

投資理論における株式資本コスト：ソロモン教授の 所説を中心に

片山，伍一

<https://doi.org/10.15017/4403435>

出版情報：経済學研究. 33 (1), pp.39-78, 1967-04-25. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

投資理論における株式資本コスト

—— ソロモン教授の所説を中心に ——

片 山 伍 一

目 次

まえおき

一 ソロモン教授の株式資本コスト算定方式

1 公募による株式資本のコスト

2 特権付応募による株式資本のコスト

二 ソロモン教授の基本モデルの再検討

1 帳簿価格と株価との相対関係の顛倒

2 正常な投資利益率（帳簿価格基準）の水準

3 配当株価率—乖離する表面利回りと裸利回り

4 高すぎる収益株価率—最低必要利益率

5 過大な資本還元率—危険プレミアム

6 ソロモン教授の収益株価率の意義

三 ビヤーマン・シュミット教授の配当株価率

四 資本コストとしての配当株価率と収益株価率

投資理論における株式資本コスト

ま え お き

資本コストの合理的算定は、投資理論においては、投資案のもつ年々の収益予測とともに、資本支出決定の基本的要素である。かかる資本コストの性格・機能については、ソロモン教授のつぎの簡潔な言葉に要約されている。

(a) 投資案に対する最低必要利益率

the minimum required rate of return on proposals using capital funds

(b) 資本支出の棄却率

the cut off rate for capital expenditures

(c) 資本使用が正当化されるために越えなければならない「障碍率」ないし「目標率」

the "hurdle" rate or "target" rate of return which must be surpassed if capital-use is to be justified

(d) 財務的標準

the financial standard

かかる意義をもつ資本コストであってみれば、それを如何に合理的に決定しうるかによって、投資理論の有効性—投資政策の方向が、大きく左右されることになるのはいうまでもない。ところが、この資本コストの算出方式については、論者により見解をかなり異にしているのである。いま本稿で問題にしていこうとする株式資本のコストについては、とくにその感が強い。それは、算定の基準を何れにもとめるかによって、大きく二つに分れている。その一つは、収益株

価率 (earning price ratio)⁽²⁾ 基準すなわち収益利回り (earning yield) 説であり、他の一つは配当株価率 (dividend price ratio) 基準すなわち配当利回り (dividend yield) 説である。しかして米国では、前者が支配的であるといわれる⁽³⁾。

ソロモン教授もまた、収益株価率の採択を強く主張する論者のひとりである。そして同教授の労作「財務管理の理論」(Ezra Solomon, The Theory of Financial Management, 1963) における最初の例示は、資本コスト算定の基本モデルとして、わが国でも多くの論者によって屢々引用され、それはいまや古典的なものとさえなりつつある。

しかしながら、われわれは、そこにしめされている株式資本コストすなわち最低必要利益率一六・五%という数字の高さに、まず素朴な疑問をいだかざるをえない。人によっては、このモデルはコスト算定の基本定式を解説するために設定された単なる事例にすぎない、という見方もある。しかし、それにしても、一六・五%とは、現実の利子率および諸利回りとくらべるとき、異常な高さである。

おもうに、如何なる算定方式をとるか、その選択のなかに論者の投資理論の性格をあらわし、どのようなモデルを設定するか、その数字のなかに筆者の投資政策論が暗黙のうちに反映して行くのではなからうか。

こうした疑問、考え方に立ち、まずモデルにおける仮定ないし前提条件にまで立ち入り、一六・五%という数字のよってくる計算構造の基礎について論理的に、また米国の利子率・諸利回りと比較勘案しながら現実的に、再検討を試みようとおもう。そしてかかる再吟味の過程を通じて、教授の主張される収益株価率の資本コストとしての性格を考察する。ついで、ソロモン教授と対照的なビヤーマン・シュミット教授の配当株価率をみていく。その上で、両者を対比しながら、株式資本コストの合理的算定方式の問題に内在的考察を加えようとおもう。

いま結論を先走って述べれば、株式資本コストの合理的算定は、配当株価率をとるか、収益株価率をとるかといった二者択一の問題ではないと考える。現実には歴史的過程にある。当該企業の「所有—支配」構造—分配・蓄積政策、株価などの実態に即し、より妥当性を有する方式を選択すべきである。配当株価率を据えあるいは収益株価率をとろうとも、それらを基準に現状に即した積み上げあるいは天下りの修正を完全に行なうときは、両方式による資本コストは合致するであろう。ただ現実には、政策が介入してくる。一般に収益株価率基準の場合は下げ渋りがみられて、その算定コストは配当株価率基準よりも高いようである。

米国で収益株価率が通説となり、ソロモン教授もまたこれにしたがい、しかも一六・五%という高コストを設定した背景には、論者の株式会社観にもとづくというよりは、国民経済的に企業の成長を促進されながらも、なお追求しようとする私経済的な利潤蓄積要求が、そこに強くひめられているのではなからうか。⁸⁾

註 (1) Ezra Solomon, *The Theory of Financial Management*, 1963, pp. 27-28.

(2) 収益株価率は「*earning price ratio*」の和訳である。しかし、分子には税引利益をおくが故に、正確には純利益株価率とすべきであろうが、本稿でもこれまでの呼称に従うことにする。

(3) 収益株価率を支持する代表的論者としては、ソロモン教授の他には、投資理論の先駆的研究者 J・デイン教授 (Joel Dean, *Managerial Economics*, 1951.) をあげねばならない。他方、配当株価率を主張する代表的論者としては、ビヤーマン・シヨミットの両教授がある。その著「H. Bierman and S. Smidt, *The Capital Budgeting Decision 1960*」は、染谷・鎌田訳「資本予算の決定方法」としてわが国でも出版されている。

(4) E. Solomon, *op. cit.*, pp. 38-42.

(5) たとえば、後藤幸男「企業の投資決定理論」(昭和四十年) 一五二—一五五頁、あるいは山田保「資本コスト」実務会計一九六五年六月号四四—四五頁などがある。

(6) 本稿で再検討の対象としたのは、ソロモン教授の前掲書のうち、主として三七頁—五〇頁の「IV. The Cost of External Equity Capital」である。

(7) ベヤーマン・シュミット教授の配当株価率については、前掲書の「10 The Cost of Capital-1」および「11 The Cost of Capital-II」のうち、普通株の資本コストに関する部分である。

(8) 投資理論の経済学的意義については拙稿「構造的不況と投資理論の限界」(経済評論一九六六年二月臨時増刊号所収) 参照。

一 ソロモン教授の株式資本コスト算定方式

最初に、できるだけ忠実に、教授のモデルにしたがい、その株式資本コストの算定方式をみていこう。

1 公募による株式資本のコスト

いまある会社が、六、〇〇〇、〇〇〇ドルの支出を必要とする一つの投資計画を考慮中であるとす。その投資案の年利益率は一五%と約束されている。資本の所有構成については、もっとも簡単な状況を仮定しており、負債は全く存在せず、自己資本のみからなっているとす。したがって、資本コスト論において、一つの大きな争点となっている他人資本比率の増大にもなう資本コストの上昇 \parallel 財務的不確実性 (financial uncertainty) 問題は、ここでは捨象されることになる。さらにまた、資本支出の前後における利益の質にも変化ないものとして、経営的不確実性 (business uncertainty) 問題も除外されている。この投資支出に必要な資本は、すべて普通株の新規発行に依存し、投資銀行を通ずる公募によつて調達されるものとする。いまこれを整理すれば、第一表 (A) のごとくである。またその他、この投資計画に関する与件は、第一表 (B) にしめされる。

第1表 (A)

投資計画 (A)	
1. 新投資計画の所要資本金 (C)	\$ 6,000,000ドル
2. 新投資計画の約束された利益率 (R)	15%
3. 資本構成一負債	0
4. 所要資本の調達様式	普通株・公募

第1表 (B)

投資計画 (B)	
1. 会社の総帳簿価格 (B)	30,000,000ドル
2. 既発行株数 (capitalization) (S)	1,000,000株
3. 現在の年利益：税引後 (E)	3,000,000ドル
4. 拡張計画がない場合の将来の 年利益の最高見積り額 (E _A)	3,300,000ドル
5. 現在の年配当額 (D)	2,000,000ドル
6. 拡張計画が受け入れられた場合の 将来の年間利益の最高見積り額 (E _A ')	4,200,000ドル
7. 現在の1株当たり市場価格 (M)	22ドル
8. 新規発行株式の1株当たり 正味手取額 (正味市場価格) (P)	20ドル

