

小宮隆太郎・岩田規久男

『企業金融の理論』

——資本コストと財務政策——

日本経済新聞社 1973.4 370ページ

米国における現代企業金融理論の歴史は、モディリアニ・ミラーの58年の論文から起算するなら、すでに17年に垂んとするわけであるが、わが国でも最初の本格的な教科書である本書が発刊されて2年が経過している。ところが、この2年間におけるほど、「企業」または「企業金融」という言葉がジャーナリズムを賑わせたことはかつてないにもかかわらず、本書の業績をふまえた議論が公に為されたことはほとんど無かったのではないだろうか。管見の及ぶ限りでは、専門誌における経済学者の側からの2~3の貢献は別として、とくに、この著書が対象としている実務家や政策担当の側からの反響はむしろ皆無に等しく、これらのサークルの中では、相も変わらず、伝統的理論とも俗論ともつかない怪しげな議論が盛行をみているのが実情である。本書のために投入されたとであろう莫大な知的労働の市場価値は、これまでのところ著しく不当に低評価されていると云わざるを得ない。さて、本書の構成は、3部11章から成っている。

第I部(第1~5章)はモディリアニ・ミラーの業績を継承し、さらにその一般化を図った、本書のいわば理論編である。まず第1章ではMMの基本命題が導出されるが、ここでの特色は、MMが「戦略的仮定」(strategic assumption)として設けたリスク・クラス概念を用いずに、基本命題のほとんどが証明され、資本コストの定義に際してはじめてリスク・クラスが導入されていることである。この一般化は後の2-4節「類似企業が存在しない場合の企業評価」においても極めて平易に説明されているとおり、いわば「コロンブスの卵」的発想法から導かれたように思われるが、この点に関して従来行われた、あまり実りの多くない議論とは異なり、MM理論をより簡明に理解する手助けとなっており、本書の数多い貢献の中でもユニークな部分である。また第2章、第4章では、第1章における取引費用、貸倒れリスク、借入の量的制限、静学的期待、予測の一致および税制などに関する仮説を緩めた場合についての検証、さらに、第3章では、様々なMM理論に対する批判とそれに対する反批判、および資産選択理論等を用いたMM理論の拡張の方向が扱われている。

MM理論に対する批判としては、伝統的な企業金融理論からの、あまり本質的でないものを除けば、①借入の量的制約や取引費用が企業と投資家の間で著しく異なる場合、および②貸倒れリスクが存在する場合には、裁定を通じた企業の市場価値均等化が妨げられる、③企業のリスク・クラスが投資の前後で著しく異なる場合は資本コストの導出が困難になる、などが主なものとして挙げられる。

ここでは、①については、たしかに企業評価の差別的効果を強める方向に働くが、通常考えられる状態ではMMの基本命題を否定するほどではないこと、②、③については、完全な解決はまだ為されていないが、一定の条件のもとではなお基本命題の適用が可能であること、が明らかにされ、MM理論体系の優位性が主張されている。

たしかに、多くのMM理論批判が、個別的な状態での市場裁定の不成立に焦点をあてたものであったことが、これまでの議論を実り少ないものにしてきた主な原因であり、今後は、これまでの成果を基盤として、企業の投資行動や資金調達行動の解明に、より多くの勢力が注がれるべきであると思われる。なお、この点については後でも若干ふれることとする。

第II部(第6~9章)および第III部(第10~11章)では第I部で展開された企業金融理論の応用が試みられており、厚生経済学的な立場から、企業の資金調達、配当政策、増資方式、ならびに税制改革の問題が主としてとりあげられている。現実の市場組織、制度に関する部分が多いだけに、第I部に比し、勢い verbal に議論が展開されるが、第II部を通して貫かれる主張は極めて明解である。すなわち、①現実の企業財務や証券市場における諸問題は、第I部で示された企業金融理論の応用によってかなりの程度説明が可能であること、②単純化の仮説が現実にあてはまらない面が多くあるとしても、それらの修正により、基本的な命題がそう大きくは変更されないこと、③もし現実に理論からの大きな懸隔があるとしても、それは、割当、不完全情報など市場の欠陥、あるいは錯覚などによる場合が多いこと、である。

以上から明らかとなっており、本書はMM理論を基本的な骨格としてはいるが、決して単なる紹介書ではなく、その一般化、および現実への応用にこそ大きな特色を有している。とくに後者については、複雑な市場機構や租税制度の緻密な検討のうえに基本理論の適用が行われており、こうした構成を充分頭に入れて読むならば、随処に見られる大胆な主張も十分に納得できる。

