志向されたばかりでなく、企業の財務的意思決定と資本市場の機能分析との統合が図られたことであろう。このことよって、投資論的財務論は、総合管理的財務管理論が管理会計的手段による内部的な資本運用問題を重視するのあまり、その欠陥のひとつとされている問題、すなわち「株式会社金融論の偉大な遺産ともいふべき資本市場ならびに証券評価に関する制度的・手続的叙述と経験的分析内容についてこれをその財務論の体系に批判的に摂取する努力を怠ったこと」⁽⁵⁾を克服するものであるとの評価を与えられているのである。

筆者はかつて、この新しい財務管理論の精緻な理論構造の展開とコングロマリットの合併の進展や機関持株の増大という歴史的背景とを関連づけながら、その現実的な課題と役割とを明らかにしようとしてきた。⁽⁶⁾最近、わが国においても近代経済学的手法に裏打ちされた財務管理論の多彩な発展につれて、財務管理の本質や範囲ならびに財務論体系をどのように再構成していくべきかの問題に多大の関心が寄せられている現状に鑑み、⁽⁷⁾本稿はあらためて新しい投資論的な財務管理論の考え方と手法とを再検討しようとするものである。

(1) Stewart C. Myers, ed., *Modern Developments in Financial Management* (Prager Publishers Inc., New York, 1976).

なお、わが国でもこのような傾向が一般的であって、雑誌『企業会計』六卷一号(一九七七年一月号)より連載中の諸井教授の「企業財務基礎講座」や、雑誌『産業経理』三七卷七号(一九七七年七月号)特集「新しい財務管理の考え方と手法」などが、その証左である。

(2) E. Solomon, *The Theory of Financial Management* (New York, Columbia University Press, 1963). 別府祐弘訳『財務管理論』(同文館、一九七一年)。

(3) J. Fred Weston, *The Scope and Methodology of Finance* (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1966) Preface and pp. 29—30. 永島敬識・村松司叙訳『企業財務論の方法』(東洋経済新報社、一九六九年)原著者序および四三—四五ページ。

(4) 森昭夫「アメリカ財務管理論における目的規定の問題点」『国民経済雑誌』第一三三卷一号(一九七六年)一〇二ページ。

(5) 柴川林也『財務管理』(同文館、一九七七年)九ページ。

(6) 拙著『経営財務論』(森山書店、一九七一年)第6章、拙稿「投資決定論における株価極大化原理」『証券経済学会年報』第6号(一九七一年)、拙稿「資本市場と財務政策」『立教経済学研究所』第三十卷第三号(一九七六年十二月)。

(7) 柴川林也「財務管理の体系に関する試論」『青山経営学論集』第九卷第四号(一九七五年三月)一〇二ページ。細井卓『経営財務原論』(丸善、一九七五年)序文および二四八ページ。なお注(1)の雑誌論文参照。

二 財務管理の目的規定をめぐる諸問題

I 株価極大化原理

ディーンやルッツ夫妻によってその体系的な発展の基礎が築かれた新しい財務管理論は「純粹投資理論と経営者の投資決定との間に無人地帯が存在するので、資本予算の体系を試論として提示する」⁽⁸⁾ことを主眼とするものであった。その場合、ディーンは企業の目的、したがってまた資本管理の目的を「株主の利益極大化」と規定して、限界分析を駆使した最適な財務的意思決定の方法を体系化した。ルッツ夫妻もまた「株主の投資価値極大化」の命題のもとに、後述するような正味現在価値法による資本支出計画の評価と順位付けとを提唱したのである。

ところで、ディーンやルッツ夫妻によって強調された株主視点に立つ極大化原理は、最適財務政策の基準とされているのであるが、D・デュランドが不確実性問題に関連づけて、企業目的を「利潤極大化原理」から「株式市場価値極大化原理」に移行すべきことを提唱し、またE・ソロモンが単に不確実性問題のみでなく「資本資源の効率的な配分と利用」に導く基準として株主の富^{||}株式市場価値の極大化原理を主張して以来、財務管理の目的は殆んど例外なく株主の富ないし株価極大化という内容を与えられるにいたっている。

デュランドによると、選択的な投資案がその将来のキャッシュ・フローの型を異にし、その期待収益の確実性の度合いを異にする場合、企業の最適投資決定は、純粹理論が主張しているような投資の限界効率と限界利率(限界資本コスト)との均衡点たる「極大利潤」にその基準を定めることができない。この原理のもとでは、不確実と危険を伴う資本の限界効率と確定的な限界利率とが対比させられるから、その限界的投資は損失をまぬく可能性が大き

い、というのである。そこで例えば他人資本を利用して新投資を実施する場合に、その投資に期待される収益増加が不確実性や危険を伴なうとすれば、それらに対してはより高い資本化率を証券市場が要求するであろう。この場合、少なくとも確定的利子の他に、このリスクに対するプレミアムを付加した収益を上げなければ、株式市価が下落するであろう。したがって、新投資は最少限、その実施後の一株当りの市場価値が現在の一株当りの市場価値と相等しくなるような利益をあげなければならない。すなわち最適財務政策の判定基準は不確実性要因を織りこむ株価極大化原理でなければならない、というのである。⁽⁹⁾

ソロモンは現在の企業目的が多義的であって、一義的にそれを利益極大化と規定することについては数多くの批判や疑問が提起されていることに論及しながら、それらの質疑を回避して利用可能となる財務政策上の基準は、企業の財務決定をして経済資源の最適配分に導く尺度として機能するような収益性 (Profitability) の極大化概念であり、それは結局は株主の富の極大化である、と主張している。