このような諸条件のもとで、新投資計画は在来株主の正味現在価値 (net present worth) を増大せしめるであろうか、換言すれば、この場合必要最低投資利益率 \parallel 資本コストは如何なる基準をもっとも妥当とするかが追究されていく。

一応検討に値するものとして、以下の諸基準があげられ、それに拠って投資案の採・否が吟味される。

1 一株当たり帳簿価格

B/S 三〇ドル

まず、新投資計画が実施に移された場合、一株当たり帳簿価格が稀薄化されないかどうか確かめられる。この設例では、一株当たりの帳簿価格は三〇ドルである。これに對

して、新規発行株式の正味手取り額は二〇ドルにすぎない。したがって投資計画に必要な資金がすべて株式発行によって調達されるのであれば、この計画は棄却されざるをえない。

ここで取敢えず指摘しておきたいことは、ソロモン教授の基本モデルにおいては、正味手取り額の基礎となっている株式時価が、帳簿価格よりもかなり低く設定されている点である。

2 投資利益率 (帳簿価格基準)

a 現在の投資利益率 E/B 一〇%

これまで会社は、一株当たり帳簿投資額三〇ドルに対して三ドル、すなわち一〇%の利益率をあげてきた。この利益率を基準とするときは、それを上回る一五%の利益率をもつ投資計画は、当然採択されることになる。

b 将来の投資利益 E_1/B 一一%

将来の投資利益率をとれば一一%である。この基準のもとでも、投資計画は遂行さるべきである。

3 (正味) 配当株価率 $D/P.S$ 一〇%

新規発行株の正味一株当たり手取り額に対する配当の比率は、一〇%である。この場合にも、一五%の利益率が期待される投資計画は承認されよう。

4 (正味) 収益株価率

a 現在収益株価率 $E/P.S$ 一五%

b 将来収益株価率 $E_1/P.S$ 一六・五%

この将来の収益株価率基準では、それを下回る一五%の利益率しかあげることのできない投資計画の実行は、見送ら

れることになる。

以上のごとく、ソロモン教授は、これらの諸基準に照らして新投資計画の採否を検討した結果、結局つぎの二つの基準のみが、提案された投資計画を拒絶することになるといふ。

a 収益株価率 E_a/P 一六・五%

(註) ソロモン教授は、 E_a をさきの設例では将来の利益総額として用いながら、これ以降は、一株当たり将来利益として用いている。本稿でも今後はこれにしたがうことにする。)

b 一株当たり帳簿価格 B/S 三〇ドル

収益株価率一六・五%を下回る一五%の利益率しか持たない計画を採択すれば、会社の正味現在価値^(net present worth of the company) (傍点引用者) を減少せしめることになる。したがってまた、この提案を拒否しない他の諸基準は一般的に正しい基礎を与えることはできないとして、教授はこれらを斥けている。

教授はさらに、新投資計画の受け入れが、所有者の正味現在価値^(net present worth of owners) (傍点引用者) の減少を来たず証明として、次のような説明を加えている。

(註1、2 会社の現在価値と所有者の現在価値とがその区別なく同一に用いられているところにも、教授の株式会社観があらわれていると考える。)

発行株式の一株当たり正味手取り額は二〇ドルである。したがって、所要資本量六、〇〇〇、〇〇〇ドルを調達するためには、三〇〇、〇〇〇株が発行されねばならない。ところで、計画が受け入れられたときの総利益は、四、二〇〇、〇〇〇ドルと予測されている。他方発行総株数は、新旧合せて一、三〇〇、〇〇〇株に達する。そこで、一株当たり予想利益額は、三・二三ドルとなる。しかして、新計画が実施されない場合、すなわち新しい株式資本が追加されないと

きは、一株当たり三・三〇ドルが期待されているのである。投資計画のあるなしにかかわらず、期待される利益の質は同一であると仮定されているので、もし提案が受け入れられるならば、既存の株主持分の現在価値は、三・三ドルから三・二三ドルへと減少することになる。このように、現在株主の一株当たりの利益の量が低下すれば、利益の質は不変なので、株式市価は下落する。現在株価を維持するためには、現在の一株当たりの期待利益と質・量ともに等しい利益が、新投資に最低要求されねばならないとする。これを整理して表示すれば、第二表のごとくである。

ところで、教授は、帳簿価格稀薄法は、正味現在価値極大化を目的とする投資行動の一般的基準としては、全く支持することはできないとする。そして、前述のごとく、株式資本コストの尺度として、 E_A/P をとるべきであると主張されるのである。

E_A/P すなわちこの設例では一六・五%は、正味現在価値を増加せしめる最低必要利益率であるし、他方正味現在価値を減少せしめる提案はこれをつねに却下する棄却率でもある。換言すれば、もし現在株主が一株当り利益の増加を享受しうるためには、新投資は少なくとも E_A/P の利益率の創出を要請される、ということである。

いま、株式資本コストの算式をしめせば、第三表のごとくである。

資本コスト K_A は、新規発行株式資本の最低限利益率として、期待される利益の流れを市場が評価するところの資本還元率である。この K_A よりも高い利益率を提供する投資提案は、投資計画自体の正味現在価値を零よりも大ならしめ、会社の正味現在価値を増加させる。そしてそれはまた株主の正味現在価値を増大させ、したがって株式の市場価格をも上昇せしめることになる。

以上がソロモン教授の時価公募株式資本のコスト算出方式である。ついで教授は、特権付応募による株式資本のコス

第2表

(a) 投資計画が受け入れられた場合		
正味手取額 (M)		20ドル
新投資計画の所要資本量 (C)	6,000,000ドル	
新規発行株数 (C÷M) (X)	300,000株	
投資計画を受け入れた 場合の将来の年間利益 (E' _A)	4,200,000,000ドル	
発行総株数 (S+X) (X ₀)	1,300,000株	
1株当りの予想利益 (E' _A '÷X ₀)	3.23ドル	
(b) 投資計画を行なわない場合		
既発行株数 (S)	1,000,000株	
拡張計画が行なわれない 場合の将来の年間利益 (E _A)	3,300,000ドル	
1株当りの予想利益 (E _A ÷S)	3.3ドル	

投資理論における株式資本コスト

第3表 株式資本コストの計算式

1. 株主の現在価値が稀薄化されないために必要な1株当たり最少利益額	3.30ドル
2. 投資計画に必要な資金が株式発行によって調達されたときの総発行株数	1,300,000株
3. 投資計画の利益を含む(1×2)必要最低利益額	4,290,000ドル
4. 投資計画が行なわれない場合の予想利益額	3,300,000ドル
5. “採択可能”な投資計画によって寄与される最低利益額 (3-4)	990,000ドル
6. 投資計画の要求投資額	6,000,000ドル
7. 投資計画が採択された場合(5÷6)に要求される最少利益率	16.5%

これを一般的に公式であらわせば、次のごとくである。

$$k_e = \frac{E_A(S+X) - E_A \cdot S}{P \cdot X} = \frac{E_A}{P}$$

但し k_e = 新規発行株式資本の必要最少利益率

S = 既発行株式数

X = 新規発行株式数

第三十三卷 第一号

四八

トについても検討を加えている。

2 特権付応募による株式資本のコスト

特権付応募による株式発行とは、時価よりも低い価格で新株に応募する権利を既存株主などに与えた株式の発行である。しかし、この場合にも、資本コストは E_u/P であって、前述の時価公募の場合と変わらないことを、教授はつきのごとく証明している。

基本的には前の設例にしたがう。ただ既存株式一株に新株一株を、二二ドルの市価を下回る一一ドルの価格で応募する権利を、既存株主に与えるものとする。そして、投資銀行に支払われる発行諸経費は、一株当たり一ドルであるとして、そうすれば、正味手取り額は、一株一〇ドルとなる。

このような諸条件のもとで、新規発行株式資本のコストはどれだけであるかを問題にする。気の早いそして誤まった解答はこうである。新投資は、この投資がなされなかつた場合に予想される一株当たり利益を維持するに充分な利益を、最低約束すべきである。このことは、 $\text{E}(3 \cdot 3 \text{ドル})$ を正味手取金 (一〇ドル) で割った三三%が最低必要利益率であることを、意味する。それは、さきの公募の場合の一六・五%の丁度二倍にあたるのである。

