

# 企業の投資決定論の基本的性格 (二)

——割引現金流入法をめぐる諸問題の検討を中心として——

高 橋 昭 三

## 目 次

### 一 序

### 二 投資決定計算の形式的構造の特質

#### I 投資決定計算の形式的特徴

#### II 計算形式上の諸問題

#### III 割引現金流入法の生産的投資への適用の客観的基礎

### 三 「正味現在価値法」対「内部収益率法」の論争点の再吟味

#### I 当該論争が意味をもつ現実問題

#### II 現在価値法の「理論的優位性」の吟味

#### III 当該論争の現実的意義 (以上前号)

### 四 資本コスト算定上の諸問題

#### I 不確実性要因と資本コスト

#### (1) 資本予算における資本コストの役割と不確実性要因

### 企業の投資決定論の基本的性格 (二)

## 企業の投資決定論の基本的性格 (二)

一一六

- (2) 「確実性等価法」とその問題点
  - (3) 「市場評価法」Ⅱ「資本コスト法」による投資決定基準
  - (4) 市場評価法における持分均衡観をめぐる諸問題(以上本号)
- Ⅱ 資本構成と資本コストとの関連
- (1) 平均資本コストと最適資本構成に関する伝統的見解とMM理論
  - (2) 伝統的立場からのMM理論批判
  - (3) MM理論批判の再吟味

五 結びにかえて

## 四 資本コスト算定上の諸問題

### I 不確実性要因と資本コスト

#### (1) 資本予算における資本コストの役割と不確実性要因

割引現金流入法の定式から明かなように、資本コストは、各投資計画案の年々の収益予測とともに、最適投資決定のための基本的な要素とされている。いくつもの投資計画案に資本支出を決定する過程において、資本コストは「資本支出計画案を許容するための財務標準、二以上の競合的な方法を決定するための不可欠の要素ならびに資本の総支出額を決定するための切捨率」<sup>(1)</sup>として機能するからである。この機能に即して、それはまた「切捨率」(cut off rate)、「最低目標利益益率」(hurdle rate or target rate of return)あるいは「計算利率」(kalkulatorische Zinsfuß)とも呼ばれているのであって、それが特定の貨幣支出を伴なう意味での原価ではなく、一種の「機会原価」

(opportunity cost) を意味していることも論を俟たないであらう。

しかし他面、資本コストが所要資本の調達方法や条件に即して規定されることもまた指摘するまでもない。それはただ単に投資計画等の評価と選択に関係するだけでなく、資本調達方法にも規定的な役割を果たすと考えられるのである。自己資本と他人資本の区別や構成の変化、返済期限や担保の有無および金額の大小などに基づく支払条件の変化など、総じて資本調達方法に伴なう多様な条件の変化が、一応、資本コストの変化に反映されるとみるならば、資本調達方法の変化が資本コストにいかなる影響を及ぼすかの問題は、企業の最適資本構成の問題にとつて、極めて重要な意義をもつからである。ここに最適資本構成というのは、企業の総資本の平均コストを極少化させる資本調達方法の組合わせにはかならないが、資本コストの極少化をもたらす資本構成の適正化はまた、それだけ新たな投資計画の採用の可能性を増大させ、すべての可能な投資機会を汲みつくすことを可能にすると考えられるからである。<sup>(2)</sup>

これを要するに、現在の投資決定論においては、資本コストは最適投資の決定と最適資本構成の決定の結節環をなすものと考えられているのである。<sup>(3)</sup>

ところで、社会的生産の無政府制を基礎とする資本制生産では、投資のもたらす年々の収益予測は不確定であつて、その正確を期し難い。また、資本調達方法も多種多様で、資本市場は一見「不完全市場」であるから、資本コストを一義的に確定するにも多くの困難を伴なう。ところがさきにも言及したように、デイーンやルツツ夫妻の初期の理論では、これらの困難な問題の所在が意識されながらも、その解決法については殆んど顧みられなかった。すなわち、既にゴードンやアルバツハなどが指摘しているように、伝統的な投資理論は、基本的には、「収益予測の確実性と完全資本市場の存在」を前提条件としていたために、その理論においては、資本コストが支配的な市場利率と

されていて、自己資本と他人資本の区別も単なる用語上の差異として取扱われ、資本コストの概念や測定方法ならびに資本調達方法の決定問題などは、本来的に問題となりえなかつたのである。<sup>(4)</sup>したがって、「収益予測の不確実性と不完全資本市場」の現実的条件のもとで、この伝統的な投資理論が有効なものとなるためには、この「不確実・不完全」の要因をいかに処理すべきかが問われてくるのは当然の理窟であつて、最近の投資理論においては、これらの問題の解明が中心的な位置を占めるにいたつてゐる。

ところで、右の現実的な条件のもとで最適投資決定に導く有効な投資決定基準を明かにするためには、不確実性問題が二つの要因に由来することを認識することが重要である、と一般に主張されている。その一つは投資計画に内在する収益の不確実性であつて、「経営的不確実性」(business uncertainty)と呼ばれてゐる。他の一つは資本調達方法に由来する不確実性で、「財務的不確実性」(financial uncertainty)と呼ばれてゐる。前者は投資計画のもたらす年々の営業収益の質を示すものであり、それが政治・経済の一般的動向、産業諸部門の特殊動向および企業の市場占有度や経営規模ならびに景気変動に対する適応力などによって規定されることは、いうまでもない。また後者は他人資本利用によって生ずる自己資本純益の不確実性の変化を意味するのであつて、固定的な確定利子負担や支払条件などにより、自己資本純益の不確実性が経営的不確実性以上に増大する可能性をいうのである。

ごく一般的にいつて、他人資本の利用は、投資計画の営業収益が確定利子より大なる限り、純益の量を増大させる反面、その質を低下させる関係にあるといわれているが、<sup>(5)</sup>それはともあれ、以上のような不確実性要因を処理する方法として一般に主張されているものについてみれば、モシリアーニ、ミラーやゴードンなどに従つて、これを「確実性等価法」(certainty equivalent approach)と「証券」市場評価法」(market value method)もしくは「資

本コスト法」(cost of capital method)と大別することが出来るであろう。前者が確率論と効用理論とを統合して、不確実な予想収益を「実な収益」と等価の期待値にかえることを特徴とするのに対して、後者は証券市場における評価を基礎として、それを資本コストに有機的に織りこまうとしているところにその特徴がみられるのである。<sup>(6)</sup>

(1) E. Solomon, "Theory", p. 27f.

(2) Ibid, p. 92.

(3) Cf. H. Albach, a. a. O., SS. 49~50. 前掲邦訳五五頁。

なお、ブルバハは、割引現金流入法は、本来、資本支出の収益性に関連するモデルであって、それに資本調達方法の決定問題を織りこむことは結局失敗するとして、伝統的な投資理論を批判している。

(4) M. J. Gordon, op. cit., pp. 1~3 and 14~15. H. Albach, a. a. O., SS. 29~31. 前掲邦訳二七~三〇頁。

(5) E. Solomon, "Theory", p. 32.

(6) F. Modigliani & M. H. Miller, op. cit., in E. Solomon, ed., "Management", p. 152. M. J. Gordon, op. cit., pp. 63~64.

## (2) 「確実性等価法」とその問題点

ディーンやルッツ夫妻の古典的な研究においても、不確実性問題が全くみすごされていたわけでもなく、またその解決法として確率論の導入が示されなかったわけでもない。例えば、ディーンは不確実性要因の処理方法として、(1) 勘による判断、(2) 割引率を大にする方法、(3) 投資計画の経済的耐用年数を短縮する方法、(4) 年々の収益見積りに確率乗数 (probability multiplier) を乗じて、一定期間にわたる収益予測の不確実性を減少せしめる方法の四つを列挙したが、その具体的な内容については全く闕説するところがなかったのである。<sup>(7)</sup>

ルッツ夫妻もまた、現在価値に収益予測の確率分布とそれを等価の期待値にかえる効用分析とを統合すべきことを提唱したのであるが、それも極めて一般的かつ抽象的な提示にとどまっていたにすぎなかった。というのは、各投資計画案の予想収益の確率分布を等価の期待値にかえる効用函数の確定方法に言及することもなく、また他人資本を利用した場合における自己資本純益の確率分布の変化に論及はしたものの、それをいかに解決すべきかを明かにすることもなかったからである。<sup>(8)</sup> もっとも、確実性等価法によって経営的不確実性を調整すれば、年々の不確実な期待収益は確実な収益と等価の期待値に還元されると考えているから、この理論の建て方からして、財務的不確実性の問題は左程重要な問題とはなりえないであろう。さきにも述べたように、確実性の仮定のもとでは、自己資本と他人資本の区別は単なる用語上の差異にすぎないからである。

以上のように、ルッツ夫妻などは不確実性問題に対する確実性等価の解決法を示唆する程度にとどまっていたのであるが、その後、この方法は効用函数の確定方法や財務的不確実性の解決法を具体化する方向で発展せしめられている。その一例をリンゼイ、サメッツやビヤーマン、スミットなどの所論にみる事ができるであろう。<sup>(9)</sup>

リンゼイ、サメッツの示しに解決法の特徴は、経営的不確実性を確実性等価法によって期待収益から割引き、財務的不確実性を市場評価法によって資本コストの規定要因として処理するところに求められる。彼等の主張するところによれば、このような接近方法によってはじめてよく、経営的不確実性と財務的不確実性とを分析的かつ理論的に解決することができると考えられているからである。<sup>(10)</sup> そこでまず、確実性等価法の具体的内容を彼等の示した仮設例によって検討してみよう。

いま仮りに、経営者が過去の実績などから判断して、その収益が第1表のごとき確率分布をもつと予想している投

資計画 A、B があると仮定する。なお両計画はともに、並数二、〇〇〇ドル、平均値一、九五〇ドルである。

第 1 表

A 計画		B 計画	
予想収益	実現確率	予想収益	実現確率
\$ 4,000	0.05	\$ 4,000	0.15
3,000	0.25	3,000	0.15
2,000	0.35	2,000	0.35
1,000	0.30	1,000	0.20
0	0.05	0	0.15
	<hr/> 1.00		<hr/> 1.00

この仮設例では、B 計画の方が確率の分散度が高く、利益がゼロになる確率も、四、〇〇〇ドルになる可能性もともに大である。したがって、並数および平均値はともに同一であっても、B 計画の方が収益の不確実性は大であると考えられるのである。