ソロモンによると、利益極大化原理について考察する場合、まず利潤 (profits) と収益性とを区別して考えることが重要である。前者は国民所得のうちの企業の自己資本提供者の取分を意味する所有者志向的な配分に係わる概念であって、この意味での利益の極大化概念が現在多くの論議の対象とされているのである。これに対して後者は、新しい富の生産もしくは創造に関する機能的な概念、すなわち資源を運用することによって必要投入物の価値以上の経済的価値を生み出す可能性を示す概念であって、社会の資源を経済的に運用するための判定基準となるものであり、この意味における利益極大化原理の目指すものは、企業が最大級の経済的価値を生み出すように諸資源の最適な利用量と最適な組合せ方とを保証することである、というのである。⁽¹⁰⁾

ソロモンのいわゆる収益性概念が企業の財務決定をして資源の最適配分に導く基準として機能しうるか否かは極めて問題のあるところであるが、それはともかくとして、ソロモンによると、収益性を基準とする意味での利益極大化原理においてもなおいくつかの技術的難点があり、それは富の極大化概念によってはじめて克服される、といわれている。すなわち、第一に、利益という概念のもつ多義性や曖昧さ——例えばその利益概念は、短期的利益なのかそれとも長期的利益なのか、利益率なのか利益額なのか、総資本利益率なのか自己資本利益率なのか、慣習的会計方法による利益なのかそれともこの会計的方法を越えた諸要因を調整した利益なのか、などである。第二に、利益のタイミングの異なる二つ以上の行動コースを比較選択する場合に役立ちえない。第三に最大の難点とされるのは期待利益の質、すなわち不確実性を無視することである。

そこでソロモンによれば、利益の質とタイミングの問題を解決して財務的意思決定の最適性を導く基準としては、将来の期待収益の流れを、その確実性もしくは不確実性を反映した率で資本化した資本還元価値からえられる富もしくは純現在価値の極大化概念が有効である、とされている。⁽¹¹⁾このようにソロモンもまた期待利益のタイミングと不確実性問題の解決策として富極大化基準を措定しているのであるが、ソロモンはさらに、その基準が資源利用に関するかぎりにおいては、企業所有者のみならず社会の長期的福祉を増大せしめる有意義な目的であって、現実企業に財務的諸決定の大部分を担う経営者の観点もまた究局的にはこの基準に従がうようになることを主張しているのである。⁽¹²⁾

以上のように期待収益のタイミングや不確実性を織りこみ、財務的意思決定をして経済資源の効率的な配分に導く指針として、富の極大化ないし株価極大化の基準を措定することは、その後の財務論研究の発展のなかでいわば定説

的な地位を占めるにいたっている、といつても過言ではない。例えば前記の『財務管理の近代的發展』を編んだマイヤーズはソロモンとほぼ同じ趣旨にもとづいて、株式市場価値極大化の視点が経済社会の資本資源の効率的な配分と利用の主たる保証であるということが重要であり、しかもその論拠が完全かつ効率的な資本市場の存在を前提としてゐることを指摘している。⁽¹³⁾

ところで、財務政策基準として指定された富、純現在価値あるいは株式市場価値という概念は、いうまでもなく、通常の商品もしくは生産手段の価値とは異なつて、ある時間型と不確実性とを伴う将来の期待収益をある一定の資本化率をもつて資本還元した、いわゆる擬制資本価値である。このような評価は資本市場において等額の資本には等しい収益を求めて競争する自由な貨幣資本の投下競争のメカニズムを基礎として成立していることもまた、いうまでもないことである。したがつて、ソロモンなどが主張しているように、富ないし株価極大化の基準がタイミングや不確実性を異にする利益をその資本還元価値において一義的に取扱うる可能性を示していることは否めないであろうし、またその理論においては資本市場の機能分析をふまえた株式評価論や企業評価論がきわめて重要な地位を占めるにいたつてゐるのも、その論理の当然の帰結であろう。

しかしながら、極大化されるべき富あるいは株式価値の概念は前記のように擬制的であつて、その大きさは期待収益から逆に算定されるにすぎず、その期待収益をもたらす源泉、すなわちソロモンなどのいわゆる経済的資源とは直接の係わりはない。しかもその期待収益は危険や不確実を伴うばかりでなく、かならずしも予測できないさまざまの変動にさらされるから、かかる富の評価メカニズムは資本利得などを求めるさまざまな投機的かつ寄生的な経済行為を誘発して資本制的諸矛盾を拡大するのが一般的である。したがつて、富もしくは株価極大化基準が完全かつ効率的

的な資本市場の存在を前提として経済資源の合理的配分に導くとの理解は、あまりにも単純素朴な理解にすぎないであろう。しかもしばしば指摘されているように、いわゆる機関持株の増大など、金融機関への所有の集積・集中が進行して資本市場が必ずしも完全かつ効率的に機能しえなくなっているのが実情であるから、その論拠の非現実性を指摘することもまた、可能である。しかしそれと同時に、五節で述べるように、このような株価極大化原理に導かれた新しい財務管理の抬頭の現実的な意義もまた解明されなくてはならないであろう。

II 株価極大化原理と正味現在価値法

財務政策の最適性の判定基準が株価極大化に求められるとすれば、資本支出や資本調達に関する意思決定は、それが株式の市場価値を高めるか否かのテストによって、その採否が決められることになる筈である。したがってこの新しい財務管理論においては、資本支出計画の期待収益の量と質の測定ならびに資本調達方法如何による資本コストの動向などを中心とした評価メカニズムを解明するために、計量経済学的手法を駆使した、一見数学の教科書かと思われるような精緻な分析方法の展開が重要な地位を占めている。

既に周知の事柄であるが、株価極大化原理に照応した資本支出計画の収益性の測定については、将来の収入の流れのタイミングや不確実性の処理を可能ならしめる計算方法として、利子要因を考慮した割引現金流入法、すなわち内部収益率法と正味現在価値法とが提唱されている。前者はディーン¹⁴によって推奨され、後者はルッツ夫妻が提唱したものであるが、両方法はそれぞれの計算構造に内包されている再投資利益率を異にするところから、相異なる結論に導く可能性を一部含んでいるために、一九五〇年代後半から六〇年代のはじめにかけて、両者の優劣に関する論争が展開された。この論争の結果、一般的には正味現在価値法が支持されるにいたったのであるが、D・ボーデンホーン