このような混乱を来たした理由は、一株当たり利益額にのみ注目しているからである。一株当たり利益額が、必ずしも株主の正味現在価値の変化に増大を反映するものではない、ということをおぼろげに忘れているところに原因がある。

特権付応募の場合における株式資本コストの算定方法はこうである。いま投資案が採択され、所要資本が増資によって調達されたとする。株主は新株払い込みに、一一ドルを支出する。増資後の持株は、一対一割当ての倍額増資であるの

で二株となる。もし彼の現在価値がこの新投資の決定によって損われなければ、この二株は少くとも三三ドル、(旧株二二ドル、新株一一ドル)の価値を持たねばならない。新投資によって追加される利益の質は、在来資本による利益の質と同じである、と仮定しているので、増資後の二株に対する最低三三ドルの市場価値は、二株に最低四・九五ドルの利益を要求することになる。換言すれば、新投資によって株主の現在価値を傷つけないためにはあげねばならない最少利益は、一株当たり一・六五ドル ($4.95 \text{ ドル} \times 3 \text{ 株} = 1.65 \text{ ドル}$) である。しかし、新株の正味手取投資額は一〇ドルであるので、最低必要利益率は一六・五%である。これは時価公募の場合と同じ率である。

要するに、新証券が発行される方法自体は、株式資本のコストに影響しない、ということである。

同様な結論は、株主の正味現在価値よりもむしろ会社の正味現在価値に直接関連づけて、もっと簡単にえられる。すなわち、もし新投資計画自身の正味現在価値が零よりも大であるならば、換言すれば、その総現在価値が必要とした総支出額をこえるならば、その投資計画は会社の正味現在価値を増加させるであろう。このことはまた、つぎのことを意味する。新投資は、同質の利益を市場が資本還元するところの率よりも、より大きい利益率を生まねばならないと。

以上要するに、ソロモン教授の投資決定理論における株式資本コスト算定方式は、現在株主の所有株式の市場価値極大化の原理の上に立ち、その基準として収益株価率を採択しているのである。しかし、われわれは、収益株価率自体の資本コストとしての当否は一応おくとしても、まず一六・五%という数字の高さに素朴な疑問をいだく。教授の基本モデルの前提となった諸与件の設定の仕方に、問題点を孕むものと考えざるをえない。そこで、つぎに、教授が吟味した資本コストの諸基準の順に、設定された数字を再検討していくことにする。

二 ソロモン教授の基本モデルの再検討

ソロモン教授が株式資本コストの算定基準として選択した収益株価率 (k_e) は、将来の予想利益 (E_A) に対する株式資本の正味手取り額 (P) である。

すなわち

$$k_e = \frac{E_A}{P} \quad \text{したがって} \quad P = \frac{E_A}{k_e}$$

なる関係式でもってあらわされる。そこで、 k_e が異常に大きいという事由としては、 k_e 自体が内包する問題を抜きにすれば (この点については後で詳述する)、分子たる将来利益の予測額が、分母の証券市場における評価額たる株価に比して、相対的に高いということが考えられる。あるいは逆に分母に据えられる株価が、分子たる将来の予測利益に比して、不当に低いことがあげられる。

まず、第一の基準である株価と帳簿価格との関係を再検討することによって、設定された株価の妥当性を吟味することからはじめよう。

1 帳簿価格と株価との相対関係の顛倒

ソロモン教授の基本モデルにおける諸矛盾の基本は、帳簿価格と株価とが顛倒して位置づけられている点にあると考える。すなわち、一株当たり帳簿価格 (B/S) が三〇ドルであるのに対して、株価はそれを半も下回る二二ドルにすぎ

ない。しかしして、利益率は簿価に対して、一〇%が予定されている。つまり、一株当たり帳簿価格三〇ドルに対して、三ドルの利益—二ドルの配当では、株価を三〇ドルに維持できず、二二ドルに下落するというのである。いま仮に、この会社の帳簿価格の資本すべてが額面発行によって調達された資本金であるとすれば、株価はかなりの額面割れということになるのである。

ここで、帳簿価格と株価との一般的関係について見ておこう。まず、帳簿価格は会社の資産価値—実質的な機能資本を正しくあらわしているものとする。資本コスト測定のための出発点となるこの単純な基本モデルにおいては、そうみるのは無理なことではない。否むしろそれは当然のことであろう。資産の過大評価、償却不足や陳腐化、あるいはまた過大償却などによる実質資本と帳簿価格との乖離は、最初からは考えられないからである。

ところで、帳簿価格それ自体としては、株価と直接の関係はない。株価形成の要因は、現実には極めて複雑である。将来の予想利益、期待配当額（率）、あるいは資本構成、さらに資産価値も内部的諸要因の一つに含まれてはいる。しかしこれらにちの証券市場における株式価格を規定する基本的要因は、財産価値ではなく、利潤—配当である。資産価値—帳簿価格の大きさが問題となるのは、他の諸条件において変りなければ、それが大であればあるほど大きな利潤を生み、配当増加の可能性をもつからである。

さて、このように帳簿価格—資産価値が機能する企業資本量をあらわし、そしてそれが正常な資本機能をいとなむとすれば、その平均利潤率は、平均利子率を上回ることになる。後述するように、設例における一〇%の利益率に対して、現実の利子率は四—五%である。しかしして、利潤—配当証券としての株式の価格は、長期的平均的には、利潤—配当を利子率（プラス危険プレミアム）でもって資本還元した額に落ち着こうとする。これ株価のもっとも単純な質的・量的

規定なのである。したがって、かかる擬制資本の価格としての株価は、正常の状態にあっては、機能資本額を上回ることになる。敢えてヒルファディングの文章を引用すれば、「…株式資本の相場価値は、正常な条件のもとで機能する資本すなわち平均利潤をあげる資本価値よりも常に大きい」（ヒルファディング、林要訳、金融資本論、第七章参照）と。それがソロモン教授の基本モデルにおいては、顛倒した関係において設定されているのである。とくに教授は、企業即株主であり利益もすべて株主に帰属するという会社観に立っている。そして収益株価率を資本コストの基準として強く主張されているのである。こうした会社観に立つとき、証券市場においては配当のみならず利益をも評価されることになり、考えられる株価は、いわゆる所有と経営の分離的会社観に立つ論者よりも、高かるべきはずである。それなのに、簿価三〇ドル—現在利益三ドル（対簿価利益率一〇％）—将来利益三・三ドル（同一一％）—配当二ドル（対簿価配当率約六・七％）に対して、株価は簿価を大きく下回り二二ドルとしているのである。かかる簿価—株価関係は、異常特殊あるいは一時的というほかはない。

また、新投資計画の実施が所有者の正味現在価値の減少を来たすという教授の証明（原書四〇頁、本稿四六頁—四七頁）も、かかる不当に低い株価を前提とするかぎり、当然のことであって、それによって必ずしも充分な証明がなされたとはいえない。すなわち、一株当たり帳簿価格三〇ドルに対して新株の正味手取り額二〇ドルでは、在来の帳簿価格—既発行株数の関係（三〇、〇〇〇、〇〇〇ドル—一、〇〇〇、〇〇〇株）に比して、所要資本六、〇〇〇、〇〇〇ドル—新規発行株数三〇〇、〇〇〇株と新株は過大にならざるをえない。したがって、追加資本の利益率は、在来資本の利益率一〇％に比して、かなり高くなければ（最低一六・五％）、増資後の一株当たり利益が減少するのは必至なことである。

なお、教授自身、株式の市場価格が帳簿価格を下回るケースとして、株式市場の全般的不振の状態にある場合をあげ

ている。⁽¹⁾しかし、この原初的な設例で、株式市場不振の状態を一般的な事態として想定したわけではなからう。

かかる教授の簿価―株価関係についての設定の不適切さからくる非合理性が、以下の諸利益率の検討過程において、いよいよ明確になってあらわれてくるのである。

2 正常な投資利益率（帳簿価格基準）の水準

基本モデルにおける会社の総帳簿価格（B）は、三〇、〇〇〇、〇〇〇ドルである。利益額は、現在（E）が三、〇〇〇、〇〇〇ドルで、将来（E₁）は三、三〇〇、〇〇〇ドルと推定されている。一株当たりによれば、それぞれ三ドルと三・三ドルである。したがって、投資利益率は現在が一〇%になる。利益率が一〇%になるような設例は、現実の利率の水準とくらべてみて、妥当なところであろう。第四表米国の金利水準によれば、教授の「財務管理の理論」が出版された一九六三年の中央銀行公定歩合は、三・五%である。定期預金金利にしても、最高が四・〇%どまりであることを、同表はしめしている。