ところで、経営者がこの二つの計画のうちの何れを選ぶかは、例えば「楽観的」とか「悲観的」というような経営者の態度によるのであって、その態度の違いはまた、さきの確率分布から可能性として期待される「高い現金収入」と「低い現金収入」(probable additions to and substructions from cash flow) の効用に対する主観的な評価の差異によると考えられる。そこで、この確率分布から期待される追加的な貨幣増加の効用を測定し、それにもとづいて、実現可能性のある期待収益にそれぞれウェイトを付することが必要である。

第 2 表

\$ 0	~	\$ 1,000	=	1
1,000	~	2,000	=	0.9
2,000	~	3,000	=	0.7
3,000	~	4,000	=	0.4

いま仮りに、追加的な貨幣増加額が限界逓減の法則にもとづいて逓減すると考えて、確率分布から期待される各予想収益毎に第 2 表に示すようなウェイトを付することが可能であるとすれば、並数二、〇〇〇ドルの不確実な予想収益をもたらす A、B 二つの計画のそれぞれの期待効用と不確実性に対する割引率は、第 3 表に示されるごとくである。すなわち、A 計画の最大確率二、〇〇〇ドルの不確実な予想収益は、確実な収益一、五八〇ドルと等価の期待値をもち、B 計画のそれは、一、三八五ドルの確実な収益と等価の期待値をもつ。また、不確実性を

第 3 表

A 計画									
予想収益	×	実現確率	=	期待値	×	貨幣効用	=	期待効用	
\$4,000	×	0.05	=	\$200	×	0.4	=	\$80	
3,000	×	0.25	=	750	×	0.7	=	525	
2,000	×	0.35	=	700	×	0.9	=	630	
1,000	×	0.30	=	300	×	1.0	=	300	
0	×	0.05	=	0	×	0	=	0	
				\$1,950	←	不確実性に対する割引率=21%	→	\$1,535	
B 計画									
\$4,000	×	0.15	=	\$600	×	0.4	=	\$240	
3,000	×	0.15	=	400	×	0.7	=	315	
2,000	×	0.35	=	700	×	0.9	=	630	
1,000	×	0.20	=	200	×	1.0	=	200	
0	×	0.15	=	0	×	0	=	0	
				\$1,950	←	不確実性に対する割引率=29%	→	\$1,385	

確実性と等価の期待値にかえる割引率は、それぞれ二一パーセント、二九パーセントになるといふのである。<sup>11)</sup>

以上が経営的不確実性に対する確実性等価法の概要であるが、つぎに財務的な不確実性要因の処理についてみれば、リンゼイ、サメッツによると、他人資本の利用にもとづく負債の上昇は、確定利子負担増などによって自己資本純益の不確実性の度合に影響を及ぼし、それに対応して株式市場は危険プレミアムを要求するから、株式市場価値が低下すると考えられる。したがって、この場合の資本コストは単に実質利廻りのみでなく、さらにこの危険プレミアム<sup>12)</sup>

ム分を追加的資本コスト (additional cost of capital) として付加したものでなければならぬといふのである。<sup>12)</sup> 前にも言及したように、リンゼイ、サメッツは企業の投資決定の目標を「株式市場価値の極大化」と規定しているから、その観点からすれば、財務的不確実性を現在の株式市価に係わらしめて資本コストに織りこむことは、至極妥当な方法のように見えるであろう。しかし、以上のような経営的不確実性と財務的不確実性に対する解決法は、一見極めて合理的であるように見えながら、なお依然としてつぎのような疑問を残しているのである。



まず確実性等価法についてであるが、企業の投資計画や決定はそもそもが繰り返すことのできない一回限りのものであって、反覆される同質的な大量現象や行為とはその性質を異にする。だから、確率論のような統計的な意思決定の方法を用いて投資計画の予想収益の確率分布を求めるといっても、その確率分布は、例えば投銭などにみられるような大量の同質的現象に含まれる規則性 $\parallel$ 客観的な確率を示すものではなく、経営者の主観的な確信を表わす確率にすぎない。かりに経営者が過去の数多くの実績に照らして投資計画の収益の確率分布を予想したとしても、資本制生産の本質そのものからして、新投資の規模や質ならびにそれととりまく競争条件や市場条件などが従前のそれとは異なるから、予想収益分布そのものは依然として未知であり、所詮、主観的な確信の域をでることはできないのである。

また確率分布に効用理論を統合して確実性等価の期待値を求めるといっても、効用そのものが経営者の「強気」とか「弱気」とかいうような主観的な評価にもとづくものであるかぎり、恣意的な主観的要素の介入を避けがたいであろう。かりに、リンゼイ、サメッツが述べているように、限界効用逓減の法則などにもとづいた貨幣の効用測定によって「客観的」な効用函数を誘導したとしても、それは単に消費者個人の個人的かつ主観的な商品需要の傾向を貨幣の効用測定に適用したにすぎないのであって、その効用を一義的かつ客観的に測定することは不可能であるといわねばならない。そうだとすれば、ここにいわゆる「確実性等価の期待値」は、投資収益の将来計画に対する経営者の主観的な評価の域外にあるものではないのである。したがって、この方法は、ゴードンがいみじくも批判しているように、企業の投資決定問題を通常の賭博行為と同一視しているものであって、問題解決には程遠いといわねばならない。<sup>(13)</sup>何故なら、この方法によってえられた確実性等価の期待値が「賭に対する経営者の主観的な確信」の域をでない

ものであるとすれば、それは、ディーンが挙げた素朴な「勘による判断」と本質的には五十歩百歩の差にしかすぎないからである。

ところで、既に指摘しておいたように、リンゼイ、サメッツは経営的不確実性に対しては確実性等価法を、財務的不確実性に対しては市場評価法を適用して、不確実性問題を包括的に解明しよう<sup>14</sup>と意図しているのであるが、彼等の理論においては、株式市場価値との関連では財務的不確実性のみが直接的に重視され、株式市場価値と経営的不確実性との直接的な関連は不問に付されているのである。しかし証券市場での株式評価は経営的不確実性と財務的不確実性の総合的結果を反映する筈であり、しかも第一義的なものは経営的不確実性であって、財務的不確実性はいわば二次的なものであろう。そうだとすれば、株式市場価値と経営的不確実性との関連が問われることもなく、それと財務的不確実性との直接的関連のみを取上げて考察することは、不可能であるといわねばならないであろう。<sup>(14)</sup>

さらにまた、リンゼイ、サメッツのように、投資決定の基本目標を「株式市場価値の極大化」と規定する以上は、論理の当然の筋道として、経営的不確実性が株価にどのように反映されるかを追求することによって、それを資本コストに織りこむことの方が首尾一貫すると思われる。何故なら、株価は個々の経営者や投資家の投資計画に対する主観的な確信度や期待値とは独立に、それらの総合的な結果として証券市場で「客観的」に成立する期待値に依存する筈であって、経営的不確実性は資本コストの規定要因たる危険プレミアムとして株価に反映されるからである。

(7) J. Dean, op. cit., pp. 29~31. 前掲邦訳三九~四〇頁。

(8) F. & V. Lutz, op. cit., pp. 184~192 and Chap. XVI. cf., M. J. Gordon, op. cit., p. 27f.

(9) R. Lindsay & A. W. Sametz, op. cit., H. Bierman & S. Smidt, op. cit., Chap. 9.

なお、現在価値法に確率分布と効用理論を統合して不確実性問題の解決法を究明しておられる市橋教授は、リンゼイ、サメ

ツの不確実性処理の方法が効用理論に対する正しい理解を欠いているとして、厳しく批判されている。効用函数の導出方法をはじめとして、数学的に緻密な理論を示されている市橋教授の一連の研究に比較すると、リンゼイ、サメツの所論は甚だ単純ではあるが、確実性等価法に内在する本質的な問題点は同じであると思われる。また、市橋教授の投資決定のモデルにおいては、寡聞な筆者には、いわゆる財務的不確実性の問題について、リンゼイ、サメツほどの積極的な論議の展開が窺われないので、ここでは敢えて彼等の所説を取り上げた。なお市橋教授の一連の研究として、

「経営意志決定における不確実性の評価」大阪府大『経済研究』第二六号

「不確実性と投資決定」『経営教室』第三卷第一号

「現価法、利益率法への提言」『企業会計』第十七卷第二号

などが挙げられる。

(9) R. Lindsay & A. W. Sametz, op. cit., p. 59f. H. Bierman & S. Smidt, op. cit., p. 128. 前掲邦訳一一一頁。

(11) R. Lindsay & A. W. Sametz, op. cit., pp. 49~59. 市村昭三『資本構造計画』同文館一〇九~一一二頁。  
なお、リンゼイ、サメツの所説については市村教授の著書に包括的に紹介されている。

(12) Ibid., pp. 59~60 and 148~152. 市村前掲書一二六~一二七頁。

リンゼイ、サメツは各種の資本調達形態の利用によって資本コストがどのように変化するかについて、きわめてユニークな考察を行っているが、ここではそれに論及する必要はないであろう——Ibid., pp. 155~161. 市村前掲書一二八~一三二頁。

(13) M. J. Gordon, op. cit., p. 25f.

なお、市橋教授もリンゼイ、サメツも企業の投資決定問題を一種のギャンブルと考える旨の主張をされている——市橋「不確実性と投資決定」四五頁。R. Lindsay & A. W. Sametz, op. cit., p. 54.

