

資 本 コ ス ト に つ い て

橋 本 喬

1. 序——現代投資理論への疑問
2. MM理論をめぐる問題
 - 1) L S 理論—市村博士の批判
 - 2) MM理論の評価
 - 3) 平均資本コストの一定性について

1. 序——現代投資理論への疑問

新古典派の投資理論は、M. J. ゴードンによれば、次の様に要約される¹⁾。

企業の目的は、その現在価値の極大化であることが想定される。そして、その現在価値は、将来利益の関数であり、将来利益はまた現在の投資の関数である。かくして、この2つの関数があたえられるならば、企業価値を極大にする投資を求めることができる。しかも、この命題は2つの基本的前提に立脚していることに注意しなければならない。(1)将来は確実に予測可能であり、(2)企業は一定の利子率で任意に所要資金を貸借することができる。

結局の所、投資決定の基準は、将来利益の関数と投資—資本コストの関数である。そして前者の将来利益の問題は、企業の基本目標に係わる。この問題に

対しては、藻利重隆博士により奥深い考察が試みられた。博士はその著「経営学の基礎」において、“総資本利潤率の極大化”に含まれる問題を次の様に考察される²⁾。

利潤率そのものに関しては、われわれはまず第一に自己資本利潤率を取りあげざるを得ない。そこで「利潤率の極大化」は、まず第一に「自己資本利潤率の極大化」において問われることとなるのである。

自己資本利潤率は自己資本に帰属する期間利潤を自己資本の在 high で割った比率である。この比率における分母は、…(省略)…総資本ではなくして、その一部分にすぎない自己資本のみである。…(省略)…分子は支払利子、すなわち他人資本の利子を控除せられたものである。…(省略)…「自己資本利潤」こそが、この比率の分子をなすわけである。そこで自己資本利潤率は、第一には総資本のうちにしめる他人資本の多少によって相違し、また第二には、この他人資本に対して支払われる利子率の高低によって左右せられることになる。そこで、自己資本利潤率は、必ずしも企業に投下せられた総資本の運用能率を示すものではないことが記憶せられなければならない。なるほど、他人資本を低利で多額に調達することは、企業活動の重要な一要因をなすであろう。しかし、こうした意味における財務活動のうちに利潤の源泉をもとめることは、産業利潤を志向する産業的企業の本来の課題ではない。産業的企業における財務活動の課題は、生産、販売などの本来の事業活動を円滑に遂行させることにあるのである。そして、産業的企業の利潤の源泉は、まさにこうした事業活動のうちにこそとめられなければならない。しかも、このことの必要をとくに強く要請するものこそが、企業における固定性の増大であり、企業の持続化であることをわれわれは注意しなければならない。換言すれば、企業の固定化・持続化こそは、投下総資本の運用能率の高度化による利潤の極大化を要請しているものと解せられるわけである。

自己資本利潤の意義は、もとよりこれを否定しうるものではない。…(省略)…自己資本利潤率の意義もまた同様にこれを否定することはできない。…(省略)…それにもかかわらずわれわれが、自己資本利潤率のみに目をうばわれてはならないゆえんは、固定化し、持続化している今日の企業の要請が、自己資本利潤率の持続的な維持・増大に見出されることにある。自己資本利潤率そのもののうちには、これを長期間にわたって持続させることを保障する要因のみが含まれているわけではなくて、それと同時に、逆にその持続性を否定し、あるいは危殆におとし入れる要因もまた含まれていることが注意せられなければならない。われわれは前者を長期的性

格を持つ総資本の運用能率の表現に見出すことができる。これに反して後者は、自己資本利潤率が総資本の運用能率のみではなく、同時に短期的な資金調達の一時的効果をも表現するものであることのうちに、これを見出すことができる。そこで、企業の志向するところが、自己資本利潤率の長期持続的な極大化にあるとすれば、われわれは、必然的に、この比率のうちに含まれる長期・持続的要因のみを重視し、これに着眼しなければならないこととなる。それは、総資本の運用能率の表現としての側面のみを取り出してくることでなければならない。そして、ここに登場させられてくるものが総資本利潤率をなすわけである。そこで、総資本利潤率の極大化は、まさに自己資本利潤率の長期・持続的な極大化のためにこそ要請せられるものであることを忘れてはならないのである。

