

日本企業の資本利益率と資本コスト

——国際比較の困難性——

亀川 雅人

1. はじめに

資本利益率は利潤率とも呼ばれ競争分析の中心的な変数をなしている。それはまた、固定資本の変化を伴う長期均衡という産業間ないし企業間の資源配分に関する重要な道案内でもある。固定資本の変化は、即時的には達成されないから、需要に対する供給の調整は各産業内の資本利用率の変化によって実現される。この短期の視野において、利潤率ないし資本利益率は産業間あるいは企業間において異なる数値を表明するわけである。これはケインジアンの数値調整による短期均衡概念を前提としている世界である¹⁾。しかし、他方で新古典派的な即時的均衡が達成されるかのような市場経済が存在している。金融・資本市場がそれである。証券価格の変動には固定資本の変化のような時間が必要ではない。この世界には、完全ではないものの価格調整が優位を占める条件が整っている。

数量調整が支配する短期の生産活動に投下された資本と価格調整が優位を占める金融・資本市場に投下された資本は、いずれも、貨幣資本の前払いを出発点にしているが、その評価は時々刻々と変化し、両者の間に評価の開きが生まれる。前者は、分母の資本評価に弾力性がないため、つまり、資本の参入・退出に時間がかかるため、利益率は産業間および企業間で違いを見せる。他方、後者は証券の売買を通じて資本評価が弾力的に行われるため、利潤率が短期的に均等化されるのである。両者の関連は、どのようにとらえられるべきであろうか。いずれの資本利益率も、分母にストックとしての資本をとり、分子にフローとしての利益をとって計算するものである。問題を混乱させるのは、ストックとしての資本の定義やフローの利益概念が明確化されないことかもしれない。

このストックやフローの概念は、財務論や経営分析の主要テーマであると同時に、あるいはそれ以上に、経済学の分野で中心的なテーマとして議論されてきた。それは、資本・利子論と

1) Cf., Dumenil G., & Levy D., *The Economics of the Profit Rate*, Edward Elgar, 1993.

関わり、さまざまな論者によって異なる視点から華々しい論争が展開された。その問題の中心には、資本概念とその測定問題が含まれていた。資本概念の確立は、同時に測定対象の明示でもあるからである。しかしながら、この問題は一致した答を得ることなく、資本は多面的な概念としてとらえることが一般的となっている。それゆえ、その応用は、混乱を必至なものとする²⁾。

我々の関心事は、こうした経済学における限界概念を個別企業の投資決定の議論に応用しようとするわけである。投資という新たなプロジェクトの意思決定は、新たな貨幣資本の調達とその運用であり、それは明らかに限界分析を必要とする。しかし、個別企業の投資決定には、過去の業績もまた重要な位置を占めてくる。つまり、平均概念が必要なのである。企業が資本を調達する場合には、新たな投資プロジェクトとの関連を重要視するであろうが、資金を供給する場合には、その報酬となる資本コストは、企業の全活動から生み出される収益から支払われるためである。それ故、新たな投資機会がいかに有利であっても、既存資産からの収益が見込まれない企業は資本調達を困難なものにしよう。既存資産からの平均収益を分析するということは、企業評価の分析に他ならない。利益率の低い企業には希少な資本資源が供給されないのである。

2) R. M. ソローは、このような資本理論の混乱を解くキー概念として、投資の収益率を取り上げ、これを資本理論の中核と位置づけている。彼の定義する1期の投資の収益率とは、「非構造的な」失業・遊休のないことを含めた効率的状態を仮定し、今期(0期)の消費を h 単位だけ犠牲にすることによって次期(第1期)の消費を k 単位だけ増やすことができ、しかも第2期以降はなんらの不利益も被らないような $(k-h)/h = k/h - 1$ の計算を行うものである。これは、利子率そのものであり、また投資の限界効率ないし内部利益率と呼ばれるところのものであるが、この計算により、ソローは「資本の量」を測定する必要性を拒否したのである。ロバート・M・ソロー著、福岡正夫、川又邦雄訳『資本理論と収益率』竹内書店新社(Robert M. Solow, *Capital Theory and the Rate of return*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1963) 参照。

この一見すると単純で明解な資本理論から利子論への重点移行にも関わらず、実際に測定を試みようとするとき、多くの難問が残されているように思える。例えば、効率性を仮定している場合でも、実際には任意の期間中に失業や遊休設備が存在するであろう。それらをどのように解釈し、計算すべきであろうか。この時、ストックとしての過去の投資、すなわち資産と現在の投資との関連は問題にならないのであろうか。資産効果は、どのように考えたらよいのであろうか。そのうえ、消費の質や量というものは測定可能なのであろうか。それらは流通量に変化する貨幣によって代替的に測定する以外に方法がない。当然、金融市場で決められる貸付利子率と自然利子率との間には乖離が存在しよう。短期的には、利子率が貯蓄と投資を等しくさせないという事実は、ケインズ理論を形成する重要な出発点であるし、流動性選好説の投機的貨幣保有動機も関わりを持つようである。(J. R. ヒックス著、花輪俊哉、小川英治訳『貨幣と市場経済』東洋経済新報社、1993年(John Hicks, *A Market Theory of Money*, Oxford University Press, 1989.) 第8章及び第9章参照)。

また、多期間にわたる場合の平均収益率の計算には、資本理論と同様、結局は不確実性の影響を被るであろうし、それは技術変化や嗜好の変化による影響とも関わってこよう。問題は様々に挙げられる。

本稿では、こうした問題を整理し、企業評価と資本利益率および資本コストの関係について言及する。資本コストと、資本利益率の概念は表裏一体の関係である³⁾。資本利益率は貸借対照表の借方サイドから見る資本需要者サイドの概念であるのに対して、資本コストは貸方サイドからの資本供給者サイドの概念と言える。静学的な完全競争市場の均衡分析では、両者は一致するものと仮定されるが、それは競争の終焉した経営管理の対象にならない状況である。ここでは両者の乖離する財務管理の対象となる状況において、それぞれの関係を考察しようと思う。その際、ストックとしての資本市場の評価や会計上の帳簿資産の時価および簿価評価の問題が解決されねばなくなる。この分析は、日本企業の収益性や資本コストの測定に関する若干の疑問と資本コストに影響を及ぼす市場制度ないし経営管理の問題に答えることにもなる。

2. 資本利益率と資本コスト

(1) 両者の傾向的關係

資本利益率は、基本的には経済主体の経済的犠牲、すなわち費用に対して、経済的な恩恵である収益がどの程度獲得できたかを見ようとするものである。完全競争の条件が充されていれば、市場の交換経済では犠牲に対する見返りは一致しなければならない⁴⁾。自らの提供する時点と同時に見返りがある場合には、交換過程に時間の問題が介在しないことになる。企業が購入する営業用資産と現金支出が交換取引と称されるように、帳簿上、資産と資産の交換取引には経済的犠牲が交換主体間で同一であると仮定されている。この時、資産の価値は、市場で適切に評価され、将来の便益を現在に還元した価値が形成されることになっている。

しかし、生産に時間の必要な社会では、交換は時間の問題を考慮したものにならねばならない。資本利益率が問題になるのは、この前払いに対する時間価値の測定なのであり、同時にそれは将来の生産の結果を予測することでもある。資産の評価の際に、現在価値に割り引くのは、生産時間を考慮したこの利益率＝利子率である。購入した資産は、一定期間後に利益率に見合った収益を獲得することが前提となって、交換取引が成立しているのである。ところが、現実の市場は確実性や完全競争の条件を備えていない。すでに、資産の購入時点で、将来の収益獲得

3) 投資と資本調達とは同一問題の2側面を示し、投資決定は投資対象と資本調達手段を発見するものである。それはまた生産の問題に付随する金融問題と考えることもできよう。 Vgl. Wolfgang Eisele, Betriebswirtschaftliche Kapitaltheorie und Unternehmensentwicklung, C. E. Poeschel Verlag Stuttgart, 1974, ss. 5-11.

