

企業の投資決定論の基本的性格（完）

— 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（以上第十九巻第四号）
- 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
 - (2) 「確実性等価法」とその問題点

企業の投資決定論の基本的性格

- (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(以上第二十卷第一号)
- Ⅱ 資本構成と資本コストとの関連(以下本号)
- (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(承前)

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

既に前項でも述べたように、不確実性下の投資決定基準として有効に機能する資本コストⅡ最低目標利益率を規定するためには、証券評価あるいは企業の総市価の評価が不可欠の理論的前提とされるにいたっている。このことは、現在の支配的な投資決定論が投資計画の予想収益に必然的に伴なう不確実性要因を処理するに当って、この要因に対する証券市場の評価を基礎にしてそれを資本コストに「客観的かつ有機的」に織りこもうとしているところからして、当然に要求される問題であった。

ところで、前項註(18)において簡単に述べておいたように、企業資本が自己資本と他人資本とから構成されている場合の株式評価や企業評価については、現在のところ、二つの相異なる見解の対立がみられるのである。もとより、

この評価理論をめぐる論議は前項で検討した財務的不確実性に関連する問題でもあるから、これをここであらためてとり上げることは、重複のそしりをまぬがれないかも知れない。しかし、本項では前項で触れえなかつた最適資本構成の問題に関連づけて、若干の残された問題に考察を加えておきたい。

多くの論争や紹介によつて知られているように、株式評価ならびに企業評価に関する理論としては、伝統的な純益法(net income method)と、モジリアーニ、ミラーによつて理論化された営業利益法(net operating income method)の二つの見解が対立している。

第一の純益法は、利子控除後の企業の純利益をある一定の「自己資本コスト」——一般的には収益株価率——で資本還元して、まず自己資本——株式資本の市価を求め、つぎに社債等の他人資本の市場評価額を加えて、企業の発行総証券の市価に企業価値を評価する方法である。したがつて、この方法では、資本構成に占める他人資本の割合、すなわちレバレッジ(Leverage)がある限度をこえて増加しない限り、自己資本コストは、資本構成の変化如何にかかわらず、一定のままに経過すると考えられているわけである。一般的には、確定的な他人資本コストは不確定な自己資本コストよりも小であるから、ある一定のレバレッジの限度内での自己資本コストを一定と仮定するがぎり、企業の総資本コストは平均資本コストは他人資本の比率の増大に伴つて低下すると考えられているのである。そして、ある一定の範囲を超えて他人資本が利用されると、その利用増加から生ずる財務的不確実性の増大によつて、自己資本コストが急激に上昇し、平均資本コストもまた上昇に転ずると考えるのである。

以上の考え方は、要するに、レバレッジの増加とともに平均資本コストがU字型に経過すると考えるのであり、平均資本コストの最低点、つまり、平均資本コストと限界資本コストとの一致点に最適資本構成、したがつてまた同じ

ことであるが、最適な資本調達方法の組み合わせが存在するとみるわけである。自己資本コストや平均資本コストの動向について、以上のように主張する論拠については必ずしも明確ではなく、デュランドの指摘するところによれば、この方法は、市場の動向では、通常、(1)社債の控え目な増加は普通株主の負担する危険を増加させず、(2)社債が控え目な割合で含まれている証券構成 (package of securities) は、普通株のみから成るものよりも、ヨリ高い市場価値を要求する、と主張しているだけである。⁽¹⁾ それは、市場の動向についてのきわめて常識的な主張をなすにとどまり、

「妥当な他人資本の利用」という場合のその妥当な範囲を理論的かつ説得的に明確に示すこともないのである。

これに対して、第二の営業利益法は、利子費用控除前の利益に、ある一定の総資本の平均資本コストを適用して、企業の総証券の市価 \parallel 企業価値をまず直接的に評価し、つぎに、それから他人資本の市場価値を控除して、株式資本の価値を求める方法である。したがって、この方法においては、利子控除前の営業利益の質および量が同一であるならば、企業の総証券の市価は、資本構成の如何にかかわらず、同一であると考えるのであり、当然のことながら、営業利益を資本還元する総資本の平均資本コストは、資本構成に無関係に一定であると規定するのである。したがって、総資本の平均コストを一定と仮定する限り、確定的な他人資本コストの方が不確実な営業利益を資本還元する平均資本コストよりも小であるのが一般的であるから、自己資本コスト——収益株価率は、他人資本比率の増大に伴って、いわば比例的に上昇すると考えているわけである。このように、資本構成如何にかかわらず平均資本コストが一定であり、逆に自己資本コストが資本構成如何によって変化すると考えるのは、安いコストの他人資本を利用してえられる自己資本純益の量的増大が、他人資本の利用に伴って生ずる純益の質の低下によって相殺されるとみるからである。⁽²⁾

ところで、この第二の見解は、モジリアーニ、ミラーによって、緻密な理論構成と実証的研究とを基にして体系化された。既に前項で論及したように、それは、「等価利益クラス」あるいは「同質的危険クラス」とよばれる概念と、「より高い利得を求める合理的な投資家の裁定取引」による資本市場の均衡成立のメカニズムとを理論的前提として、利子の損算入にもとづく課税効果を無視すれば、平均資本コストが資本構成如何にかかわらず変化しないということとを論証しようとしたものであった。モジリアーニ、ミラーによる営業利益法の提唱は、平均資本コストのU字型を主張する純益法の理論とは一見際立った対照を示すものであり、とりわけ、純益法が平均資本コストの最低のところ最適資本構成が存在すると主張するのに対して、モジリアーニ、ミラーの理論(以下MM理論と略す)は最適資本構成の存在を否定することにもなったから、これに関連して、多くの論議を呼び起こすことになった。換言すれば、営業利益法と純益法のいずれの評価法に立脚すべきかが、最適資本予算の決定、同じことであるが、最適投資の決定と最適な資本調達方法の決定とにとって、きわめて重要な意味をもつ問題として争われることになったのである。

(1) D. Durand, Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, in E. Solomon, ed., "Management", pp. 101~102.

なおデュランドによれば、このうちの第一の論点は殆んどメリットがなく、第二の論点はその正当性を主張しようといわれよう。

(2) 純益法と営業利益法との相違については、諸井教授が数式を用いて、明快に説明しておられる。本項の敘述も教授の明快な説明に依拠するところが多い。——諸井勝之助「企業評価における粗利益法」『経済学論集』第31巻第2号、九~十三頁。

なお、この二つの見解の相違について、ソロモンが示した具体例によって示せば、つぎのごとくである。

いま、同一の資産をもつXおよびYの二つの会社があり、両社は質・量ともに相等しい一、〇〇〇ドルの営業利益(年平均)を上げているが、X社は自己資本のみから成り、Y社は自己資本のほかに、四パーセントの利子付社債三、〇〇〇ドルを発行

企業の投資決定論の基本的性格

一四四

していると仮定しよう。

この場合、X社についてみれば、営業利益一、〇〇〇ドルは純利益と等しいから、この利益を、市場が一〇パーセントの還元率で資本化するとすれば、純益法と営業利益法のいずれの方法によっても、その企業価値、したがってまた、総証券の市価1,000ドル/0.10=10,000ドルである。

ところで、Y社についてみれば、いま四パーセントの確定利子付社債三、〇〇〇ドルは、市場において三、〇〇〇ドルと仮定し、さらに、単純化のために課税効果を除外すれば、純益法と営業利益法とは、自己資本コスト、平均資本コストおよび企業価値=総証券の市価について、それぞれ、つぎの表1のごとき相違が生ずる。