総資本利潤率は企業に投下せられた総資本に帰属する期間総利潤を投下総資本の在高で割った比率である。

……(省略)……

営利原則は、その長期化の第一段階において、利潤率極大化による利潤の極大化を志向することになる。しかもそれは、単純な自己資本利潤率の極大化ではなくて、持続的な自己資本利潤率の極大化を要請するのであり、その持続性を追求するところから、極大化せられるべき利潤率は、第一次的には総資本利潤率にもとめられることとなる。そこで営利原則は、いまや、総資本利潤率極大化の原則として理解せられることとなるのである。

藻利博士の所説を考察すると、所説の基軸は、自己資本利潤の思考を基底として、その自己資本利潤の計量尺度たる自己資本資本利潤率の中に含まれる自己資本利潤の長期的持続性の否定・危険——すなわち短期的一時的要因の内包を配慮するが故に、その保険的思考として、総資本の運用能率という生産的側面の重視を結果する、所にある。総資本的思考の従属性は否めないのであり、この点、やはり、株主利益極大化のアメリカ的思考の枠の中に在ることを否定できない。

一般的にいつて、総資本利潤率が追求されるならば、当然自己資本の立場は克服され、株主・債権者の区分は解消され、そこに総資本を担うべき“新しい主体”が想定されなければならない。しかるに藻利博士においては、あくまで自己資本が総資本利潤の帰属する主体なのである。経済の新しい動向は、無機

能的大衆株主の増大、株式と社債の接近の傾向を強めており、「企業」の主体的財務活動は、現代経済の特徴である。特にわが国の場合、近年の法人株主の支配的増大は、米国の様な株主偏重の姿勢を第一義的なものとはしない。この様な財務的動向に対して藻利博士の所説は、非財務的処方箋を提示するものであり、適合性を欠くと見られる。これが藻利博士そして現代の投資理論の自己資本利潤性に対して抱く疑問の第一点である。

藻利博士は、今日の労働組合の社会的制度的組込みによる「労働固定化」の現実認識から、「総資本付加価値率の極大化」の概念に到達される。思うにこれは、「総資本の主体」を求める一つの模索である、と考察する。ここには藻利理論の限界と苦悩を読みとることができる。

これらの点に関して市村博士は、その著「資本構造計画論³⁾」の中で、次の様に評価される。

藻利博士は経営学の対象を「資本主義経営たる企業ないし企業の活動」に求め、「こうした企業活動の実践原理を究明し、これにもとづいて各種の実践原則を体系的に確立すること」を、その課題と措定しながら、いわゆる財務活動をその研究課題から除外することによって、総資本付加価値率極大化原理に到達した。われわれは、企業の生産理論の側面に関するかぎりにおいて、博士の透徹した理論展開にただ圧到されるばかりである。しかし、財務活動を考察の対象から排除する結果として、博士が出発点において措定した自己資本の立場が、理論の展開過程の中から影をひそめてしまい、もっぱら、「機能としての現実資本」の同質性の側面のみが強調され、その運用効率の尺度として、総資本付加価値率極大化原理が導き出されることとなったのである。そして、「所有としての資本」の差別性、したがって、資本構成の問題は、まったく無視され、せいぜい、企業における利益獲得の長期的保証である経営利潤を、歪曲するものとしてしか把握されないこととなったのである。

結局の所、藻利所説—自己資本利潤・株主利益最大化の思考は、自己資本重視に傾斜する古典的立場への帰属を回避しない。無機能資本家・大衆株主の増大、また法人株主の支配的増大、更に資金調達の多様化・債券化・国際化の現代経済の構造変化の中であって、果して自己資本のみが主体的立場を承認され

るものであろうか、疑問を感じざるを得ないのである。

疑問の第2点は、投資関数—資本コスト概念においてである。資本コストの概念は、リンジィ、サメッツによると、次の3点に要約される⁴⁾。

(i) 第1は、資本コストは最低投資利益率を決定する機会原価 (opportunity costs) である。

(ii) 第2は、現金支出をとともなう資金コスト、すなわちキャッシュ・コスト (cash cost) のみを資本コストと考えるのではなく、資本コスト概念を拡大して、現金支出をとともなわない付加的成本 (additional imputed cost) をも、資本コスト概念に入れる。これは、財務的不確実性を資本コスト概念に入れることを意味する。

(iii) 第3は、最低所要利益率 (the minimum required rate of return) は少なくとも、株価に不利な影響を与えないものでなければならない、とする。これは株主の観点から、株主利益を超えた「株式市価の極大化」を求めたものである。

この様なリンジィ、サメッツの資本コスト論は、株価極大化論の企業目標を前提とするものであるが、自己資本と他人資本との資本構成—いわゆるレバレッジ、株価と負債比率との直接的関連における財務的要因が果して企業の正当な評価を示すものであるか、換言すれば、株価は果して財務的要因のみで説明されるのだろうか。疑問の第2点である。