(14) 勿論、理論的操作として、経営的不確実性と財務的不確実性とを区別して取り扱うことは、必要かつ可能であろうが、その場合でも、株式市場価値と経営的不確実性との関連がまず究明されたうえで、株価と財務的不確実性との関連が問われるの  
でなければならぬであろう。

(3) 「市場評価法」—「資本コスト法」における投資決定基準

〔A〕 市場評価法の基本的特徴

市場評価法あるいは資本コスト法と呼ばれる方法は、不確実性要因を最も「客観的」に処理しうる方法として、広く支持されている。モジリアーニ、ミラーによれば、この方法の有効性については早くから気付かれていたのである<sup>(16)</sup>が、この方法を不確実性問題の理論的な解決のために投資決定論に導入したのは、周知のようにD・デュランドであった。

デュランドによれば、不確実性の条件の下では、 $I \cdot \text{フィッシャー}$ や $J \cdot M \cdot \text{ケインズ}$ 等が定式化した投資決定の基準、すなわち限界投資の収益率と利子率との交点に投資の均衡点を求める「所得（＝利潤）極大化の原理」(the principle of maximizing income)をもって最適投資決定の基準とするにはできない。というのは、現実の投資決定においては、年々の収益が不確実であり、また負債の導入に伴って利子率が変化するとともに自己資本負担の「信用上の危険」も増加する。それゆえ、もし不確実な限界投資の収益率に確定的な市場利子率を対応させて、両方が均衡する点まで投資を進めるならば、その限界的な投資は損失をもたらす可能性が大きいからである。換言すれば、「利潤極大化の原理」は限界投資の年々の収益予測が将来とも不変かつ確実な非現実的条件のものでしか妥当しない<sup>(16)</sup>というのである。

かくしてデュランドは、企業の投資決定の基準は伝統的な「利潤極大化の原理」ではなく、現在株主の所有する「株式投資価値—市場価値極大化」の観点から考察されねばならないことを提唱するとともに、証券評価理論を導入

することによって、不確実性要因を資本コストに付加する方法を定式化したのである。すなわち、他人資本の利用によって新投資を行った場合、それに伴う財務上のリスクの変化は、株式の市場価値に反映されるから、この場合の資本コストは実質利廻りではなく、新投資後の一株当りの投資価値が現在の株式一株当りの投資価値と相等しくなるような収益率でなければならない。これがその基本的な命題である<sup>(17)</sup>。

このように、投資決定基準が新投資後の株式市場価値と新投資前の既存の投資に基づく株式市場価値との比較に立脚して確定されねばならないとすると、株式市価と新投資後の収益の質や量ならびに資本構成の変化などの諸変数間の函数関係を明かにする証券評価理論が、この方法の不可欠の要素として導入されることは、蓋し当然の成行であろう<sup>(18)</sup>。

以上のようなデュランドの主張は、要するに、新投資の資本コストを現在の株式市場価値を維持するに必要な収益率と規定することであって、いわゆる収益株価率 (earning price ratio) をもって投資決定の基本的指標とする考え方である。それは株主一般の立場あるいは株主の持分均衡観に立つものであるといえるであらう。その問題点はあとで検討することにして、当面の不確実性問題に限ってみれば、デュランドは経営的不確実性と財務的不確実性を包括的かつ体系的に示すというよりも、むしろ他人資本の導入に伴う財務的不確実性の問題のみを念頭においていたように思われる。しかしながら、資本コストの概念とその測定についてのデュランドの思考様式は、その後の投資理論の展開に多大の影響を及ぼしたのであって、現在では、投資決定に有効な資本コストを測定するためには、株式市場価値の極大化の観点と証券評価理論の導入とを前提としなければならないことが一般に容認されるにいたっている。

例えば、ソロモンやゴードンおよびモジリアーニ、ミラー等によって、この証券評価法は理論的にも内容的にも深

められるとともに、確実性等価法に代わるべき方法であることが強調されている。すなわち、彼等が共通して主張しているところによれば、不確実性要因の処理に関して確実性等価法がいかにしても主観的要素の介入を避けたいのに対して、市場評価法は、個々の投資家の主観的評価から独立に客観的に証券市場で形成される株式市場価値に依拠するから、それを客観的に解決することが可能であるというのである<sup>(19)</sup>。もとより、そうはいっても、証券市場における証券評価や企業評価の一般的傾向に対する理解やその依拠する評価理論—註(18)参照—をそれぞれ異にするために、投資決定に有効な資本コストの基本的指標として、ソロモンは通説の収益株価率を、ゴードンは配当株価率を、モジリアーニ、ミラーは平均資本コストをとるよう、具体的にはそれぞれ相異なる結論を導き出している。そこで、証券評価と資本コストの関連についての理解と接近方法について、それぞれの差異と同一性を明かにしておくことが必要であろう。

(15) F. Modigliani & M. H. Miller, op. cit., in E. Solomon, ed., "Management", p. 152.

(16) D. Durand, Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, in E. Solomon, ed., "Management", pp. 92~98.

デュランダの所説については、山田珠夫「資本コスト概念の再検討」長崎大学『経済と経営』第八四号に詳しく紹介されているから、それを参照されたい。

(17) Ibid., pp. 94~95. 拙稿「資本コスト概念の吟味」『経営教室』第二巻第二号。

(18) 資本コスト算定に必要な評価理論として、純益法 (net income approach)、営業収益法 (net operating income approach) と、純益法を基礎にして営業収益法の考え方をとり入れた折衷法 (intermediate approach) の三つの方法が考えられていることは、よく知られている。これらの評価理論は、企業収益の不確実性、配当と成長率、負債比率、企業財産の簿価などの諸変数と株式市価との関連について、証券アナリストや取引所人の眼から眺められた現象把握を、J・W・ミューダーやB・グラハム、D・L・ドッド等が整理したものであって、デュランダやソロモンなどの通説を代表する見解が折衷法に依拠

していることもまた、よく知られているところである。

折衷法は、利子控除後の純益を一定の収益株価率で除して株式市場価値を求めるのであるが、負債比率がある妥当な範囲までは収益株価率（自己資本コスト）も借入利率も不変であって、その範囲を超えた場合に両者はともに上昇すると考えている。したがって平均資本コストは負債比率の上昇に伴なってU字型に経過すると考えるのである。

それに対して営業収益法は、利子控除前の営業収益を一定の資本還元率（平均資本コスト）で除して、企業の発行証券全体の市場価値を求め、これから社債の市価を差引いて株式市価を求める方法である。この理論においては負債比率にかかわらず平均資本コストは常に一定であり、収益株価率は負債比率の変化に伴って変化すると考える。

これらの評価理論の何れに依拠するかによって、算定される平均資本コストや収益株価率に差が生ずるところから、その現実妥当性をめぐって論議が争われ、とくに営業収益法に立脚するモジリアーニ、ミラーと、折衷法に立脚するデュランド、ソロモン等の伝統的な見解との間に、激しい論争が繰り返えされているわけである（Ⅱ項参照）。——cf., M. J. Gordon, *op. cit.*, pp. 36~38. E. Solomon, "Theory", pp. 81~84. 平田正敏「Leverageと資本コスト」西南学院大学『商学論集』第十一巻三。柴川林也「資本コストをめぐる諸問題の一考察」東京経大会誌第四六号。

(51) E. Solomon, "Theory", p. 31f. M. J. Gordon, *op. cit.*, pp. 27~28 and 63~64. F. Modigliani & H. M. Miller, *op. cit.*, pp. 152~153.

### 〔B〕 投資決定の基本指標としての収益株価率

ソロモンは不確実性要因を総合的に反映した有効な資本コストを明かにするために、まずはじめに、若干の前提条件を指定した最も簡単な情況のもとで、資本コストがいかに測定されるべきかの基本定式を示している。その前提条件は、不確実性などの複雑な現実的諸問題を解決するための出発点をなすものであるから、(1)新投資の経営的不確実性は既存投資のそれと相等しく、(2)企業は全額自己資本から成り、かつ新投資の資金は新株発行によって調達されるとの仮定である<sup>(20)</sup>。なお、ソロモンは通説に従い、株式市場価値形成の基本的要因を期待収益の流れと考え、それが配

当と留保利益に分割される割合如何はあまり重要ではないと見ている。

さて、以上の条件のもとで、いま仮りに、新投資が行われない場合の既存投資のもたらす一株当りの期待収益を $E_A$ 、新株発行によって企業の取得する一株当りの純手取額を $P$ 、既発行株数を $S$ 、新株発行数を $X$ の記号をもって表わすとすれば、現在の株価を維持するために必要な最低限の収益 $\parallel$ 資本コスト $k_e$ は、つぎの式によって示される。

$$k_e = \frac{E_A(S+X) - E_A(S)}{P \cdot X} = \frac{E_A}{P} \quad (1)$$

右の式において、分母の $P \cdot X$ は増資手取額 $\parallel$ 新投資額を示すが、現在株価維持の建て前から $P$ は現在株価を意味する。分子の $E_A(S+X) - E_A(S)$ は新投資後の一株当りの期待収益と新投資前のそれとが相等しくなるために必要な追加的期待収益を表わしている。これが一般に収益株価率と呼ばれているものであって、既存投資と同質の期待収益の流れを証券市場が評価する場合の資本還元率を示すのである。ソロモンによれば、この $k_e$ をこえる期待収益率をもたらず新投資は、企業の純現在価値を高めて株式市場価値を増大させることになるのである。<sup>(21)</sup>なお、新投資の期待収益率の不確実性が既存のそれよりも大なる場合には、企業全体の利益に衝撃を与えて市場はより高い資本還元率を要求するから、新投資後の市場価値は低下する筈であり、かかる質の低下を量の増大によって補うために、この場合の新投資の最低限の期待収益はそれだけ大とならざるをえないことにならう。<sup>(22)</sup>

ところで、右の基本定式それ自体は、新株発行の資本コストを示すものではあるが、ソロモンはこの基本定式を出発点として、つぎに順次に、さきに示した前提条件を取り去り、利益の内部留保によるいわゆる成長要因や他人資本の利用などの条件を導入して、複雑な現実的条件のもとにおける資本コスト測定の方法を展開しながら、収益



株価率が経営的不確実性のみでなく財務的不確実性をも総合的に反映しうる関係にあることを示している。多少の煩雑さをいとわずに、ソロモンに従ってこの関係をみれば、つぎのごとくである。