利益率―利率における右のごとき関係にかんがみて、資本コスト（ r_c ）の異常高の原因は、分子たる利益にはなくて、分母たる株価自体の低さに求められねならないことが、いよいよ明白となってくる。

ところで、投資利益率は、個別・特殊の変動が大きく、客観的な基準に依拠するものではないので、資本コストとしては不適當である。教授はこの点について、次のごとく説明されている。

投資利益率（E/B）は一〇%である。これを基準とするときは、一五%の利益率をもつ投資案は、当然採択されることになる。しかしながら、その場合、前述のごとき理由により、正味現在価値を減少せしめ、既存株主の持分を損う。

第4表 米国の金利水準（年利%）

	中央銀行 公定歩合	プライム レート	定期預金 (1年以上)(最高)
61	3.0	4.5	3.0
62	3.0	4.5	4.0
63	3.5 (6)	4.5	4.0
64	4.0 (11)	4.5	4.5
65	4.5 (12)	5.0 (12)	5.5 (12)
66	4.5	6.0	5.5

- 註 1) 公定歩合は年末、() 内は変更日。
 2) 資料 Federal Reserve Bulletin, Survey of Current Business.
 3) 日本銀行外国経済統計月報より。

したがって、投資利益率を資本コストとしてはとるわけにはいかない、という。
 もちろん教授は、この投資利益率をたんに一〇%という低さの故に却下するのではない。その計算方式のもつ論理構造自体が不適切で、投資計画の採否にわれわれを誤導する場面があることを理由としてあげている。²⁾

たとえば、当初の設例における一株当たり帳簿価格と正味市場価格との関係をかえた事例を考えてみよう。いま一株当たり正味市場価格をさきの例の二倍の四〇ドルと高くし、帳簿価格は一五ドルと半分に下げる。その他の諸条件は従来通りとする。この場合、投資利益率 (E/B) は、一〇% (3.0/15) と、従前の二倍に上昇する。これを最低必要利益率とするときは、さきに採択された一五%の利益率をもつ投資案はこんどは却下されざるをえない。ところが他方、新しい条件のもとでは、 k_e は八・二五% (8.3/40) と半分以下がる。したがって、一五%の利益率をもつ投資案を実施に移せば、一株当たりの利益を増大させ、株主の現在価値の上昇が期待されることになる。かくてこのケースにあっては、投資利益率基準では、さきの設例とは反対に、正味現在価値を創出し既存株主の地位と富を改善する機会が看過されることに

なる。したがって、投資利益率は資本コストとして適當ではない、と教授はいうのである。

いま、教授の設例を変更前のさきのモデルと対比させてしめせば、第五表の通りである。

前述のごとく、基本モデルにおいては、株価を上回る簿価が、当然のことのように、何らの説明なしに設定されていた。ところが、ここでは帳簿価格を上回る株価が例として出され、その理由について、詳しい説明がつけ加えられているのである。その理由というのはいこうである。

株式市場において帳簿価格を上回る評価が与えられているのは、現在ののみならず将来の投資に対しても二〇%の利益率を維持する意思が会社にかつまた可能である、と株主が信じているからである。簿価を上回る株価は、利益率が正味帳簿投資額に比して相当に高いという事実にあきらかに関連している。このことはまた、投資がなされた以降の全般的な価格上昇によるものであるかも知れない。あるいは、資産が獲得されて以降、資産の物理的・経済的寿命の現実的減少率よりも、より高いところの過去の帳簿上の償却率にもとづくものであるかも知れない、と。

たしかに、株価が簿価を上回るに至ったのは、投資利益率が、当初の一〇%からその倍の二〇%に達したことによるものである。しかし、「相当に高い利益率」という場合の高・低は、何を基準とするか、ここでは明らかではないが、正味手取り株価二〇ドルを維持するに必要な最低利益率一六・五%が考えられてくる。とすれば、簿価三〇ドル利益率一〇%—株価二〇ドル、簿価三〇ドル—利益率一六・五%—株価三〇ドル、そして簿価一五ドル—利益率二〇%—株価四〇ドルでは、最後の株価は極めて割高である(第六表参照)。もっともその分については、教授は株価の全般的騰貴にその理由を求められるのかも知れない。他方また簿価の低落は、過大な減価償却がその原因とされているのである。

このように、教授にあつては、簿価を上回る株価が、利益率の上昇のみならず全般的株価の騰貴や過大償却など特別

第5表

投資理論における株式資本コスト

	当初例	変更例
1. 帳簿価格 (B)	30ドル	15ドル
2. 正味市場価格 (P)	20ドル	40ドル
3. 現在の年利益 (E)	3ドル	3ドル
4. 将来の年利益 (E _A)	3.3ドル	3.3ドル
5. 現在の帳簿利益率 (E/B)	10%	20%
6. 将来の帳簿利益率 (E _A /B)	11%	22%
7. 収益株価率 (k _e =E _A /P)	16.5%	8.25%
8. 新投資案の利益率	15%	15%
9. 新投資案の採否		
(イ) 帳簿利益率基準	採	否
(ロ) 収益株価率基準	否	採

第6表 ソロモン教授の設例における簿価—利益率—株価の関係

	基 本 モ デ ル	モ デ ル I	モ デ ル II
帳簿価格	30ドル	→30ドル	→15ドル
利益率 (簿価基準)	10% ↓ 11%	→16.5%	→20%
社債利回り	4%	→4%	→4%
株式価格 (正味手取額)	20ドル	→30ドル	→40ドル

第三十三卷 第一号

五七

の理由づけのもとに、特殊のケースのごとく説明されているのである。こうした点を見るにつけても、教授の擬制資本の運動法則についての理解の程度に、疑いをもたざるをえない。帳簿価格—資産価値—機能資本量と株式価格との関連、そのなかに組み込まれる利潤率と利子率との関係について、教授は基本的にはどう考えておられるのであろうか。教授の基本モデルにおいてこそ、簿価を上回る株価が、一般的普遍的事態として設定さるべきではなかったかと考える。

こうして、問題は設定された株価の異常な低さにあることが、いよいよあきらかになってきた。この点を、さらに配当株価率、収益株価率のなかに追究していこう。

3 配当株価率—乖離する表面利回りと裸利廻り

設例における配当額は、一株当たり二ドルである。増益予想はあるが、将来増配されるとは明言されていない。一応据え置きと考へなければならぬ。そこで、二ドルに対する株価の比率をとれば、次のごとくである。

(正味) 配当株価率 2/20 一〇・〇%
つきに、教授はあげてはいないが、通常、表面利回り^(註)として用いられている D/MS を算出すれば、次の通りである。
(表面) 配当株価率 2/22 約九・一%

註 ここで、わが国でいわれている「表面利回り」と「裸利回り」について説明を加えておこう。

「表面利回り」とは、株主額面割当増資を主とするわが国では、一般に増資プレミアムを考慮しない現時点での表面の配当利回りをさす。

「表面利回り」に対して、「裸利回り」という言葉がある。これは、増資を考慮した場合の利回りである。ある時点における株価に予想される増資の諸条件(新株割当率、払込み金額など)をおり込んで、増資の権利落ち後の株価を計算する。この株価でもつ

て、増資後の一株当たり配当金を割った商が裸利回りである。一般に現実の株価は、将来予想される増資を期待して形成されているので、表面利回りは、利子率さえも下回っている場合が多い。

本稿では、株主額面割当でなく時価発行を一般的発行形態とする米国を舞台としているので、増資プレミアム取得期待は、問題にならない。その代りに、株式分割、株式配当などによる実質的増配期待があり、それをおり込んでその後の権利落ちの株価を計算し、これでその後の配当金を割って求められる利回りを、裸利回りと呼ぶことにする。表面利回りは、こうした株式配当や株式分割が期待されていても、この現在の株価で、現在の配当を割った利回りである。