藻利博士所説の総資本思考において、総資本利潤率の等式分母は、投下総資本在高である。すなわちこれは“資本コスト”を形成する。必然に、資本コストが検討される必要がある。現代の伝統的資金コスト概念は、総資本コストとの関連で、いかなる要件を具備するのか。一般的に観て、従来の資本コストは、資金運用の生産的側面のコストではなく、資金調達における「財務的成本」である。しかし総資本コスト概念の実物性に対するに、「財務的資金性」の乖離は無視できない。両概念のストレートな一括的認識は、概念思考の飛躍たる批判を免れない。事を資金運用たる側面に立脚して観る限り、財務的視点の限界が指摘されるのである。伝統的資本コスト論者においても、この点の反省を

見ることができる。リンジィ、サメッツは、「財務管理が極大利益または普通株の市場価格の極大化を、一義的 (single-mindedly) に目的とするという仮定は、今日、実務における多くの財務管理者を動かしている真の姿を、十分に表現するものではない。……⁵⁾」とし、更に「満足利潤の概念⁶⁾」 (the concept of satisfactory profit) を設定し、企業の支配者・経営者が株主の受託の枠を超えて、労働者の福祉、公衆への奉仕、企業の安定等を含む満足利潤の達成—満足基準に依り、企業を経営する事実を認識する。

資本の授受という所有関係を範囲とする伝統的な資本コスト概念においては、資金運用の事業的側面のコスト認識は欠落する。本来的な“企業利益の母”は資産であるから、運用コストの無視は、実際と適合しない。調和志向の“日本の経営”の経理という観点に立つとして、西洋的枠の「満足基準」であるとしても、考慮すべき点であろう。

資本コストの財務的・金融調達の認識だけの観点から、企業ないし企業活動を評価することは、狭少に過ぎると言わざるを得ないのである。

この様な現代の伝統的な資本コスト概念に対して、1つの挑戦がなされた。MM理論の登場である。

2. MM理論をめぐる問題

現代の伝統的資本コスト論は、資本コストの理論を資本構成との関連で展開している点に基本的特色がある。この様な伝統的理論に対し、正面切って挑戦する見解が1958年、The American Economic Review 誌上に登場し、大きな反響を呼ぶに至った。すなわち、Modigliani—Miller Theorem (MM理論)⁷⁾である。

MM理論は、「企業の平均資本コストは、企業の資本構成と全く無関係に一定である。」ということ基本命題とする。そしてそれは、(i) 完全資本市場、(ii) 合理的投資家の存在、を前提に提唱される。

MM理論の挑戦は、アメリカの学者・実務家の間で大きな反響を喚び起し、

その後多くの批判が、アメリカのみならずわが国においても展開されるに至った。

1) L S 理論—市村博士の批判

MM 理論は、「企業の平均資本コストは資本構成とは全く無関係である⁸⁾。」とする。これは、どの様な資金調達方法によっても、負債比率がどの様に变化しても、資本コストは一定であることを意味する。この点が、他人資本利用の増大が、負債比率を増し、財務的危険を増し、普通株の株価に影響を与える、とするリンジィ、サメッツ (L S 理論)—伝統的資本コスト理論との決定的対立点である。

市村博士は、この問題を次の様に批判される⁹⁾。

かれら (MM—筆者搜入) は、個人投資家の投資構成 (“home made” leverage) が企業の資本構成 (“corporate” leverage) に対する、1つの完全な代替性をもつことを仮定する。すなわち、個人投資家は企業の勘定における資本構成の変化に応じて、個人の勘定における自己の投資構成を、同額だけ相殺的方向に変化させて、それを完全に中和化しうることを仮定するのである。…(5行省略)…

企業の証券を保有する個人投資家が、費用を要せずに、このような完全な中和化の能力をもつことを、リンジィ、サメッツはまず否定する。……(10行省略)……

要するに、モジリアニ、ミラーはあらゆる資金調達方法の資本コストが、常に同一に維持されるような完全な中和化理論を、その立論の基礎におくのである。

「あらゆる資金源泉からの資金コストはすべて同一である」 (“equal cost of funds from all sources”) というこの理論は、完全市場をその理論的前提としていることが銘記するべきである。したがって、批判されるべき点があるとすれば、そのような理論的前提そのものでなければならぬであろう。おもうに、もし投資家資金の証券相互間での資金移動の可能性が欠けており、他人資本に限度があり、債務に対する心理的、制度的障害があり、資本市場に種々の時間的ズレや摩擦が一時的にせよ存在するならば、企業が資本コストの相対的に低い特定の資金調達方法を、種々の時点で利用することは可能であるといわなければならない。