によると、資本支出計画のもたらすキャッシュ・フローの正味現在価値が正である場合には、その決定は株価にそれに見合う好ましい影響を与えると考えられているからである、といわれている。⁽¹⁵⁾ わが国でも諸井教授は「このような観点(株主の富の極大化目的——筆者註)からするとき、正味現価を採否判定の基準とする現在価値法が合理性の高いものであることが理解される」と主張されている。⁽¹⁶⁾

ところで、ディーンやJ・T・S・ポーターフィールドなどが論じているところによると、この財務管理論においては、その仮定のひとつとして各資本支出計画がもたらすところの追加的な年々の収益の流れを予測することが可能であることを前提としている。⁽¹⁷⁾ しかも株主の富あるいは株価極大化基準からすれば、個々の資本支出計画がそれぞれ株価にいかなる影響を及ぼすかを測定することが可能であることを前提としていることになるであろう。しかしよくいわれているように、利益は企業全体としてはじめて把握しうるものであり、株価は企業全体としての利益あるいは配当の流れの量と質と、それに対する資本市場の要求する資本化率 \parallel 市場割引率によって規定されるから、個々の資本支出計画ごとに、それに対応する企業全体の収益の質の変化と市場割引率の変化とを導き出すことは、極めて困難であるといわねばならない。例えば、G・D・カーリンが認めているように、個々の投資計画に伴う不確実性や危険に對して要求されるプレミアムの計算は極めて恣意的なものになりがちであり、この個々の投資計画の収益の不確実性と企業全体のそれとの相関関係も殆んど解明されずに残されてきている問題でもある。⁽¹⁸⁾

したがって株価極大化原理の観点に立つ財務管理論が仮定しているような個々の投資計画の収益の流れの現在価値計算や株価への反映を把握することが可能な投資対象を求めるとすれば、そのような投資計画は、企業全体の収益の質とその計画自体のそれとがいわば直截に関連づけられるような大規模投資、別言すれば新産業部門への進出投資や

企業合併あるいは多国籍企業化投資などの場合に限られることになるであろう。五節で論ずるように、第二次大戦後のロングロマリットの企業合同運動の昂揚を歴史的背景としてこの新しい財務管理論が著しい発展をみせていることは、またびとの証左であると思われる。

- (80) J. Dean, *Capital Budgeting* (Columbia University Press, 1951) p. 2. 中村常次郎監訳『経営者のための投資政策』(東洋経済新報社、一九五九年)四一ページ。
- (81) D. Durand, "Cost of Debt and Equity Funds of Business: Trends and Problems of Measurement" (reprinted in E. Solomon, ed., *The Management of Corporate Capital*, The University of Chicago, 1959, pp. 91~98).
- (82) E. Solomon, op. cit., pp. 17~18. 前掲邦訳『二二~二三ページ』。
- (83) Ibid., pp. 19~20. 同邦訳『二四~二五ページ』。
- (84) Ibid., pp. 24~25. 同邦訳『三二~三三ページ』。なおノロモンの富極大化基準については森教授が詳細な批判的考察を加えられている——森昭夫、前掲論文、参照。
- (85) S. C. Myers, op. cit., pp. 5~9. cf., James C. Van Horne, *Fundamentals of Financial Management*, 2nd ed. (Prentice-Hall Inc., 1974) pp. 5~7. 森昭夫、前掲論文、七~八ページ。
- (86) J. T. S. Porterfield, "利子要因を考慮した割引現金流入法 (discounted cash flow method) が株価極大化の投資目標に調和した方法である"とを強調している——J. T. S. Porterfield, *Investment Decisions and Capital Cost* (Prentice-Hall Inc., 1965) p. 32. 柴川林也・古川浩一共訳『投資決定と資本コスト』(東洋経済新報社、一九六八年)三三ページ。
- (87) D. Eodenhorn, "A Cash-Flow Concept of Profits", *The Journal of Finance*, Vol. XIV, No. 1, March 1964 (reprinted in S. H. Archer and C. A. D' Ambrosio, *The Theory of Business Finance*, The Macmillan Co., New York, 1967, pp. 9~10).
- (88) 諸井勝之助「前掲講座の『企業会計』第二十九卷第三号、七九ページ」。
- (89) J. Dean, op. cit., pp. 75~76. 前掲邦訳『一〇〇~一〇一ページ』。J. T. S. Porterfield, op. cit., pp. 79~80. 前掲

邦訳、八一〜八二ページ。

(18) G. D. Quirin, Capital Expenditure Decision (Richard D. Irwin Inc., Illinois, 1967) pp. 215 and 220~223.

三 MM理論と資本コスト論争

——最適資本構成をめぐる諸問題——

株主の富あるいは株式市場価値の極大化を財務政策の目的としている意思決定論的な財務管理論においては、各投資プロジェクトがもたらす将来の期待収益を資本還元する資本化率、いわゆる資本コストが極めて重要な地位を占めている。換言すれば、この資本コストは新投資案が少なくとも投資前の株価を維持するために獲得すべき「最低目標利益率」を意味し、投資の「切捨率」や「拒否率」として機能するものである。したがって株価極大化基準はまた資本コストに即してみれば資本コスト極小化論として展開されるのであって、よく知られているように、それが最適資本構成と資本コストの関連として多くの論争を呼び、財務管理論の核心的な問題となっている。