いま仮りに、Bを発行社債の市価、Sを発行株式の市価、Vを企業の総市場価値とし、Oを年度営業収益、Fを年度社債利子、Eを年度純益として資本コストをみれば、つぎの関係式がえられる。なお、分析の単純化のために、資本構成は社債と株式のみから成り、既存投資と新投資の期待収益の質は等しく、かつ課税効果を無視するものと仮定する。

$$B = \frac{F}{k_i} \quad \text{あるいは} \quad k_i = \frac{F}{B} \quad (2)$$

$$S = \frac{E}{k_e} \quad \text{あるいは} \quad k_e = \frac{E}{S} \quad (3)$$

$$V = \frac{O}{k_o} \quad \text{あるいは} \quad k_o = \frac{O}{V} \quad (4)$$

右の関係式において、 $k_i$ は社債の実質利廻りを、 $k_e$ は収益株価率を、 $k_o$ は平均資本コストを示すが、 $V = B + S$ 、 $O = F + E$ であるから、この三つの資本コストの相互関係は、つぎの(5)式で示される。

$$k_o = \frac{E + F}{B + S} = \frac{k_e S + k_i B}{B + S} \quad (5)$$

いま仮りに  $w_1 = S / (S + B)$ 、 $w_2 = B / (S + B)$  として、(5)式に代入整理すれば、 $k_o$ 、 $k_e$  についてつぎの式がえられる。

$$k_o = k_e w_1 + k_i w_2 \quad (6)$$

$$k_e = k_o + (k_o - k_i) \frac{B}{S} \quad (7)$$

さて、ソロモンによれば、 $k_o$ は、(4)式および、(6)式から明かなように、企業の営業収益Oの流れの質、すなわち経営的不確実性を反映し、市価基準による資本構成比率——いわゆるレバレッジ (Leverage) ——によって加重平均して求められる。また、 $k_e$ は、(3)式および(7)式から明かなように、企業の所有者に帰属する純益Eの流れの質を反映し、 $k_o$ に財務的不確実性の調整値  $(k_o - k_i) \frac{B}{S}$  を加えたものとして表現されるから、それは単に経営的不確実性のみでなく、財務的不確実性をも総合的に反映することが可能であるというのである。<sup>(23)</sup>そしてソロモンは、新投資の期待収益の質ならびに調達資本の構成が既存のそれと異なり、かつ課税効果を考慮に入れなければならないような最も具体的な条件に論及して、つぎの結論を導き出している。すなわち、すべての投資案に対して単一の共通な尺度を適用する加重平均資本コスト  $k_e$  は、右の現実的な条件に対応することができないのに対して、収益株価率  $k_e$  はそれに適応できる可能性と方法を兼ね備えているから、投資決定に有効な資本コストの具体的指標としては、収益株価率の方が平均資本コストよりも優れているというのである。<sup>(24)</sup>

以上のソロモンの主張は、要するに、何等かの方法で金融された場合の新投資によって、現在株主の一株当りの純益の量もしくは質が低下することがあれば、株式市場価値が下落するから、株主の立場から現在株価を維持するためには、現在の一株当りの期待収益と質量ともに相等しい利益が、最低限、新投資に要求されねばならないとするものである。この見解が、さきに論及したデュランドの所説と同様に、一種の持分均衡観に立っていることは、あらためて指摘するまでもないであろう。

(20) E. Solomon, "Theory", pp. 42 and 51.

(21) Ibid., pp. 41, 46 and 51.

(22) 諸井勝之助「資本予算の基本問題(3)」東京大学『経済学論集』第三〇巻第二号、五六〜五七頁。

(23) E. Solomon, "Theory", pp. 70~74.

(24) Ibid., pp. 74~78.

なお、ソロモンによれば、一定の資本構成を前提とし、かつ既存投資の期待収益の質と新投資のそれとが相等しい場合には、収益株価率基準によっても、平均資本コスト基準によっても、ともに正しい結果がえられる。したがって、この場合には収益株価率が平均資本コストかの問題は重要でないといわれる。これらに関するソロモンの主張については、柴川教授の前掲論攷に詳しく述べられているので、ここでは割愛する。なお、柴川教授の論攷は、ソロモンの所論の全内容を極めて包括的に紹介されたものである。

#### 〔C〕 収益株価率基準に対する諸批判

ゴードンもまた、新投資は最低限、現在の株式市場価値を維持するものでなければならぬとする見地から、資本コスト概念の考え方と測定方式を展開している。しかし彼の場合には、証券市場における株式評価の客観的傾向からみて、株価形成の基礎が期待収益の流列の現在価値ではなく、「成長的な配当流列」(growing stream of dividends)の現在価値にあることを強調し、期待配当株価率をもって投資決定に有効な資本コストの基本的尺度とすべきことを主張しているのである。<sup>(25)</sup>このような結論が導き出されるのも、配当と内部留保への利益の分割割合が株式市場価値に決定的な意味を有すると考えられるからにはかならないが、<sup>(26)</sup>ともあれ、ゴードンはかかる見地から、まず最初に最も簡単な情況のもとの配当流列法による株式評価の基本モデルを設定し、つぎに経営的不確実性や他人資本の利用による自己資本純益の確率分布の変化ならびに財務流動性の変化などの財務的不確実性の問題を順次導入した

がら、不確実性要因を包括的かつ「客観的」に資本コストに加味する方法を示しているのである。

ところで、彼の示した配当流列法の基本モデルには、いわゆる成長要因が含まれている。すなわち、そのモデルにおいては、企業は外部市場からの資本調達を行わずに留保利益によって新投資資金を賄い、その内部投資の再投資利益率は現在のそれと相等しく、かつその収益もコンスタントな割合で配当と留保利益に分割されるという前提条件が指定されている。このような仮定のもとで、一定比率で成長してゆくと期待される配当増加額を現在の配当額に加味したところの期待配当の流列を現在価値に割引いたもの、これが株式市場価値に他ならないというのである。<sup>(27)</sup> そうだとすると、現在の留保利益は将来の配当増加を約束し、その期待配当増加額の現在価値、つまり株価上昇による資本利得を約束するから、この場合、期待配当の成長要因を決定的に規定するものが収益にはかならないことは、指摘するまでもないであろう。したがって、成長要因を含む場合の投資決定の基本指標として、収益株価率をとるべきか期待配当株価率をとるべきかの議論それ自体は、あまり重要な意味をもつものではないのである。

事実、投資決定の基本的指標として収益株価率と配当株価率のいずれをとるにしても、利益留保による成長要因を考慮に入れるのであれば――これが最も現実的である――、ともに相等的い結果がえられることは、J・リントナーやミラー、モジリアーニおよびソロモン等によって既に明かにされているところであり、<sup>(28)</sup> ゴードン自らもまた認めていなかったわけではない。<sup>(29)</sup>

モジリアーニ、ミラーは、市場評価法を最も強く支持してその理論的深化を意図したが、会社総資本の平均コストと収益株価率の動向ならびに投資決定基準について、通説とは際立った対照を示す独自の理論――いわゆるM・Mの三命題――を展開したために、多くの論議をまき起したことは周知のとおりである。しかし、その議論の主たる対象は、資

本構成と資本コストの関連についてであるので、その立ち入った考察はⅡ項にゆずるとして、ここでは当面の不確実性問題に限って考察することにしよう。

モジリアーニ、ミラーの理論を特徴づけるものは、「等価利益クラス」(equivalent return class)あるいは「同質的危険クラス」(homogeneous risk class)とよばれる概念と「裁定取引」(arbitrage)を中心とした資本市場の均衡化原理とを援用して、不確実性問題の体系的な解決を意図したことである。

ここに「等価利益クラス」というのは、ある企業の発行する株式からえられる利益が、同じクラスに属する他の企業のそれと相互に同質的なものと評価され、その株式が完全に代替性(correlation)をもつと考えられる企業集団に、上場会社を分類することを意味する<sup>(30)</sup>。したがってこの概念は、製品の種類、生産技術ならびに市場占有度など、総じて企業の独占度によって規定される企業資産の利益の質Ⅱ経営的不確実性に対して証券市場が同程度と評価している企業集団を意味するわけである。そしてモジリアーニ、ミラーによれば、この等価利益クラスごとに証券市場の要求する固有の資本還元率が存在し、しかもそれは、資本構成如何にかかわらず常に一定であると考えられるというのである。この関係の成立を基礎づけるものが、合理的な投資家の裁定取引とよばれる資本市場均衡化のメカニズムである。

すなわち、モジリアーニ、ミラーによれば、ある企業が他人資本の利用を高めて総資本の平均コストを安くし、企業の発行証券の総市場価値(企業の市場価値)を高めようとしても、投資家全体がそれに対応して、財務的危険の多い当該企業の株式を売却し、借金までしても同一等価利益クラスに属する企業の有利な株式を購入するか、あるいは安全度の高い社債と交換しようとする。このような投資家行動の結果、当該企業の株式市価は低下して収益株価率が

増大し、それによって、安い他人資本コストの有利さは完全に中和化され、企業の総資本の平均コストは、利子の損金算入にもとづく課税効果を無視すれば、常に一定に落着くというのである（いわゆる第一命題<sup>(31)</sup>）。

以上は、モジリアーニ、ミラーの資本市場における部分的均衡成立の理論を極めて簡略化したものであるが、この論議の過程から容易に窺われるように、企業の平均資本コストがその企業の属する等価利益クラスに固有の資本還元率に等しいこと、また、他人資本の利用度にいわば比例して自己資本負担の財務的危険プレミアムが要求され、収益株価率が比例的に上昇する関係にあることが含著的に示されている（資本構成の変化に伴なう収益株価率の動向を明示したのが、いわゆる第二命題）。そしてモジリアーニ、ミラーは、この平均資本コスト均衡化のメカニズムからして、投資決定の基準、すなわち現在株価を維持するための最少限の期待収益が、市場利子率や収益株価率ではなく、その企業の属する等価利益クラスに固有の資本還元率、つまり平均資本コストでなければならないとの結論を導き出したのである（いわゆる第三命題<sup>(32)</sup>）。

さて、平均資本コスト、収益株価率ならびに投資決定基準についてのモジリアーニ、ミラーの見解は、註(18)で述べたように、負債比率のある妥当な範囲までは収益株価率は一定であり、平均資本コストはU字型に経過するとみる伝統的な見解と鋭く対立する観を呈しているが、それはともかくとして、モジリアーニ、ミラーが、証券市場の評価を基礎にして、不確実性要因を総合的かつ体系的に把握しようとしたことは、以上の論議から明かである。すなわちそれは、

経営的不確実性——等価利益クラス概念による上場会社の分類

財務的不確実性——平均資本コスト均衡化の過程における収益株価率の比例的な変化

という対応関係に明瞭に示されているのである。勿論、等価利益クラスという概念や裁定取引の考え方を援用した思考様式の現実妥当性については多くの異論が生ずるであろうし（Ⅰ項参照）、また、例えば企業の新投資の収益の質が既存のそれと異なる場合、この企業の新投資後に属する等価利益クラスは、以前のそれではなくなるであろうから、この概念によって経営的不確実性要因がどれほど解決されるかについても、疑問は残るであろう。

しかしながら、資本コストの動向や投資決定基準に関する伝統的な見解との違いについてみると、ソロモンが述べているように、両者の差異が現実的に意味をもつのは、「負債比率がある妥当な範囲」をこえた場合であって、その妥当な範囲内では問題ではないのである<sup>(33)</sup>。しかも、「負債比率の妥当な範囲」についても、伝統的な理論は何等理論的に解明していないのであって、それを一義的に明かにすることはもとより不可能である。その範囲は、ソロモンも認めているように、正に金融機関の有する函数であって、企業の当面する経営的不確実性を金融機関がいかに評価するかにかかっているからである<sup>(34)</sup>。それは結局、産業企業と銀行との融合・癒着の度合に依存するのである。そうだとすれば、資本コストの動向や投資決定基準に関する両者の差異は、一般に考えられているほどの重要な意味をもつものではないであろう。むしろモジリアーニ、ミラーもまた、現在株価維持の観点から、不確実性要因を資本コストに有機的に織りこもうとしている点では、正にソロモン等の主張する通説と本質的には全く同一の思考線上に立っているのである。

(25) Cf. M. J. Gordon, *op. cit.*, pp. 43~44, 54 and 100.