……(省略)……

負債比率が相対的に大であるか小であるかとするときも、その企業の株価が負債

比率増加によって、ごくわずかであれ非常に大きくであれ、影響を受けるような動態的企業財務 (the dynamic financing of a corporation) の存在を否定することは妥当ではない。

市村博士は、この様に MM 理論を批判され、完全市場と合理的投資家の前提を否定される。

2) MM 理論の評価

MM 理論について、今日支持者は皆無に近いと言われるが、それが伝統的理論に大きな衝撃を与えることになった理由は、資本の最適構成という、どちらかと云えばそれまで曖昧にされていた点を衝くことになったからといわれる。伝統的理論においては、資本の最適構成ということは暗黙の了解事項として取扱われてきたのである。MM 理論の登場により虚を衝かれた形で、理論武装が強化された、というのが実情といわれる。

MM 理論は果して拒否さるべきものか。

- (1) MM理論は、自己資本・他人資本の区分、株主・債権者の立場を解消する経営者時代の新しい動向に合致している。

MM 理論の平均資本コストの概念は、レバレッジ（負債比率）を否定する。それは、レバレッジの帰属主体における株主・債権者の源泉的区分を希薄化することを意味する。

「株式会社が封鎖的人的結合体 (Closely Owned Corporations) から開放的、物的すなわち公開的、資本的結合体 (Publicly Owned Corporations) へ移行するに随い、株式は地域的、職業的または所得的に、また所有目的が投資的になるに応じ、より広汎に分散されて¹⁰⁾ きた。ここに企業体は、一面には多数の無機能資本家・大衆株主の生成に基因する所の、専門経営者層の出現となり、他面は、株式の社債化、社債の株式化—中間証券化—という、分立併在の傾向となった。これは企業主体の意識を醸成するとになり、所謂経営者時代を造出した。この様な動向の延長線においては、他人資本對自己資本の負債比率の如

き指標は、積年の意味を失うものといえよう。

この意味で、レバレッジ最適構成の概念を否定する MM 理論は、理念として時代の要請に背反するものではない、と云えよう。

- (2) MM 理論は、資本の調達コスト・財務コスト概念より離反しようとしている。それは「総資本金利潤率あるいは総資本付加価値率極大化」の企業目標に対応すべき、“総資本コスト”に接近する。

MM 理論の平均資本コスト概念は、他人資本比率の増減如何—資本構成の変化に拘らず一定である、とされる。これは平均資本コストが“調達コスト”を機能的に清算し、独立化することを意味する。換言すれば、調達の側面を離れて“運用コスト”へのフリーハンドを獲得する。運用側面からの多様な実物的資金コストを総括するとき、それは（所謂藻利博士の）最低所要の総資本金利潤率（ないし総資本付加価値率）である。それはすなわち、前に述べた“総資本コスト”に接近するものである。

この様に考察するとき、平均資本コストは資本構成の如何に拘らず一定である、とする MM 理論の認識に、不当性を指摘することはできない。考察さるべきは、単なる資本構成でなく、資産構成に連関する資本構成の問題であろう。

3) 平均資本コストの一定性について

市村博士は、MM 理論に組みされない。

リンジイ、サメツとともに、負債比率上昇にともなう危険増加が、必然的に資本コストを上昇させる、という理論的関連を、まず認めざるを得ない。そして次に、その財務的危険 (financial uncertainty or risk) が現実の株価に反映されず、したがって、資本コストの上昇として現象化しない理由を解明する接近方法を選ぶ¹¹⁾。

そして次の様に分析される。

負債比率上昇にともなう危険性を相殺する最大の要因は、総資本利益率が一定水準以下に下降しない状態をあげることができよう。これは経営的不確実性 (busi-

ness uncertainty) が非常に少なく、確実な収益力をもつ成長企業ないし独占企業の場合である。一定水準以下に総資本利益率が下がる危険性がなければ、他人資本利用にともなう危険発生への機会、ほとんど考えなくてもよいであろう¹²⁾。

と述べられる。また、成長企業の場合は、

将来の利益株価率が非常に高い、……(省略)……産業企業と金融企業とが癒着状態を示している、わが国の特殊状況のもとでは、負債比率上昇が、必ずしも財務的危険を比例的に上昇させない理由と考えられる¹³⁾。