表 1

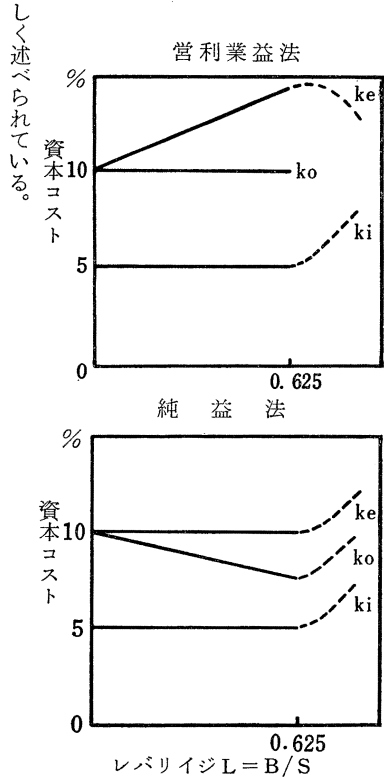
純 益 法	
営業利益(O)	\$ 1,000
社債利子(F)	\$ 120
自己資本純益(E)	\$ 880
自己資本コスト(ke) (一定と仮定される)	10%
株式資本の市価(S)	\$ 8,800
社債の市価(B)	\$ 3,000
企業の価値(V)	\$ 11,800
総資本化率(ko)	.08475 ※1
(平均資本コスト) あるいは	8.5%
※1 O/V=1,000/11,800	
営業利益法	
営業利益(O)	\$ 1,000
平均資本コスト(ko) (一定と仮定する)	10%
企業の価値(V)	\$ 10,000
社債の市価(B)	\$ 3,000
株式資本の市価(S)	\$ 7,000
自己資本コスト(ke) あるいは	.1257 ※2
	12.5%
※2 E/S=880/7,000	

すなわち、純益法では、自己資本コストは一定で一〇パーセント、平均資本コストは八・五パーセント、企業の市価は一、八〇〇ドルである。これに対して、営業利益法による場合には、自己資本コストは一二・五パーセント、平均資本コストは一〇パーセント、企業の総市価は一〇、〇〇〇ドルである。

さらに、ソロモンによって、資本コストと資本構成との関連についての両方法の違いを图示すれば、次頁の図1のごとくである。なお、記号keは自己資本コスト、koは平均資本コスト、kiは他人資本コスト、k_oは平均資本コスト、kiは他人資本コストを表わし、資本構成レバレッジは市価基準によるB/S、すなわち他人資本対自己資本の比率で表わして、これを横軸にとり、妥当な他人資本の限度を〇・六二五と仮定する。——E. Solomon, "Theory", pp. 81~84.

(3) モジリアーニ、ミラーは、彼等が強く主張した営業利益法の理論的な正当性を実証するために、一九五四年にF・B・アレンの行った電力事業会社四十三社の収益株比率および平均資本コストに関する研究と、一九五五年にR・スミスの行った石

図 1



油会社四十二社の収益株価率と資本構成に関する研究とを基礎にして、平均資本コストと財務構成が相関々係にはないこと、収益株価率が財務的不確実性（優位証券市価対普通株市価の比率で示される）と直線的な正の相関々係にあることを示している。このMM理論の実証的な論証の仕方に対しても、A・バーゼスがその資料操作上の難点を批判している。これについては、市村昭三『資本構造計画論』第四章第四節に詳

(2) 伝統的立場からのMM理論批判

同質・同量の営業利益をあげる諸企業あるいは諸資産は、その資本の調達方法の相違にかかわらず、同じ総市場価値をもち、したがってまた、平均資本コストは一定となると規定するMM理論の基本命題は、デュラントをはじめ多くの人々の批判の対象となった。これらの批判はきわめて多岐にわたるものであって、既にわが国でも数多く紹介されているが、その批判の仕方は、基本的には、二つに大別できると思われる。すなわち、その一つは、モジリアーニ、ミラーがその理論の正当性を論証するために「戦略的に重要な概念」として設定した、いわゆる等価利益クラスによる各企業の分類と裁定取引とに対する疑義であり、あとで検討するように、この理論に含まれている資本市場の完全競争と均衡成立のメカニズムに関する諸前提に対する批判である。他のひとつは、ソロモンの批判のように、M

企業の投資決定論の基本的性格

M理論の措定する諸前提を一応は容認しながらも、なお、M理論が内包する論理的な矛盾や撞着を批判するものである。そこでまず、M理論に対するソロモンの批判をみれば、つぎのごとくである。

ソロモンによれば、M理論は、ある妥当な範囲をこえて他人資本を利用しても、平均資本コストが一定であると主張する⁽⁵⁾。しかし、過度に他人資本を利用すれば、それにつれて他人資本コストは増大すると考えるのが現実的であるから(モジリアーニ、ミラーもまた、この点を容認している)⁽⁶⁾。この場合においてもなお平均資本コストが一定であるためには、自己資本コスト——収益株価率は他人資本の利用の増加につれて減少しなければならぬ。このことは、過度に借入を利用した会社の株式が妥当なレバレッジの範囲にある他の会社の株式よりも高く評価されるということの意味するわけであつて、いかにも非現実的な奇矯な言といわねばならない。これについてはモジリアーニ、ミラーもまた若干のコメントを付しているが、ともあれ、このような主張が成立するためには、裁定取引に従事する「より高い利得を求める合理的な投資家」が、過度の負債比率をもつ企業から期待される危険の多い利益を、妥当な借入れ水準を維持する企業から期待されるより確実な利益よりも高く評価するということを前提としなければならぬ。したがつて、これは合理的な投資家行動と資本市場の完全競争を仮定したM理論の前提と矛盾するといわねばならぬ⁽⁷⁾。というのである。

ところで、以上のソロモンの批判には傾聴すべき議論も含まれているが、これについては、既に諸井教授が詳細な再検討を試みられていることではあり⁽⁸⁾、また、株式会社社の発展とともに進展する擬制資本の運動法則との絡み合いにおいて企業の投資決定論の基本的な性格を検討しようとする本稿の課題からすれば、ソロモンの行ったこの内在的な批判については、これ以上立入る必要はないであらう。

さて、MM理論の基礎をなす裁定取引の考え方には、資本市場における完全競争の諸条件が前提とされているために、MM理論に対する批判は、例えば、一般投資家層における危険忌避の心理的要因や、証券取引に関する法的ならびに制度的な諸規制などの不完全競争の諸要因を指摘するという形で行われている。そこで、これらの批判点を明らかにするために、既に第一項で簡単に論及したことではあるが、重複を厭わずに、モジリアーニ、ミラーの裁定取引に関する思考様式を再度考察してみよう。

モジリアーニ、ミラーによれば、ある企業が資本コストの安い他人資本を利用して総資本コストを安くし、したがってまた、企業の総発行証券の市価 \parallel 企業価値を高めようとしても、投資家全体がそれに対応して、財務的不確性の高まった当該企業の株式を売却し、場合によっては借金をしても、同じ等価利益クラスに属する他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。このような合理的な投資家行動の結果、当該企業の株価は低下して収益株価率が増大し、安い他人資本コストの有利さはこれによって完全に中和化され、企業の総資本の平均コストは、課税効果を無視すれば、つねに一定に落着くことになるのである。この考え方をより判然とさせるために、屢々紹介されているバーゼスの具体例によって示せば、大要つぎのごとくである。⁽⁹⁾