(26) *Ibid.*, Chap. 5.

ゴードンは、株価形成にとって収益よりも配当政策如何が決定的な意味をもつ理由として、リスクないし不確実性を忌避する一般投資家の行動と留保利益の再投資利益率の変化の可能性とを挙げている。すなわち、利益留保によって配当支払がそれ

だけ将来に延ばされればされる程、その不確実性が増大し、それはまた再投資利益率の変化の可能性によって増大せしめられるから、投資家は、それに対応した高い割引率で将来の配当額を現在価値に割引くためであるといふのである——ibid., pp. 62~66.

- (27) M. J. Gordon, op. cit., pp. 43~46 and 50. cf., M. J. Gordon and E. Shapiro, *Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit*, in E. Solomon, ed., "Management", pp. 142~144.

本文の叙述を明確にするために、「ゴードンの示した株式評価の基本モデルと資本コストの決定モデルとを示しておこう。

t 年後の株式市場価値を  $P_t$ 、配当額  $D_t$ 、収益を  $Y_t$  とし、株式一株当りの利益率を  $r$ 、利益留保率を  $b$ 、成長要因を含む期待配当利廻り  $\parallel$  資本コストを  $k$ 、現行配当利廻りを  $D_0/P_0$  とすれば、本文で示した前提条件のもとでは、株式一株当りの利益は年々  $rb$  の割合で成長するから、まずつぎの関係式がえられる。

$$D_t = (1-b) Y_t \quad (1)$$

$$Y_t = Y_0 (1+rb)^t = Y_0 e^{rbt} \quad (2)$$

株主が株式において期待する収益は、将来の永続的な配当の流れであるから、 $t=0$  における株式市場価値  $P_0$  は、

$$P_0 = \int_0^{\infty} D_t e^{-kt} dt \quad (3)$$

である。(1)式と(2)式によって(3)式を書きかえれば、

$$P_0 = \int_0^{\infty} (1-b) Y_0 e^{rbt} e^{-kt} dt \\ = (1-b) Y_0 \int_0^{\infty} e^{-t(k-rb)} dt \quad (4)$$

である。 $k > rb$  であるか否か、これを積分すれば、つぎの(5)式がえられる。

$$P_0 = \frac{(1-b) Y_0}{k-rb} \quad (5)$$

この(5)式がゴードンの示す株式市場価値評価の基本モデルである。この式から投資の最低必要収益率  $\parallel$  資本コスト  $k$  は、つ



のうちにどつて来ぬらば。

$$k = \frac{(1-b) Y_0}{P_0} + br = d + br \quad (6)$$

すなわち、現行配当利廻りに留保利益の再投資から期待される成長率をプラスしたものが、現在株価を維持するための投資決定の基準たる資本コストであることがわかる。

- (28) J. Lintner, "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations," *Review of Economic Statistics*, Aug. 1962, p. 256. M. H. Miller & F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares," *Journal of Business*, Oct. 1961, pp. 411~434. E. Solomon, "Theory", pp. 57~59. cf., E. M. Lerner & W. T. Carleton, "The Integration of Capital Budgeting and Stock Valuation," *American Economic Review*, Sept. 1964, pp. 686~687.

- (29) M. J. Gordon, *op. cit.*, p. 66.

- (30) F. Modigliani and M. H. Miller, *op. cit.*, pp. 154~155.

モジリアーニ・ミラーの理論については、既に多くの紹介があるが、それを包括的に紹介・検討されたものとして、小野二郎「資本コストと資本構成」神戸大学経営経済研究所『経済経営研究』第十四号(Ⅱ)、井出正章「資本構成・資本費用とMM命題」立正大学『経済学季報』第十四卷三・四号、市村前掲書第四章などが参照されるべきであろう。

- (31) *Ibid.*, pp. 155~158.

モジリアーニ・ミラーの裁定取引の考え方については、例えば市村教授の前掲書に具体例をもって詳しく説明されている——同書一七六~一八三頁。

- (32) *Ibid.*, pp. 173~176.

株式市場価値極大化のための投資決定基準を平均資本コスト、すなわちその企業の属する等価利益クラスに固有の資本還元率とするモジリアーニ・ミラーの主張の論拠の詳細については、井出前掲論攷一九〇頁以下参照。

- (33) E. Solomon, "Theory," p. 109ff.

- (34) *Ibid.*, p. 117.

企業の投資決定論の基本的性格 (二)

(4) 市場評価法における持分均衡観をめぐる問題点

いささか詳細になりすぎた嫌いがあるが、以上は、投資決定基準に関する証券市場評価法の代表的な諸説の内容を示したものである。再三指摘したことではあるが、この方法の基本的な特徴は、現在株主の所有する株式の市場価値を最低限維持しなければならないとする一種の持分均衡観に立ち、証券市場の「客観的」な評価に依拠して、「不完全・不確実」の条件下における投資決定に有効な資本コストの概念と測定方式を解明しようとしているところにある。これをさきに検討した確実性等価法と比較した場合、その主張者達が誇示しているように、確かにそれは「主観的要素の介人」を排除して、不確実性要因を体系的かつ合理的に解決している方法であるように見えるのである。

第二節Ⅲ項で述べたように、近代株式会社における資本の証券化<sup>35</sup> 擬制資本の創出と証券市場の発展に伴って、資本金は彼の投下した資本を随時回収することが可能となり、「自由な貨幣資本は、それが貸付資本としてのその本来の機能において確定利子付貸付への投下を競争するのと同様に、そのものとして、すなわち利子付資本として、株式への投下を競争する。これらの種々の投下可能性をめぐる競争は、株式の価格を確定利子付投下の価格に接近させて、株主にとって産業利潤からの収益を利子に帰着させる<sup>35</sup>」。この利潤を生む現実資本を利子を生む擬制資本に評価替する過程で、現実資本（いわゆる「生産的投資」）のもたらす収益の質的ならびに量的な差異は、個々の投資家にとっては「利子率で資本還元された収益に基づく彼の資本の評価によって、絶えず克服され<sup>36</sup>」、均等化されるのである。この評価が実際的となり、社会的かつ客観的に妥当するための基礎が証券市場の発展に他ならないことは、いうまでもないであろう。端的にいうと、生産的投資の収益の質的・量的差異は、株式市場価値の差異において客観的

に表現される。したがって、当面の不確実性問題を証券市場の評価に依拠して処理しようとする市場評価法の「客観性」は、一応首肯することができるのである。

しかしながら、右のような証券市場の現実の諸過程は、決して矛盾なく進行するものではない。その評価過程においては、「もはや資本は特定の大きさとしては現われず、また、この大きさは利潤の大きさに対して決定的としては現われない。むしろ、利潤が特定の大きさとして確定されて現われ、この大きさに従って資本の大きさが規定される。この規定は……創業者利得の獲得を可能にし且つその高さを規定するものである。現実の諸関係は逆倒されて現われる」<sup>(37)</sup>のである。そしてこの過程は、株主層の内部における一般株主と大株主への分化と対立とを、すなわち、零細な多数の一般株主の貸付資本家への不断の転落と無機能化とをもたらしと同時に、少数の大株主による創業者利得やその他の利得の収取と支配集中とをもたらし。これは最早、周知の事柄であろう。

ところが、株主の持分均衡観に立つ市場評価法においては、客観的な証券市場の評価に依拠するとはいっても、それは、収益の質や配当ならびに資本構成などの諸変数と株式市価との函数関係というような現象的な表面を、いわば証券アナリストや取引所人の眼をもってひとんでしているにすぎないのであって――註(18)参照――、右にのべたような経済的諸関係の本質に対する理解もなければ、「現在株主」の内部における支配株主と一般株主の対立という視点もない。したがって、この理論の誇示する投資決定基準の「客観性」や「合理性」について、多くの疑問が残るのである。

まず、この方法によって測定される不確実性下の資本コストが合理的かつ客観的であると主張する論拠は、屢々述べたように、それが株式市価に表現される証券市場の客観的かつ平均的な収益期待に依拠しているという点にあって。しかしながら、いかに証券市場の客観的な評価に依拠するとはいえ、それは将来の株式市価の発展動向に対する

経営者の投資時点における事前の予測に他ならない。したがって、その事前の予測が諸事象の経過したのちにおける評価と一致するという保証があつて、はじめて、その客観性を主張しうるのであつて、それが期し難いことはいうまでもないであらう。だから、ここで主張されている資本コスト測定の客観性は、結局のところ、企業の経営者や支配者の主観的な判断の域外にあるものではないのである。

もとより、ケインズも述べているように、近代株式会社と証券市場の発展にともなつて、多数の投資の不断の交替を通じて投資が日々再評価されるとともに、企業の経営者がこの客観的な評価に規制されて、投資の期待収益を確定し、資本の大きさとその採否を決定することも現実である(第二節Ⅲ項参照)。また、近代株式会社の支配者や経営者は、自らの企業の実情を知悉し、政治、経済や産業部門の諸動向をも知りうるところから、株式市場の発展方向を予知することも、また株式市場に影響を及ぼすことも不可能なわけではない。しかし、このような事情は、企業の支配者や経営者をして、例えば株式発行や株式流通の過程で、一般株主の犠牲において多大の資本利得を収取したり、生産的投資に不可避の不確実性や危険を一般株主に転嫁したりすることを可能にさせるのである。それは決して「現在株主」一般の立場を保証するものではない。

さて、ここまで問題をみてくると、デュランド等が不確実性問題を意識的かつ積極的に取り上げ、それを包括的に体系化するために、従来の「利潤極大化の原理」から「株式市場価値極大化の原理」に視点を移すべきことを強調するとともに、証券評価の理論をその体系に導入することを不可欠の要件とすべきことを主張したことは、現在の支配的な投資理論の基本的性格を占ううえで、極めて注目すべき事柄であると思われる。というのは、生産的投資に不可避の不確実性要因やリスク要因に対する証券市場の評価傾向と株式市場価値の発展方向を「客観的」に予知すること