4) 費用の概念は混沌としており、ここでの叙述が意見の一致を見ているわけではない。ジェイムス・M・ブキャナン、山田太門訳『選択のコスト 経済学的探究』春秋社、1988年 (James M. Buchanan, *Cost and Choice*, Markham Publishing Company, 1969) を参照されよ。

予想は経済主体間で相違しており、主観的予想と市場の客観的予想にギャップが存在しているのである。それ故、資本利益率を測定し、市場の平均と経済主体の業績との評価を分析しなければならないのである。

資本需要者（投資主体）と資本供給者（貯蓄主体）が同一主体であるような単純な場合を想定してみよう。すなわち、自らの貯蓄を自らの企業活動に投資しようとするような場合、彼は投資から期待される報酬（効用）と消費を延期することに対する耐忍（負の効用）とを比較し、前者が後者を上回る限り投資活動を選択するはずである。もしそうでなければ、彼は現在の消費を選択するはずである。この選択は、合理的経済人を仮定するまでもなく当然のことである。投資は、報酬の高いものから順次選択され、現在消費の耐忍を正当化できない水準まで投資の報酬が低下した時、貯蓄行為は終わることになる。この時点で、彼の効用（企業家活動としては利潤）は最大化されており、主観的な均衡に到達していることになる。ここで投資の報酬を測定する尺度が資本利益率であり、貯蓄行為にともなう負の効用が資本コストと称されるのであるが、すでにこの内容では主観的な投資対象の価値と費用が乖離している。均衡に到達するまでのプロセスにおいて投資家は余剰を享受していることになる。

彼の所得水準が低い段階では、貯蓄行為は相対的に高い資本コストを要求することになる。現在の消費の相対的重要性が高いからである。したがって、高い資本利益率を期待される投資対象のみが選択されることになる。しかし、資本蓄積（貯蓄）の増大にともない、所得が増加してくると新たな貯蓄（純貯蓄）は比較的容易になり、資本コストが低下してくる。これに合わせて資本利益率の低い投資対象も選択可能になるのである。

こうした資本蓄積に対応した資本コストの低下は、他の事情に変化がないと仮定した場合である。何らかの理由によって、これまで以上に現在消費を嗜好するような場合や、技術革新などによって魅力的な投資対象が増大し、所得の多くを将来消費に回そうとするような場合、人は高い資本コストを容認するであろう。もしそうでなければ、資本コストは限りなくゼロに近づくはずだからである。

資本需要者と資本供給者が同一主体でなくなるとき、上の問題は金融・資本市場の需要と供給の問題になる。もちろん、両者の問題は単純に同一線上の問題として議論することは危険である。主観的評価の問題と多数の競争者が参加する客観的市場の評価とは異なるからである。とはいっても、資本蓄積が進めば、他の事情に変化がない限り、この利益率は低下する傾向にあることは否めないであろう。これは先と同様である。

しかしながら、金融・資本市場がその機能を遂行できる程度に整備されると、相対的に高い平均利益率をもつ企業資産への証券投資は低い利益率のそれより選好され、瞬時に大量の資本参入が行われる結果、その利益率は押し上げられるであろう。逆に、平均利益率の低い分野からは資本が退出し、その証券価格を低下させることによって証券投資の利益率を押し上げることに導く。こうした市場の自由な資本移動により、（リスク調整後の）証券投資利益率はある

一つの均衡に到達することになる。この市場均衡が存在するとすれば、この投資利益率は、競争的な多数の投資家にとって選択可能な唯一の利益率となり、これが同時に資本コストになるわけである。資本の需要者である企業は、この市場で決定される資本コストを投資採否の切捨率として、市場より強要されることになる。各企業は資本コスト以上の投資計画を実施しているため、一般的状態においては平均資本利益率は資本コスト以上の値を示している。勿論、成熟企業や斜陽産業では利益率が低下し、相対的に高くなった資本コストの負担に耐えられず資本調達是不可能になる。

さて、上述の議論は経済理論において一般的に受け入れられるものである。しかし、これを現実のデータ、とりわけ日本のデータに照らし合わせる段階になると様々な問題が発生し、常識的と思われる議論が検証できなくなる。そこで我々は、データの解釈に進む前に、資本市場における証券投資利益率と実際に企業で運用されている資産利益率の関係、さらに、それらと資本コストとの関係を整理することから始めたい。それは同時に測定問題に進むための不可欠な手続きである。資本利益率は簿価や時価で測定されたり、株価や株式収益率との関係が曖昧なままでは問題を解釈できない。ここでは時価評価による資本利益率と資本コストないし株式収益率との関わりを中心に分析を試みる。

(2) 市場価値基準と企業資産の時価と簿価

市場価値や時価あるいは簿価という場合にも、その意味するところは必ずしも一つではない。簿価という場合、歴史的原価主義に基づく会計慣行によれば、貸借対照表の借方資産の取得原価を意味する。もちろん、資産の取得時点は、どのような基準に従おうと時価であると同時に簿価である。問題は、一定期間後に評価する際、取得時に記帳された購入価額が評価基準となることである。借方資産が取得原価で記載されているとき、貸方の資本総額はこの大きさに規定され、これに応じて自己資本の価値は制約されることになる。

これが時価主義会計（貨幣価値変動会計というよりも、個別価値変動会計ないし実際取得原価会計を考える）に基づく、評価時点における資産の取得原価が会計帳簿に記載される簿価と想定されることになる。利益率を計算するにあたり、取得原価よりも時価原価が合理的であると考えるのは、経済学者の間では異論の余地がないであろう。資産総額が時価で表示される場合、当然、貸方総資本の総額もこの大きさに従う。取替原価が高まれば、自己資本の価値が増殖したことになる。時価主義では、借方の資産は時価で表示されており、これが帳簿価額、すなわち簿価となっているわけであるが、期首と期末を区別する場合には、再び問題にされねばならない。つまり、期首の時点での時価表示された簿価資産が、期末の時価に評価替えを必要とする場合には、期末時価と簿価の差額が利潤・損失（もっとも、資本の増減とは本来資本の所有者の富の増減であるから、自己資本のみならず他人資本の価値変化についても考慮し、その問題に答えねばならない）を示すことになるからである。したがって、ここにおける簿価

と時価の問題は、期首 t と期末 $t+1$ を意味しているものである⁵⁾。

このことを理解するには、所得の概念を明確にしておかねばならないが、土地や金融資産を想定すると理解し易いであろう。たとえば、1984年の日本企業の帳簿上の株式資産が31.7兆円であるのに対し、時価では75.5兆円、86年では42.2兆円と141.1兆円、88年が70.4兆円と250.7兆円、89年には81.0兆円と339.7兆円にまで格差が広がり、含み益は258.8兆円に達した。土地も同様に、84年の簿価58.5兆円、時価231.5兆円が、86年には80.0兆円と318.6兆円、88年に114.9兆円、90年には138.7兆円と632.0兆円と含み益が493.3兆円まで拡大したのである⁶⁾。取得原価で記載されたこれらの資産は含み資産と称される。有価証券などは、会計上の損失が計上される場合に、これを回避する目的で時価に評価替え(自己売買)し、会計上の利益を机上の操作によって捻出することがある。しかし、この利益は、実は過去に実現していたものを計上しなかっただけであり、経済的な所得の大きさが会計上の操作で相違するわけではない。もっとも、法人税に関しては異なるであろうが、この問題は触れないことにする。

