

A. S. Dewingにおける無形資産と有形資産の区別とその消失 : R. E. Badgerの所説との対比

宇土, 至心

<https://doi.org/10.15017/3000413>

出版情報 : 経済論究. 129, pp.1-18, 2007-11-30. 九州大学大学院経済学会
バージョン :
権利関係 :



A. S. Dewingにおける無形資産と有形資産の区別とその消失

—R. E. Badgerの所説との対比—

宇 土 至 心

目次

はじめに

I. 「企業の擬制資本化」と「収益力の資本化」

1. 川合説と「企業の擬制資本化」

2. 「収益力の資本化」に関する議論

II. 無形資産と有形資産の区別

1. 無形資産と格差利益について

2. 「価値評価」論におけるBadgerとDewing

3. Dewingの意義と限界

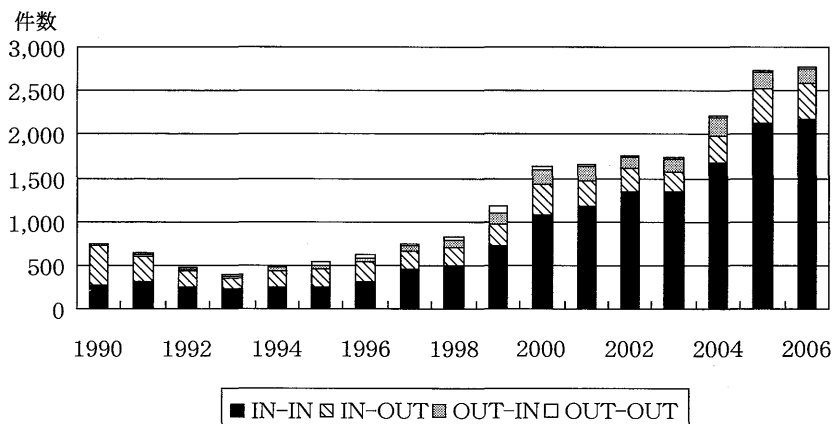
III. 公益事業におけるM&A運動

結びに代えて

はじめに

近年、日本では企業のM&A（合併および買収）が活発化している。図1は1990年から2006年までの日本企業のM&Aの推移を示している。これによると、2006年のM&A件数は2,775件となった。これは、5年前の2001年の1,653件、10年前の1996年の621件と比べると、大幅な増加となっている。図2は図1をマーケット別の割合で示したものである。M&A件数が増加するとともに、国内企業が国内企

図1 日本企業のマーケット別M&A件数の推移（1990-2006年）

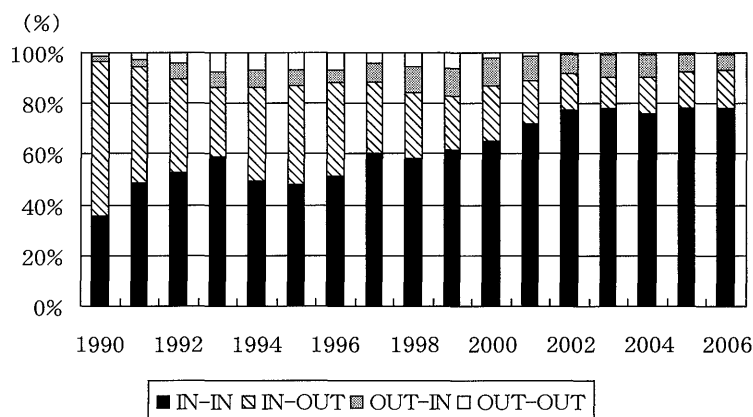


出所) レコフ調べ。

業にM&Aを実施する件数も増加し、その割合もまた高まっている。また、形態別の割合をみたものが図3である。日本企業のM&Aは買収と資本参加が多いが、最近では事業譲渡の割合も増加している。さらに、図4は目的別の割合であるが、その多くが既存強化で占められているものの、最近ではパイアウト・投資目的でのM&Aも少しずつ増加していることがわかる。