ところで、初期のディーンやルツの投資理論では、資本コスト問題の重要性と複雑性とが認められていたものの、完全資本市場と確実性とを理論的な前提としていたために、それについては立入った考察は行われなかった。しかし、とくに一九五八年にF・モジリアーニとM・H・ミラーが資本コストとレバレッジ(負債利用によるテコ作用)との無関連性を「立証」し、最適資本構成の存在を否定する理論 \parallel MM理論を展開して、それまで一般に認められてきた最適資本構成 \parallel 平均資本コストの最低点の存在を主張する伝統的理論と直向うから対立しあう観を呈したために、いわゆる資本コスト論争が華々しく展開された。このことについては既に周知の事柄であるが、行論の都合上、簡単に論及しなければならない。

レバリジと資本コストとの関連についての伝統的な考え方は、資本構成に占める負債比率の上昇とともに平均資本コストがU字型に経過するとの仮定に立って、その最低点のところに最適資本構成が、したがってまた最適な資本調達方法が存在する、と主張している。投資論的財務論ではいわゆる自己資本コストは株価収益率の逆数(収益株価率)と考えるのが一般的であるが、伝統的理論によると、この自己資本コストはレバリジのある最適な水準までは殆んど影響を受けずに経過するから、一般に自己資本コストよりも安い他人資本利用によって平均資本コストは通減する。しかしこの水準をこえれば、いわゆる財務的リスクの増大に対して投資家や金融機関が高い危険プレミアムを要求するから、収益株価率が上昇に転ずるとともに、負債利率もまた上昇する、というのである。

ところで伝統的理論においては、この負債比率の妥当な水準や財務的リスクの増大について理論的分析を行なうことなく、ただ単にそれらは金融機関が有する諸標準の関数であって、金融機関の評価如何にかかっているという現実を指摘するにとどまった。この点がモジリアーニミラーの批判したところである。⁽¹⁹⁾

モジリアーニミラーは周知の「同質的危険クラス」(homogeneous risk class)と「裁定取引」(arbitrage)の概念を用いた完全競争的資本市場の均衡分析によって、「企業の価値と平均資本コストとは無関係であり、企業価値を最大ならしめる最適資本構成は存在しない」との命題を中心とするMM三命題を確立した。この場合の同質的危険クラスという概念は、多くの企業について、その期待営業利益の不確実性が同程度のもものと評価され、その発行する証券が完全に代替性をもつと考えられている企業集団にクラス分けすることを意味する。

彼等によると、この同質的危険クラスごとに証券市場が要求する固有の資本還元率が存在すると考えられている。いま仮りに、ある企業が資本コストの低い負債を利用して平均資本コストを低くし、企業価値を高めようとしても、

投資家は負債比率の上昇に伴って財務的リスクが増大した当該企業の株式を売却し、同質の危険クラスに属する財務的リスクのない他の企業の有利な株式を購入することによって、キャピタル・ゲインをえようとする裁定取引を行なう。その結果、当該企業の株価が低下して、収益株価率（自己資本コスト）は増加するから、負債利用による、いわゆるテコ作用の有利さは中和され、結局は、資本調達方法如何にかかわらず、平均資本コストは「同質的危険クラスに固有のある一定の資本化率に等しくなる」というのである。

以上のMM命題は完全競争的資本市場の前提条件、すなわち利子の課税効果の捨象、法人投資家と個人投資家の相違の無視、法的諸制限の無視などの前提条件のもとで、しかも同質的危険クラスごとの部分的均衡成立の分析を理論的な枠組みとしていた。そのため、その前提の非現実性や同質的危険クラスの分類の困難性に対して伝統的理論からの厳しい批判が加えられた。しかし、伝統的見解とMM理論の以上のような著しい相違にもかかわらず、負債比率と資本市場の動向とに関する両者の認識に共通の一面があることを見落してはならないと思われる。

すなわち、まず第一に、MM命題に対しては負債利子の損金算入による課税効果を無視していることが批判されてきたが、この点についてモジリアーニ⁽²⁰⁾ミラーは一九六三年の論文で自己の命題を修正した。すなわち負債によって資本を調達すれば、法人税率に対応する分だけ平均資本コストが低くなること、したがってテコ作用によって企業価値が高くなることを示して、伝統的理論と妥協した。

第二に、もし負債利子の課税効果にもとづいて負債比率の上昇とともに平均資本コストが低下することを認めるとすれば、ソロモンが指摘しているように、負債利率を負債比率の増加関数であると認めないかぎり、例えば企業は九九・九パーセントまで負債で資本を調達するのが最適である、との理論に陥ちいる理屈である。⁽²¹⁾そこでモジリア

「ニールミラーはこの点に論及して、現実の企業は緊急時にかなりの余力を残しておく「弾力性維持の必要性」のために、負債比率をある一定水準に維持する傾向があることを指摘し、このために保つべき負債比率を「長期的目標負債比率」(long-run target debt ratio)と称した。それは金融機関が企業に課している量的制限から、企業の緊急時の借入余力を差引いた負債比率を意味する。モジリアーニールミラーによれば、企業の負債利用率は長期的にはこの率に落着くから、投資決定基準として機能する資本コスト「最低目標利益率」は、長期的目標負債比率で計算された平均資本コストになる、というのである。⁽²²⁾

さて、以上のような利子の課税効果を考慮した場合の資本コストの動向および長期的目標負債比率に関するモジリアーニールミラーの主張は、もちろんのその理論的枠組みを異にしながらも、彼等が経験的かつ素朴な見解として批判した伝統的理論と極めて類似の結論に達しているとみなしなければならない。伝統的理論では、最適資本構成の存在に関する「レバリッジのある適当な範囲」が金融機関の態度によって決定されると主張していたのと同様に、MM理論の「長期的目標負債比率」もまた、その水準をこえては金融機関が貸倒れのリスクを冒してまで高いプレミアムをつけた貸出しを行わないであろう、という金融機関の態度に対する経験的な認識にもとづくものである。したがって、利子の課税効果によってレバリッジのある一定の上昇が企業価値を高める、との前記のMMの結論と結びつけて、この長期的目標負債比率に関する見解をみれば、MM理論は結論的には伝統的理論と単に妥協したというばかりでなく、むしろ共通の問題意識に立っているとみることができようであろう。すなわちMM理論を中心とする資本コスト論争は、借入金をどの限度まで利用すれば、株価を極大ならしめるためにテコ作用の効果を最大限に活用できるかを見究めようとしているものであった。そしてこのことこそ五節で詳論するように、このテコ作用を最大限に活用して合