また、一般的な使用方法ではないが、財務的観点から資金源泉としての投資家に着目した場合の貸方サイドから見る簿価と時価の区別が生まれる。ここでいう投資家の取得原価は、投資家が株式市場で株式を購入した時点の出資額ないし証券の購入価額を示し、これを投資家の簿価と規定する。この簿価に対して現時点の資本市場における証券価額が時価もしくは市場価格として比較の対象となるのである。株式投資を行った株主であれば、株価が購入価額より騰貴することによって、富を高めること、利潤を手にいれたことになるわけである。一般的に株式投資収益率と資本コストを比較するのは、この関係を分析することに他ならない。これも株主ないし投資家視点における期首 t と期末 $t+1$ の問題である⁷⁾。

さらに、上の借方・貸方の両面を時価と簿価として区別することができる。投資家サイドからの価値評価は、先の借方サイドの個々の資産評価とは独立に決定される。というのは、投資家の評価は、会計帳簿が取得原価主義に基づくこうと時価主義に依ろうと、資本市場における多数の投資家の企業評価に依拠しているためであり、それは借方の個々の資産が人的資源と結合した場合に生まれる将来収益の評価になるからである。ここで、会計帳簿と資本市場の評価との区別が必要になる。前者を簿価、後者を時価(=市場価格)と称する場合、これまでの区別とは異なり、いずれも同一時点 t での問題となる。そこで、まず最初に、取替原価による時価主義に基づく資産評価の帳簿価額と資本市場における企業の市場評価との関連をトービンの q (Tobin's q) 比率を引き合いに出しながら考察し、この簿価・時価問題に言及することにした

5) 会計的には、こうした時価と簿価の区別が一般的である。ただし、この時価主義会計は理論的に適切であっても主観的な評価になりがちであり、他方、歴史的な原価は不適切であるが客観的な基準でもある。Cf., Robert C. Higgins, *Analysis for Financial Management*, Second Edition, 1989, p. 6.

6) 経済企画庁編『平成4年版 経済白書』大蔵省印刷局、平成4年、432ページ。

7) 亀川雅人『企業資本と利潤(第2版)』中央経済社、1993年、第5章を参照せよ。

い。

ここに、トービンの q という概念は、ある任意の設備投資の限界利益の現在価値を投資の限界コストの現在価値で除した比率であり、この値が 1 より大であれば設備投資を行うべきであるという判断基準を提供するものである。この概念は、個別の投資基準に用いられるものであるが、既存資産の生み出す将来利益（利子控除前）の現在価値⁸⁾、すなわち企業の市場価値とその資産の時価評価である取替原価との比率により、企業による資産利用の効率性を測定し、個々の投資に対する代替的な判断基準として利用することができる。ここで議論する q 比率は、この企業資産に対する平均概念によるものである。

そこで、単純化のために全額自己資本の企業を想定し、企業資産の将来利益の現在価値を示す株価と資産の時価評価額との関連を言及しよう。いま、取替原価で測定された資産の価値を A 、その資産の内部利益率 (ROA) を r 、内部保留率を b 、成長率 ($=rb$) を g 、資本コスト k 、株価 (総額) を P とする。トービンの q は次の式で示される。

$$q = \frac{P}{A} \dots\dots\dots (1)$$

株価は一定の成長率を維持する周知のゴードン・モデルを用いると

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1-b)rA(1+g)^{t-1}}{(1+k)^t} = \frac{(1-b)rA}{k-g} = \frac{(r-g)A}{k-g} \dots\dots\dots (2)$$

と表される。この 2 つの式から (3) 式が得られる。

8) 将来利益という場合、減価償却費が再投資され、既存資産の価値が不変に保たれていることを前提としている。資産が成長する場合にも、既存資産への再投資がなされた上に内部留保が資産成長にあてられることを前提とする。それゆえ、このような問題を考えると、投資家への将来キャッシュ・フローと言い換えた方が明確になろう。ただし、キャッシュ・フローの測定や予測も利益のそれと同様に困難である。たとえば、アメリカとドイツでは財務諸表のデータからキャッシュ・フローを導入する方法が異なっている。財務諸表制度自身が異なるためである。ドイツの文献から一例を挙げれば次のようになる。

+/- Jahresgewinn bzw. Jahresverlust
 + Rücklagenzuführung
 - Rücklagenauflösung
 + Afa auf Sach- und Finanzanlagen
 + Zinsen für Fremdkapital
 + Erhöhung der langfristigen Rückstellungen
 + Organverluste

= Cash Flow

Vgl. R. Hofmann, Bilanzkennzahlen-Industrielle Bilanzanalyse und Bilanzkritik-, Westdeutscher Verlag, 1969, S. 182.

$$q = \frac{r - g}{k - g} \dots\dots\dots (3)$$

この式は、 $r \geq k \Leftrightarrow q \geq 1$ $r < k \Leftrightarrow q < 1$ という関係を表している⁹⁾。つまり、内部利益率が資本コストよりも大であるなら、 q は1より大きくなり、また q が1より大であるなら内部利益率が資本コストを上回っていることになる。このことは、資本需要曲線が、右下がりの形状を示していると推測される。この時、企業の市場価値は企業資産の取替原価である簿価(=資産の時価)を超過しており、創業者利得あるいは純粋利潤が発生していることは論をまたない。創業者利得や純粋利潤は、将来利益の一括先取りであり、その部分が企業の市場価値を高めているのである。

さて、取替原価に基づく帳簿資本利益率と資本コストが同一の値を示さない場合についてトービンの q により再度論じた。資本利益率と資本コストは同一の傾向を示すものの、完全競争市場といった仮定なしには一致しない。産業間で資本利益率に差異が存在しても、リスク調整後の資本コストは同一なのであり、限界的な投資利益率と資本コストの関係が一致するとしても、平均的には資本利益率が資本コストを上回る場合が通常の経済状態といえるかも知れない。

(3) 利益率と資本コストの測定

それでは、内部利益率や資本コストの測定はどのようになされるのであろうか。両者が、異なるものであるなら、測定問題は一層困難なものとなろう。CAPMやAPTなどに基づく測定モデルがあっても、その努力と測定結果の成否には誰もが疑念を持たずにいられない。 r と k の予測が非常に困難であるのは、両者が過去および現在のデータのみによって測定できないことと、各々が独立変数というよりも相互に関連をもっているためである。 r は株価 P を決定する際の分子であり、 k はその分母である。このモデルでは、投資家が資産から生み出される利益を予想することになっている。これは、 r の予想でもある。この r の予想に基づき、どの程度の質であるかを勘案した後に資本コストが決められ、これで分子の将来利益を資本還元することによって株価が求められることになっている。しかし、我々が見ることのできる数字は株価しかない。市場の多数の投資家による予想の形成過程を知るすべを持っていないのである。ここでは k も r も同時決定したかのような結果しか与えられていないのである。

r や k の測定が難問であることを認識した上で、再度、株価モデルからこの問題を考察することにしよう。

成長しない株価モデルは、単純に次の式で示された。

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r A}{(1+k)^t} = \frac{r A}{k} \dots\dots\dots (4)$$

9) Cf., Daniel M. Holland ed., *Measuring Profitability and Capital Costs*, Lexington-Books, 1984.