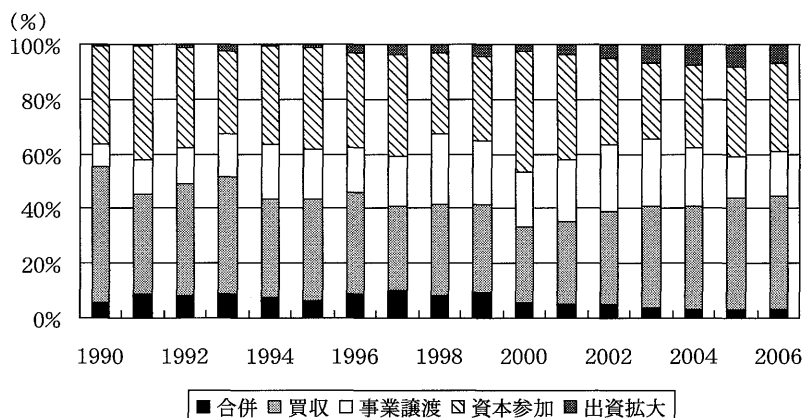
世界でのM&Aも活発である。2006年には、件数ベースでも金額ベースでも、2000年を上回るほどにM&Aが増加した。近年の特徴としては、規模の巨大化や範囲の広範化（産業および国家）、借入れによる資金調達、金融技術の活用（クレジットデリバティブなど）、ファンドの活躍、などがある¹⁾。産業間や国家間を越えて企業のM&Aが行なわれていること、またM&Aの主体としては買収ファンド

図2 日本企業のマーケット別M&A件数の推移（1990-2006年）



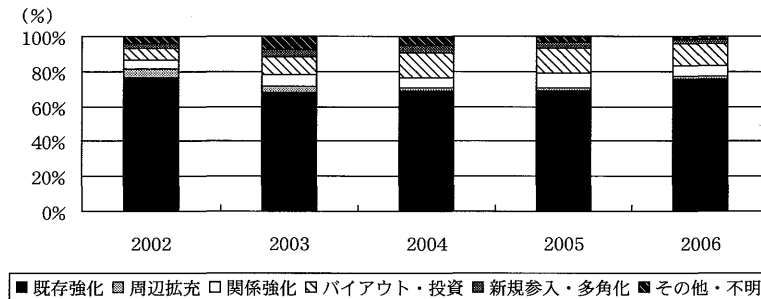
出所) 図1と同じ。

図3 日本企業の形態別M&A件数の推移（1990-2006年）



出所) 図1と同じ。

図4 M&A件数の目的別分類 (2002-2006年)



出所) 図1と同じ。

などを主とする投資家でありリターンを重視していることを考えれば、企業さえも他の資産と同じく単なる1つの投資先となっているといえることができる²⁾。

また、近年の日本では企業価値や企業評価に関する議論も活発である。そこでの議論は、企業評価の手法や具体的な応用など、より実践的なものであるものの、基本的な考え方としての共通点をもっているように思われる。すなわち、企業価値にとって重要なのはその企業が生み出す利益（いいかえれば収益力）であり、将来の利益を現在価値に割引くことによって企業の価値が評価されることになる³⁾。

このような状況の中で、筆者は次の2つの点に興味がある。1つは、企業価値と収益力の関係であり、企業評価において、企業の収益力が企業価値を決定することになることである⁴⁾。もう1つは、企業のM&Aの理論的な意義である。すなわち、企業そのものが売買の対象とされ、そのときに企業の価値が将来の収益力によって評価されることに、どのような理論的意義があるのか、ということである。企業が、その収益力で価値評価されることは、川合一郎の言葉を借りれば「会社そのものが擬制資本化」されることを意味する⁵⁾。このことと、企業が支払う配当額を資本化し株式の擬制資本価格を求めることとは、理論的に大きな隔たりがあると考えられる。

本稿では、このような観点から、どのようにして企業そのものが売買されるようになったのか、という問題に接近したい。特に、A. S. DewingおよびR. E. Badgerの所説を比較することによって、

1) 伊豆久 [2007]「ファンド・ブーム下の国際資本市場」甲南大学『甲南経済学論集』第47巻第4号、71-75頁。

2) 齊藤正 [1980]によれば、トービンの資産選択モデルでは、資産選択において重要なのは各資産の現在の市場価値が将来どれだけの収益率をもたらすかであり、そのため「収益の源泉を生産過程、流通過程、金融過程（さらにはインカム・ゲインとキャピタル・ゲイン）いずれに対しても無差別に求めることになった」（齊藤正 [1980]「資産選択理論について—擬制資本論における蓄積論—」大阪市立大学『経営研究』第30巻第5・6号、343頁）。