本書の第2の特色としては、その論理的構築の確かさ

が挙げられよう。すなわち、本書を一貫して、どの仮定によってどこまでが論理的に帰結されるか、どの仮定を緩めればどの命題がどの程度修正されるか、そしてまた、著者自らが記しているように「なにが解決され、なにが未解決のままに残されているか」を明らかにするという姿勢が貫かれている。このようなことは経済理論書にとっては、あるいは当然の要請なのかも知れないが、かかる大著の中で、かつ、とりわけ企業金融理論のように複雑な制度や市場機構と密接な関係にある主題を扱いながら、上記のような姿勢を貫き得たことは真に敬服に値する。

また第3の特色は、この種の教科書では往々にして序章で謳われながら本文では憶面もなく破られる「高校程度の数学の知識で容易に理解し得る数式以外は使わないこと」という原則が本書では忠実に守られており、全ての議論の展開が平易に為されていること、またこのことによってロジカルな構築がいささかも損われていないことである。

もっとも、やや余談めくが、物事をロジカルに考えようとしないう人々にとっては、仮説の設定→命題の証明→データによる検証というプロセス自体が理解の外にあるため、用いられている数学が高校程度であるか、それ以上の水準であるかはさほど問題にならないのである。このような意味で本書の末尾に「さまざまな口実で税制上の優遇措置を要求している人々にとっては、ロジックはもともとどうでもよいのであって……われわれにいわせればそういう『錯覚』や『迷信』にすぎないことを説いている人々自身はむしろ錯覚や迷信に陥ってはならず、そういう錯覚・迷信を逆用して自らの利害を他に押しつけようとしているのではないかと述べられていることが印象に残った。この点に関し、証券実務に携わる人々との接触の多い筆者の経験からさらに付け加えるなら、これらの人々にとって、MM理論の中でもとりわけ理解し難い点は配当と内部留保の無差別性であろう。このことは、本書の発刊後2年を経る現在でもなお、時価発行プレミアムが無償増資還元が真剣に議論されていることから明らかである。どうやら日本の企業のバランス・シートでは資本勘定を「株主勘定」と「経営者勘定」に分けた方がよさそうである。もっとも、これについては実務家のみならず、一部経済学者の中にも「経営と所有の分離」を前提に企業金融理論を構築しようとする試みが見られるほどである以上、「孤立系の仮定」や「市場自由」といった分析上の視点に支えられた著者の主張が、参入の証券実務や行政に反映してゆくには、今後とも多

くの抵抗は免がれ得ないであろう。

最後に、ないものねだりになることを敢えて顧みず付け加えるなら、今後の企業金融理論の発展の一方向として、貸付金市場の不完全性を考慮に入れた議論が望まれることである。貸出金利や社債金利が制度的に低位に固定され、一方実物投資の期待収益率が高い場合、現実の貸付金市場は、① compensating balance を加味した実効金利(いわゆる歩積み、両建て預金調整済み金利)によってクリアーされるか、② 需給は均衡せず、信用割当が行われるか、のいずれかと考えられる。わが国の場合、いずれの要素が強いかは必ずしも実証的に明らかでないが、いずれにしても、銀行は企業の予想返済能力に応じて compensating balance を要求したり、資金割当を行うであろう。従って、企業の借入金利は、期待収益率に対応する確率変数と看做されなくてはならない。これらのことが、裁定を通じた企業の市場価値の均等化を大きく妨げることはないと思われる(例えば、compensating balance の額は企業のリスク・クラス毎に決定されるが、一企業についてみれば、その借入比率には必ずしも比例しないようである)が企業の投資や目標負債比率に与える影響は明らかでない。

本書でもこうした可能性は3-4節、6-1節、あるいは第11章などで示唆されてはいるが、斉合的かつ実証的な分析は今後委ねられているようである。無論このことが、本書の価値を損うわけではなく、むしろ本書の提起する最も興味深い問題点である。

【澤本一穂】

長島誠一

『独占資本主義の景気循環』

新評論社 1974. 11 287 ページ

I

独占段階の資本蓄積過程の特質についての従来の支配的見解である「長期停滞論」を独占資本主義の恐慌・景気循環の分析を通じて批判してゆこうとすること、すなわち「長期停滞論的視点から景気循環変容論視点へ」(38頁)というのが本書の基本視点であると考えられる。著者はこの課題に2つの点から接近している。第1は独占的市場での独占資本の投資行動を「操業度調整型投資行動」として展開し、シュタインドル・スウィージーの