ソロモン教授の配当株価率の水準をたしかめるために、米国における現実の配当株価率と対比させてみていこう。米国の配当株価率は、第七表にみられるごとく三%前後と極めて低い。ソロモン教授の例示における配当株価率九・一%は、この現実利回りの三倍にも達するという高さである。ところで、現実利回りは、表面利回りである。他方、教授の利回りは、特別に株式分割なども予定していないので、裸利回りでもある。現実の表面利回りは、後述するとき理由により、利子率を下回るといふ逆鞘現象を呈しているのである。したがって、この現実の表面利回りと教授の裸利回りの数字とを、直接に比較して高低を論じても意味はない。

裸利回りの水準をはかるために対比さるべきは、投資競争関係にある預金利子率であり、公社債利回りである。そこで、米国の公社債利回りをみてみよう。第八表がしめすように、それは四%と五%の間にある。教授自身も別の設例において、社債利回りを四%としているのである。しかし、公社債は確定利子率付きである。したがって、株式利回りにはさらに危険プレミアムが追加されねばならない。しかし、それにしても、社債利回り四%に対して、その倍以上にもあたる九%という教授の配当利回りは、高すぎるといわざるをえない。

第7表 米国株式配当利回り（年利％）

年	ムーディ社調べ株式利回り				スタンダード プーア株式 利回り
	総平均	工業株	公益事業	鉄道株	
銘柄数	200種	125種	24種	25種	500種
1961	3.07	3.04	3.10	5.65	2.98
1962	3.37	3.41	3.18	4.94	3.45
1963	3.17	3.20	3.12	5.03	3.17
1964	3.00	2.98	3.15	4.05	3.01
1965	3.06	2.98	3.30	4.30	2.99
1966	3.57	3.44	3.99	4.80	3.40

- 註 1) 年次は月次計数の平均。
 2) 資料 Survey of Current Business.
 3) 日本銀行外国経済統計月報より。

第8表 米国の公社債利回り（年利％）

年	長期国債 (課税債)	社債			
		総平均	工業	公益事業	鉄道
銘柄数	10~11種	120種	40種	40種	40種
1961	3.90	4.66	4.54	4.57	4.82
1962	3.95	4.62	4.47	4.51	4.86
1963	4.00	4.50	4.42	4.41	4.65
1964	4.15	4.57	4.52	4.53	4.67
1965	4.21	4.64	4.61	4.60	4.72
1966	4.66	5.34	5.30	5.36	5.37

- 註 1) 長期国債は期間約10年もの。
 2) 社債利回りはムーディ社調。
 3) 資料 Federal Reserve Bulletin, Survey of Current Business.
 4) 日本銀行外国経済統計月報より。

後述するように、配当株価率説をとるビヤーマン・シュミット両教授の例示では、利回り—資本コストは四%である。配当の年増加二%が見込まれる場合には、六%が資本コストとして示されている。

収益予測が確実で、完全資本市場の存在を前提とすれば、危険プレミアムの消滅をみ、裸の配当利回りは、支配的な市場利子率に下降接近して、ついにはそこに落ち着くことになる。その市場利子率にしても、前掲第四表米国の金利水準でみたごとく、四%前後なのである。

ところで、前述のごとく、第二次世界大戦後の表面利回りは、世界先進諸国に共通の現象であるが、利子率さえも下回るといふ逆轉現象を恒常化してきている。それは、米國經濟の持続的繁榮・企業の成長を基盤に、さらには静かに進行するインフレーションのもとで、配当額ないし配当率の引き上げによって直接に、あるいは株式配当や株式分割の実施によって間接に、配当の増加—株価の上昇が期待されているからである（わが國の場合は、株主額面割当増資による株式プレミアム取得期待が、その主たる理由である）。

ソロモン教授の設例にあつては、かかる將來の増配を予定しているわけではない。株価もまたそうした期待をおり込んでゐる気配はさらにない。したがつて九・一%は裸利回りである。それは、利子率を上回り、さらに公社債利回りに危険プレミアムを積み上げられたものである。しかしそれにしても、利子率さらに社債利回りと同額以上の危険プレミアムが追加されている。単なる一事例にすぎないにしても、それが基本モデルであることを考えれば、必ずしも適切とはいへないであろう（危険プレミアムの質・量については、後で論ずることにする）。

ちなみに、米國における主要銘柄で、配当額が年二ドル前後の会社の株価ならびに配当利回りを表示すれば、第九表

第9表 米国主要銘柄の株価および利回り

会社名	US スチール		G モーターズ		R.C.A		スタンダード石油	
額面	16⅓ドル		1⅓ドル		無		7ドル	
最近時の配当	2.75ドル		3.00ドル		1.40ドル		2.50ドル	
年	株価	利回り	株価	利回り	株価	利回り	株価	利回り
	(ドル)	(%)	(ドル)	(%)	(ドル)	(%)	(ドル)	(%)
1961	75½	4.0	40⅞	4.9	52—	1.9	41¼	5.5
1962	78½	3.8	57—	3.5	53¼	1.9	50¾	4.5
1963	43⅞	6.3	58⅞	3.4	57⅞	1.7	59½	4.2
1964	51—	5.4	97⅞	3.1	33⅞	4.1	90⅞	2.8
1965	52¼	5.3	103½	2.9	47¼	3.0	80⅞	3.1
1966	36⅞	7.5	65⅞	4.6	42⅞	3.3	63¼	4.0

- 註 1) 株価及び利回りは年末数字。
 2) 山一証券証券月報より。

のとおりである。その株価は、いずれもかなり高く、利回りは低い。つぎに、教授が資本コストの基準としてもっとも妥当であると主張される収益株価率の吟味に移ろう。

4 高すぎる収益株価率—最低必要利益率

教授の基本モデルから、資本コストとしての収益株価率のほかに、投資家の株式投資決定の基礎となっている株価収益率の逆数をも算出してしめせば、次のごとくである。

(a) 現在の収益株価率 E/M 3.0/22 約一三・六%

(b) 将来の収益株価率 E_a/M 3.3/22 一五・〇%

(c) 正味の収益株価率 E_a/P 3.3/20 一六・五%

これに対して、米国における現実の現在利益基準の収益利回りは、第一〇表にしめされるごとくである。一九六三年で、五〇〇種総合は、五・七二%にすぎない。さすがに利率率さらには公社債利回りを一応上回ってはいる。がしかし、それは僅かである。

現実の収益利回りが低いのは、その計算の基礎となっている株価が、前述のごとく、将来の増益・増配をおり込んで高くなっているか

第10表 米国の収益株価率 (E.P.R.)

	総 合 500 種	工 業 株 425 種	鉄 道 株 25 社	公 共 事 業 株 50 種
	(%)	(%)	(%)	(%)
1960	5.85	5.69	8.98	5.62
1961	4.72	4.72	6.04	4.60
1962	5.66	5.90	7.51	4.98
1963	5.72	5.68	8.37	4.96
1964	5.62	5.62	8.03	5.02
1965	5.73	5.72	6.94	5.61

- 註 1) スタンダード・アンド・プーア社調の株価収益率の逆数を算出。
 2) 資料東証「証券」、原資料 Survey of Current Business.

らである。たとえば、リンジイ・サメッツのあげたIBMの事例では、株価三〇〇ドル、一株当り利益約七・五ドル、したがって収益株価率は、わずかに二・五%と極めて低いのである(一九六二年)。この二・五%を資本コスト||最低必要利益率として、これ以上の利益率をもつ投資案をすべて採用しその所要資金を新株の発行によって調達するときは、現在の株主が享受している権益は維持できなくなるであろう。収益株価率が二・五%になるまで買われた三〇〇ドルの株価には、それに相応する将来の利益増大が、証券市場で投資家から期待されているのである。したがって、資本コストとしての収益株価率の算定にあたっては、現在の収益株価率に将来の予想利益の年増加率が加えられねばならない。たとえば、予想利益の年増加率を一〇%と仮定すれば、一二・五%が予想利益率となる。新株発行の正味受取り額が現在の株価の九〇%であるとすれば、資本コストは12.5/0.9すなわち一四%になるという。

ソロモン教授の収益利回りには、将来の株式分割や株式配当は見込まれていないとしても、一〇%の増益はすでに予測されている。それにもかかわらず、一三・六%という数字は、それが表面利回りとはいえ、現実の五・七二%の二倍余にも達しているのである。配当分のみならず利益をも株主持分と