によって、企業は、それらの要因をどれだけだ一般投資家に転嫁しうるかを見透すことも可能になると思われるからである。そうだとすれば、一見極めて「客観的かつ科学的」にみえるこの理論は、その主張者達の主観的意図はどうあれ、企業の大株主や支配者の立場に立つた極めて寄生性・腐朽性に富む方法であると考えられてくるのである。

ところで、持分均衡観に立脚する市場評価法は、その主張や方法の「客観性」を裏付けるものとして依拠したところの客観対象そのものに内在する矛盾や本質的諸関係を洞察することができないために、その論理展開のうえにおいても、いくつかの難点を含んでいる。

モジリアーニ、ミラー等の主張しているところによれば、株式市場価値の極大化を基礎とするこのアプローチのもとでは、企業の個々の投資計画の採否は、それが株式市価を上昇させるか否かのテストによって究極的に決定される。もしそれが株式市価を上昇せしめるのであれば、実施される価値があり、そうでないとすれば、その期待収益は企業の限界資本コスト以下であると考えられるというのである<sup>(38)</sup>。この基本的な思考様式から、新投資の資本コストは最低限、現在株価を維持する収益でなければならぬとする基本命題が導き出され、デュラント等の主張に端的に示されるように、資本コストの確定のために、既存投資にもとで現在の株式市価と新投資後の株式市価の動向との比較考察が、したがって証券評価理論の導入が不可欠の要件とされているわけである。

ところが、このような思考様式や理論モデルにおいては、既にゴードン等が気付いていながら十分に解決しえなかったことであるが<sup>(39)</sup>、一種の循環論に陥ち入らざるをえないのである。というのは、新投資の採否は、それが株式市価を上昇せしめるか否かのテストによって究極的に決定されるというのであれば、そのためには新投資後の株式市価の動向が知られていなければならず、さらにそれを知るためには、企業全体としての投資予算の規模や資本調達方法と、

それらに対応する危険プレミアムや資本コストを一応既知としなければならぬ。しかし反面、この方法がその解を求めている投資決定基準たる資本コストは、新投資後の株式市価の動向が明かにされてはじめて「客観的」に確定される関係におかれているからである。

なお、右に関連して付言するならば、これらの投資決定論においては、例えば、個々の単一の新投資計画と株式市価との関連、あるいは新投資を賄う資本調達方法と株式市価との関連というように、ただ二つの変数間の関係の問題を限定して考察し、一定期間内における総投資計画を企業全体として同時的かつ総合的に評価決定するという問題がなおざりにされているのが一般的である。しかし現実には、株式市価、企業全体としての資本予算規模、資本調達方法ならびに配当政策などの諸変数は、総合的かつ同時的に決定されるのであって、個々の投資計画ごとに株式市価に関連づけながら、それを評価決定するというようなことは、観念的にはともあれ、現実的には不可能といわねばならないであろう。<sup>(40)</sup>

さらにこの投資決定論は、正に株主の持分均衡観に立つがゆえに、留保利益の資本コストに関してもまた解き難い難問に逢着する。

この理論の建て方からすれば、留保利益の資本コストは、一般につきのように考えられている。すなわち、企業が利益を留保して内部投資すれば、株主はそれだけの追加配当を受けた場合に稼得できる機会を失うから、その内部投資の期待収益は、それが約束する株価上昇によって、少くともこの見送られた配当額に相当する価値を株主にもたらしものでなければならぬ。そしてそれが、結局は収益株価率になると考えられているのである。このように留保利益の資本コストを株主の機会原理とみる思考様式が、ソロモン等の主張する個人利用基準 (personal use criterion)

である。<sup>(41)</sup>

ところで、留保利益の資本コストは、内部投資の可能性をどれだけ切捨てるべきかの基準を示す筈のものであるから、それは同時に、適正な配当政策の決定に係わる問題でもある。ところが、株主の機会原価からその資本コストを誘導して、見送られた配当額と内部投資の約束する株式市価の上昇にもとづく資本利得とが一致するところに、その資本コストを求めらるべきであるとするならば、そのためには、一定の配当額と内部留保額とへの利益分割が既に知られているものとして前提されなければならないであろう。それはまた、どれだけの内部投資の可能性を放棄しなければならぬかが判っているときに、はじめて可能である筈である。しかし反面、その内部投資の決定は、それを前提としてはじめて確定される資本コストに依存することになるから、ここでもまた、明かに投資計算は不可能となるであろう。<sup>(42)</sup>

そればかりではない。ソロモンをはじめ多くの人々が自ら容認しているように、この思考様式からすれば、当然に考慮しなければならぬ個人所得税の問題を考えに入れてくると、現実には、個人所得税率が累進的であるために、個々の株主相互間において税率が異なり、また所得税率と資本利得税率との間に相当の格差があるから、株主の持分均衡観に立つ個人利用基準によっては、留保利益の資本コストを一義的に確定することが不可能となるのである。

そこで、この難問を克服する方法として、この基準にかえて、いわゆる外部利廻り基準 (external yield criterion) を利用すべきことが一般に主張されている。この外部利廻り基準は企業の外部投資の機会を基準とするものであって、企業の内部投資によって排除される代替的な投資の最高の価値、つまり内部投資によって失われた外部投資の機会原価をもって、留保利益の資本コストとする考え方である。ソロモン等によれば、資本市場が合理的に機能す

ると仮定すると、企業にとっては既存投資の利益の質と量とに等しい収益(率)をもたらず外部投資の機会がえられるから、この基準による資本コストもまた収益株価率に等しくなる。そこで、この基準をもって個人利用基準にかえることができる<sup>(43)</sup>というのである。

しかしながら、外部利廻り基準による資本コストは、疑いもなく企業の観点からみた機会原価であって、この理論の基本的な建て前とする株主の持分均衡観とは、明かにその観点を異にするものである。したがって、その議論は、「資本市場の合理的な機能」というような現実妥当性の疑わしい仮定をもちこむことによって、巧みにその観点を移行させているのであって、さきの難問に対する首尾一貫した解決法とはいえない。むしろ、以上のような無意味な議論の展開のなかに、株主の持分均衡観に立脚する投資決定理論の破綻と無意味さを、自ら露呈しているといわねばならないであろう。

(35) ヒルファードング『金融資本論』前掲邦訳上巻一七七頁

(36) 同邦訳二二四頁

(37) 同邦訳二四五頁

(38) F. Modigliani & M. H. Miller, *op. cit.*, p. 152.