いま、つぎの表2によって示されているような具体的資料をもつA・B二つの企業を仮定しよう。

表2から明かなように、A社は他人資本を全く利用しない、したがって、レバレッジはゼロであるが、B社は確定利子率四パーセントの他人資本を三〇、〇〇〇ドル利用し、したがって、レバレッジD/Vは二七・二七パーセントである。その結果として、営業利益が同質同量であるにかかわらず、B社の企業価値がA社のそれよりも大であるという不均衡が生じたでしょう。そしていま、市価一〇、〇〇〇ドルのB社の株式をもつ投資家を想定すれば、B社の

表 2

	A 社	B 社
予想営業利益 (\bar{X})	10,000ドル	10,000ドル
負債 (D)	0	30,000
利子 4% (rD)	0	1,200
自己資本純益 ($\bar{X}-rD$)	10,000	8,800
収益株価率	10%	11%
普通株市価 (S)	100,000	80,000
企業総価値 (S + D = V)	100,000	110,000
レバレッジ D/V	0	27.27%
D/S	0	37.50

表 3

① 裁定取引前の情況		
B社の株式市価		10,000ドル
収益株価率		11%
当該投資家の利益	(10,000ドル×0.11)	1,100
企業のレバレッジ	(30,000/110,000)	27.27%
② 裁定取引後の情況		
B社株式の売却額		10,000
借入金		<u>3,750</u>
A社株式の購入額		13,750
A社株の利益	(13,750×0.1)	1,375
借入金の利子	(3,750×0.04)	<u>150</u>
裁定取引後の利益		1,225
裁定取引前の利益		<u>1,100</u>
裁定取引後の利益増加額		125
個人勘定のレバレッジ (3,750/13,750)		27.27%

収益株価率は一一パーセントであるから、彼の予想収益は一、一〇〇ドルである。
 さて、以上のよ
 うな不均衡がある
 場合、B社の株式
 をもつ投資家は、
 不当に高く評価さ
 れているB社の株
 式を売却し、さら
 に三、七五〇ドル
 の借入れを行っ
 て、より安全確実
 なA社の株式の市
 価一三、七五〇ド

ルを買入れた方が有利であることを知るであろう。このような操作の過程を示せば、表3のごとくである。

すなわち、この投資家は、以上の裁定取引を行うことによつて、四パーセントの支払利子を差引いた後の彼の純所得が一、二二五ドルに達し、この操作前にB社株式を所有していたときの利益よりも一二五ドルだけ大なる所得をうる事が可能となる。この場合、当該投資家の個人勘定における借入金の利用の比率（これを home-made leverage と呼んでいる）と企業のレバレッジとが相等しくなっていることに注意しなければならない。すなわち、当該投資家も企業も同一条件で借入れを行うことが可能である。かくして、当該投資家のこのような証券取引は、他の投資家の同様の行為を誘発して、B社の株式の大量の売却がその株価を引下げ、収益株価率を高める。他方、A社の株式に対する需要増加がその株価を引上げ、収益株価率を低下させて、その結果、A、B二つの企業の総市価が均衡することになる。

以上が、モジリアーニ、ミラーの考える裁定取引と資本市場の均衡成立のメカニズムの概要である。それは、要するに、企業が資本構成を変化させることによつて平均資本コストを安くしようとしても、投資家の側で、企業の資本構成と同一の比率で、逆方向に財務上の操作を行ない、結局は、各企業の平均資本コストは均衡化するというのである。したがつて、これが可能であるためには、少くともつぎのような資本市場の完全競争の条件が充たされねばならないことが、デュランドやパーゼス等によつて指摘されている。ソロモンが適確に要約したところによれば、それらつぎのごとくである。⁽¹⁰⁾

- (1) 支払利子の課税効果を無視する。
- (2) 企業の負債と個人の負債との条件の差異を無視し、かつ、個々の投資家は、そのホーム・メイド・レバレッジが企業のレバレッジと等しくなるまで他人資本を利用して、マージン取引に従事することができ、それにつ

いては法的ならびに制度的な諸規制や心理的な阻止要因が加えられない。

(3) 株式市場と社債市場との間の資金の流通が妨げられない。

しかしながら、これらの完全競争の諸条件の多くは、現実には充たされえないというのが、多くの論者の主張するところである。

まず、第一の課税効果の問題であるが、これについては、モジリアーニ、ミラーもまた、支払利子の損金算入によってもたらさる課税効果を考慮すれば、平均資本コストがレバレッジの増加とともに低下することを容認しているから⁽ⁱⁱ⁾、ここでは差し当って問題はないであらう。

第二の条件については、それを阻害する要因として、概ねつぎの三つの局面が指摘されている。

その一つは、企業の負債に対する責任は有限であるのに対して、個人の負債の場合には無限責任を負わねばならないことから生ずるリスク忌避の問題であるといわれている。すなわち、投資家が一定の貨幣をもって、あるレバレッジをもつ会社の株式を所有する場合には、彼は有限責任を負えば済むが、彼が個人勘定においてマージン取引のために他人資本を利用した場合には、無限責任を負わねばならない。したがって、裁定取引にもなつて、このような追加的危険が生ずる限り、ある相当数の投資家は、借入をしてまでも裁定取引に従事しようとはしないであらう。したがって、投資家層には、追加的な危険を冒して借入れを行い、資本利得を受取るための裁定取引を行おうとする投資家と、追加的な危険負担を忌避して裁定取引を行わない投資家との二つの集団が存在する。だから、企業のレバレッジによる平均資本コストの低下を完全に中和化する全投資家の裁定取引が行われるとは考えられないのである。その二は、投機防止のために、マージン取引に対する法的な諸規制が存在することである。すなわち、投資家が

その所有証券を担保にして無制限に借入れを行い、それによって裁定取引を行うことが制限されているから、これらは、資本市場における完全競争を制限することになるというのである。さらに、その三は、通常、投資家個人が借入をする場合の利子率が企業のそれよりも高いという事実であり、したがって、MM理論のように、投資家と企業の借入条件とをともに同一のものと同提することはできないと主張するのである。

最後の第三の前提条件に対する批判としては、例えば、いわゆる機関投資の適格性の問題や親会社—子会社関係などの法的ならびに制度的な諸制約によって、株式市場内部ならびに株式市場と社債市場相互間の自由な資金の移動が阻害されていることが指摘されている。すなわち、例えば、その資金の性格からして安全性を希求される機関投資は、優良証券にその投資が限定されるが、この投資適格証券は非適格証券よりもその価格水準が高く維持され、その利廻りは実質以下に引下げられるというように、あるいはまた、ある種の金融機関は株式投資が制限されるというように、諸々の証券取引規制によって投資家の行動や態度に制限が加えられ、MM理論の想定する資本市場の均衡関係の成立が阻害されるというのである。

さて、以上のようなMM理論批判は、要するに、現実の資本市場における不完全競争の諸要因を列挙したものであって、それによって、完全資本市場——裁定取引を基礎として平均資本コスト一定の命題を導き出したMM理論の修正を迫るものであった。すなわち、企業が他人資本を利用して平均資本コストを安くし、企業価値を高めようとした場合に、モジリアーニ、ミラーが想定したように、「合理的な投資家」の全部が必ずしも企業のレバレッジと彼の個人勘定のレバレッジとを等しくするような方向で裁定取引を行うものではなく、したがってまた、同じ等利益益クラスに属する企業の総資本の平均コストを均等ならしめる関係が成立するものではないことを主張するのである。