併の規模を拡大していったコングロメリットの合併の一特徴を反映していると考えられるのである。

- (9) F. Modigliani & M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, June 1958 (reprinted in E. Solomon, ed., op. cit., pp. 164-165). cf., E. Solomon, op. cit., p. 117. 前掲邦訳' 一三九〜一四〇ページ。
- (10) F. Modigliani & M. H. Miller, "Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, June 1963 (reprinted in S. H. Archer & C. A. D'Ambrosio, ed., op. cit., pp. 192-202).
- (11) E. Solomon, op. cit., p. 103. 前掲邦訳' 一三三ページ。
- (12) F. Modigliani & M. H. Miller, op. cit. (in S. H. Archer and C. A. D'Ambrosio, ed., op. cit., pp. 198-200).

四 資産価格形成理論の展開

同質的危険クラス概念と裁定取引による完全資本市場の部分的均衡分析を基礎としていたMM理論は、一方ではそのリジッドな完全資本市場に関する諸前提条件の非現実性や同質的危険クラスの類別化の困難性などが厳しい批判にさらされた。しかし他方では、その緻密な理論的枠組みに対する支持も少なくはなかった。例えば同質的危険クラス概念を必要としない資本市場の一般均衡分析によってMM命題の妥当性を明らかにしようとする研究などが、それである。

MM理論は、同一危険クラスに属する企業の平均資本コストがそのクラス固有の資本還元率に均衡化するプロセスを明らかにしたが、その固有の資本化率が形成される過程を明らかにしない、いわば資本市場の部分的均衡分析の狭隘性と限界とを有する、と考えられている。そこで、いわゆるポートフォリオ分析理論を導入した資産価格形成モ

デルによって、同質的危険クラス概念を必要としない資本市場の一般均衡分析のもとでも、MM理論が妥当性をもつことを明らかにしようとする研究が、六〇年代半ばごろより著しい発展をとげている。

ところで、ポートフォリオ選択理論は、将来の期待収益が不確実な条件のもとでの投資目的を「期待効用 (expected utility) (極大化)」と仮定して、個々の投資家とその所有する投資可能な資金を株式・社債等の金融資産にどのような構成で投資すれば、その投資目的を最大限に達成できるか、の問題を取扱うものである。この理論によれば、不確実性下の投資あるいは資産所有の収益は、ある確率分布、すなわち平均的な期待値と標準偏差をもつ、と考えられる。この場合、資産所有の収益というのは、一定期間その資産を所有した場合に利子、配当などの形で獲得される「インカム・ゲイン」と、資産価値の変化にもとづく「キャピタル・ゲイン」の二つの和から成り、両者は投資家にとって全く無差別の収益であることがとくに強調されていることに注目しなければならない。

ポートフォリオの収益が以上のように確率変数であるとすれば、収益分布の平均値は当該資産の収益 \parallel リターン (return) とみなされ、標準偏差は危険 \parallel リスク (risk) の指標とみなされるから、投資家は、かりにリスクが同一であれば、リターンの低いものより高い方を選択し、逆にリターンが同一水準であれば、リスクの大きいポートフォリオよりも小さい方を選択する理屈である。そこで投資家が不確実な収益に対して与える評価、いわゆる期待効用は、平均的期待値と標準偏差の二つのパラメーターにもとづいて特定されるのであって、しかもその期待効用は、一方でポートフォリオのリターンの増加関数であるとともに、他方ではリスクの减小関数である、と解される。したがって、ポートフォリオ選択理論は「期待効用極大化」の仮説と、リターンとリスクの整合 (trade-off) による「2パラメーター・アプローチ」を用いて、最小のリスクで最高のリターンをもつポートフォリオの構成を追求することになるの

である。この理論を体系化したH・M・マルコビッツによれば、それは「大口投資家または機関投資家にとって最も適切なポートフォリオを決定することを目的としたポートフォリオの分析技術を示す」ことを意図したものである。⁽²³⁾

右のようないわばミクロ的なポートフォリオ選択理論によって明らかにされた投資家の合理的なポートフォリオ選択行動を個々の投資家があると仮定した場合に、資本市場で成立する一般均衡条件をマクロ的に分析することによって、金融資産の価格形成のプロセスを解明し、MM理論を発展的に継承する資産価格形成理論の諸研究が進められた。⁽²⁴⁾ これらの諸研究においてもまた、基本的には完全競争的資本市場の諸条件が前提されているのであって、その諸条件とは具体的にはつぎのごとくである。すなわち、(1)すべての投資家があらゆる情報を入力しうること、(2)借入条件の均一性、(3)価格支配力の否定および取引税の無視、(4)各投資家の予想の一致、(5)収益予想の確率分布は一定であるとの静学的期待、(6)負債利用による貸倒れや破産のリスクの無視、(7)企業価値・株式価値に対しては配当政策・内部留保政策如何は無差別であること、などがそれである。

これらの諸前提のもとでの市場均衡モデルをあとづけることは省かざるをえないが、⁽²⁵⁾ その結論のみを指摘すれば、つぎのように要約できるであろう。すなわち、資本調達政策如何にかかわらず、企業の総価値は営業利益の確率分布が変化しなにかぎり一定であること、換言すれば、企業の価値は期待営業利益とそのリスクに依存し、資本構成如何は企業価値ならびに資本コストに影響を与えない。したがってMM理論の「同一危険クラス」の概念を必要としない一般均衡分析においても、基本的にはMM命題の妥当性が立証される、というのである。