3) 例えば、現代のコーポレート・ファイナンス論の代表作であるBrealey, R., Myers, S. and Allen, F. [2006], *Principles of Corporate Finance*, eighth edition, The McGraw-Hill Companies, Inc. (藤井眞理子・国枝繁樹監訳 [2007]『コーポレート・ファイナンス 第8版』日経BP社。)をみると、まず現在価値(PV)ないし純現在価値(NPV)の議論から始まっており、それが基本的かつ重要な考え方であることが伺われる。

4) 翟林瑜の定義によれば、「企業価値とは、企業の株主資本と負債資本の価値の合計をいい、企業の株式時価総額と負債時価総額の合計に等しく、「理論的には企業価値は企業の生み出す将来のキャッシュフローの現在価値を意味」する。これについては翟林瑜 [2002]「企業価値」大月書店『金融辞典』95-96頁、を参照。

5) 川合一郎 [1992]「擬制資本」岩波書店『経済学辞典 第3版』221-222頁。

Dewingが有形資産と無形資産との区別を行っていないこと、ならびに企業の価値を企業の収益力を資本化することで評価することを示す。このことは「企業の擬制資本化」にとって極めて重要な意味をもっている。

1. 「企業の擬制資本化」と「収益力の資本化」⁶⁾

1. 川合説と「企業の擬制資本化」

「企業の擬制資本化」に関して、まとまった考え方を初めて示したのは川合一郎である⁷⁾。川合は、1950年代以降の新たな展開、すなわち一方での金融資産を中心とした金融論からの証券市場への浸透（トービンの資産選択理論と「イェール・アプローチ」）と、もう一方での運用問題に重点をおいた新たな財務論の発展により、新しい証券市場理論が登場したと述べている。その中で、MM理論が「株価を算出するときに、利子支払い以前の利益を資本還元している」ことを指摘し、これはその当時の低下した配当性向のうえに未分配の利益を追加して資本還元した、いわゆるPER理論とは考え方が決定的に異なると述べている⁸⁾。MM理論は、PER理論からさらに進んで利払い前利潤をまるまる資本還元する発想であり、「支払われない利潤部分が資本還元されることによって擬制資本の観念的な把握がおこ」るようになる⁹⁾。「財務論はモディリアーニ＝ミラーによって、会社そのものを擬制資本化」するのである¹⁰⁾。また、証券投資理論の発展において配当と株価の値上がり益の合計が投資採算の尺度となることで、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの区別がつかなくなり、「額面よりも高い株価が成立するという擬制資本の本質、時価と額面の差が創業者利得という特殊な範疇をうちだすことがわからなくなり、たんなる価格と値上がり益一般に解消され、利益と危険という表面的な区別に無内容化され」ていく¹¹⁾。この背景として、川合は機関投資家の比重増大、金融資産の累積、金融の機関化現

6) 「収益力の資本化」という用語に関して、筆者は次のような意味で用いている。すなわち、企業あるいは資産の価値を計算するにあたって、その企業あるいは資産が将来もたらすと期待される収益を、何らかの数値（割引率）によって除すことで計算することである。資本化の本来の言語は「capitalization」であるが、論者によって「資本化」あるいは「資本還元」という言葉で用いられている。例えば、川合一郎 [1972] では、「擬制資本とは、利子生み資本の運動の確立したもとは、定期的にくりかえされる所得は何らかの貸付資本の利子だとみられて、その所得の背後に逆に貸付資本が存在するものとみなされることからくる。そして、その所得を利子率で除する手続・操作を資本還元または資本化 (capitalization) という」と述べており、2つの言葉に区別をしていない（川合一郎 [1972] 「証券の価格」川合一郎・一泉知永編『証券市場論（改訂版）』有斐閣双書、第3章、77頁）。