たしかに、右の不完全競争の諸要因が資本市場に存在していることは、まぎれない事実であり、したがって、これらの諸要因を考慮せずに全投資家を一様に「合理的な投資家」としてのみ取扱い、彼等の完全自由な投資競争を前提としたMM理論の欠陥を、これらの批判は正しく衝いているように見えるのである。しかしながら、このようにただ不完全競争の諸要因や諸現象を列挙しただけで、果して現実の資本市場——証券市場の動向を十全に把握し、かつ、完全競争を前提としたMM理論の「抽象性」と不充分さを正しく批判したものといえるのであろうか。つぎに、この点について再検討を試みねばならない。

(4) 市村昭三、前掲書、第四章。後藤幸男『企業の投資決定論』第五章第六節。諸井勝之助前掲論文および「資本構成と資本コスト」『ビジネス・レビュー』第十三巻第2号。井出正章「資本構成・資本費用とM・M命題」立正大学『経済学季報』第十四巻第三・四号。柴川林也「資本コストをめぐる諸問題」『東京経大会誌』第四六巻等参照。

(5) ソロモンによれば、レバレッジと資本コストに関するMM命題は、借入資本比率を二つの範囲に分けて検討することが必要であるといわれている。すなわち、借入利子のもつ課税効果を無視すれば、

1 レバレッジがゼロからある仮定された妥当な比率に達する範囲までは、企業の平均資本コストが減少することはありえない。

2 ある妥当な範囲をこえるレバレッジの増大によって平均資本コストが増大することはありえない。

そして、ソロモンによれば、モジリアーニ、ミラーも認めているように、課税効果を考慮に入れるときには、レバレッジの増大に伴って平均資本コストは低下するから、この第一の範囲については、MM理論によるか、伝統的な理論によるかの問題は、あまり重要ではないが、第二の側面は、MM命題において重要な問題点になるといえるのである。——E. Solomon, "Theory", p.109.

(6) F. Modigliani and M. H. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in E. Solomon, ed., "Management", pp. 109~111.

- (7) E. Solomon, "Theory", pp.109~111.
- (8) 諸井勝之助「資本構成と資本コスト」。
- (9) A. Barges, The Effect of Capital Structure on the Cost of Capital, 1963, pp.80~84. 市村「前掲書」一七六~一七八頁。cf., E. Solomon, "Theory", pp.99~101.
- (10) E. Solomon, "Theory", pp.102~104. A. Barges, op. cit., pp.40~50 and 77~86. D. Durand, The Cost of Capital in an Imperfect Market: A Reply to Modigliani and Miller, in E. Solomon ed., "Management", pp.182~197. 市村「前掲書」一七九~一八二頁。柴川「前掲論文」四八~四九頁。
- なお、モジリアーニ、ミラーは、彼等の基本命題の正当性を裏付けるために、実証的な研究を行っている。しかし、この実証に関連する問題点として、彼等の命題にとつて「戦略的に重要な概念」とされた等価利益クラスの分類基準によつて上場会社を分類することが可能であるかどうかという点についても疑問が投げかけられてゐる。——E. Solomon, "Theory", pp.107~108. D. Durand, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Comment, AER, XLIX, pp.652~653. A. Barges, op. cit., pp.22~26. 市村「前掲書」第四章第四節。
- (11) F. Modigliani and M. H. Miller, op. cit., pp.178~179, ditto, Taxes and the Cost of Capital: Correction, AER, June 1963, pp.433~443. 井出「前掲論文」二二五~二二二頁。
- (12) デュランドは「このような関係をスーパー・プレミアム(Super-Premium)と呼ぶ」この概念を導入するが、デュランドの純益法と営業利益法とを折衷して「この相對立する企業評価法を統一的に説明しようと試みてゐる。——D. Durand, Cost of Debt and Equity Fund for Business: Trends and Problems of Measurement, in E. Solomon, ed., "Management", pp.102~104. 諸井「企業評価における粗利益法」一三三~一五頁。

(3) MM理論批判の再吟味

MM理論批判の再吟味に入る前に、まず最初に、資本市場——証券市場の一般的かつ基本的な動向について考察を加えておこう。

企業の投資決定論の基本的性格

周知のように、資本制生産の基礎のうえでは、貨幣は貨幣として有する使用価値のほかに、剰余価値——利潤を産む資本として機能するという使用価値を受けとる。この利潤を生産するための手段、つまり可能的資本としての属性において、貨幣は一種独特な商品となり、貨幣が資本として、同じことであるが資本そのものが商品として取引される。この独特な商品として取引される資本が利子生み資本であり、また、この資本として機能する使用価値の譲渡が貸付という形態をとることも、いまさら述べるまでもないであろう。

ところで、利子生み資本の運動は、可能的資本たる貨幣がその所有者たる貨幣資本家⇨所有資本家⇨企業家⇨機能資本家に貸付けられ、一定期間その手許において現実の資本として機能して利潤を生産したのちに、再び所有資本家の手許に利子を伴って還流する。しかし、この運動を形式的・現象的にみれば、機能資本家の手許で現実資本として機能する過程は消滅して、貨幣を一定期間手離せば、その期間の経過後には利子を伴って貨幣が復帰するという運動のみが顕われる。かくして、利子生み資本の運動は恰も機能資本とは無関係に、それ自身の独立した運動へと転化し、まさにその運動が剰余価値を獲得・実現する再生産過程から自立化するということによって、資本は単なる所有それ自体によって自らを増殖するという属性を顕わすことになる。つまり、貨幣は、商品の再生産過程から独立して、したがってまた、使用価値との直接的関係を失って、それ自身の価値を増殖することが可能となるのである。

資本制社会ではまた、資本の再生産過程において必然的に発生する諸支払のための準備、減価償却基金ならびに蓄積基金の積立、さらには個人的消費の繰り延べられた貯蓄などの諸形態において、絶えず大量の貨幣が流通過程から遊離する。その所有者が資本として充用しえないこれらの遊休貨幣は、信用を通じて企業に譲渡——貸付けられ、機能資本に転化する。これがいわゆる「資本信用」と呼ばれ、資本市場を形成することはいうまでもない。ここで取引

される資本としての特種な商品は、通常の商品のごとくに多様な使用価値をもつものではなく、すべて貨幣という価値の自立的形態で存在し、まったく無差別な同一形態で存在する。また、そこでは、一方の側には、目下遊休しているが価値増殖を求めている貨幣が立ち、他方の側には、それを機能資本に転化しようとする機能資本家の貨幣に対する需要が立つ。すなわち、貨幣という単一の同一形態に対する同質の貸手の群と借手の群とが相互に対立し、同質の需要と供給とが対立するのである。しかも、信用制度の発展とともに、市場に現われる遊休貨幣の多くが銀行—金融機関に集中され、同時に、それに対する需要もまた銀行に集中されるのであって、銀行によって代表される需要と供給の具体的な対立関係から、直接的に市場利子率が決定されるのである。かくして、利子率は与えられた各瞬間においては同等であり、かつ一般的であって、等しい資本額に対しては等しい収益を要求する資本の内的要求は、利子率の一般性と同等性においてその適切な表現を見出すのである⁽¹⁹⁾。

以上のような諸関係は、近代株式会社と証券市場の発展にもなつて、ますます発展する。

既に第二節でも論及したように、株式会社は「譲渡可能な株式制度」によって、株式会社は産業資本として投下される資本に、その所有者にとっては、純粹な貨幣資本——貸付資本の性格を与える。いうまでもなく、株主が企業に投下した資本は、一たん投下されたのちは産業資本として利潤獲得のための循環運動を永続的に描くから、株主はこのひとたび手離された資本を最早回収しえないが、譲渡可能な株式を売却することによって、彼の資本をいつでも貨幣形態で回収できる地位にあるからである。かくして、株主は、ひとたび産業に投下した資本——会社財産に対しては何らの請求権もまた直接的な所有権をも有せず、ただ、現実の資本の生み出す利潤の一分に對する請求権を有するにすぎないから、この利潤に對する彼の請求権たる株式を売却することによって、現実資本の再生産過程に何等