株価モデルは、将来配当の現在価値計算であるから、この株価Pの代わりにAを置き、kの代わりにrを代入して、このrを求めたものが資産Aの内部利益率ということになる。明らかに、それは $r = r A / A$ であり、総資産利益率によって表される。全額自己資本の企業であるから自己資本利益率でもある。

他方、成長株価モデルの場合はどうであろうか。

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1-b)rA(1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} = \frac{(1-b)rA}{r-rb} \quad \dots\dots\dots (5)$$

(5)式は、上と同様に、(2)式のPとA、kとrを置き換えたものである。この式もrを求め式にすると、やはり $r = r A / A$ となり、内部利益率は今期の期待利益により推定可能となり、経営分析の常套手段である総資産利益率や自己資本利益率が役立つことになる。しかし、これに加えて次のようにも表せる。

$$r = (1-b)rA/A + rb \quad \dots\dots\dots (6)$$

ここで内部利益率は、期末期待配当を資産の取替原価で除したものと成長率の和で示される。成長率は配当成長率でもあるし、また資産の成長率でもあり、株価の成長率、つまり資本利得率でもある。

これと同じ方法で、株価収益率の逆数である株式益利回りを導出することができる¹⁰⁾。それは、期待利益を株価で除した値であり、先のゼロ成長株価モデル(4)をkについて解いたものに等しく、

$$k = rA/P \quad \dots\dots\dots (7)$$

で示される。これは、資本コストが期待株式益利回りおよび期待配当利回りに等しいことを意味し、これと $r = r A / A$ の比較が意味を持つ。成長モデルでは株主の要求する資本コストkは(7)式と同様の値を示すが、期待配当利回りではなくなり、

$$k = (1-b)rA/P + g \quad \dots\dots\dots (8)$$

で示される。資本コストは、期待配当利回りと期待資本利得率の和として表示される。この(8)式も、(6)式との比較が重要になるが、いずれの場合も株価は、年率kで運用されることを期待されている。

ゼロ成長モデルでのkないしは株式利益回りとqの関係を示せば、

$$k = rA/P = r/q \quad \dots\dots\dots (9)$$

となり、成長モデルのkとqの関係を示せば、

$$k - g = (r - g)q \quad \dots\dots\dots (10)$$

10) 利益計算は会計制度の相違を反映するため、Kurs/Gewinn-Verhältnis (PERに相当)の他に、キャッシュ・フローと株価を関係づけた Kurs/Cash Flow-Verhältnisを知る意味は重要かも知れない。

Vgl. R. Hofmann, a. a. O., 185/186.

と示される。

これらの単純化により、 $r \geq k \Leftrightarrow P \geq A$ $r < k \Leftrightarrow P < A$ の関係、あるいは、先と同様に q で示せば、 $r \leq k \Leftrightarrow q \geq 1$ $r < k \Leftrightarrow q < 1$ という関係¹¹⁾ がより理解されるとともに、これらを実際に測定し、比較するための方法が提示された。しかし、我々のできうることは結局は過去の実績値に基づくだけであり、期待という将来予測の壁を崩すことはできない。ここでは資産利益率の実績値や株式投資収益率の実績値を内部利益率や資本コストの推定に利用しようとするにすぎないからである。

r の予想は、長期予算の策定であり、今期末の r の予想と将来の再投資利益率を予想するという作業は、その背後にある企業の需要曲線と供給曲線の予想を前提としている。それらは、消費者の効用関数の予測や原価計算に基づく費用関数の予測を必要としており、これらの予想のもとに r が決定する。 r に対する確信の度合は k に影響を及ぼす。内部留保率 b は、外部資本調達に制約が存在する以上、この r の予想と関連するはずである。また b は k とも関連するかもしれない。株主と経営者の間の情報ギャップや将来に対する期待の不一致が存在するとすれば b の増大が株主のコストを増加させるかも知れない。いずれにせよ、変数間の相互関連は明確化されていない。また、カオス理論が提示するように、株価も一つの最適均衡点を示しているとは限らない。株主が、何を期待しどのような行動原理で株式の売買を行うかを知ることが難しい。株価が一点に留まり続けない限り¹²⁾。

それゆえ、トービンの q が意味を持つのは、 k と r が一定のギャップをもつことを予期し、これをどのように解釈し経営活動に役立てるか、ということである。 k や r が測定できない場合でも、 A と P が評価可能であれば r と k の関わり方を知ることができる。 q が1を越えるとき、すなわち r が k より高いと予想された場合には資本調達が有利に行えるであろうし、その結果、供給能力が高められるかも知れない。こうした変数間の相互関連から、経営上の意思決定を行うことが経営者の役割と言えるのである。それでは、 A や P は容易に評価できるのであろうか。次にこの問題を中心に見ながら、あらためて利益率と資本コストの問題を考察することにしよう。

3. 資産 A と株価 P の評価

先に論じたように、 q の値を知るためには企業の資産 A を評価しなければならない。企業の

11) 西村清彦・三輪芳朗編『日本の株価・地価—価格形成のメカニズム—』東京大学出版会、1990年、309～311頁参照。

12) エドガー・ピーターズ著、新田功訳『カオスと資本市場』白桃書房、1994年 (Edgar E. Peters, *Chaos and Order in the Capital Markets: A New View of Cycles, Prices, and Market Volatility*, John Wiley & Sons, Inc., 1991.)。

資産には流動資産、固定資産、繰延資産といった資産が帳簿に記載されている。また、オフ・バランスの資産としてはリース資産がある。ここでは現実的な問題を考察するため、無借金経営という仮定は取り外すことにしよう。まず、流動資産を考察してみよう。現金・預金のうち、税金の支払のために従業員から預かっているような一時的なものがあるか否かは重要な問題であろう。また、銀行の歩積・両建預金の存在も、考慮しなければならない。売上債権はどのように解釈すべきであろうか。売上債権と同額の仕入債務が存在しているような場合、両者は相殺可能な勘定かも知れない。為替手形を考えれば歴然である。それゆえ、市場の投資家は、これらの資産を評価対象にはしていないかも知れない¹³⁾。

固定資産については、会計的減価償却と経済的減価償却の問題以外にも、生産に使用されているか否かという問題がある。従業員の福利厚生施設は生産資本ではない。社宅も同様である。これらは、従業員に対する給与の一部と考えるべきかも知れない。もちろん、万一の場合の保険資産の意味も有するかも知れない。しかし、現在および近い将来の利益には反映されない資産である。資本の所有者は、これを彼らに属する富とみなすとしても、将来の生産活動から生まれる利益を考えたものではなく、万一の際に売却した場合のキャッシュ・フローを想定しているに違いない。こうした固定資産が、生産目的の資産か否かを公表されたデータから判断することや、それが株価にどのように評価されるのかを明らかにすることはむずかしい¹⁴⁾。

土地の問題も同様であるが、ここでは生産目的で所有する土地に限定してみよう。土地価格が上昇した場合でも、生産能力に変化がなければ生産からの将来収益に変化がなく、株主の富は変更されないことになる。しかし、土地の価格上昇は明らかに彼の所有している潜在的富を高めている。利益率の分母が上昇し、分子に変更がないということは、利益率の低下である。機会費用を考慮すれば、彼は生産能力を高める努力を経営者に求めるべきか、あるいはその土地を別の使用目的に変更させるべきであろう。使用目的の変更（売却も含めて）を視野に入れると分子の将来利益を増加させる評価が行われるかもしれない。このような考えを市場が採用すれば、株価は上昇するかもしれない。そのような市場評価がなされると、トービンの q は資本利益率と資本コストの代替的基準を提供できなくなろう。

また、繰延資金についても厄介な問題が残る。これは期間損益計算が生み出した一種の経過

13) 亀川雅人「日本企業の資本利益率—財務諸表のデータを中心として—」『獨協経済』第60号，1993年10月を参照せよ。

14) Modified asset bases による資産評価では、ROI の計算に際し以下のような7つの非生産的資産を除去した計算がなされる。1) 遊休設備、2) 建設途上の工場、3) 余剰設備、4) 余剰在庫、5) 余剰現金、6) 無形資産、7) 繰延費用。この評価は、収益を獲得しない資産に対して収益を獲得する責任は経営者にはないという考え方であり、この理論は、内部管理に有効であっても外部投資家には有効ではないと主張される。資本家によって供給された資本が拘束されているためである (Bernstein, L. A., *Analysis of Financial Statements*, 3th ed., Dow Jones-Irwin, 1990, p.193-4.)。しかしながら、このような主張にもかかわらず、利益率の計算に際して、分子の将来利益が分母との対応関係を把握できないような場合は除外すべきであると考えられる。