と述べられる。

この様な見解に対して大きな疑問が生まれる。独占企業、成長企業、産業企業と金融企業の癒着している状況を挙げた場合、それは、社会経済の一部分——好ましくない特殊な状況であろうか、ということである。わが国の場合、それは明らかに企業関係の相当部分にわたり、経済社会の本質的關係をなしている。金融をめぐる環境として、わが国の産業企業と金融企業は敵対的關係ではなくて、もちつもたれつの「縁和的」協調關係が保持される。それは、個を重視する西洋と異なり、相互の關係を尊重する日本の文化の一断面である。レバレッジの変化が直ちに財務的安定性を崩すということは、わが国においては必ずしもそれはいえないのである。したがってここで、今一度新しい觀點に立って、MM 理論を吟味する必要がある様に思われる。

伝統的理論における、配当株価率が負債利率より高い、という前提にも多分に問題がある。1958年以降、米国においては、負債利率(利回り)が配当株価率(利回り)より高い状態が定着しつつある。しかし一応この事は伏せて、負債利率がより低いという伝統的な前提に立つこととする。この場合、企業の他人資本利用は、常に最大限の資金調達を志向し、そして最低限の資金コストに努力する。この状態における他人資本利用の更に新たな増大は、一般的に言って財務的危険を増す可能性を含んでおり、その場合資本コストの上昇に結び付く蓋然性を持つことは、「或る程度」容認されることである。しかしな

がらこの段階において“過度に”他人資本調達が増大すること、——最適資本構成を「過度に」離反して他人資本調達が増大することについては、大きな制約がある。すなわち、企業の担保能力に限界があり、最適を離れる他人資本調達を阻止する。この限界を超える程に資本増大が要請される場合、経営者・企業主体は、「合理的判断」をもって増資を行ない、他人資本の株式資本への肩代りを策するのは普通に見られることである。ここに他人資本の構成比は低下し、相対的に担保能力、償還能力は余力を持つに至る。財務的危険は現出せず、結局資本コストの上昇は現象化しないのである。資本構成において、過度に変化しないのである。

企業の他人資本調達の増大は、次の段階の株式資本への増資転換を予定しなければならないが、株式資本の増大はまた更に、企業の利潤獲得能力、人的経営的能力の役割が予定されなければならない。結局、他人資本の調達・利用→人的・経営的能力の役割→株式資本転化（増資・償還）、という図式が描かれる。

この様な新しい説明をなす前提は、MM理論の合理的投資家・資金調達源泉に替る所の「合理的企業主体・資本支出決定主体・経営者」の存在と役割である。経営者は、資金の調達と運用の両側面にわたり、経済的効果の予測に優れ、「資本所有的投資家」に比して、ヨリ合理的判断を持つ、ヨリ資本コスト性に連関する存在である。

以上、「企業の平均資本コストは、資本構成に関係なく一定である」、というMM理論の基本命題について、新しい観点からの立論を試みた。資本コストに関する、従来の他人資本・自己資本の最適構成の概念を克服しようとするとき、しからば資本構成とは、企業に何の意味も持たないのであろうか。MM理論が上記の立論で再建されるとき、資本構成をして企業自体にとっての大きな意義を持たしめるものは、その資金運用としての機能的展開である。物的資産、財務的資産、それに加えて人的資産を含む、資金運用のコストの識別は、資本コスト概念に変動性を与えることになる。

註

- 1) M. J. Gordon: The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, pp.14~15.
柴川林也著『投資決定論』, 38頁。
- 2) 藻利重隆著『経営学の基礎』, 500~507頁。
- 3) 市村昭三著『資本構造計画論』, 85~86頁。
- 4) Lindsay and Sametz, Financial Management, 1963, Part II.
市村昭三著, 前掲書, 118~119頁参照。
- 5), 6) Lindsay and Sametz, 前掲書, pp.35~36。
市村昭三著, 前掲書, 119~121頁参照。
- 7) F. Modigliani and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," in The American Economic Review, June, 1958, pp.261~297。
- 8) F. Modigliani and M. H. Miller, 前掲論文, pp.268~269。
- 9) 市村昭三著『資本構造計画論』, 133~135 頁。
- 10) 吉川義弘稿「日米両国における株式および社債の雑種証券化」, 専修商学論集第9号。
- 11) 市村昭三著, 前掲書, 121頁。
- 12) 市村昭三著, 前掲書, 121~122頁。
- 13) 市村昭三著, 前掲書, 122頁。