の影響をも与えることなしに、また、生産運動から何らの規定も受けずに、随時に彼の資本を回収できるのである。すなわち、この収益主義の取引はひとつの所有運動を意味するのであって、この所有移転は企業の生産活動からは孤立に、かつ生産に何等の影響を与えることなしに行われる。これがいわゆる「資本の動化」もしくは「資本の動員」であり、株式会社の資本が現実資本と擬資本の「二重の資本の存在」として現象するにいたることは、いうまでもないであらう。⁽¹⁴⁾

もとより、右の諸関係は証券市場の発達によって実際的となり、現実化されて、株式資本に十全な貨幣資本の性格を与える。証券市場の成立とともに、収益主義の取引への不断の刺戟が与えられ、⁽¹⁵⁾ 絶えず貨幣資本から株式資本へ擬資本に転化され、かつ擬制資本から貨幣資本に再転化する可能性が保証されているからである。逆にまた、この関係は、貨幣資本家が貸付可能な資本を株式形態で投下する場合にも、彼の本来の貸付資本家としての性格を保持させるのである。かくして、「自由な貨幣資本家は、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資本への投下を競争するのと同様に、そのものとして、つまり利子生み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自由な資本の競争は、株式の価格を確定利子付資本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⁽¹⁶⁾」のである。そしてこの利子への帰着とともに、株式会社においては、産業資本へのその転化が、それらの所有資本家に平均利潤ではなく、ただ平均利子をもたらささえすればよいという貨幣資本をもって経営される⁽¹⁷⁾。

以上のように、資本の動員は、資本主義的所有を収益請求権に転化し、かくすることによって、資本主義的生産過程をますます資本主義的所有の運動から独立させる。資本主義的所有は、いまや使用価値との一切の直接的関係を失

ない、素材的諸要素における資本の投下を実際に変更することなしに、自由に移転しうるのである。かくして、資本の有機的構成の高度化に伴って不断に生みだされる個別的諸利潤の不均等は、⁽¹⁸⁾個々の所有資本家にとつては、利子率で資本還元された収益にもとづく資本の評価によって絶えず克服され、その評価は証券市場において実現される。ここでは、等額の資本については同等の収益を受けとるといふ資本の同等が、その収益による評価——産業利潤からの収益の利子への帰着において実現されるのである。⁽¹⁹⁾

さて、資本市場——証券市場の一般的特質が以上に考察したごとくであるとすれば、それは、本来的には、完全自由な競争市場であると考えられるであろう。重ねて述べるまでもなく、そこで取引される資本としての独特な商品は、所有資本として、再生産過程内の機能資本とは無関係にそれ自身の自立化した運動に転化し、資本主義的所有の運動を資本主義的生産運動から独立化させる。いまや、所有移転は同時的な財貨移転を伴わない単なる所有名義——収益名義の流通となつて、使用価値との一切の直接的關係を失ない、価値増殖を求めざる貨幣資本は、その所有自体がより高い収益部面に随時かつ自由に移転でき、かくすることによつて、一般利子率で資本還元される収益の評価において、資本の一切の同等を表現することになるからである。

ところで、資本構成如何にかかわらず、その企業の平均資本コストが一定であると主張するMM理論は、裁定取引、すなわち、借入をしてまでもより高い資本利得を追求する「合理的な投資家」の完全自由な競争を前提条件とするものであった。このMM理論に対する批判が心理的ならびに法的な証券取引規制などの不完全競争要因を列挙する形で行われていることは、既に明らかにしたところである。もとより、現実の資本市場には、これらの批判を俟つまでもなく、諸々の不完全競争の要因が存在するであろう。しかしながら、資本市場——証券市場の内的な関連が既に考察

したごとくであるとするならば、その内的な論理は何等かの形で貫徹してゆく筈であつて、MM理論を批判する諸見解のように、ただ不完全競争の諸要因を列挙するだけでは不十分である。そして、その不充分さは、つぎにのべるごとき証券資本市場の具体的な価格形成のプロセスとメカニズムとを看過している点に明確に窺われる。

前述したように、擬制資本市場における収益請求権の価格形成は、その収益の高さと一般利子率の高さの二つの規定要因に懸っている。いうまでもなく、確定利子付債券の場合にはその収益が確定しているから、その価格変動は専ら一般利子率の変動に懸かるが、株式に於ては、その収益は不確定であり、したがつてまた、常に価格変動にもとづく差額利得——資本利得を獲得するための対象とされ、また、その売買によつて差額利得がえられるというまさにそのことによつて、株式流通に不断の刺戟が与えられ、資本の動化のための不断の市場の存在が保証されるのである。もとより株式形態で投下された貨幣資本に対する収益、つまり産業利潤は、個々の企業の競争によつて、一般的には平均利潤率によつて規定されるから、そのかぎりにおいて全く不確定であるわけではないが、個々の企業の個別の利潤の高さは平均利潤率から不断に乖離するのが常であり、さらに、株式に帰属する配当可能な利潤はまた、減価却政策や役員賞与ならびに内部留保政策などの多かれ少かれ恣意的な一連の財務政策によつても左右されるのである。そして、不確定的な個別的利潤を規定する右の諸契機は、同時に、零細な一般投資家の犠牲において、支配的かつ専門的な大資本家や投資機関、総じて少数の支配者団に多額の資本利得を獲得する可能性を与えるのである。

すなわち、株価変動を惹き起こす収益の高さが、右のような諸契機によつて規定されるとすれば、企業の実情に精通する支配者団は、配当可能な収益の高さがある程度まで左右しえ、それが株価に及ぼす変動を見透すことも、また、その大きな資本力によつて、その推移をある程度まで左右することも不可能ではない。逆に、零細な投資家大衆は表

面的な企業知識を有するにすぎず、彼等は専門的な大資本家や投資機関の指示する方向や市場の外面的な徴候に、いわば氣分的・情性的に追隨し、結局は、少数の大資本家に多額の資本利得を獻呈せしめられることになるのである。⁽²⁰⁾
これが擬制資本市場における競争と資本価値評価の具体的なプロセスとメカニズムであり、これについては、既に、
J・M・ケインズでさえも指摘していたところである。⁽²¹⁾

証券市場における証券取引の具体的な動向が、以上のように、少数の支配者団の資本利得を求める行動を中心に旋回するものであるとすれば、モジリアーニ、ミラーがその基本命題を導き出すために設定した裁定取引とその理論操作は、勿論、右のような擬制資本市場の具体的な動向の本質や矛盾をどれほど理解していたかは疑問であるが、しかし、それなりにその動向を反映させていたことを認めねばならないであろう。したがって、モジリアーニ、ミラーの裁定取引の考え方に対する批判、すなわち、企業のレバレッジと投資家のホーム・メイド・レバレッジとの均衡にもとづく企業の平均資本コスト低下の中和化、つまり、投資家個人の借入条件と企業の借入条件とを同一視しているという批判や、投資家層には、資本利得をうるための裁定取引に伴なう危険を冒さない投資家が存在し、彼等の危険忌避という心理的要因が完全競争を阻害するというような批判は、あまりにも一面的な批判であるといわねばならない。勿論、零細な一般投資家が借入れを行なう場合の条件は、企業のそれとは異なるであろうし、ごく一般的にいわれているように、投資家層には投機的な差額利得を追う投機愛好の投資家と安定的な収益を求める投資家層とが存在するとは、否定することができないであろう。しかしながら、証券取引や価格形成に支配的な影響力をもつ大資本は、例えば証券会社や保険会社のようにそれ自体法人組織形態をとり、産業的企業と同一条件で借入れを行い、また、その資本力と事情に精通した専門家という名声において、無知の一般投資家に直接・間接にその投資の方向を指示し、資