ところで、ポートフォリオ選択理論を導入した企業評価モデルを導くための上記の一連の前提条件は、一見、極め

て抽象的かつ非現実的な完全競争的資本市場のそれであるが、この理論によれば、それらの諸条件のすべてが必ずしも絶対不可欠なものであるとは考えられていない。事実、いくつかの前提条件をゆるめてもMM命題が成立しうる関係を示そうとする研究が既に試みられている。例えば、前記(4)の投資家の予想の同質性の前提をゆるめて、予想が不一致で、利子率が確率変数である場合でもMM命題が成立しうる。こと、また(6)の前提条件をゆるめて貸倒れリスクを考慮し、負債利子率が負債比率の増加関数である場合でも、利子率と負債比率の関係がすべての借手について同一であり、かつ個人投資家の有限責任が前提されるような条件が特定されるならば、市場均衡においてMM命題が成立しうる。ことが主張されている。⁽²⁶⁾なお、この特定条件がみだされなような現実的要因、例えば、貸倒れリスクと完全予見の仮定をはずし、さらに利子率や貸付条件に対して金融機関が各企業に対して差別的な行動をとることなどを考慮に入れるならば、資本構成と資本コストおよび企業評価とは無関連ではなくなり、最適資本構成はその資産評価モデルのもとでも存在することになる、といわれている。⁽²⁷⁾

このようにポートフォリオ分析と資産価格形成モデルによって、資本コストと資本構成の無関連を説くMM命題が一般的な市場の均衡条件のもとでも承認されるとともに、またいくつかのリジッドな前提条件をゆるめた場合のMM命題の修正拡充が図られたために、それは新しい財務管理論の研究において極めて有力な地位を占めるにいたっている。

(23) H. M. Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investors* (John Wiley & Sons, Inc., New York, 1959, 2nd. ed., 1970), p. 3. 鈴木雪夫監訳『ポートフォリオ選択理論』(東洋経済新報社、一九六九年)三二ページ。

(24) Cf., J. Mossin "Security Pricing and Investment Criteria in Competitive Markets", *American Economic Review*,

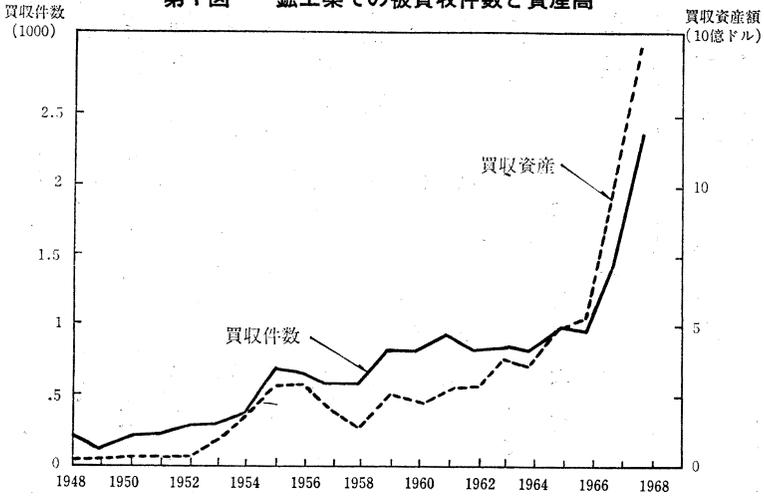
- Vol. 59, No. 5, 1969. ditto, Theory of Financial Markets (Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1973). W. F. Sharpe
 "Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", Journal of Finance, Vol. 19, Sept, 1964. J. Lintner, "Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets", Review of Economics and Statistics, Feb. 1965. 柴川林也「財務リスク・企業価値および投資政策」『青山経営学論集』第八巻第四号、同「企業評価と資本市場」『同論集』第一〇巻第一号。榊原茂樹「ポートフォリオ理論と資本市場の均衡分析」『国民経済雑誌』第一三〇巻第六号。
- (25) 資産価格形成理論による一般均衡モデルについては、柴川、前掲第一論文（『青山経営学論集』第八巻第四号所収）四〇～四三ページ、榊原、前掲論文、六二～六三ページ、蠟山昌一「資産選択の理論構造」貝塚啓明編『資産選択と金融理論——ポートフォリオ・セレクション』（日本経済新聞社、一九六九年）七八～八三ページ、等参照。
- (26) 小宮隆太郎・岩田規久雄「企業金融の理論」（日本経済新聞社、一九七三年）一〇九～一一四ページ。柴川、第一論文四七～五一ページ。蠟山「MMその後——破産の可能性を中心として——」『証券経済学会年報』第十一号、一九七六年、一九二～一九五ページ。
- (27) 柴川、前掲書、一三三ページ。

五 財務管理の新展開の歴史的意義

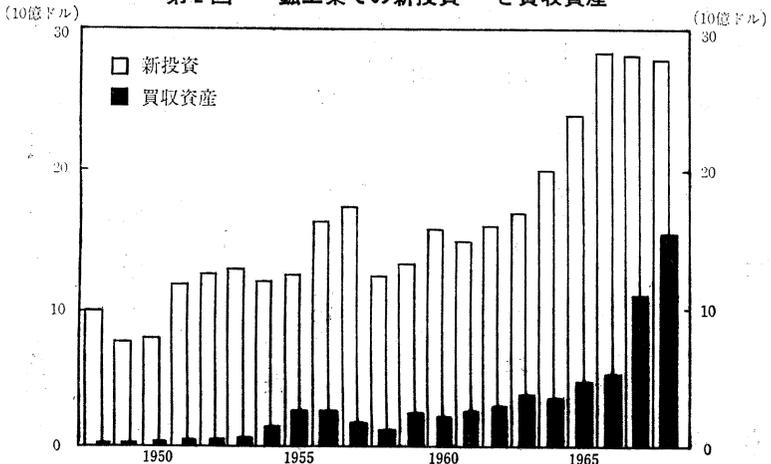
I コングロマリットの合併の論理と投資論的財務管理の理論

株価極大化原理に導かれて、一九五〇年代後半以降、急速な発展をとげてきた新しい財務管理論の基本的な諸特徴を前節まで考察してきたのであるが、この時期はまた、いわゆるテイーク・オーバーを手段としたコングロマリットの合併が著しい展開をみせた時期でもあった。因みにアメリカ上院反トラスト小委員会によって明らかにされた鋳工業での買収状況の推移や新投資中に占める買収資産の割合などは、第1図、第2図に示されているように、五五年以