7) ここでの議論は以下の文献を参照した。川合一郎 [1959a] 「証券市場論」大阪市立大学『経営研究』第41号、105-109頁；川合一郎 [1959b] 「貸付資本＝利子・擬制資本＝利回り」大阪市立大学『経済学雑誌』第41巻第6号、1-27頁；川合一郎 [1975] 「信用創造論から資産選択論へ—信用論から利子うみ資本論へ—」大阪市立大学『経営研究』第26巻第2号、1-14頁；川合一郎 [1978] 「新しい証券市場論—信用制度と株式会社・擬制資本の展開と諸相—」川合一郎編『現代信用論（下）—現代資本主義の信用構造—』有斐閣ブックス、第12章、199-214頁；川合一郎 [1981b] 『川合一郎著作集 第四巻 戦後経済と証券市場』有斐閣。「企業の擬制資本化」に関する川合の議論は多岐にわたるが、引用に関しては代表として川合一郎 [1981b] を用いる。なお、「会社そのものを擬制資本化」するという表現は、筆者の知る限り、前掲の川合一郎 [1992] にしかないものの、内容的に同等・類似するものは多数あり、その意味では、これらにおける川合の議論を「企業の擬制資本化」という言葉に集約できると考える。

8) 川合一郎 [1981b]、255頁。

9) 川合一郎 [1981b]、258頁。

10) 川合一郎 [1992]、221-222頁。

11) 川合一郎 [1981b]、258頁。同じく斉藤正 [1980] も、資産選択理論においてインカム・ゲインとキャピタル・ゲインとの区別がなくなることを示している。これについては、斉藤正 [1980]、343頁、を参照。

象を挙げている¹²⁾。

同様の議論として、高橋昭三 [1978] は1960年代の運用問題を主とする新たな財務論の特徴およびMM理論の登場を、第3次M&A運動、コングロマリットの合併と機関投資家の存在とに関連付けている。企業は合併によって当初の株価収益率以上の収益率をもたらすことが求められ、株主である機関投資家にとっては合併が株価の上昇というキャピタル・ゲインをもたらすものとして評価される¹³⁾。

さて、川合の議論は次の3つの点で重要である。1つ目は、資本化に関してである。川合は、資本化の対象として、それが配当から配当に未処分利益を含めた企業の利益、さらにはMM理論において配当・未処分利益にさらに支払い利子を含めた企業の営業利益へと、発展すると述べている。別の表現をすれば、利回りからPER理論さらにはMM理論へと発展する。しかし、「企業の擬制資本化」について議論する場合、必ずしも支払い利子を含めた営業利益の資本化は必要ではなく、むしろ未処分利益を含めた純利益の資本化が重要である。確かに、支払い利子を含めた資本化では債券や貸付という立場も包括されるために、投資家ないし資金供給者の視点という理論的な転換が明確である。だが、配分されない利益をも含めて資本化するという発想の変化もまた重要であり、議論の必要がある。

2つ目は、1つ目とも関係するが、擬制資本に関してである。川合は「企業の擬制資本化」について議論しながらも、それはあくまでも「観念的」なものであると述べている。これは、川合自身が、擬制資本はその性質上、譲渡可能であり、不労所得をもたらすものでなければならないと考えていることによる。企業の生み出す利益は「不労所得」ではないため、厳密の意味での擬制資本は株式や債券などとなる。(定期的な)収入の流れがあれば擬制資本が成立すると考える寺田稔 [1971] とは対照的である。現代では、1960年代の第3次M&A運動を、規模でも範囲でも遙かに凌駕するM&Aが進行している。また、資本化を割引と同様の発想であるとするならば、現代においてはこれは基本的な発想となっている。不労所得ではないものまでも資本化されるという点について考察することが必要である。

3つ目は1950年代から1960年代という時期である。川合が対象とした1950年代から1960年代までの時期は、企業評価論が取り上げられるようになった時期でもある。それ以前(20世紀前半)の財務論に対して、企業の内部的な視点から運用・投資問題を財務論の中心として扱う財務論が登場した¹⁴⁾。そ

12) さらに議論を伸ばせば、ポートフォリオ理論からブラック＝ショールズ・モデルにかけてのいわゆる金融工学理論の発展において、リターンとリスクの関係が問題とされ、この危険部分がデリバティブという新たな金融商品として取引されていくと思われる。

13) 高橋昭三 [1978] 『財務管理論の新展開』立教大学『立教経済学研究』第31巻第4号、1-27頁。高橋昭三 [1983] 『新しい財務論』川合一郎編『現代信用論(下)―現代資本主義の信用構造―』有斐閣ブックス、第10章、163-180頁、もあわせて参照されたい。