本利得をうるために一般投資家を彼等の望む方向に追隨せしめるのであつて、本項(2)で示した裁定取引に関する仮設例の操作(一四八頁以下参照)は、このような事情を多かれ少かれ現象的に反映していると考えられるのである。

同じようなことは、不完全競争の一要因として指摘されている法的ならびに制度的な証券取引諸規制についてもいえるであろう。既に述べたごとく、それらは、銀行、保険会社、投資信託、年金基金などのいわゆる機関投資家の裁定取引ならびに投資適格証券や一定限度以上の株式投資の制限などの証券取引上の諸規制であり、これらは株式の流通性や株式市場と社債市場間の資本移動を阻害し、MM理論の想定する産業企業のレバレッジと投資家の個人勘定におけるレバレッジとの代替関係による均衡成立を阻止する要因として作用するというのが、その批判点であつた。

しかしながら、機関投資の問題は、自己金融の発展に伴つて零細な一般投資家の会社証券に対する直接投資が減退し、彼等の個人貯蓄が諸々の形態で金融機関に集中され、これを通じての間接投資が増大したことを意味するわけであるが(次節参照)、それは同時にまた、私的所有下における貯蓄——投資の「社会化」を示す姿であり、必然的に社会的資本のますます多くの部分が少数の独占資本の直接的な管理下におかれ、その運動が彼等によつて直接的に支配されるにいたつたことを意味する。しかも、ここで問題とされている機関の投資適格証券は、安定的な収益をもたらすと期待される「優良証券」であり、それが主に、独占企業の発行する証券であることはいうまでもない。かくのごとくして、いまや資本市場はますます独占資本を中心に編成され、非独占的な諸企業への社会的資本の流れがますます妨げられるにいたるのであつて、その意味において、まさに資本市場は不完全競争なのである。

ところで、MM理論においては、既に考察したごとく、平均資本コストに関する基本命題を誘導するための「戦略的に重要な概念」として、等価利益クラス概念が設定され、この分類基準によつて上場会社をいくつかのクラスに

分類することが主張されていた。⁽²³⁾そして、各等価利益クラスごとにそれぞれの固有の資本還元率が存在し、ある等価利益クラスに属する諸企業のそれぞれの平均資本コストは、その資本構成如何にかかわらず、合理的な投資家全体の行い裁定取引によって、当該等価クラスに固有の資本還元率と同一水準に落ちつくことと主張されていた。したがって、MM理論においては、さし当って、この等価クラスに属する各企業の平均資本コストが同一になる関係を、同じことであるが、同一の等価利益クラスに属する諸企業の発行証券に対する自由競争を問題としていたのである。

既に本節第一項の(3)で明かにしたように、この等価利益クラスという概念は、各企業の収益の安定性——すなわち経営的不確実性に対する証券市場の評価に依拠して構成された概念であり、総じて、それは企業の独占力に照応して上場会社を分類するものである。また、不完全競争の要因として指摘されている金融機関の投資適格証券は、前に明かにしたように、主として独占企業の発行する証券であり、さらに、金融機関の株式投資割合に対する法的制限があるとしても、それらの機関は、その支配下にあるか、もしくはそれと密接な関係をもつ証券会社や投資会社などに資金を融通して、間接的に高い資本利得の実現を図るであろう。このような諸関連をみれば、独占企業についてみる限り、証券投資に関する制度的ならびに法的な諸規制が、それらの発行する諸証券相互間の自由な資金移動を妨げるとはいえないであろう。事実、独占的金融機関と融合している独占的産業企業においては、株式と社債との区別や資本構成の問題は、利子の課税効果を無視すれば、その資本コストの面においても、また、いわゆる財務流動性の面においても、あまり重要な区別ではなくなり、非独占的な企業の場合においてそれが重要視されていることは、既によく知られている事柄である。

さて、以上のように検討してみるならば、MM理論の資本市場——証券市場に関する諸仮定を批判する諸見解は、そ

における証券取引と資本価値評価の基本的な動向や内的関連に対する洞察にかけ、投資家層におけるリスク忌避の心理的要因や証券取引規制などの極めて現象的な要因を一面的に強調する嫌いがあるといわねばならない。しかし、だからといって、MM理論が正当であるというのではない。彼等もまた、投資家層における零細な一般投資家と支配的な大資本家ならびに機関投資家との分裂と対立などの本質的關係を見透すこともなく、また、不完全競争要因のもつ本質的意義を顧みることもなく、すべての投資家を一様に「より高い利得を求める合理的な投資家」としてしか理解しえず、資本市場の極めて一般的かつ抽象的な動向を強調しすぎている点で、その一面性が批判されねばならない。このようなそれぞれの見解のもつ一面性はまた、それぞれの企業評価ならびに証券評価に関する評価手続と諸仮定の一面性からも容易に窺われるところである。

すなわち、MM理論の立脚する営業利益法は、平均資本コストを一定と仮定して、営業収益の資本価値、つまり企業全体の価値を求め、それから社債の市価を差引いて株式市価を求めるものであった。他方、それに対立する純益法は、まず株式資本のコストを一定として株式市価を求め、それに社債の市価を加えて企業の総価値を求めるものであった。換言すれば、前者は企業評価公式をもって企業の発行証券の市価を求めてゆくものであり、後者は、個々の株式や社債のそれぞれについての証券市場の具体的な評価方法を通じて、企業資産の全体としての価値を求めるものである。このように、一見したところ、その評価過程や資本還元率に関する仮定は「本質的に相対立」しているごとくではあるが、それは、しかし、既述の株式会社社の譲渡可能な証券制と証券市場の発達とにもとづく資本の動化、現実資本と擬制資本の「二重の資本の存在」ならびに配当の利子への帰着という、一連の基本的な経済過程の進行とともに併存して顕われるつぎの二つの評価過程のそれぞれの一面を代表すると考えられるのである。

株式会社における資本の動化によって、貸付可能な資本の所有者が彼本来の貸付資本家として、株式会社の資本の出資者となり、かくして、株式会社の全資本はその所有者にとっては利子をもたらしさえすればよいという資本をもつて構成され、平均利潤率に規定される産業資本が一般利子率に規定される擬制資本の運動法則に規制されるようになるが、その過程は、一方においては、貸付資本の所有者たる証券投資家ないし証券市場が配当収益を一般利子率で利子生み資本に還元する過程と、他方では、かかる証券市場の評価を媒介として、機能資本家みずからもまた、企業に投下されて利潤を産む産業資本を利子を産む資本に評価替えし、資本の大きさや構成ならびに投資を決定する過程とが併存して顕われる。すなわち、会社の設立や合併および拡張投資などのために証券発行が行われる場合、かかる証券発行はつねに証券市場を通じての企業の再評価に導くとともに、機能資本家もまたその市場評価の動向に対する予測にもとづいて、全体としての企業の再評価を行ない、発行証券の総額やその構成を決定するのである。例えば、現実資本の大きさに見合う優先株と社債とを発行し、いわゆる創業者利得や暖簾に見合う普通株を発行することなどが、それである。