なお、このような主張が、<sup>44)</sup> <sup>45)</sup> <sup>46)</sup> <sup>47)</sup> <sup>48)</sup> <sup>49)</sup> <sup>50)</sup> <sup>51)</sup> <sup>52)</sup> <sup>53)</sup> <sup>54)</sup> <sup>55)</sup> <sup>56)</sup> <sup>57)</sup> <sup>58)</sup> <sup>59)</sup> <sup>60)</sup> <sup>61)</sup> <sup>62)</sup> <sup>63)</sup> <sup>64)</sup> <sup>65)</sup> <sup>66)</sup> <sup>67)</sup> <sup>68)</sup> <sup>69)</sup> <sup>70)</sup> <sup>71)</sup> <sup>72)</sup> <sup>73)</sup> <sup>74)</sup> <sup>75)</sup> <sup>76)</sup> <sup>77)</sup> <sup>78)</sup> <sup>79)</sup> <sup>80)</sup> <sup>81)</sup> <sup>82)</sup> <sup>83)</sup> <sup>84)</sup> <sup>85)</sup> <sup>86)</sup> <sup>87)</sup> <sup>88)</sup> <sup>89)</sup> <sup>90)</sup> <sup>91)</sup> <sup>92)</sup> <sup>93)</sup> <sup>94)</sup> <sup>95)</sup> <sup>96)</sup> <sup>97)</sup> <sup>98)</sup> <sup>99)</sup> <sup>100)</sup> <sup>101)</sup> <sup>102)</sup> <sup>103)</sup> <sup>104)</sup> <sup>105)</sup> <sup>106)</sup> <sup>107)</sup> <sup>108)</sup> <sup>109)</sup> <sup>110)</sup> <sup>111)</sup> <sup>112)</sup> <sup>113)</sup> <sup>114)</sup> <sup>115)</sup> <sup>116)</sup> <sup>117)</sup> <sup>118)</sup> <sup>119)</sup> <sup>120)</sup> <sup>121)</sup> <sup>122)</sup> <sup>123)</sup> <sup>124)</sup> <sup>125)</sup> <sup>126)</sup> <sup>127)</sup> <sup>128)</sup> <sup>129)</sup> <sup>130)</sup> <sup>131)</sup> <sup>132)</sup> <sup>133)</sup> <sup>134)</sup> <sup>135)</sup> <sup>136)</sup> <sup>137)</sup> <sup>138)</sup> <sup>139)</sup> <sup>140)</sup> <sup>141)</sup> <sup>142)</sup> <sup>143)</sup> <sup>144)</sup> <sup>145)</sup> <sup>146)</sup> <sup>147)</sup> <sup>148)</sup> <sup>149)</sup> <sup>150)</sup> <sup>151)</sup> <sup>152)</sup> <sup>153)</sup> <sup>154)</sup> <sup>155)</sup> <sup>156)</sup> <sup>157)</sup> <sup>158)</sup> <sup>159)</sup> <sup>160)</sup> <sup>161)</sup> <sup>162)</sup> <sup>163)</sup> <sup>164)</sup> <sup>165)</sup> <sup>166)</sup> <sup>167)</sup> <sup>168)</sup> <sup>169)</sup> <sup>170)</sup> <sup>171)</sup> <sup>172)</sup> <sup>173)</sup> <sup>174)</sup> <sup>175)</sup> <sup>176)</sup> <sup>177)</sup> <sup>178)</sup> <sup>179)</sup> <sup>180)</sup> <sup>181)</sup> <sup>182)</sup> <sup>183)</sup> <sup>184)</sup> <sup>185)</sup> <sup>186)</sup> <sup>187)</sup> <sup>188)</sup> <sup>189)</sup> <sup>190)</sup> <sup>191)</sup> <sup>192)</sup> <sup>193)</sup> <sup>194)</sup> <sup>195)</sup> <sup>196)</sup> <sup>197)</sup> <sup>198)</sup> <sup>199)</sup> <sup>200)</sup> <sup>201)</sup> <sup>202)</sup> <sup>203)</sup> <sup>204)</sup> <sup>205)</sup> <sup>206)</sup> <sup>207)</sup> <sup>208)</sup> <sup>209)</sup> <sup>210)</sup> <sup>211)</sup> <sup>212)</sup> <sup>213)</sup> <sup>214)</sup> <sup>215)</sup> <sup>216)</sup> <sup>217)</sup> <sup>218)</sup> <sup>219)</sup> <sup>220)</sup> <sup>221)</sup> <sup>222)</sup> <sup>223)</sup> <sup>224)</sup> <sup>225)</sup> <sup>226)</sup> <sup>227)</sup> <sup>228)</sup> <sup>229)</sup> <sup>230)</sup> <sup>231)</sup> <sup>232)</sup> <sup>233)</sup> <sup>234)</sup> <sup>235)</sup> <sup>236)</sup> <sup>237)</sup> <sup>238)</sup> <sup>239)</sup> <sup>240)</sup> <sup>241)</sup> <sup>242)</sup> <sup>243)</sup> <sup>244)</sup> <sup>245)</sup> <sup>246)</sup> <sup>247)</sup> <sup>248)</sup> <sup>249)</sup> <sup>250)</sup> <sup>251)</sup> <sup>252)</sup> <sup>253)</sup> <sup>254)</sup> <sup>255)</sup> <sup>256)</sup> <sup>257)</sup> <sup>258)</sup> <sup>259)</sup> <sup>260)</sup> <sup>261)</sup> <sup>262)</sup> <sup>263)</sup> <sup>264)</sup> <sup>265)</sup> <sup>266)</sup> <sup>267)</sup> <sup>268)</sup> <sup>269)</sup> <sup>270)</sup> <sup>271)</sup> <sup>272)</sup> <sup>273)</sup> <sup>274)</sup> <sup>275)</sup> <sup>276)</sup> <sup>277)</sup> <sup>278)</sup> <sup>279)</sup> <sup>280)</sup> <sup>281)</sup> <sup>282)</sup> <sup>283)</sup> <sup>284)</sup> <sup>285)</sup> <sup>286)</sup> <sup>287)</sup> <sup>288)</sup> <sup>289)</sup> <sup>290)</sup> <sup>291)</sup> <sup>292)</sup> <sup>293)</sup> <sup>294)</sup> <sup>295)</sup> <sup>296)</sup> <sup>297)</sup> <sup>298)</sup> <sup>299)</sup> <sup>300)</sup> <sup>301)</sup> <sup>302)</sup> <sup>303)</sup> <sup>304)</sup> <sup>305)</sup> <sup>306)</sup> <sup>307)</sup> <sup>308)</sup> <sup>309)</sup> <sup>310)</sup> <sup>311)</sup> <sup>312)</sup> <sup>313)</sup> <sup>314)</sup> <sup>315)</sup> <sup>316)</sup> <sup>317)</sup> <sup>318)</sup> <sup>319)</sup> <sup>320)</sup> <sup>321)</sup> <sup>322)</sup> <sup>323)</sup> <sup>324)</sup> <sup>325)</sup> <sup>326)</sup> <sup>327)</sup> <sup>328)</sup> <sup>329)</sup> <sup>330)</sup> <sup>331)</sup> <sup>332)</sup> <sup>333)</sup> <sup>334)</sup> <sup>335)</sup> <sup>336)</sup> <sup>337)</sup> <sup>338)</sup> <sup>339)</sup> <sup>340)</sup> <sup>341)</sup> <sup>342)</sup> <sup>343)</sup> <sup>344)</sup> <sup>345)</sup> <sup>346)</sup> <sup>347)</sup> <sup>348)</sup> <sup>349)</sup> <sup>350)</sup> <sup>351)</sup> <sup>352)</sup> <sup>353)</sup> <sup>354)</sup> <sup>355)</sup> <sup>356)</sup> <sup>357)</sup> <sup>358)</sup> <sup>359)</sup> <sup>360)</sup> <sup>361)</sup> <sup>362)</sup> <sup>363)</sup> <sup>364)</sup> <sup>365)</sup> <sup>366)</sup> <sup>367)</sup> <sup>368)</sup> <sup>369)</sup> <sup>370)</sup> <sup>371)</sup> <sup>372)</sup> <sup>373)</sup> <sup>374)</sup> <sup>375)</sup> <sup>376)</sup> <sup>377)</sup> <sup>378)</sup> <sup>379)</sup> <sup>380)</sup> <sup>381)</sup> <sup>382)</sup> <sup>383)</sup> <sup>384)</sup> <sup>385)</sup> <sup>386)</sup> <sup>387)</sup> <sup>388)</sup> <sup>389)</sup> <sup>390)</sup> <sup>391)</sup> <sup>392)</sup> <sup>393)</sup> <sup>394)</sup> <sup>395)</sup> <sup>396)</sup> <sup>397)</sup> <sup>398)</sup> <sup>399)</sup> <sup>400)</sup> <sup>401)</sup> <sup>402)</sup> <sup>403)</sup> <sup>404)</sup> <sup>405)</sup> <sup>406)</sup> <sup>407)</sup> <sup>408)</sup> <sup>409)</sup> <sup>410)</sup> <sup>411)</sup> <sup>412)</sup> <sup>413)</sup> <sup>414)</sup> <sup>415)</sup> <sup>416)</sup> <sup>417)</sup> <sup>418)</sup> <sup>419)</sup> <sup>420)</sup> <sup>421)</sup> <sup>422)</sup> <sup>423)</sup> <sup>424)</sup> <sup>425)</sup> <sup>426)</sup> <sup>427)</sup> <sup>428)</sup> <sup>429)</sup> <sup>430)</sup> <sup>431)</sup> <sup>432)</sup> <sup>433)</sup> <sup>434)</sup> <sup>435)</sup> <sup>436)</sup> <sup>437)</sup> <sup>438)</sup> <sup>439)</sup> <sup>440)</sup> <sup>441)</sup> <sup>442)</sup> <sup>443)</sup> <sup>444)</sup> <sup>445)</sup> <sup>446)</sup> <sup>447)</sup> <sup>448)</sup> <sup>449)</sup> <sup>450)</sup> <sup>451)</sup> <sup>452)</sup> <sup>453)</sup> <sup>454)</sup> <sup>455)</sup> <sup>456)</sup> <sup>457)</sup> <sup>458)</sup> <sup>459)</sup> <sup>460)</sup> <sup>461)</sup> <sup>462)</sup> <sup>463)</sup> <sup>464)</sup> <sup>465)</sup> <sup>466)</sup> <sup>467)</sup> <sup>468)</sup> <sup>469)</sup> <sup>470)</sup> <sup>471)</sup> <sup>472)</sup> <sup>473)</sup> <sup>474)</sup> <sup>475)</sup> <sup>476)</sup> <sup>477)</sup> <sup>478)</sup> <sup>479)</sup> <sup>480)</sup> <sup>481)</sup> <sup>482)</sup> <sup>483)</sup> <sup>484)</sup> <sup>485)</sup> <sup>486)</sup> <sup>487)</sup> <sup>488)</sup> <sup>489)</sup> <sup>490)</sup> <sup>491)</sup> <sup>492)</sup> <sup>493)</sup> <sup>494)</sup> <sup>495)</sup> <sup>496)</sup> <sup>497)</sup> <sup>498)</sup> <sup>499)</sup> <sup>500)</sup> <sup>501)</sup> <sup>502)</sup> <sup>503)</sup> <sup>504)</sup> <sup>505)</sup> <sup>506)</sup> <sup>507)</sup> <sup>508)</sup> <sup>509)</sup> <sup>510)</sup> <sup>511)</sup> <sup>512)</sup> <sup>513)</sup> <sup>514)</sup> <sup>515)</sup> <sup>516)</sup> <sup>517)</sup> <sup>518)</sup> <sup>519)</sup> <sup>520)</sup> <sup>521)</sup> <sup>522)</sup> <sup>523)</sup> <sup>524)</sup> <sup>525)</sup> <sup>526)</sup> <sup>527)</sup> <sup>528)</sup> <sup>529)</sup> <sup>530)</sup> <sup>531)</sup> <sup>532)</sup> <sup>533)</sup> <sup>534)</sup> <sup>535)</sup> <sup>536)</sup> <sup>537)</sup> <sup>538)</sup> <sup>539)</sup> <sup>540)</sup> <sup>541)</sup> <sup>542)</sup> <sup>543)</sup> <sup>544)</sup> <sup