14) その代表としてSolomon, E. [1963] やWeston, J. F. and Brigham, E. F. [1966] がある(Solomon, E. [1963], *The Theory of Financial Management*, Columbia University Press (古川栄一監修, 別府祐弘訳 [1971] 『財務管理論』同文館); Weston, J. F. and Brigham, E. F. [1966], *Managerial Finance*, second edition, Holt, Rinehart and Winston (諸井勝之助訳 [1968] 『経営財務』東京大学出版会))。また、米国における財務論の発展は日本の財務論研究にも大きな影響を与え、1960年代から1970年代にかけて、日本の財務論の重要な文献が登場した。例えば、この時期の代表的な財務論としては以下の書籍がある。小野二郎 [1963] 『企業評価論の研究』神戸大学経済経営研究所; 古川栄一 [1963] 『財務管理』経林書房; 河野豊弘 [1968] 『財務管理』ダイヤモンド社; 廣瀬雄一 [1971] 『企業金融論』森山書店; 高橋昭三 [1971] 『経営財務論―株式会社金融と企業の投資理論―』森山書店; 小宮隆太郎・岩田規久男 [1973] 『企業金融の理論―資本コストと財務政策―』日本経済新聞社; 馬場克三 [1978] 『株式会社金融論 改訂増補版』森山書店; 柴川林也 [1979] 『新版 投資決定論』同文館、などである。時代の古いものほどアメリカの伝統的財務論の性質がよく現われており、近年のものになるに従って運用面を重視する財務論へと変化している。

ここでは企業価値の最大化が重要なテーマとなり、よって企業評価問題が議論されるようになった。そのため、企業評価に関する議論は1950・60年代が1つの出発点とみなされている。しかし、川合が暗に示しているよう（PER理論）に、収益力を資本化するという考えはそれ以前にも遡ることができるのである。そこで次に、「収益力の資本化」に関する議論をいくつか挙げる。

2. 「収益力の資本化」に関する議論

佐合絃一 [1986] は、米国の金融および証券市場との関わりから米国企業に特有な財務政策が採られてきたことを分析している。そこでは、19世紀後半の米国企業の財務政策において、資本の「水増し」政策とそれを正当化するための「収益力に基づいた資本化」（佐合は「収益力理論」と名づけている）という発想が生じてきたと論じている。当初は、南北戦争後の鉄道会社が資本獲得のために物的資産の裏付けのない普通株を社債発行のボーナスとして発行し、その根拠を鉄道企業の将来の収益力に求めていた¹⁵⁾。それは、19世紀末の鉄道企業再編成における優先株と普通株の発行にも受け継がれた¹⁶⁾。さらに、世紀転換期の第1次M&A運動における独占資本体の設立と再資本化の中で、企業の収益力（新設される独占企業の「格差利益」）の資本化がより積極的に行なわれるようになった¹⁷⁾。

三谷進 [2001] は、佐合絃一 [1986] の分析した、19世紀後半の鉄道の財務政策で始められた期待収益力を資本還元するという擬制資本化の方法が、1920年の投資信託に受け継がれ、資本市場に普及していったと述べている¹⁸⁾。1920年代後半には、普通株の価値が将来獲得する利益に全面的に依存するという将来の期待収益力を資本還元する長期投資理論（『新時代理論（The New-Era Theory）』）が登場していた¹⁹⁾。投資信託は、レバレッジやピラミッド・システムといった金融技術によって「それまでにない新しい擬制資本の形成を進め」た²⁰⁾。

以上の議論から、次のことがいえるだろう。すなわち、19世紀後半の鉄道財務政策の中で、普通株の発行根拠として将来の収益力が登場した。また、19世紀末の第1次M&A運動の中で、独占企業の格差利益が普通株の発行根拠となった。このような「収益力の資本化」という発想は1920年代において広く普及したが、中でも投資信託の活躍が重要であった。しかし、これらの議論にはどのようにして企業価値が企業の収益力によって評価されるようになったのかという疑問に関する最も重要な要素、すなわち企業そのものとその収益力の関係、が扱われていない。佐合絃一 [1986] によれば、世紀転