もとより、この二つの過程は相互に錯綜し、必ずしもつねに表裏一体的な現象として顕われるとは限らないのであって、それぞれその評価の前提や仮定を異にした独自の形態をとって現象することがありうるのである。だから、M理論が企業評価公式に立脚し、伝統的な見解が個々の株式評価の公式に立脚して、それぞれの企業評価や株式評価についての評価過程ならびに資本還元される収益や資本還元率についての仮定や前提を異にするのも、それは、右に述べたような本質的には全く同一の経済過程に根ざして顕われる二つの過程のそれぞれの一面的な現象形態に即して理論を構成しているからである。したがって、両者の差異は屢々いわれているような本質的な差異を示すものではない。

く、単なる表面的な差異にすぎないのであって、既に本節第一項の(4)でも述べたごとく、両者は本質的にはむしろ同一の理論であると考へねばならない。

(13) R・ヒルファデング『金融資本論』岩波文庫版、上巻一六〇～一六一頁および二四四頁。

(14) いうまでもなく、利子生み資本の範疇が確立されると、規則的に反覆される収入で譲渡されうるものは、その収入がすべて資本の利子とみなされて、一般利子率で資本還元された額に等しい価格を与えられる。収益名義たる株式の資本価値は、一収入の価格にすぎず、擬制的性格のものであって、株主が企業に投下した資本の価値と、収益名義の価格たる擬制資本の価値とは一応無関係である。したがって、擬制資本の運動は現実資本の運動に何等関係なく行われるだけではなく、価値的にも全く独立した存在となる。この擬制資本の価値と現実資本の価値との差が創業者利得にはかならないことは、あらためて述べるまでもない。

(15) 擬制資本市場の成立とともに、投機の可能性が与えられることはいうまでもない。他面、投機は、この市場を常に証券の受入れ準備のあるものとするために不可欠となる。なぜなら、売買によって差額利得が獲得されうることによって、売買への不断の刺激が与えられており、したがって受入れ準備のある市場の不断の存在が保証されているからである。——R・ヒルファデング、前掲邦訳、二四二～二四三頁。

(16) 同邦訳、一七七頁。

(17) 同邦訳、一七八頁。

(18) 資本の有機的構成の高度化に伴って、利潤率は低下傾向を示すとともに、利潤率の均等化傾向がますます強い抵抗を受ける。固定資本を主要構成部分とする生産資本を一生産部門から引上げて、それを他の生産部門に移すことが不可能となるからである。実際の均等化運動は、主として新たに蓄積される剰余価値を利潤率のより高い他の部門に投下することと、利潤率のより低い部門における新投下をやめることによって、極めて緩慢にかつ漸次的にしか行われえなくなるのである。

(19) R・ヒルファデング、前掲邦訳、二四四～二四五頁。

(20) 同邦訳、二三六～二四〇頁。

(21) J・M・ケインズ『雇傭・利子及び貨幣の一般理論』塩野谷訳、東洋経済新報社版、一八四～一八九頁。

すなわち、ケインズは、いわゆる株式の高度分散と「組織された証券市場」の発達とともに、ひとつの注目に値する特色的なことが生ずるとして、この間の事情をつぎのように述べている。

「普通の素人投資家のそれを超えた判断と知識とをもっている専門的な女人筋の間の競争によって、孤立した不知の個人の気まぐれが修正されるであろうと想像されていたかも知れない。しかしながら、偶々職業的投資家及び投機業者の精力と熟練とは主として別のことに注がれている。何故なれば、これらの人々の大多数が関心をもっていることがらは、事実上、大部分、投資物からその全存続期間にわたって得られるべき蓋然的な収益に関してすぐれた長期予測をなすことではなく、一般の大衆に僅か先んじて評価の惰性的な基礎の変化を予見することにあるからである。彼等の関心は、一投資物がそれを『蔵つておくため』買う人にとつて真に如何なる価値をもつかということにあるのではなく、三ヶ月とか一年後とかに、市場が群集心理の影響のもとに、それを如何に評価するであろうかということに存しているのである。——中略——

かくの如くして職業的投資家は、経験から見て市場の群集心理に最も多く影響するような種類の、情報や雰囲気の差迫った変化を先んじて予想することに余儀なく関心をもたしめられるのである。」

(22) ケインズはまた、「投資信託とか保険会社とかが屢々その投資証券からの所得のみでなく市場におけるその資本評価をも計算する場合のやり方は、通常慎重であると考えられているけれども、また後者の短期変動に余りにも多くの注意を向ける傾向もあるであろう」と指摘して、機関投資家が資本利得をうるために、一般投資家を彼等の望む方向に道連れにする事情を示している。——前掲邦訳、一八九頁註(1)参照。

(23) この等価利益クラスという概念を使用して、上場会社をいくつかのクラスに厳密に分類することが現実にも可能であるか否かについては、パーゼス等によって疑問が提起されている。しかし、上場証券について、発行会社の独占力に応じた格付が行われていることも事実である。——市村、前掲書、第四章第四節参照。

五 結びにかえて

さて、以上四節にわたって、最近の投資決定論の論理構造や投資価値の計算形式ならびにその内部におけるいくつ

企業の投資決定論の基本的性格

かの論争点を検討することによって、近代経済学の投資理論の具体的適用を目指すこれらの理論が、株式会社の発展とともに進展する擬制資本の運動法則に産業的投資を服さしめようとするものであることを明かにした。すなわち、このことは、既に明かにしたつぎのごとき投資決定論の理論的特徴から容易に窺われる。まず第一に、不確実性下の投資決定目標を単なる「利潤極大化」としてではなく、現在株主の所有する株式の「投資価値——市場価値極大化」として規定し、第二に、投資計画の価値評価の計算形式として、利子を生む擬制資本の価値評価の方法を適用し、第三に、不確実性下の投資決定を有効に導く決定基準として機能する最低目標利益率もしくは資本コストを、現在株主の株式投資価値を維持するために必要な「収益株価率」に關連づけて規定していることが、それである。

しかしながら、投資決定論の以上のような特質が明確にされたとはいへ、なお、ここに残された一つの問題がある。というのは、企業の拡張資金が主に証券発行によって調達されていた一九三〇年以前の株式会社の発展段階でならばともかく、三〇年代以降、とりわけ第二次大戦後の国家独占資本主義段階における独占的大企業の自己金融の増大——証券金融の衰退という情況のもとで、擬制資本の運動法則に立脚して産業的投資を規制しようとする投資決定論は、果してどのような現実的な意義と役割とをもつものであるか、また、いかなる理由で、それが学界ならびに実業界の支持をえているのが、問われなければならないからである。しかし、この問題に対しては、国家独占資本主義の段階における蓄積構造や資金循環構造の分析を通じて解答が与えられねばならないのであって、軽々に結論を下すことは許されないし、また、ここで充分な解答を与える用意を筆者は持ち合わせてはいないのである。したがって、これについては後日を期さねばならないが、差し当って、残された問題として、一、二の点を指摘しておこう。

いうまでもなく、自己金融の増大——外部金融への依存度の低下は、一方における巨額の独占利潤と、他方におけ

る配当利子化——配当性向の低下の進展とに基づく。すなわち、国家の財政投融資などの諸々の独占支持政策によって、独占企業は龐大な設備資金を賄うに足るほどの巨額の独占利潤が保証されると同時に、株式会社と証券市場の発展に伴う資本の動化と配当利子化の条件のもとで、無数の一般投資家が絶えず従属的な貨幣資本家¹⁾無機能資本家の地位に転落せしめられ、この関係から逆に、企業の利潤額いかにかわらず、一般株主にはもはや利子率に相当する配当率しか与えられなくなる結果、独占企業には龐大な内部留保が可能となるのである。¹⁾