的資産であり、その影響が将来に及ぼす当期の支出を当期の費用とせず、費用の期間配分をするためのものである。物的な設備などもその耐用年数にわたり収益を稼得し、同様に減価償却により費用の期間配分を行う。しかし、企業の買収者が評価するとすれば、繰延資産は有形固定資産とは異なる評価をするであろう。それは換金性がなく市場性のない資産である。過去にどのような支出をしていようと、評価者には関係がないのである。その資産性は、その企業に固有の価値を付与するものであるが、その資産が市場で購入できない以上、取替原価として評価することはできない。むしろ、この無形の資産のなかに価値があるかないかを比較する意味で、株価（資産の市場価値）と帳簿資産との比較が意味を持つのである。

リース資産に代表されるオフ・バランスの問題も重要である。それは、他人資本利用による資産の取得と同様の経済的意味を持つ。それゆえ、リース料などを資本還元した価値を取替原価とみなす計算が必要になるであろう。

いずれにせよ、こうした評価すべき資産の対象を明示できねばトービンの q を計算する際の分母が特定されないことになる。前節における r と k の比較や A と P の比較は、全額自己資本の企業を想定した場合であったが、他人資本の導入は、 k を自己資本コストと他人資本コストの加重平均としたり、 P に負債の市場評価を加えるという処置が必要になる。しかし、 A の評価が困難であるという事実は、さらに自己資本の時価・簿価比較、自己資本利益率と自己資本コストの比較問題に進めさせる。評価対象が明確でないため、そこから負債（時価評価を考慮して）を控除した自己資本の帳簿価値も確定できないためである。

たとえ A が評価されたとしても問題が生じる。先に論じたように、控除すべき負債には、負債性引当金を含めるべきであろうか。会計上の論争は別にして、将来に支払うべき契約があるとしても、それは他人資本として拠出されたものではない。外部機関に一括委託するようなペンション・ファンドと異なり、企業の生産設備に利用されているとすれば、自己資本に加えるべきかも知れない。資本市場の投資家は、おそらく約定支払義務のある他人資本以外は自己資本として評価するにちがいないからである。単純な例示をしよう。従業員との間で半年後の賞与の交渉を行い、金額が妥結してもそれは負債ではない。その半年間の間の労働力に対する対価としての給与部分でしかない。賞与の支払時点でその支払いのためにあらたに借入を行わない限り負債ではない。期間を延長しても問題の本質に変更はない。

負債を有する企業の場合には、企業資産の取替原価からこの負債控除後の自己資本の帳簿価値と株価が比較されることになる。しかしながら、この株価（総額）にも大きな問題が存在している。周知のように、日本企業は法人間で株式の相互持合いを行っている。これは、帳簿自己資本のみならず、株式の時価総額も水膨れさせてしまう。その結果、株価収益率などの国際比較を通じて、日本の株が過大評価されているという主張につながり、株価収益率を高めに評価してしまう。これは、株式益利回りを過小評価することでもある。それは、自己資本コストの低評価につながることになる。株式持合ないし自社株取得による株価収益率の過大表示は

$\{1 - m/(n+m)\} / [1 - (1-b)\{m/(n+m)\}]$ だけ縮小されねばならない。ここで n は株式発行総数、 m は株式持合に必要な新株発行数である。その逆数である株式益利回りは、上の逆数だけ見かけの数値を大きく表示変えする必要がある¹⁵⁾。

しかしながら、より本質的な問題がある。現在の株価は、企業の自己資本価値を適切に評価しているのであろうか。これは日本に限ったことではなく、欧米やアジアの資本市場でも同様である。資本市場の均衡分析では、多数の競争的投資家が情報のすべてを平等に入手し、期待の一致が成立していることになっており、そこで成立した株価は新たな情報が生まれえない限りにおいて正しい企業価値を反映しているものとみなされる。しかしながら、カオス理論といった新しい資本市場の理論は、均衡という概念に懐疑的である¹⁶⁾。仮に、市場の均衡概念を認めたとしても、株価の変動は非常に大きい。それは市場の効率性を示す証拠であると主張するかも知れないが、意思決定の材料として株価を使用することが困難になろう。つまり、どの時点の株価を利用すべきかが分からないのである。株価には現在の価格がないといってもよい。

こうした問題が、先に論じた q の導出すら困難にしているのである。 k や r の測定のみならず、その関わり方や趨勢についても、依然として多くの難問を抱えているように思える。これらの問題が次の日本のデータを解釈する上で重要になってくるのである。

4. 日本の収益性と資本コスト

さて、以上の基礎的理解に基づき日本の資本コストおよび資本利益率の問題を考察してみよう。戦後日本企業は著しい成長を遂げたが、終戦直後の企業の生産活動はほとんどゼロからの出発と見なしてよからう。所得は少なく、たとえ貯蓄率が高かったとしても、貯蓄の絶対額はわずかなものであったはずである。それに反し、資本需要は旺盛であり、資本の需給ギャップが存在していたと想像できる。こうした状態は高度成長期にあっても同様であり、日本経済の

15) この関係を簡単に説明しよう。全額自己資本の企業で持合がない状況を貸借対照表で示すと借方に資産 A 、貸方に自己資本 $n p$ (p は 1 株あたりの株価) がくる。次に配当 $D = r A$ を支払う代わりに新株 m を発行価格 $r A/m = p$ で発行し、これを自社株として保有する(同様の会社の株式を持ち合うのと同じ)と借方は $A^* = A + m p$ 、貸方は $n p + m p$ 、となる。株式以外の資産 A の利益は $r A$ であり、株式 $m p$ からの取得原価主義に基づく会計上の利益は配当であるから、 A^* から生じる利益総額 X に配当性向 $(1-b)$ を乗じ、さらに発行総数に対する持ち株比率 $m/(n+m)$ を乗じることによって受取配当の大きさ $(1-b) X \{m/(n+m)\}$ を知ることができる。株式の所有を伴う資産から生じる会計利益 X から受取配当を控除したものが本来の利益 $r A$ であるから、 $X - (1-b) X \{m/(n+m)\} = X [1 - (1-b) \{m/(n+m)\}] = r A$ という修正が必要になる。同じように、新株発行後の自己資本総額 $(n+m) p$ を本来の $n p$ に修正するために $\{1 - m/(n+m)\}$ を乗じる修正を施す必要がある。詳しくは、西村清彦・三輪芳朗編、前掲書、第12章小林孝雄稿「株式のファンダメンタル・バリュエーション」を参照せよ。

16) エドガー・ピーターズ著 前掲書参照。

資本蓄積は十分なものではなかったろう¹⁷⁾。成長は、旺盛な投資需要が存在していたから可能になった訳であるが、経済理論の常識と異なり、高度経済成長期を含めて日本企業の低収益性を示すデータが多い。

例えば、1964年から80年までの帳簿総資産利益率（税引後、製造業）の平均で、米国8.3%、日本6.4%という計算結果が出されている。日本の高度経済成長期についても、この値は逆転していないし、第1次石油危機以降は、その差がますます拡大する傾向にある。これは、実質総資産利益率についても同様の結果を得ている¹⁸⁾。自己資本利益率についても、戦後一貫して米国の自己資本比率を下回っていたにも関わらず、高い時期に米国に並ぶ程度で、低い時期には半分以下で推移してきた¹⁹⁾。

時価評価の分析でも、日本の収益性は低い。1966年から81年までの時価による日本の工場設備と在庫の税引前利益率の平均は10.0%、税引後で6.0%であるが、米国のそれは、11.88%と6.7%である²⁰⁾。株価収益率やその逆数の株式益利回りもよくない。たとえば、85年の平均PERは36.4であり、西ドイツの13.85やアメリカの10.51に比べて3倍程度の値²¹⁾となっている。もっとも、この値は先に論じた株式の相互持合の修正によってPERについては約46%縮小し、株式益利回りはおよそ2.17倍に表示されることになる²²⁾。しかし、その修正後も、依然として日本が一番低い株式益利回りのままである。また、東証1部上場企業839社の推計によると74年から86年までのトービンのqが、平均的に1を下回る0.6~0.7という値にとどまっているという結果もある²³⁾。これは先の結論に従うと資本コストkよりも資産利益率rが低いことを意味している。経済企画庁による推計では、75年から91年までの日米の資本コスト比較で、日本