考える教授にあっては、株式評価に際しては利益をおり込んで株価は上昇し、収益株価率も「所有と経営の分離」論者に比してもっと支配的な市場利率に接近すべきである。それにもかかわらず株価は不当に低く、収益株価率は異常に高く設定されているのである。こうして、株主が払い込んだ二二ドル（手取二〇ドル）の株式が、最低一六・五％の正味利益率——株当たり三・三ドルの利益額——二ドルの配当を可能とするのでなければ、その株式価格を二二ドルに維持できないというのでは、その利益率一六・五％は、現実ばなれした高さの最少利益率といわざるをえまい。

もっとも、基本モデルにおいて r_0 を一六・五％とした教授も、その後においては、八・二五％（原書四四頁）あるいは一〇％（原書八二頁）の収益株価率を例示してはいる。八・二五％の r_0 算出の経緯については、すでに本稿において説明を加えてきた。一〇％の r_0 が示されているのは、新規他人資本コストの算定にあたって、資本構成の変化と資本還元率を問題とした箇処⁵⁾においてである。ここでは社債利回りが四％とされているところから、一六・五％では余りにも高すぎると感ぜられたためでもあろうか。

以上、ソロモン教授の配当利回り——収益利回りを、現実の利率——配当利回り——収益利回りと対比させて論じてきた。いまそれを要約して図示にすれば、第一一表のごとくなる。

5 過大な資本還元率——危険プレミアム

ソロモン教授の基本モデルにおける配当株価率——収益株価率は、上述のごとく一般的なマーケット・レートに照らしてみて、著しく高い。その理由は、さきに指摘したごとく、利益——配当に比して株価が相対的に低いことにあった。

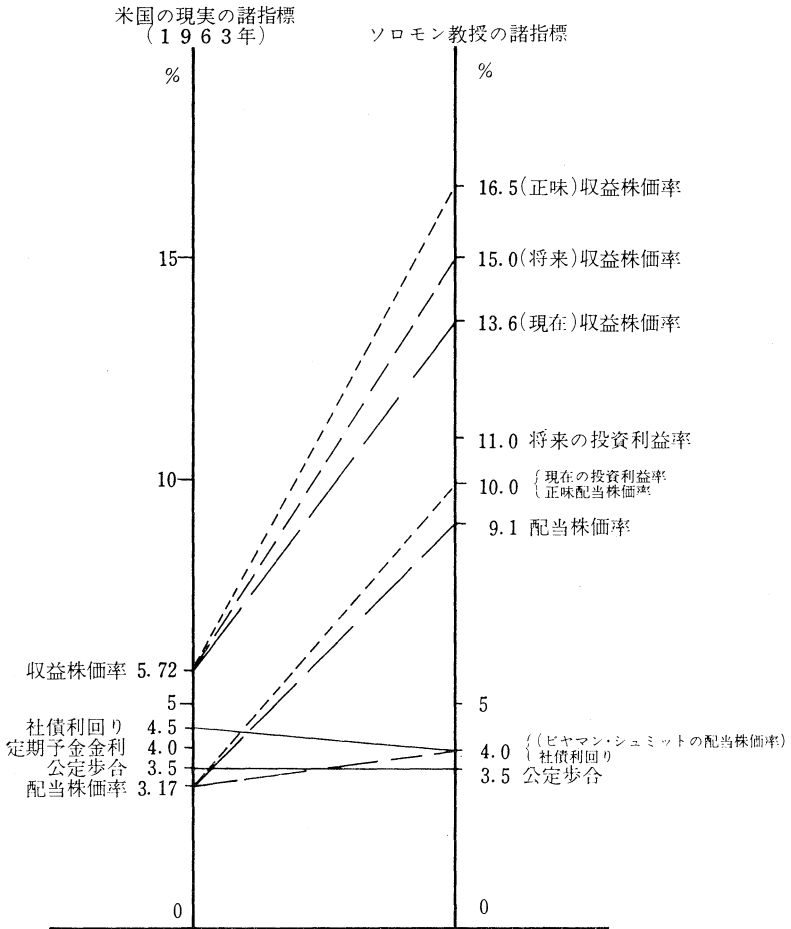
利益——配当の量的側面においてとくに問題がなければ、株式の市場価値は、質的評価を客観的に表現する。しかして、

第11表 利子・利回り体系

投資理論における株式資本コスト

第三十三卷 第一号

六五



註 1963年をとったのは、ソロモン教授の「財務管理の理論」の出版が1963年であることによる。

質的側面は、資本還元率の高さにあらわれてくる。資本還元率は、支配的市場利子率プラス危険プレミアムである。このうち、支配的市場利子率は、さきに見てきたごとく、四%程度と考えてよからう。とすれば、一六・五%という資本還元率の、支配的な市場利子率への下降接近を大きく阻んでいるものは、市場で社会的に評価される危険プレミアムの高さである、ということができる。

ところで、株価形成にあたって考慮すべきこの危険プレミアムの内容をなすものは、不確実性・危険性と不完全市場の程度である。

市場が将来の利益を資本還元する率は、外部的要因を別とすれば、利益の質を反映する。この質を規定するものが不確実性および危険性なのである。ソロモン教授は、不確実性を経営的不確実性 (business uncertainty) と財務的不確実性 (financial uncertainty) の二つに大別されている。この二つの不確実性のうち、第一義的なものは、投資案自体に内在する年々の利益の質をしめす経営的不確実性である。しかして、この経営的不確実性問題については、教授は資本コスト算定の基本方式を導き出すために設定されたこの単純モデルにおいては、捨象されているのである。すなわち、新投資による予想利益の質も、既存のそれと同質と仮定されている。むしろ量的には、現在の一株当たり利益三ドルが三・三ドルへと一〇%増が予定されているのである。配当にしても、増配は約束されていないが、増益を基礎に質的強化がみられる。したがっていずれにしても、経営的不確実性を考慮する必要をみとめない。

財務的不確実性もまた、株式市場で危険プレミアムを要求する。すなわち、この財務的不確実性は、資本調達の方法に由来し、他人資本比率の上昇にともない信用上の危険が増大し、株式の市場評価価値の低下へと導くのである。しかしながら、この不確実性にしても、教授は基本モデルにおいては他人資本は全く存せず自己資本のみからなる、と仮定

している。したがって、財務的不確実性が利益の質に介入する余地は全然ないわけである。

つぎに考えられるのは、不完全市場の問題である。これは、全体として資本市場の不完全性の問題と、個別的に当該企業の株式の市場性の欠如の問題との二つに分けられよう。現在の資本制経済機構のもとで、純粋に完全な資本市場は存在しない。しかしながら、それにもとづく資本還元率への積み上げの必要性が、高度に発展した証券市場のこんにちの段階で、それほど大きいものとは考えられない。もとより、四%の利子率と一六・五%の資本還元率との格差を埋めるほどのものでないことは、いうまでもない。

また、個別的・特殊的に、株式の市場性の欠如からくる株価の割安への位置づけも考えられない。なぜならば、投資理論においては、投資決定の目標を、単なる利潤の極大化ではなく、客観的な株式市場評価にもとづく投資価値の極大化においているのである。すなわち、投資決定の基準の算定方式に株価を導入することによって、「客観性」「合理性」をつらぬこうとしているのである。とすれば、全体としても、また個別的にも、ある程度完全な資本市場の存在が前提となるわけである。

もとより不確実性、不完全性の合理的処理如何が、投資理論の現実的適用にあたっての有効性を大きく左右する。したがって、ソロモン教授も、この問題について後で詳細に論じている。しかし、基本モデルにおいては、これらの諸要因は捨象されている。にもかかわらず、一六・五%の資本コストを例示されるのは、教授が資本制企業に宿命的につきまとう危険要因を全体として漠然と大きく見込んだためであろうか。あるいはそこに何らかの積極的な意図でも考えていたのであろうか。

なお、一六・五%という資本コスト＝最低必要利益率も、目標利益率と比較するときは必ずしも高いものではないよ

うである。ソロモン教授も若干の会社の目標利益率をかか⁶けている。それは第一二表にみられるごとく、一五%—二〇%が多いのである。

もっとも、この目標利益率が、如何なる意図のものにどのよう⁷にして策定されたかは、あきらかではない。通常いわれるように(1) 現実の調達コストに(2) 危険率を加え、さらに(3) 企業成長のために必要な留保利益が、積み上げられているのかも知れない。

