

「日本企業の資本構成—英米型との比較を通じて—」

報告者 亀川雅人

〔報告要旨〕

本報告は、10月8日に一橋大学で開催された日本経営財務研究学会で報告した「資本コストと市場制度および経営管理—資本構成に関する数量調整—」を簡略化して解説したものである。報告の十分な内容に関しては、タイトルを一部変更して、本号に掲載してあるので参照してほしい。

さて、報告の骨子は、Franco Modigliani & Merton H. Miller による資本構成と資本コストの無関連命題を柱とした著名なMM論文が、日本企業の資本調達行動に適合するか否かを分析したものである。MMをはじめ、現在の主流を占める企業財務論では、完全資本市場を想定した上で、資本コストを資本供給者のリスク調整後の機会費用と定義し、利子率とリスク・プレミアムの関数で示している。それぞれは、資本市場の価格メカニズムに委ねられて決まるが、企業の資本コストないし企業価値は、企業の予想される生産関数と将来の需要関数などによって決定されるものであり、資本構成の変化は影響を与えないものとされている。換言すれば、その結論は、極めて単純な次のような説明で要約される。企業価値はどのような資産を所有し、どのような労働力と結合して、どれだけ利益（質を考慮の上）を獲得するかによって決定されるのであって、その資産をどのような資金源泉で購入したかには依存しない。自動車の価値が、その購入方法、例えばローンを使用したか、自分の預金を解約したのかは関係なく、自動車の性能や人気などによって決定されるのと同じである。このように企業評価がなされると、企業の資本コストは資産の規模や種類などによって決定されることになり、銀行の借入や社債発行、あるいは転換社債や株式

発行といった調達方法を変えても、一定の値を持つことになる。MMの言うリスク・クラスにおける資本コストがこれである。

こうした評価方法は、基本的に正しく否定できないが、それでは自己資本コストや他人資本コストはどのように決定されるのであろうか。MMの結論は、負債コストを一定と仮定すれば、自己資本コストは資本構成の変化に応じて値を変えることになる。これは資本市場の価格調整機能に他ならない。しかしながら、市場がそのような調整機能を十分に働かせるためには様々な条件が必要になる。とりわけ情報問題が重要な鍵となる。

今回の報告では、MM的な価格調整機能が働く英米型市場と価格調整が十分に機能しない証券市場を補完するため、銀行主導の調整が行われる日独型のふたつを対比させ、後者の金融・資本市場、とりわけメイン・バンク・システムを有する日本型市場において、企業がどのような資本構成を選択することになるかを実証結果を踏まえて説明した。株式市場を中心とした価格調整機構に資源分配を委ねようとする英米型は、個々の投資家の主体的な市場参加を促進させるために、情報収集活動のコストを含む取引コストの削減や市場取引の透明性・公平性を保証する規制、およびそれを補完する証券アナリストの育成・利用法や格付け機関などの整備を行い、市場の価格機構を通じて資本資源の効率的分配を実現しようとするものである。他方、日独型では、企業情報に接近しやすい立場を利用して金融仲介機能の主要な役割を銀行が担うことになる。とりわけ日本の金融・資本市場におけるメイン・バンクは単なる債権者としての機能に留まらず、主要株主としても一定の役割を演じることになる。債権者としての銀行の役割は、未成熟な社債市場を補完し、短期および長期の貸付資本を供給し、企業の業績が低迷しているときには、利払いの延納などにより、倒産を回避させる行動にでる。これは株

主としての銀行の立場からであるが、ビジネス・リスクも負担しているという意味で、株式市場を補完していると考えられる。もちろん、こうした銀行の行動は銀行自信の利益を最大化するためのものである。倒産企業の貸付資金が担保によって回収されたとしても、保有している株式が無価値になることを避けねばならないからである。

このような企業と特別な関係にあるメイン・バンクの役割によって、証券市場における一般の株主は情報に関してコストを負担せずに、フリー・ライダーとなることができる。それは自己資本コストの価格弾力性を小さくし、企業評価を銀行に委ねることによって資源配分機能は銀行の貸出数量に依存して決められることになる。それは企業の資本構成を決定することでもある。日本型メイン・バンク・システムに基づく貸出数量調整は、市場経済の否定ではない。市場メカニズムを前提とした上で、価格調整機能を補完する管理の世界を想定しているのである。

報告では、以上の結論を簡単な実証結果を示して説明したが、財務管理論の分野で共通用語となっている基礎的な専門用語が一般的に認知されていないことや、報告者の力不足もあり、十分に内容を理解していただけなかったように思える。

「会計の国際化とわが国の現状一日・米・欧との関連を中心に」

報告者 松井泰則

〔報告要旨〕

本報告の内容は、大きく次の3つに分けられる。第1は今日のわが国会計制度の国際的な関係ないしかかわりを理解するために、まずわが国からみた近・現代会計史を概観することである。第2は国際資本市場において重要と考えられる日・米・欧を中心とした国際

会計基準 (IAS) 設定の現状を理解することである。そしてこれらをふまえたうえで第3としては、わが国の国際的な対応を情報開示の視点から検討することである。以下、これら内容について簡単に要約しておきたい。

黒澤清博士によれば、1873~1973年の100年間のわが国会計史をひもといたとき、それは大きく簿記時代、近代的立法運動、会计学の生成時代、会計原則時代の4つに分類されるとしている。各々において代表的なものをあげれば、簿記導入として、1973年の福沢諭吉『帳合之法』、商法導入として、1883年 K. F. Hermann Roesler 起稿商法草案、会計理論の発展にとって不可欠なものとして、1926年 E. Schmalenbach, Dynamisch Bilanz, 4. Aufl. ならびに1940年 W. A. Paton and A. C. Littleton, An Introduction to Corporate Accounting Standards, 企業会計原則の導入として、1938年 SHM 原則が指摘されよう。こうした経緯から、現在のわが国の商法会計と証券取引法会計という2つの体制が理解されうることになる。ただし、この2つの体制に関しては、国際化の視点からみて前提的要件としてとらえるか、あるいは課題としてとらえるかについては議論が別れるところである。いずれにせよ今日での、とりわけ証券取引法会計領域における国際化は急務となっていることは承知の通りである。

1966年アメリカ会計学会の国際会計委員会では、国際間の取引および投資の増大、多国籍企業の出現、OECD 等にみる経済の地域主義の推進と各国間の財務的交流、会計思考の国際的交流の動向などの点から国際会計の必要性を強調した。現在の24時間国際資本市場においては、国際的にも比較可能な財務情報の役割が今まで以上に増大している。しかもその内容は、たとえば新金融商品にみられるように複雑・高度化している。また高度に発展的な効率的組織としての多国籍企業の形態も多様である。いわゆる従来の国内を中心と