17) 戦前の実質資本形成は、年平均5.4%であるのに対し、戦後は9.2%（1955から70年の平均は14.7%、71年から88年は4.2%）となっており、資本形成が経済成長に果たした役割を知ることができると同時に、その旺盛な資本需要を見ることができる。南亮進『日本の経済発展 第2版』東洋経済新報社、1992年、199~120ページ参照。

また、所得水準でも、1955年の日本のGNPは8.6兆円で、ドル換算した米国との比較では総額でわずか6%弱という低い水準であった。70年でもGNPは75兆円、総額で米国の20%という水準である。この低い所得水準から貯蓄をし、資本需要に応じるべく資本を捻出したとしても、十分なものではなかったと推測できる。鈴木多加史『日本経済分析』東洋経済新報社、1990年、3~4ページ参照。

18) 小田切宏之編「利益率と競争性」今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会、1989年、第9章参照。

19) 井手正介著『日本の企業金融システムと国際競争』東洋経済新報社、1994年、72~73ページ参照。

20) Cf., Daniel M. Holland ed., op.cit., pp. 3-4.

21) 前掲『経済白書』、429ページ参照。

22) この修正は、配当性向(1-b)として1981年から90年までの全産業平均38.2%（日本銀行調査局『主要企業経営分析 平成2年度』日本銀行、平成3年11月）を使用し、株式持合比率 $m/(n+m)$ を同時期の金融機関と事業法人等を併せた平均65.5%（前掲『経済白書』、497ページより算出）を用いて計算したものである。

23) 紺谷典子・若杉敬明稿「トービンのqと株価」『証券研究』第80号、1987年、149~162ページ。

が一貫して米国のコストを下回っている。その期間の平均資本コストは、日本が2.35%、米国が5.2%となっており、半分以下の数値になる²⁴⁾。収益性の低さや資本コストと資産利益率の逆転現象という状況は、日本経済の成功とは相反するように思えてならない。日本企業は公表されているように低い収益構造を有しているのであろうか。

日本の経済成長とその後の良好なパフォーマンスからみて簡単には認めにくい問題であるが、資本利益率が低い場合でも、この資本を賄うための資本コストがそれ以下の水準であれば企業の成長は保証できる。上の75年以降に限らず、日本政府は貯蓄を奨励し、人為的な低金利政策を施行して資本の計画的配分を実行したことになる。しかし、この低金利政策にも問題があるように思える。人為的な低金利政策が必要になるのは、そもそも貯蓄水準が低かったことの間接的証拠である。なぜなら、もし貯蓄が十分であれば資本の超過供給が存在し、利子率は市場メカニズムによって引き下げられるからである。しかしながら、資本の超過需要が存在しているとき、人為的に管理した資本コスト（本当に管理可能であるか否かは別にして）では、資源配分の失敗を生む可能性が大きい。高い利益率を期待できるところに資本が供給されず、低収益企業に資本が流入するためである。貯蓄の大きさに制約があるときに、一部の企業にのみ希少な資本が低コストで供給される仕組である。それは、本来の成長を阻害する。その上、低金利政策は、貯蓄の大きさをも抑制するはずである²⁵⁾。

それゆえ、高度経済成長期の日本経済の成功要因を、資本コストに関する人為的管理に求めるのは疑問の余地がある。高度経済成長期が資本蓄積を進めていた時期であるとするなら、資本コストは、低金利政策に関わらず一般に公表されたものよりも高かったのではなかろうか。測定された収益データや資本コストの測定方法に問題があるように思える。日本の収益性や資本コストが他国に比較して低下してくるのは、貯蓄の水準が高く資本の超過供給が存在するようになった80年代に入ってからであろう。確かに、70年代以降の低成長時代には日本の収益性や資本コストは低下しているが、マクロ経済は欧米に比較して高いパフォーマンスを示しており、この時期の資本利益率の低さや資本コストの優位性に関する主張は慎重になる。日米の銀行融資コストや社債コストも、70年代に大きな開きはない。税法上の取扱いやインフレ格差を織り込んだ実質的格差では、若干の開きが観察されるが²⁶⁾、それも74年の第1次石油ショックによる影響が無視できない。また、上に述べたように、たとえ格差があったとしても、実質的に量的規制が存在しているとすれば、価格表示では差異を確認することはできない。とりわけ社債などは日本の場合超優良企業以外は発行できないからである。80年代になってから日本の

24) 前掲『平成4年版 経済白書』, 252ページおよび500ページ（算出方法については378—9ページ）参照。

25) 館龍一郎・蛭山昌一編『日本の金融[1] 新しい見方』東京大学出版会, 1987年, 4～5頁参照。

26) Cf., Richard P. Mattione, "A capital cost disadvantage for Japan?", *World Financial Markets*, May/June. 1992.

収益性は相対的に低下する。経常収支の黒字が問題になり、資本の海外流出も顕著になってきたし、米国では財政赤字が深刻化し、民間設備投資がクラウド・アウトされているからである。もはや、日本で人為的低金利政策を採用する必要はない²⁷⁾。

もちろん、日本の金融・資本市場は、メイン・バンク・システムや規制金利などの管理された市場システムであって、価格調整機能が十分に機能していたかどうかには疑問を有する。つまり、資本の需給を調節するのは価格機能によると言うよりは、銀行を主導とした貸出による量的調整に頼っていたと考えるべきであろう。その場合でも資本供給の総額となる貯蓄量が一定であり、これを資本の需要サイドに配分しなければならない。銀行は低い規制金利の下でリスクを最小限に抑えながら、収益を確保するために歩積・両建による貸付を行うことになる。これは企業にとって借入コストを低めに見せるものの、実質的には高いコストを支払わされていることになる。

また、こうした取引が量的に制約されている資本を一層制限することになり、さらに少ない株主資本に依存しなければならない仕組みを作ったのであろう。この仕組みでは、配当は極力抑え、内部留保を確保しなければならなくなる。先に記した自己資本利益率の結果と反し、株主資本のコストは確実に高くなるはずである。66年から91年までの株式投資収益率を日米独各々に比較してみると、日本の平均収益率は15.356%であるのに対し、米国のそれは10.226%、ドイツは、9.424%となっている。先の時価評価の分析期間と同一の66年から81年で見ると、その差はさらに顕著に現れ、日本が15.368%、米国が7.533%、ドイツが5.427%となっている²⁸⁾。これは株式持ち合いを含めたすべての株式の平均収益率である。

(8)式で示したように、 k は期待配当利回りと期待資本利益率の和であるから、それは期待株式投資収益率に等しい。実際値と期待値は一致しないが、(6)式との関連でみる限り、自己資本利益率の推定には役立つ。少なくとも、この実績値を見る限り、日本企業の時価による自己資本利益率は実績値において相当程度高かったとすることができるかも知れない（但し、株式投資収益率の実績値から算出される r は、(6)式の A が資産の取替原価ではなく、株主の購入時点の株式価額を意味する。）。 q が1を下回っていたという実証結果を多少考慮し、1に近い値とみなせば資本コストも高かったことになる。

それでも、自己資本比率の低さを指摘し、低い負債コストによって高い株式収益率が相殺され、結果的に日本企業の低収益性と低資本コストを否定できないと主張するかも知れない。しかしながら、日本企業の自己資本比率は一般に認識されているほど低くはない。その理由の一つは、日本の取引慣行である手形取引や掛取引にある。これらは他人資本の大きな割合を占めており、資本構成を固定負債と自己資本に限定すると日米の差はかなり縮まってくる（資本コ