ソロモン教授は、この目標利益率を資本コストにすることに⁸はもちろん批判的である。その理由として次のごとく述べている。

目標利益率は、どのようにして決定されるかについての理論的根拠がない。したがって、この目標や最低限度の利益がたんに不必要な投資決定をさけるためであるならば、高ければ高いほどよいはずである。しかしながら、正味現在価値の増加をもたらすような投資案は、これを排除しないで積極的に選択しなければならぬ。このために、投資案を選択できる基準を設定し、さらに資本市場の変化や資本の再投資から期待される利益の質の変動についても、これをおり込むことのできるような、より一層正確な基準を必要とすると。

6 ソロモン教授の収益株価率の意義

ソロモン教授の基本モデルにおける資本コスト⁹最低必要利益率一六・五%という高さは、個別的・特殊な一事例としてならばともかく、一般的・普遍的な例示としては、前述のごとく、アメリカ経済の諸指標に照らしてみても、非現実的である。しかして、このように高い資本コスト¹⁰最低必要利益率の設定は、如何なる意義をもつものであろう

第12表 米国主要会社の目標利益率

投資理論における株式資本コスト

会社名	投資目標利益率
アルコア	20% (税引後)、新製品についてはこれ以上
デュポン	特定数字なし
エッソ (スタンダード石油N. J.)	“公正なる利益” 特定数字なし
ゼネラル エレック トリック	20% (税引後)
ゼネラル モーターズ	20% (税引後)
インターナショナル ハーバスター	10% (税引後)
ジョン マンビル	最近15年間の平均 (税引後約15%) 以上新製品についてはこれ以上
クローガー	20% (税引後)
スタンダード オイル (インディアナ)	特定せず
シーアズ ローバック	10—15% (税引後) の伝統的投資利 益率の実現
US スチール	8% (税引後)

か。

まず考えられることは、他の諸資本のコストと比較してみると、この禁止的なコストの高さが株式資本市場をますます限界資金源泉に追いやる可能性を強めることである。つぎに、投資の最低限を切り上げることによって、投資促進よりもむしろ株式資本による投資抑制的傾向を強めてくる。いわば保守的投資政策をとることを意味する。投資理論が経済・企業の長期的成長—国民経済的富の極大化を目指して登場してきたことを考えれば、かくては必ずしもその意図に沿うものではない。

他方かかる高コストは、利潤の確保—自己蓄積を容易にする。またその利益率を確保するために、独占企業体制のもとは、価格引き上げに向うであろうことも、考えられるのである。

要は成長の量と質—規模拡大と利潤確保—を如

何に調整するかにかかってくる。

註 (1) E. Solomon, *op. cit.*, p. 43.

(2) *ibid.*, pp. 44—45.

(3) H. Bierman and S. Smidt, *op. cit.*, pp. 135—136.

(4) Lindsay and Samety, *Financial Management* 1963, Part II. 市村昭三「資本構造計画論」一二四—一二五を参照。

(5) E. Solomon, *op. cit.*, p. 82.

(6) *ibid.*, pp. 34—35.

三 ビヤーマン・シュミット教授の配当株価率

以上においてわれわれは、ソロモン教授の基本モデルについて再検討を加え、その不適切性を指摘してきた。基本的には教授の擬制資本の運動法則についての理解の程度に、問題があると考えられる。

ところで、教授は資本コストの基準として収益株価率をとられたのであるが、これと対照的に、配当株価率説をとる代表的論者に、ビヤーマン・シュミットの両教授がある。そこで、ソロモン教授の収益株価率の妥当性を問題にするに当って、まず両教授の株式資本コスト算定方式¹⁾をみておこう。

普通株資本のコストは、普通株主が要請する報酬に等しい。この報酬は、予想される将来の配当を、普通株の現在の市場価値と比較することによって計算することができる。永続的な将来配当を株式資本コストに等しくする割引率が、普通株の資本コストである。たしかに、株主によって予想される将来の配当額については、保証されていない。しかし、他方株主が一般に、過去の実績の上に、将来の予想を立てることは、不合理なことではない。かくて、普通株の資本コ

第13表 ビャーマン・シュミットにおける株式資本コスト
(配当株価率)

現在の現金配当率 (1株当たり) D.	6ドル
将来の予想 (安定) 配当	
現在の株価 (1株当たり) P.	150ドル
将来予想される配当の	
年間増加率 (小数で示す) g	0.02 (2%)
普通株の資本コスト r	

$$r = \frac{D}{P}$$

$$= 0.04 \text{ (4\%)}$$

$$r = \frac{D}{P} + g$$

$$= 0.04 + 0.02$$

$$= 0.06 \text{ (6\%)}$$

ストは、第一三表のごとくに概算される。

現在の配当を一株当たり六ドルとし、株式の現在の市場価格が一五〇ドル、そして一株当たりの配当が年約二%の割合で増加すると仮定しよう。この場合、自己資本コストは (最初の概算値として)、四%に二%を加えて六%と推定されよう。

このような方法で自己資本コストを算定するにあたって、株式分割とか株式配当が予想されるならば、それを調整するよう注意が払われなければならない。たとえば、会社が年一株当たり六ドルの定期配当と二%の株式配当を立てているとする。この場合、名目配当は一定であるが、最初に一〇〇株を所有している株主によって期待されうる実際の配当は、(彼が発行された追加的株式配当を全部保有するとして)、第一年度に六〇〇ドル、第二年度六一二ドル、第三年度には六二四ドル……となるであろう。換言すれば、実際に受け取る配当は、年二%の率で着実に増大していくわけである。

このように、両教授は、配当株価率を主張されるが、その理由をつぎのような株価形成の理論から説明されている。

株価は、会社によって支払われることが予想され配当の現在価値でもって決定される傾向にある、と考える。現在の制度のもとでは、株主は利益が将来の配当または株価に影響を与える場合のほかは、利益には実質的関心をもたない。もちろん株価に影響を与えるものとしては、資本利得期待など多くの諸要因があげられる。しかし、もっとも基本的な規定要因は配当であると考え、と。

こうした株価理論にもとずいて、両教授は資本コストとして配当株価率を主張する。もっとも、その配当株価率説にしても固定的ではない。前述のごとく、将来配当率に変化が予想される場合には、手直しされねばならない。また、予想される資本利得や、配当と利益との関係が大きな影響をもつような場合には、それらの諸要素を考慮に入れて、公式を修正する必要がある。とくに、配当と利益との関係は通常きわめて密接であるので、証券分析など将来利益の予測においてしばしば関心が集中する。配当の代りに利益によってあらわした資本コストを推定する公式を展開させることも可能である、といわれる。

こうして、ビヤーマン・シュミット教授の資本コストは、現実からみて必要とあれば、収益株価率も辞さないというほど流動的である。配当株価率にしても、計算の骨格をしめたものにすぎない、とも述べているのである。

註(一) H. Bierman, Jr. and S. Smidt, *The Capital Decision*, 1960, pp. 135—136. (染谷・鎌田訳『資本予算の決定方法』一一七—一一八頁)。

(2) Bierman and Smidt, *op. cit.*, pp. 146—150. (訳書一二七—一三〇頁)。

四 資本コストとしての配当株価率と収益株価率

配当株価率にしろ収益株価率にしろ、株式の証券市場における公正なる評価が、資本コスト決定の不可欠な理論的前提となつてゐる。すなわち、それらの算式の分母におく（正味の）株価は、時価発行の場合の調達額をあらわすと同時に、その高さのなかに株主に帰属する利益ないし配当の量と質とについての市場評価をおり込んでゐるからである。株価を決定する基本要因として、配当株価率説では基本的には支払われる配当をあげ、収益株価率説では払い出されたか否かにかかわらず、利益を主張する。

さて、配当株価率をとる論者にあつても、こんにちの逆鞘現象のもとで、利子率を下回る現在の配当利回りをそのまま資本コストとするものではないことは、前述のごとくである。その算式の分子におく配当にしても単純なる現金配当のみを考えてゐるのではない。将来の株式配当や株式分割による利得—増配をも考慮されねばならないのである。かくて、資本コストとしての配当株価率は、利子率をも下回る表面利回りから上昇して利子率をつき抜け、利子率プラス危険プレミアム、さらには利子化した配当のみならず利潤分配が積み上げられ、いわゆる裸利回りに落ち着くことになる。もし、株主にとって予測できない増配—したがって株価におり込まれていない分配が投資決定権をもつ経営者によって予定されるとすれば、資本コストはこの裸利回りをこえて、さらに高くする必要がある。それは収益株価率の裸利回りに接近していくであらう。