ところで、自己金融が資本調達源泉の中で大きな比重を占めるにつれて、産業資金の調達方法や産業と銀行との結合形態ならびに資本市場の構造などに変化がもたらされた。まず最初に指摘しうることは、独占的大企業における資金の運用と調達に関するつぎのような特徴である。

自己金融は、当然のことながら、外部金融への依存度、とりわけ株式金融の比重を低下させたのであるが、そればかりではなく、大企業の資金の過剰をもち、その経過的運用として、国債投資の増大という傾向をもたらし、²⁾自己金融を可能ならしめた必要条件が、既にみたごとく、国家の財政投融資による独占価格の支持政策であり、財政投融資資金はまた国債や租税などによって賄われるという関係にもあるから、ここでは、内部資金の蓄積の前提条件としてあらわれた国家証券が大企業内部の経過的運用形態として内在的に結合するという関係が展開するにいたっているのである。³⁾

しかし反面、自己金融の増大は必ずしも外部金融を無用にするものではない。むしろ、景気の上昇期における独占企業相互の蓄積競争に促進されて、企業は銀行からのターム・ローン(中間金融)や保険会社の直接引受による社債発行などによって先行投資を行ない、その返済のために、以前のように株式を発行することが行われなくなったか

(4) ますます多くの利益留保と減価償却の加速化が余儀なくされ、この内部資金による返済が、結果としては、自己金融を形成するという関係もまた進展したのである。(5)

自己金融を結節点として浮び上った大企業の資本の運用と調達に関する以上のような特徴点を考えると、それはまた、産業的投資の投資価値計算と選択基準とに関して、利子生み資本の論理に立脚した割引現金流入法を適用するという思考様式をますます促進したのではないかと思われるのである。(6)

ところで自己金融の増大はまた株式会社の発展に伴なう配当利子化——配当性向の低下をも前提条件とするのであるが、この配当利子化は一般大衆の所有株式数を減退させ、個人貯蓄の機関への集中と金融機関の持株数の増大とを結果するにいたっている。すなわち、一般投資家にとっては、彼の手許にある貨幣資本を株式に投資しても、常に利子に相当する配当しか与えられず、しかも、大恐慌による株式投資の潰滅という苦い経験から、個々の分散された一般投資家の貨幣資本は直接的に株式投資に向うよりも、危険の分散をはかるヨリ安易な金融機関への預託という方法——投資信託や生命保険や年金基金など——を追うこととなり、機関を通じての間接投資という形態が一般化するにいたつたのである。(7)

他面、自己金融の増大は、当然のことながら、現実資本の量を増大させ、それにつれて、利潤量をもますます増大せしめるが、それに対応する発行済株数は従前と変わらないから、一株当たりの利潤量をますます増大させ、したがってまた、株価を著しく昂騰させる結果へと導いた。このような株価の昂騰——成長株価は、さきの金融機関の持株数の増大と相俟って、株式の流通性を停滞させ、そのことはまた、支配的な独占資本にとって一つの矛盾をもたらすことになったのである。というのは、株式市場の狭隘化——株式流通性の停滞によって、支配者団にとっては、自己金

融によって作り出した株価成長による差益 \parallel 資本利得を実現する機会が狭められるとともに、投資の不確実性にもとづく将来の不測の危険や損失を一般投資家に転嫁する可能性が少なくなったからである。⁽⁸⁾

かくして、支配者集団は、株式単価を引下げて株式の流通性や回転率を高めるために、一方では、株式配当や株式分割などの財務政策を行なうとともに、他方では、成長株価の高さや株式利廻りの測定と表現方法に欺瞞的なダウ式平均株価や収益株価率などの新しい技術を生み出したといわれている。差し当って、問題を収益株価率に限ってみれば、つぎのごとくである。すなわち、自己金融の増大とともに、一方では配当率が利子率の水準にまで引下げられ、他方では株価が成長する結果、本来、株価の高さの尺度であった配当利廻り \parallel 配当株価率は、確定利子付資本の利廻り以下に引下げられる傾向が一般化した。そのため、株式投資は一般投資家によってますます魅力のないものとなったが、それにもかかわらず、一般投資家を再び株式市場に動員して株式流通性を高めるために、利益の内部留保による将来の配当増加や株価上昇にもとづく差額利得などに対する幻想的な期待をかき立てる観念的な方法として、支払われもしない利潤部分をも資本化する収益株価率が提唱され、いまやそれが、従来の客観的な配当利廻りに代って、株価の高さを示す一般的な基準とされるにいたっているといわれている。⁽⁹⁾

以上のように、自己金融を基軸にして展開した擬制資本市場の構造的変化をみてくるとき、この変化と、さきに検討した企業の投資決定論の基本的な論理構成とは、決して無縁ではないと思われるのである。すなわち、企業の投資決定論は、現在株主の所有する株式の市場価値極大化の原理、投資決定基準としての収益株価率、不確実性や危険要因の収益株価率への結合などをその理論的な支柱としているが、このような思考様式や論理構成は、一般投資家の株式所有の減退と機関持株の増大、株式流通性の停滞とその矛盾などの一連の諸関係にみられる擬制資本市場の構造的

変化とそれに対処しようとする支配的な独占資本の要求——収益株価率というような観念的な資本コスト概念などによって株式流通性を高め、不測の危険の転嫁や資本利得の実現を促進しようとする要求とに、決して無関係ではないと思われるのである。そして、このように考えるとき、既に第四節、第一項で述べたところではあるが、証券市場の評価を基礎にして不確実性下の投資決定基準を、現在株主の所有する株式市場価値を最低限維持するに必要な収益株価率として規定した投資決定理論の寄生的性格が一層明らかになると思われるのである。

(1) 馬場克三『株式会社金融論』第七章、4、自己金融の理論。生川栄治「自己金融と企業支配理論」『証券経済月報』第五七号。同「株式会社における資金形成の条件」大阪市大会計学研究室編『現代会計学の課題』第一編第七章。川合一郎『株式価格形成の理論』第一章。別府正十郎「自己金融と株式会社」『証券経済月報』第五九号。

(2) 川合、前掲書、二〇九頁。生川、前掲第二論文、二二七～二二九頁。

(3) 生川、同論文、二二八頁。

(4) 株式発行の減退は、本文でもべたごとき配当利子化↓自己金融の増大↓投資家個人の株式への直接投資の減退という理由のほかに、利子費用の損金算入による課税効果によって、株式資本の資金コストが他人資本の資金コストの倍以上も高くなつてくという理由にもよる。——川合、前掲書、二一〇～二一七頁。

(5) 生川「金融資本」『マルクス経済学講座2』八五～九〇頁。川合、前掲書、二四七～二五八頁。馬場、前掲書、二八八頁参照。

(6) このような考えは、あまりにも機械的な結びつけであるとの批判をまぬがれないであろう。しかしながら、割引現金流入法による投資計画の経済計算と選択とを体系化したJ・デインヤルツ夫妻にあつては、国債等の利廻りを中心とした外部投資利廻りと投資計画の利廻りとの比較が念頭におかれていたとも考えられるのであつて、本文で述べたこととは、必ずしも牽強付会の言を弄するものではないであらう。——cf., J. Dean, *Capital Budgeting*, pp. 6 and 43~44. 邦訳、六～七および五五～五八頁。F. and V. Lutz, "The Theory of Investment of the Firm", pp. 41~48.

(7) 馬場、前掲書、二九五頁。川合、前掲書、二二九～二四五頁。

- (8) 川合、前掲書、二六一～二六二頁。
(9) 同書、三〇二～三〇八頁。

〔完〕