第1図 鋳工業での被買収件数と資産高



第2図 鋳工業での新投資²⁾と買収資産¹⁾



- 1) 1000万ドル以上の資産をもつ鋳工業会社の買収
- 2) 鋳工業会社の新工場設備投資合計。

(出典) Economic Concentration: Hearings before the Subcommittee on Antitrust and Monopoly of the Committee on the Judiciary, United States Senate, Ninety-First Congress, First Session (Washington, D. C., 1969), part 8A (appendix to part 8, Staff Report of the Federal Trade Commission, "Economic Report on Corporate Mergers"), pp. 40-41.

備考: R. Fitch and M. Oppenheimer, "Who Rules The Corporations?" Part 2, Socialist Revolution, Vol. 1, No 5, p. 84.

降増大し、とくに六五年以降は著しい。

ところでこのコングロマリットの合併は、よく知られているように、企業がつぎつぎと成長産業部門に進出して、多角的企業あるいは多種製品生産企業として急速な成長をとげることを意味するのであるが、この企業の買収や合併の際に、アメリカでは一般に株式による支払い方式がとられる。この株式交換による買収方式においては、その当然の論理として、つぎのような過程をとることになる。いま、もしある企業がコングロマリットの合併に成功し、一株当りの利益が成長すると期待されるならば、資本市場はその会社の株式を高く評価して株価を上昇させるであろう。

そしてその株価が上昇すれば、より少ない株式でより多くの企業を合併することが可能となるから、その結果はまた、一株当りの収益と株価を上昇させ、次の買収をさらに有利に展開させることになる。したがって、コングロマリットの合併においては、普通株一株当りの収益と株価収益率が重視され、しかも資本調達面でテコ作用の原理を利用して、より少ない株式でより大きい収益をもたらすこと、すなわち株価を上昇せしめる最大限まで借入金を利用することが、その主要な特徴とされている。⁽²⁸⁾

しかもコングロマリットの合併を推進している会社は活発なテイク・オーバーを行なうかたわら、巨額の資本利得をうるための活発な株式売買を行なっているので、ミューチュアル・ファンドの一タイプとさえいわれており、株価動向に著しい関心を寄せている。そしてまた、この過程には投資銀行や商業銀行などが介入していて、それらの金融機関はテイク・オーバーの金融を行なうことよって投機ブームを作り出し、そこから利潤を獲得する機会を見い出しているのであって、この種のテイク・オーバーが外部金融の提供たる金融機関をぬきにしては達成されないことは、かつてS・E・Cの元会長、ウイリアム・D・ダグラスが実に適切に指摘していたところである。⁽²⁹⁾

さて、いわゆる第三次企業合同運動を特徴づけるコングロマリットの合併の特質が以上のように要約できるとすると、それがこの時期に符節を合わせるように生成発展してきた投資論的な財務管理論の基本的な特徴と見事に合致しているのに驚くのである。筆者はかつてこの点に着目して幾度か論及したことがあるので、³⁰⁾ここでは単にその要点だけを述べるにとどめよう。

まず第一に、繰返し述べたように、新しい投資論的財務管理論においては、株価極大化の基準のもとに、新投資は最少限、投資前の株価を維持するにたる収益を上げねばならない、との命題が与えられ、株価収益率に決定的な重要性が与えられている。しかも第二には、二節で明らかにしたように、新投資が株価にいかなる影響を及ぼすかの予測は、少なくとも新商品系列や新産業部門への参入および企業合同などのような大規模投資の場合に、はじめて近似的に可能になる性質のものである。さらに第三には、三節で検討したように、レバリジと資本コストとの関係について伝統的理論とMM理論との間に華々しい論争が展開されたが、利子の課税効果による企業価値の増大と資本コストの低下を承認することによって、MM理論は伝統的理論と妥協するにいたっている。またその長期的目標負債比率についての考え方は、その理論的枠組みにおいては伝統的理論の最適レバリジのそれとは異っているにかかわらず、負債比率と金融機関の態度とに関する具体的認識や資本調達政策決定のレベルにおいては、既に三節で明らかにしたように、結果的には却って共通性を有するものと考えられる。すなわち、利子の損金算入による課税効果や、営業リスク・財務的リスクに対して金融機関が有する諸評価の関数でもあるところのある一定のレバリジの範囲のもとで、他人資本をどの限度まで利用すればレバリジ効果を最大限に利用できるかを見究わめようとするのが、MM理論をめぐって展開された資本コスト論争の共通の問題意識であったと考えられるのである。

II 機関投資家のビヘビアと投資論的財務管理論の新展開

すでに述べたように、MM理論の部分的均衡分析およびポートフォリオ選択理論を導入した資本市場の一般均衡分析においては、基本的には、完全資本市場の諸条件を前提としていた。しかし、現実の資本市場は決して同質の投資家から成立しているのではなくて、よくいわれているように、大投資家や機関投資家と一般投資家との対立矛盾を含んでいる。前者は巨大な投資力と支配力とをもって、企業情報を優先的に入手し、あるいは市場の動向を見通して、莫大な利得を手に入れるのである。前記のコングロマリットの合併が盛んに行われた過程において、例えば、アメリカ第十七位のコングロマリットの大企業、ガルク・アンド・ウェスターンは、最大級の投資銀行、チェイス・マンハッタンと密接に結合して、後者が所有する会社証券の価格を引き上げるために継続的買取をおしすすめ、また後者は前者が行こなう会社支配権獲得のためのテンドラー・オッファー (tender offer) の情報を予知して、予め株式を買い占め、莫大な資本利得を上げている。⁽³¹⁾ また機関投資家が各種の税制上の優遇措置を受けており、さらにそのポートフォリオ選択も特定の優良銘柄に集中する傾向にある。