27) 宇沢弘文編『日本企業のダイナミズム』東京大学出版会、1991年、第2章参照。

28) 前掲『経済白書』、245ページおよび499ページのデータより算出。各年の総投資利回り（配当利回り+キャピタル・ゲイン率）の単純平均。

ストを算定する際の資本構成は本来的に流動負債を除くものである)。また、先に挙げた退職給与引当金のような負債性引当金も考慮しなければならない。それは外部に委託する年金形態をとると少なくとも負債の項目に含まれないし、企業にとって本質的に負債であるか否か問題である。さらに、帳簿に記載された自己資本と時価の自己資本を比較しなければならない。土地や金融資産の実際価格を反映する資本市場で評価された時価株主資本は、日本企業の自己資本比率を高める大きな要因である。既述のように1984年の株式時価総額は簿価の2.38倍、85年は2.50倍、86、87、88、89、90、91の各年がそれぞれ3.34、2.99、3.56、4.19、2.59、2.31倍となっている²⁹⁾。時価表示の自己資本は、2倍以上の評価替えを必要とすることになり、自己資本比率は大幅に高められることとなる。また、先に挙げた銀行サイドの要求としての歩積・両建は、表面上の負債比率を高め、実質的には高い金利を低めにみせるものでもある。

資本コストを高め評価替えることになれば、資本利益率はそれを下回ることにならないであろう。先に挙げた q 値が1を下回るという実証結果については、コメントが必要であろう。従業員用の福利厚生施設や土地が、資本市場において株主の利益に還元されないものとみなされた場合や土地価格が異常な騰貴を示す場合に、こうした結果が得られるのかも知れない。日本の場合には、土地の異常な価格騰貴が大きな影響を与えていよう。不動産業以外の業種は、新たに土地を購入して事業を運営することができない状態を意味している。税制が保有利得と売却利益とに中立であれば、たとえ保有地での事業であっても継続されず、すべての産業が不動産業に転じたかも知れない(その結果、土地価格は低下し、 $q \geq 1$ という経済合理性が貫徹するはずである)。新たに事業を行う場合には、 $r > k$ となりうる地代での賃貸契約が望ましい形態であったことになる。

こうした必要な修正を施すことにより、日本企業の資本利益率および資本コストはともに高めに修正しなければならない。

5. 制度と資本コスト

最後に、こうした修正を施した上でも、なお日本企業の利益率や資本コストが低い値を示すかも知れない。その場合に考慮すべき問題点を指摘しておこう。

まず最初にデータの集計に関する問題があげられる。日本企業のデータを集計する段階で、そのサンプルになるのは大企業が多い。日米の比較でも、代表的企業の比較が中心となる。この時、日本の大企業は中小企業に比較して利益率が決して高くなく、むしろ低いことが指摘されている³⁰⁾。そのデータ解析にも様々な問題があるが、その正否は別にして、圧倒的に数の多い中小企業の高い利益率が表面に出てこない可能性がある。日本企業は系列ないし下請けや孫

29) 前掲『経済白書』、432ページより算出。

30) 三輪芳朗『日本の企業と産業組織』東京大学出版会、1990年、第1章参照。

請け関係によって生産が行われてきた。これは市場取引と企業内取引の中間的形態とされ、その取引コストの問題が効率性の観点から取り上げられてきた。他方、米国は内製率を高めた生産を行ってきた。市場取引を企業内取引に置き換えた生産組織を形成してきたのである。その結果、米国の代表的企業は、高い利益率の部分を企業内部に抱えたのに対し、日本企業はそれを企業の外部に持ったのである。

なぜ独占的利潤を享受できる立場にある日本の大企業は、利益最大化を目指して高利潤の生産組織を内部に取り込まなかったのであろうか。推測されることはリスクの回避である³¹⁾。規模の観点から、多少の高収入を犠牲にしても、安定した収益構造を維持しようとしたのではなかろうか。中小企業は、景気変動の緩衝部品となり、大企業は安定した収益を稼いだのである。このような日本的な取引構造により、大企業に対するリスクは削減され、その資本コストを低下させ、高収益をあげなくとも有利な条件で資本調達が可能になる。しかし、他方で中小零細企業の資本コストは高く、限られた資本調達方法による制約された資本が高い利益率を獲得したという考え方である。

以上の問題は、データに反映しにくいという単なる分析上のテクニカルな問題以上に本質的な内容を含んでいる。企業の取引関係といった構造的・制度的問題は、企業間の関係のみならず、企業（経営者）と株主、企業（経営者）と債権者、株主と債権者、あるいは企業と従業員との関係についての分析を要求することになる。これらは、それぞれの国の制度上の相違を反映し、これが取引コストの相違やエージェンシー・コストの大小となって資本コストに影響を及ぼすことになる。各国の収益性や資本コストの大きさを比較するときには、それぞれの企業の法制的構造やトップ・マネジメントの機構が相違する。トップ・マネジメント機構については、近年会社統治（corporate governance）への関心の高まりから注目されるようになってはいるが、資本コストや利益率の比較において問題になることは少ない。

たとえば会社法は、この問題に重要な影響を及ぼす。戦後、財閥解体を意図した占領政策に基づく昭和25年の商法改正は、大陸法を基盤として形成された日本の会社法を米国のそれに近づけた。しかし、取締役会により任命される役員制度が純然たる執行機関として位置づけられる米国と、取締役会が業務執行役員を互選し、かつ業務監査を行う日本の会社法とでは、取締役会の持つ権限に相違をもたらすことになり、これが両国間の株主—経営者間のエージェンシー関係に差異を生むことになる。取締役の構成についても同様の問題がある。外部取締役を多く導入する米国の機構は、内部取締役が多数を占める日本の機構とは明らかにことなり、株主総会の持つ影響力や監査役の権限行使に影響が出てくる。米国の機構は株式市場に開かれたもの

31) Horst Albach 等によると、多くの企業にとって成長は単に多角化と統合を通じてのリスク低下の戦略にすぎないが、成長に関してのリスクは過小評価されている、という。Vgl. Horst Albach / Kurt Bock / Thomas Warnke, Kritische Wachstumsschwellen in der Unternehmensentwicklung, Stuttgart: Poeschel, 1985.

となり、株主のエージェンシー・コストは日本に比較して低くなるであろう。また、ドイツにおける共同決定制度 (Mitbestimmung) は、株主 (Aktionäre) や監査役 (Aufsichtsrat)、取締役会 (Vorstand) の関係に影響を及ぼし、リスク要因を含む取引コストの大きさやエージェンシー・コストの大きさを規定し、収益性や資本コストの値を規定することになる³²⁾。

資本を供給する株主とこれを需要する経営者との間のプリンシパル－エージェンシー関係は、両者の関係を規定する法制度による契約関係や暗黙の慣習的な制度的要因に左右されるだけでなく、企業と従業員との関係や企業と銀行、あるいはその他の債権者との関係、さらには企業と企業との関係を含めた包括的な全体構造のなかでエージェンシー・コストを決めることになる。株主による経営者の監視コストが高くつくような構造であっても、これを補完する制度が準備されているかもしれない。たとえば、日本の株主総会が十分に機能せず、取締役会に対する監査機構も形骸化しているとすれば株主による監視コストは高いものになるはずであるが、株主による監視を肩代りする機構が存在しているとすれば、株主は高いコストを支払う必要はないはずである。

このような代替的機構が発見されるとすれば、資本調達に関する制度的特質のなかにある。もともと、金融仲介機構の果たす経済機能の一つに screening や monitoring がある。これらの機能は、投資家と企業との間の情報の非対称性によって生じる問題を緩和することに意義があるが、いずれの機構も完全ではない。資本調達の仕組は、これらの問題を緩和することによって効率性を高めてきたが、各国の証券市場や金融市場には相違がみられる。米国の SEC による証券市場の監視システムと大蔵省主導の日本の証券市場では異なる証券取引コストが発生する。しかし、株主の監視コストを削減できるシステムは、日本の証券市場よりも米国のそのの方が勝っているであろう。証券の格付け機関など、株主による監視を肩代りするものでも、その情報形成に資する機構は、日本の証券市場にはいまだ十分整備されていない。