15) 佐合絃一 [1986] 『企業財務と証券市場—アメリカ株式会社金融の成立—』同文館、第1部第2章、24-47頁。

16) 佐合絃一 [1986]、第1部第3章、48-71頁。

17) 佐合絃一 [1986]、第2部第3章、123-144頁。

18) 三谷進 [2001] 『アメリカ投資信託の形成と展開—両大戦間期から1960年代を中心に—』日本評論社、89頁。

19) Graham, B. and Dodd, D. L. [1940], *Security Analysis*, second edition, McGraw-Hill, p. 35ff; 西田博 [1986] 「1960年代米国の合併運動と合併会計」大阪市立大学『経営研究』第36巻第5・6号、111頁; 三谷進 [2001]、100頁。

20) 三谷進 [2001]、89頁。三谷によれば、「従来の擬制資本の基本規定は、定期的な利子・配当を利子率で資本還元するというものであった」が、投資信託のレバレッジおよびピラミッド・システムによって「キャピタル・ゲインが定期的なキャッシュ・フロー・パターンを描くことで、それが定期的な利子・配当部分に組み込まれ、資本還元されるという」新たな擬制資本が形成されることになる（三谷進 [2001]、43頁）。なお、三谷は「従来の擬制資本の基本規定」に関して、川合一郎 [1981a] 『川合一郎著作集 第三巻 株式価格形成の理論』有斐閣; 川合一郎 [1981b]; 飯田裕康 [1971] 『信用論と擬制資本』有斐閣; 生川栄治 [1985] 『信用理論の体系』有斐閣; 中田常男 [1993] 『擬制資本論の理論的展開—ヒルファディング』『金融資本論』研究(1)—未来社; 信用理論研究会編 [1981] 『信用論研究入門』有斐閣、63-71頁、139-198頁、などを挙げている。また、アメリカ投資信託のレバレッジ構造に関しては、三谷進 [2001]、第II編第3章、41-86頁、を参照。

換期の米国の財務政策の中で、「収益力の資本化」という発想が根付いていったが、そこでの議論は普通株と将来の収益力あるいは格差利益との関係が主である²¹⁾。三谷進[2001]は、投資信託の活動における収益力の資本還元の動向を考察しており、企業そのものにおける問題ではない。投資信託はその後の1950年代以降の第3次M&A運動においても重要な要素ではあるものの、企業の側面が欠けている。「企業そのものが擬制資本化」されるためには、企業の価値と企業の収益力が直接的に結びつくことが必要であろう。

川合一郎[1981b]は、利払い前利潤をまるまる資本還元する発想をもつMM理論の登場をもって、「企業そのものが擬制資本化」されるに至ると述べている。しかし、「企業そのものの擬制資本化」の成立のためには、必ずしも利払い前利潤を必要としない。配当と未分配利益の一括、いいかえれば企業の利益を資本還元するという発想があれば、企業価値が企業の利益を資本還元することで求められる。これは、古典的な「配当の資本化」の論理とは異なり、企業が生み出す、将来の、不確実な利益の流れが評価の基礎となる。また、佐合絃一[1986]の将来の収益力としての格差利益とも異なるものである。

以上より、本稿は2つの点、すなわち収益力と企業そのもの、に注目しながら、「企業の擬制資本化」が理論的にどのように成立するのかを、BadgerとDewingの所説を比較することによって示すことを目的とする。

II. 無形資産と有形資産の区別

1. 無形資産と格差利益について

19世紀末から20世紀初頭にかけての世紀転換期には、競争の消滅と規模の経済性を求めて同じ産業分野に属する諸企業が統合し、U. S. スチールを代表とするような巨大な独占企業が誕生した。加えて、これらの独占企業は、有形資産を超える証券を発行するという「過大資本化」を積極的に行なったが、とりわけ裏付けのない普通株を大量に発行した。例えば、U. S. スチールは1901年に設立されたが、そのとき約7億ドルの有形資産に対して、約14億ドルの資本総額をもっていた。普通株は約5億ドル発行されたが、この分はその発行の背後に物的資産をもっていない「水割り」と判断されている。

このような状況の中で、Veblen, T. [1904]は、有形資産と無形資産（のれん）とにわけ、優先株および債券は有形資産に基づいて、普通株は無形資産に基づいて、それぞれ発行されると論じた。無