>545)</sup> <sup>546)</sup> <sup>547)</sup> <sup>548)</sup> <sup>549)</sup> <sup>550)</sup> <sup>551)</sup> <sup>552)</sup> <sup>553)</sup> <sup>554)</sup> <sup>555)</sup> <sup>556)</sup> <sup>557)</sup> <sup>558)</sup> <sup>559)</sup> <sup>560)</sup> <sup>561)</sup> <sup>562)</sup> <sup>563)</sup> <sup>564)</sup> <sup>565)</sup> <sup>566)</sup> <sup>567)</sup> <sup>568)</sup> <sup>569)</sup> <sup>570)</sup> <sup>571)</sup> <sup>572)</sup> <sup>573)</sup> <sup>574)</sup> <sup>575)</sup> <sup>576)</sup> <sup>577)</sup> <sup>578)</sup> <sup>579)</sup> <sup>580)</sup> <sup>581)</sup> <sup>582)</sup> <sup>583)</sup> <sup>584)</sup> <sup>585)</sup> <sup>586)</sup> <sup>587)</sup> <sup>588)</sup> <sup>589)</sup> <sup>590)</sup> <sup>591)</sup> <sup>592)</sup> <sup>593)</sup> <sup>594)</sup> <sup>595)</sup> <sup>596)</sup> <sup>597)</sup> <sup>598)</sup> <sup>599)</sup> <sup>600)</sup> <sup>601)</sup> <sup>602)</sup> <sup>603)</sup> <sup>604)</sup> <sup>605)</sup> <sup>606)</sup> <sup>607)</sup> <sup>608)</sup> <sup>609)</sup> <sup>610)</sup> <sup>611)</sup> <sup>612)</sup> <sup>613)</sup> <sup>614)</sup> <sup>615)</sup> <sup>616)</sup> <sup>617)</sup> <sup>618)</sup> <sup>619)</sup> <sup>620)</sup> <sup>621)</sup> <sup>622)</sup> <sup>623)</sup> <sup>624)</sup> <sup>625)</sup> <sup>626)</sup> <sup>627)</sup> <sup>628)</sup> <sup>629)</sup> <sup>630)</sup> <sup>631)</sup> <sup>632)</sup> <sup>633)</sup> <sup>634)</sup> <sup>635)</sup> <sup>636)</sup> <sup>637)</sup> <sup>638)</sup> <sup>639)</sup> <sup>640)</sup> <sup>641)</sup> <sup>642)</sup> <sup>643)</sup> <sup>644)</sup> <sup>645)</sup> <sup>646)</sup> <sup>647)</sup> <sup>648)</sup> <sup>649)</sup> <sup>650)</sup> <sup>651)</sup> <sup>652)</sup> <sup>653)</sup> <sup>654)</sup> <sup>655)</sup> <sup>656)</sup> <sup>657)</sup> <sup>658)</sup> <sup>659)</sup> <sup>660)</sup> <sup>661)</sup> <sup>662)</sup> <sup>663)</sup> <sup>664)</sup> <sup>665)</sup> <sup>666)</sup> <sup>667)</sup> <sup>668)</sup> <sup>669)</sup> <sup>670)</sup> <sup>671)</sup> <sup>672)</sup> <sup>673)</sup> <sup>674)</sup> <sup>675)</sup> <sup>676)</sup> <sup>677)</sup> <sup>678)</sup> <sup>679)</sup> <sup>680)</sup> <sup>681)</sup> <sup>682)</sup> <sup>683)</sup> <sup>684)</sup> <sup>685)</sup> <sup>686)</sup> <sup>687)</sup> <sup>688)</sup> <sup>689)</sup> <sup>690)</sup> <sup>691)</sup> <sup>692)</sup> <sup>693)</sup> <sup>694)</sup> <sup>695)</sup> <sup>696)</sup> <sup>697)</sup> <sup>698)</sup> <sup>699)</sup> <sup>700)</sup> <sup>701)</sup> <sup>702)</sup> <sup>703)</sup> <sup>704)</sup> <sup>705)</sup> <sup>706)</sup> <sup>707)</sup> <sup>708)</sup> <sup>709)</sup> <sup>710)</sup> <sup>711)</sup> <sup>712)</sup> <sup>713)</sup> <sup>714)</sup> <sup>715)</sup> <sup>716)</sup> <sup>717)</sup> <sup>718)</sup> <sup>719)</sup> <sup>720)</sup> <sup>721)</sup> <sup>722)</sup> <sup>723)</sup> <sup>724)</sup> <sup>725)</sup> <sup>726)</sup> <sup>727)</sup> <sup>728)</sup> <sup>729)</sup> <sup>730)</sup> <sup>731)</sup> <sup>732)</sup> <sup>733)</sup> <sup>734)</sup> <sup>735)</sup> <sup>736)</sup> <sup>737)</sup> <sup>738)</sup> <sup>739)</sup> <sup>740)</sup> <sup>741)</sup> <sup>742)</sup> <sup>743)</sup> <sup>744)</sup> <sup>745)</sup> <sup>746)</sup> <sup>747)</sup> <sup>748)</sup> <sup>749)</sup> <sup>750)</sup> <sup>751)</sup> <sup>752)</sup> <sup>753)</sup> <sup>754)</sup> <sup>755)</sup> <sup>756)</sup> <sup>757)</sup> <sup>758)</sup> <sup>759)</sup> <sup>760)</sup> <sup>761)</sup> <sup>762)</sup> <sup>763)</sup> <sup>764)</sup> <sup>765)</sup> <sup>766)</sup> <sup>767)</sup> <sup>768)</sup> <sup>769)</sup> <sup>770)</sup> <sup>771)</sup> <sup>772)</sup> <sup>773)</sup> <sup>774)</sup> <sup>775)</sup> <sup>776)</sup> <sup>777)</sup> <sup>778)</sup> <sup>779)</sup> <sup>780)</sup> <sup>781)</sup> <sup>782)</sup> <sup>783)</sup> <sup>784)</sup> <sup>785)</sup> <sup>786)</sup> <sup>787)</sup> <sup>788)</sup> <sup>789)</sup> <sup>790)</sup> <sup>791)</sup> <sup>792)</sup> <sup>793)</sup> <sup>794)</sup> <sup>795)</sup> <sup>796)</sup> <sup>797)</sup> <sup>798)</sup> <sup>799)</sup> <sup>800)</sup> <sup>801)</sup> <sup>802)</sup> <sup>803)</sup> <sup>804)</sup> <sup>805)</sup> <sup>806)</sup> <sup>807)</sup> <sup>808)</sup> <sup>809)</sup> <sup>810)</sup> <sup>811)</sup> <sup>812)</sup> <sup>813)</sup> <sup>814)</sup> <sup>815)</sup> <sup>816)</sup> <sup>817)</sup> <sup>818)</sup> <sup>819)</sup> <sup>820)</sup> <sup>821)</sup> <sup>822)</sup> <sup>823)</sup> <sup>824)</sup> <sup>825)</sup> <sup>826)</sup> <sup>827)</sup> <sup>828)</sup> <sup>829)</sup> <sup>830)</sup> <sup>831)</sup> <sup>832)</sup> <sup>833)</sup> <sup>834)</sup> <sup>835)</sup> <sup>836)</sup> <sup>837)</sup> <sup>838)</sup> <sup>839)</sup> <sup>840)</sup> <sup>841)</sup> <sup>842)</sup> <sup>843)</sup> <sup>844)</sup> <sup>845)</sup> <sup>846)</sup> <sup>847)</sup> <sup>848)</sup> <sup>849)</sup> <sup>850)</sup> <sup>851)</sup> <sup>852)</sup> <sup>853)</sup> <sup>854)</sup> <sup>855)</sup> <sup>856)</sup> <sup>857)</sup> <sup>858)</sup> <sup>859)</sup> <sup>860)</sup> <sup>861)</sup> <sup>862)</sup> <sup>863)</sup> <sup>864)</sup> <sup>865)</sup> <sup>866)</sup> <sup>867)</sup> <sup>868)</sup> <sup>869)</sup> <sup>870)</sup> <sup>871)</sup> <sup>872)</sup> <sup>873)</sup> <sup>874)</sup> <sup>875)</sup> <sup>876)</sup> <sup>877)</sup> <sup>878)</sup> <sup>879)</sup> <sup>880)</sup> <sup>881)</sup> <sup>882)</sup> <sup>883)</sup> <sup>884)</sup> <sup>885)</sup> <sup>886)</sup> <sup>887)</sup> <sup>888)</sup> <sup>889)</sup> <sup>890)</sup> <sup>891)</sup> <sup>892)</sup> <sup>893)</sup> <sup>894)</sup> <sup>895)</sup> <sup>896)</sup> <sup>897)</sup> <sup>898)</sup> <sup>899)</sup> <sup>900)</sup> <sup>901)</sup> <sup>902)</sup> <sup>903)</sup> <sup>904)</sup> <sup>905)</sup> <sup>906)</sup> <sup>907)</sup> <sup>908)</sup> <sup>909)</sup> <sup>910)</sup> <sup>911)</sup> <sup>912)</sup> <sup>913)</sup> <sup>914)</sup> <sup>915)</sup> <sup>916)</sup> <sup>917)</sup> <sup>918)</sup> <sup>919)</sup> <sup>920)</sup> <sup>921)</sup> <sup>922)</sup> <sup>923)</sup> <sup>924)</sup> <sup>925)</sup> <sup>926)</sup> <sup>927)</sup> <sup>928)</sup> <sup>929)</sup> <sup>930)</sup> <sup>931)</sup> <sup>932)</sup> <sup>933)</sup> <sup>934)</sup> <sup>935)</sup> <sup>936)</sup> <sup>937)</sup> <sup>938)</sup> <sup>939)</sup> <sup>940)</sup> <sup>941)</sup> <sup>942)</sup> <sup>943)</sup> <sup>944)</sup> <sup>945)</sup> <sup>946)</sup> <sup>947)</sup> <sup>948)</sup> <sup>949)</sup> <sup>950)</sup> <sup>951)</sup> <sup>952)</sup> <sup>953)</sup> <sup>954)</sup> <sup>955)</sup> <sup>956)</sup> <sup>957)</sup> <sup>958)</sup> <sup>959)</sup> <sup>960)</sup> <sup>961)</sup> <sup>962)</sup> <sup>963)</sup> <sup>964)</sup> <sup>965)</sup> <sup>966)</sup> <sup>967)</sup> <sup>968)</sup> <sup>969)</sup> <sup>970)</sup> <sup>971)</sup> <sup>972)</sup> <sup>973)</sup> <sup>974)</sup> <sup>975)</sup> <sup>976)</sup> <sup>977)</sup> <sup>978)</sup> <sup>979)</sup> <sup>980)</sup> <sup>981)</sup> <sup>982)</sup> <sup>983)</sup> <sup>984)</sup> <sup>985)</sup> <sup>986)</sup> <sup>987)</sup> <sup>988)</sup> <sup>989)</sup> <sup>990)</sup> <sup>991)</sup> <sup>992)</sup> <sup>993)</sup> <sup>994)</sup> <sup>995)</sup> <sup>996)</sup> <sup>997)</sup> <sup>998)</sup> <sup>999)</sup> <sup>1000)</sup>

(39) M. J. Gordon, *op. cit.*, p. 50.

この点については、註(27)で示した株式評価の基本モデル——(5)式と、資本コストの基本モデル——(6)式とをみれば、一目瞭然である。なお、ゴードンはこの循環論を裁ち切る方法として、モジリアーニ、ミラーのいわゆる等価利益クラスの概念と類似の考え方を取り入れようとしている。

(40) Cf., E. M. Lerner & W. T. Carlton, *op. cit.*, P. L. Cheng & J. P. Shelton, A Contribution to the



Theory of Capital Budgeting—the Multi - Investment Case, Journal of Finance, Vol X V III, No. 4, 1963.

これからの論攷においては、従来の投資決定論が看過してきた総投資計画案の全体的評価の問題が意識的に取り上げられ、伝統的な投資理論の問題の建て方に対する一つの批判的な在り方として、多数の投資計画と資本調達方法ならびに株式評価の同時的決定に関する問題が積極的に展開されている。

(41) E. Solomon, "Theory", pp. 52~53.

(42) Cf., H. Albach, a. a. O., SS. 42~47. 前掲邦訳五〇~五一頁。

(43) E. Solomon, "Theory", pp. 53~56. なお、この問題については、前掲拙稿参照。

(未完)