32) 会社法の問題をエージェンシー関係の枠組みで分析したものとして、小山明宏「企業におけるエージェンシー問題再考(1)―企業の内外における様々なエージェンシー関係とエージェンシー・コスト」『学習院大学 経済論集』第27巻第2号、1990年2月を参照。

エージェンシー理論の枠組みにおけるドイツの実証的研究には Witte による以下のものがある。
 Witte, E., Das Einflußpotential der Arbeitnehmer als Grundlage der Mitbestimmung, Eine empirische Untersuchung, in : Die Betriebswirtschaft 40. Jg. 1980a Heft 1 S. 3-26.
 —, Der Einfluß Der Arbeitnehmer auf die Unternehmenspolitik, Eine empirische Untersuchung, in : Die Betriebswirtschaft, 40. Jg. 1980b Heft 4 S.541-559.
 —, Die Unabhängigkeit des Vorstandes im Einflußsystem der Unternehmung, in : Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 33. Jg. 1981a Heft 4 S.273-296.

—, Der Einfluß der Anteilseigner auf die Unternehmenspolitik, in : Zeitschrift für Betriebswirtschaft 51. Jg. 1981b Heft 8 S.733-779.

日本におけるエージェンシー理論の実証研究には、小山明宏『経営財務―不確実性、エージェンシー・コストおよび日本の経営―』創成社、1992年、第7章が参考になる。

もちろん、証券市場の整備は、情報に関わる取引コストばかりではない。取引の手数料や税の問題、取引の方法に関する諸規制、コンピュータの利用頻度やその方法の相違も、市場の取引コストに大きな影響を及ぼす。新しい商品による新しい市場の形成も見逃せない。株価先物による裁定取引が日経平均指数のボラティリティを大きくし、資本コストに影響を及ぼすことも考えられるのである³³⁾。

証券市場とならぶ金融仲介機構のもうひとつの柱は銀行である。情報問題に戻って、企業と銀行との関わり方を見ると、これも銀行制度の相違や銀行と企業との歴史的つながりを無視して論議することはできない。伝統的に銀行に支配されてきたとみなされる日本やドイツの銀行システムは、市場に基づくシステムを追求してきた英国や米国の銀行よりも企業情報に接近しやすい制度になっている。日本的メイン・バンク・システムは、株式の相互持合を通じての情報の共有やメイン・バンクを中核とした系列企業間における余剰資金の効率的配分などが資本コストに関係するであろう。

ドイツの銀行システムで注目されるのは、株主による銀行への寄託 (Das Depot) という制度である。ドイツにおける株式の売買は、ユニバーサル・バンク・システムのもとに銀行の窓口で行われ、個人株主や中規模機関投資家のほとんどが株券を銀行に寄託している。この株式の議決権は、寄託議決権制度 (Depotsstimmrecht) により、銀行が株主に代わって行使することになる³⁴⁾。トップ・マネジメント機構との関わりにおいても重要視されるべきこの構図は、株式の相互持合に基づく日本の意思決定システムと異なり、所有に基づかない代理意思決定システムである。しかし、銀行が企業の内部情報に接近し、経営や資本調達に関与する程度について、米国のそれと比べはるかに大きく、日本のシステムに近いものと思われる。こうした情報コストの観点から、ドイツと日本の銀行システムが長期投資に関して低い資本コストを実現したという解釈もできる³⁵⁾。その背後には、人的なネットワークの形成など単純な資本関

33) 浅野幸弘著『検証 日本の株価形成 先物の影響とファンダメンタルズ』東洋経済新報社、1994年、27ページ参照。

34) 丑山優「ドイツ・バンクの産業再編成戦略—ECの統合・ドイツ統一に向けて—」『経営行動』Vol.5 No.3 1990、8ページ～19ページ参照。1983年末において、西ドイツ全株式の約21%が大銀行に集中しており、現在もこの状況に変化はないといわれる。

ドイツの銀行制度と企業との関係をエージェンシー理論の関わりにおいて分析し、その比較に基づいて日本の財務の特質を導き出そうとする試みもある。たとえば、小山明宏学習院大学教授の「日本の経営の財務的側面—わが国企業の『株主』…エージェンシー理論による日独比較の観点から—」日本経営財務研究学会の1992年全国大会報告は、ここでの議論に参考になる。

35) Cf., Mayer, C. and Alexander, I., "Banks and Securities Markets : Corporate Financing in Germany and the United Kingdom" *Journal of the Japanese and International Economies* 4, 1990, pp.450-75. この論文では、銀行に依存する独企業と市場に依存する英国企業の資本調達行動の実証研究が行われている。しかし、そこでの結論は、情報理論を支持すべきものとはなっていない。むしろ、銀行による企業支配の観点が企業の財務行動に影響を及ぼしているという結論で結ばれている。

係以上の問題が隠されている可能性は大きい³⁶⁾。

いずれにせよ、先に述べたような監視コストの問題を含めて、日本的なメイン・バンク・システムの利用やドイツの金融システムが資本コストの削減可能性を有するとすれば、直接的な金融・資本市場の取引を制度ないし管理が補完したことによるコスト削減といえるであろう。

その他、株式の相互持合や持株会社の規制、あるいは自己株取得問題なども、構造上の問題としてコストに関わっていよう。株式相互持合により、相互監視効果や情報効果、取引コストの削減あるいはリスク・シェアリングなどといったプラスの効果が生じ、それが資本コストの削減効果となっているかも知れない。もちろん、メイン・バンク制度は、株式持合の中核的な役割を果たしていると考えられよう³⁷⁾。我々は、こうした制度上の問題が企業の収益性や資本コストに及ぼす影響について分析していく必要がある。

6. むすび

資本利益率および資本コストの関わりについて分析した後、日本企業の利益率の低さやこれに関連した資本コストに関する一般的な認識について概観し、その問題点を指摘した。我々の疑問は、資本蓄積の十分でなかった日本が高度経済成長を記録し、70年代の石油ショック後も高いパフォーマンスを示していたにもかかわらず、日本企業の資本利益率および資本コストが相対的に低かったという一般的な認識とその経験的事実である。

本稿では、この問題に対して簿価および時価のデータ評価に一つの解答を求めた。評価すべき企業資産の範囲が明確にされなければ利益率は算出されない。負債も同様であり、他人資本コストや自己資本コストの大きさ、および帳簿自己資本と株価の関係を分析できない。我々は資本利益率および資本コストの関連を様々な角度より吟味し、その測定困難性を強調した。それは国際比較をすることがきわめて難しいことを意味すると同時に、日本の収益性及び資本コストに関する低い測定結果が必ずしも信頼に足るものではないことを明らかにしたのである。

しかし、測定問題以上に重要なことは、資本利益率や資本コストが単に市場の需給のみで自動的に決定されるというものではなく、制度的要因が大きく関わっているということである。株式会社制度や証券市場の整備は資本コストのリスク削減効果をもっている。本稿で論じたメイン・バンク制度や企業間関係も同様に資本コストに影響を及ぼすであろう。これらのシステムの相違は、各国の歴史的背景から生まれたものであり、それぞれに合理性を有している。国際化した資本市場での投資家の機構は、こうした制度要因までも分析した上で、国際間の資本移動を効率的に実施する。それは結局、利潤の探索者を意味している。

36) Vgl. Hermannus Pfeiffer, Die Macht der Banken, Campus Verlag, 1993. ここでは銀行による人事的ネットワークが取り上げられている。

37) 翟 林瑜ワーキング・ペーパー「株式持ち合いのエージェンシー・コスト」1994年6月20日を参照。