要するに、こんにちみられる一般的な逆鞘現象は、将来長期的平均的には、直接あるいは間接に、現在の配当以上の

利益の分配にあずかることが、現時点で充分期待されることを物語るものである。このことは、現実の株式会社の「所有—支配」構造が、内実的な「配当の利子化」の窮極の段階まで到達していないことを意味する。このようなもとの配当株価率をそのまま資本コストとするときは、株価を押し上げて逆轉の原因となった将来の分配自体を、不可能とする矛盾をはらんでいるのである。

このことは、こんにちの株式会社の発展段階が純粹な形での配当株価率を適用しうる段階にないことをしめしている、と考えるべきであろう。ところで、配当株価率説をとられる山田保教授によれば、株式分割による「報酬はコストではない。それは成果分配である。これをコストと考え、投資計画の資本供給曲線作成の基準とすれば、業績の良い企業ほど、限界投資の利益が高く、有利な投資計画も排除されることになり、企業自体はいうまでもなく、国民経済にも損害を与える」と。

しかしながら、株式分割あるいは株式配当にしても、それによって得られる利得が株主にも現時点で予測でき、それがすでに株価におり込まれて騰貴している場合には、山田教授の懸念されるようには資本コストは上らない。ただ前述のごとく、株主の予想以上の配当が予定されるとすれば、資本コストの嵩上げが行なわれざるをえない。

そこで、資本コストの算式の分子は、それが配当であれ利益であれ、投資家の予想であるのか、それとも経営者の予測ないし予定であるのかの問題について、一言しておこう。

ビヤーマン・シュミット教授は、「株主によって予想される将来の配当額については、保証されていない。しかしながら、株主が一般に、過去の実績の上に、将来の予想を立てることは、不合理なことではない」として、分子に株主の予想配当をおいている。

ソロモン教授にあっては、株主と企業とは未分離であるという株式会社観をとっている。したがって、株主の現在価値も企業の現在価値も同一で区別がない。こうした会社観の上に形成される株価理論—資本コスト算定方式にあっては、株主の予想する利益と企業が予測する利益に違いが生ずる筈はない。資本還元率即資本コストである。

しかし、投資の決定実施者は、企業自体であり、経営者である。とくに配当株価率をとる論者にとっては、「所有と経営の分離」という会社観をとっている。それはビヤーマン・シュミット両教授の株価理論にも、明白にあらわれている。したがって、実際の資本コスト決定にあたっては、算式の分母はこれが現実の資本調達額をもあらわすものであるからともかくとして、分子には企業—経営者の配当政策が反映してくるであろう。配当株価率の場合には、利益自体の予測問題の外に、配当政策が介入する余地が大きい。かくて、経営者の決定する資本コストと、投資家の立場から推定される資本還元率とは、必ずしも合致するとはかぎらない。経営者と投資家とが、同床異夢の場合も考えられるのである。とくに株価は、利益—配当を基本的形成要因とするも、企業外部の諸要因の影響も大きく、かかる株価と分子である利益—配当の対応関係は簡単ではない。

こうして、配当株価率にしても収益株価率にしても、証券市場評価法をおりこむことによって資本コストに客観性が期待されるというが、現実のコスト決定にあたっては、そこからの乖離要因もみられるのである。

ともあれ、資本コストとしての配当株価率は、利子率さえも下回る表面利回りを出発点とし、それに予想される将来の増配分を積み上げるといふ考え方をとっている。こうしたいわば下からの積み上げ方式のもとでは、その高さは、一般にまさに必要最低率になりがちであろう。資本制企業にとって宿命的な不確実性・危険性要因を考慮するとしても、かかる低資本コストのもとで、投資がこの限界点までおし進められるときは、その限界投資の利益率については、ある

いは損失の生ずる可能性も大きい。かくして、配当株価率を資本コストするときは、収益株価率の場合に比して、投資量の拡大—企業・経済の成長、利益総額の増大をはかることができるが、投資の平均利益率の点で劣る。

つぎに、収益株価率の側から資本コスト問題をみてみよう。

予想利益を資本還元する収益株価率説にあつては、予想配当を資本過元する配当株価率説よりも、株価はより高かるべきなのは、当然の事である。しかし、予想利益をすべて株主持分として極限まで株式が買い上げられていけば、その究極の収益利回りは、配当利回りに漸次接近して、ついには等しくなるであろう。しかして、現実の株価はひとつしかない。そして、表面利回りにおいて、収益株価率が配当株価率よりも高いことは、前掲第七表と第一〇表とを対比すれば、容易に理解できるところである。そして配当利回りを利子率以下に押し下げている現実の株価は、一方では株主に現在配当されている以上の分配を期待してのことである。他方また、こうした逆輸現象のなかにあつても、収益利回りを利子率以上にとどめている現実の株価は、支払われない利益すべてを評価しつくすほどには騰貴していない、とみてよからう。株価の形成がかくのごとくであれば、収益株価率を資本コストの基準とするときは、分子の予想利益のうち株主に帰属せしめられる分まで縮小修正するのでなければ、資本コストは高きにすぎ不合理となる。要は形成されている株価に対応して、資本の運用面においても、最低必要利益率が規定されてくるのである。

かくして、配当株価率説が前述のごとく、積み上げ方式をとっているのに対して、収益株価率説では、より合理的な資本コストの算定を行なうためには、予想収益株価率からの天下り方式をとらねばならないと考える。

もっとも、さきのIBMの事例にみられるごとく、今後非常に大きな利益の年増加率が予想され、現在株価が異常に高騰して表面収益利回りさえも利子率を大きく割り込むという事態のもとでは、まず積み上げが行なわれている。しか

しそこからさらに、天下りの修正がなされるべきである。また、これまで累積されてきた剰余金を直接・間接の原資に、株式配当あるいは株式分割が予想されるときも、株価は高騰する。かかる場合は、権利落ち後の株価を基礎にした裸の利益利回りが、修正の出発点となる。

収益株価率を主張する論者にあつては、ソロモン教授においても然りであるが、かかる天下り修正が考えられていない。収益株価率が資本コストを配当株価率に比して高水準に決定することになる理由は、ここに在る。かかる修正が行なわれないときの矛盾は、経営者支配的会社の場合、顕著に露呈する。すなわち、その場合、利益に対する株主の持分度は弱く、一般に配当性向は低い。したがって株価は相対的に低く押えられてくる。かくて、実質の調達資本コストが低いにもかかわらず、収益株価率は逆に高くあらわれる結果となるのである。

以上要するに、配当株価率、収益株価率のいずれを基準とするも、積み上げ、天下りの修正が完全に実施されれば、両者は修正点で合致するはずである。しかしながら、一般的には、収益株価率を基準とする資本コストの方が、より高い水準で下げ止まる。さきの例にしても、ピヤーマン・シュミット教授の配当株価率基準で修正後の六％に対して、ソロモン教授の収益価格率は非修正ではあるが一六・五％である。

こうして、収益株価率基準によるときは、最低必要利益率—投資の最低限は切り上げられ、企業資本の量的成長よりも質的充実に、より重点をおく投資政策となる。

資本コストの基準として配当株価率をすすめるかあるいは収益株価率をおくかは、結局如何なる株式会社観をもつか、現実の当該会社の「所有—支配」構造—分配政策、そしてそれに形成された株価如何、にかかわるものである。しかし、株式会社社の発展の方向は、米国におけるごとく株式配当や株式分割による後からの一部株主還元もみられるが、基

本的には収益株価率から配当株価率をより妥当とする方向に接近しつつあることは事実である。いうなれば、収益株価率からの下降接近は「自己資本の他人資本化」を背景とし、配当株価率からの上昇接近は「他人資本の自己資本化」的思考にも通じよう。ただ現代株式会社の基本的性格をかながみるに、すでに配当株価率基準をより妥当とする段階に到達している、ということが出来る。資本コスト \parallel 最低利益率として、あえて収益株価率を主張するのは、その株式会社観に基づくというよりは、企業資本の自己蓄積慾求がそれを選択させてくるのではなからうか。

註(1) 山田保「資本コスト」実務会計一九六五年六月号四六頁。