したがって、完全競争的資本市場の諸条件を前提としているMM理論などの現実性如何について、さまざまな疑問と批判が向けられたのは、当然のことといわねばならない。しかしMM理論や資産価格形成理論における「期待効用極大化を目指す合理的投資家」を機関投資家と読みかえて、一連の完全資本市場の前提条件を再吟味すると、そこに機関投資家のビヘビアを中心に旋回する資本市場の具体的諸関連が反映されていることを読みとることができるのである。この点については筆者は別の機会に詳論したので、その要点を述べるにとどめよう。⁽³²⁾

アメリカではムーディ社 (Moody's Investors Service Incorporation) などのいわゆる格付機関による証券格付は一定

の権威が与えられており、その格付の優劣が株価収益率、負債利率および発行諸条件などに種々の影響を及ぼしている。例えば記号Aが含まれているクラスに格付けされた会社証券は、リスクの少ない高収益の優良銘柄とされ、五〇年代以降急速に持株比率を高めてきた機関投資家の恰好の投資対象とされてきたことは、よく知られている。したがって、MM理論の戦略的概念とされながら、多くの批判的となった「同質的危険クラス」の分類とクラス固有の資本還元率を前提したモジリアーニ・ミラーの資本市場の部分的均衡分析も、右のような証券市場の動向とは無縁ではないであろう。

ところで、六〇年代半ばごろより、いわゆるパフォーマンス投資の出現に伴って、機関投資家の資金増大と株式運用熱が高まり、それまでのリスクの少ない優良銘柄の枠をこえて、コングロマリットの合併などによってもたらされた成長企業の株式への投下を競うにいたった。その結果、その管理下にあるポートフォリオにおいて高い投資リスクを引受ける傾向を強めた。このような機関投資家の投資パフォーマンスの重視は、経常的インカム・ゲインよりも、キャピタル・ゲインを含む全投資収益率に対して新たな関心を向けさせることになった。機関投資家がコングロマリットの合併やテイク・オーバーなどに際して、その未公開の特別情報を真先に手に入れて、被買収会社・買収会社の株式を買い入れ、公表後の株価上昇の過程で利喰いして莫大なキャピタル・ゲインを掌中におさめた事実が数多くみられたことは、S・E・Cの調査報告によっても明らかにされている。⁽³³⁾

さて、六〇年代の半ば頃からの機関投資家の資金運用や投資動向の特徴が以上のごとくであるとすれば、機関投資家の最適なポートフォリオ決定の分析方法を解明するポートフォリオ選択理論を導入した資産価格形成と資本市場の一般均衡分析モデルによって、狭隘な部分的均衡分析のMM理論を拡充、修正する研究が六〇年代後半より著しい発

展をとげたこともまた、それとは決して無関係ではないであろう。それらの研究においては投資家にとつてのインカム・ゲインとキャピタル・ゲインの無差別性が殊更に強調され、リスクとリターンの2パラメーター・アプローチによるポートフォリオ選択と投資パフォーマンス評価の基準が強調されていることなどは、前述の機関投資家のビヘビアの推移を直截に反映しているとみることができるのである。

以上を要するに、第二次大戦後のコングロマリットの合併の進展とそれに積極的な役割を果たしながら莫大な資本利得を獲得した機関投資家の投資動向の推移とを歴史的な背景として、財務管理論の新展開のプロセスを考察するならば、両者は極めて密接な関連をもっている、ということである。一見きわめて論理的かつ抽象的な完全資本市場の諸前提のもとに展開されたその精緻な論理構造の背後に貫かれている歴史的、現実的な意義を把握することは、きわめて重要であろう。

(28) 宮崎義一『寡占』(岩波新書)一三六〜一三九ページ。岩田巖雄・高橋昭三編著『経営財務論』(日本評論社、一九七五年)一六八ページ。

(29) Robert Fitch and Mary Oppenheimer, "Who Rules The Corporations?" Part 2, *Socialist Revolution*, Vol. 1, No. 5 (Agenda Publishing Co., San Francisco, 1970), pp. 82~83.

なおダグラス会長は「もし投資銀行家が会社にたいする支配権をもっていないならば、彼が投資銀行家として、低い価格で手にいた投機的低位株 (the cats and dogs) を、その会社に背負いこませることはできなくなるであろう。……もし市場を操作する人が会社を支配する立場にないならば、彼は当該企業の資金を使って他の会社を取得し、ついでその会社を前者の会社に売却して利潤を挙げるといふことは不可能であろう」と述べている。

(30) 前掲拙著、第6章、第4節および前掲拙稿「投資決定論における株価極大化原理」参照。

(31) R. Fitch and M. Oppenheimer, op. cit., Part 3 (*Socialist Revolution*, Vol. 1, No. 6), pp. 69~75.

(32) 前掲拙稿「資本市場と財務政策」二〇七～二一九ページ。

(33) Institutional Investors, Study Report of the Securities and Exchange Commission, 92nd Congress, 1st Session, 1971, Summary Volume, Letter of Transmittal, xxix and pp. 125～127. 日本証券経済研究所訳「S・E・C・機関投資家調査の概要」『証券研究』第三三卷（一九七一年十月）四三および二八九～二九二ページ。

〔付記〕 本稿は昭和五十一年度証券奨学財団研究調査助成金および昭和五十二年信託協会信託研究奨励金の交付による研究成果の一部である。

（一九七七年十一月十五日）