21) 20世紀初頭の米国では「収益力の資本化」に関する議論は様々な文献で見られる。例えば、Veblen, T. やCommons, J. R.は無形資産（のれん）と「収益力の資本化」に関する重要な研究を残している（Veblen, T. [1904], *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons（小原敬士訳[1965]『企業の理論』勁草書房）；Commons, J. R. [1924], *Legal Foundations of Capitalism*, The University of Wisconsin Press（新田隆信・中村一彦・志村治美訳[1964]『資本主義の法律的基礎（上巻）』コロナ社）。また、財務論の分野では、Meade, E. S.やLough, W. H.が「収益力の資本化」に関係する議論をしている（Meade, E. S. [1903], *Trust Finance*, D. Appleton and Company；Lough, W. H. [1909], *Corporation Finance*, Alexander Hamilton Institute；Lough, W. H. [1917], *Business Finance*, The Ronald Press Company）。Fisher, I.は資本と所得の関係について、資本価値を所得の現在価値によって求めている（Fisher, I. [1906], *The Nature of Capital and Income*, Macmillan（横山昌次郎訳[1912]『資本及収入論』博文館）；Fisher, I. [1930], *The Theory of Interest*, Macmillan（気賀勘重・気賀健三訳[1980]『利子論』日本経済評論社）。さらに、会計の分野でものれんに関する議論がある。ただし、これらの議論には、極端に言えば、「収益力の資本化」という考えはあっても、その収益力が「企業そのもの」が生み出すという考えがなかったと整理できる。

形資産は「格差利益」をもたらすので、「格差利益」の資本化（いいかえれば「収益力の資本化」）が普通株の裏付けとなる²²⁾。

Veblenによれば、とりわけこの時期の米国において、無形資産が生み出す「格差利益」がそれまでの生産費に代わって資本化の基礎となり、その意味で「収益力」が重要となるのである。一方で、Veblenの議論では、無形資産と有形資産という区別、および「格差利益」という点が、「企業そのもの」について考えるときに重要である。この点について論じることが本節の目的であり、Dewing, A. S. [1926]における議論とそれに最も大きな影響を与えたBadger, R. E. [1925]との理論的な対比を通して論じたい。

2. 「価値評価」論におけるBadgerとDewing

DewingはDewing, A. S. [1926] で初めて評価に関する議論を扱ったが、その中で評価に関する分析、特に収益力が企業の価値を決定する基礎であるという考え方はBadger, R. E. [1925] に基づくものであることを明言している²³⁾。加えて、Dewing, A. S. [1926] が出版された1年前の1925年にBadger, R. E. [1925] が出版されていること、参考文献では実質上Badgerしか挙げられていないことから、BadgerがDewingにきわめて重要な影響を与えていることがわかる²⁴⁾。それにも拘らず、無形資産と有形資産の区別に関して、両者には大きな違いがある。この違いを示すことでDewingの独自性を示し、そのことが「企業そのもの」への理論的な発展にとって重要な意味をもつことを表わす。

Badgerは著書 *Valuation of Industrial Securities* (『産業証券の評価』) を1925年に出版している。Badgerの主たる関心は企業証券の価値評価にある。Badgerによれば、全ての資本財の交換価値は収益力から生じ、企業証券はその資本財に対する様々な財産権を表わすので、よって企業証券の価値も同様に収益力に依存することになる²⁵⁾。すなわち、企業証券の価値は収益の資本化から得られ、現在および将来の収益力の予測とそれを資本化する比率の2つによって計算される。さらに、この資本化比率はリスクによって変化する。

次に企業の資産を有形資産と無形資産に分ける。前者の価値はその残存価値によって、後者の価値は収益力によって計算されることになる。いいかえれば、企業の価値は有形資産の残存価値に、無形資産がどれほど追加されたかを収益力によって測ることになる。このことは、次の文章によく現われている。

「のれんや確立された手法、特許、洗練された経営といった要素がいつも全ての産業企業に同程度存在するとは限らない。ただし、これらがあれば企業には企業の有形資産の価値を超える営業中企業の価値があるが、なければ企業にはその工場や設備、在庫などの残存価値しかないことは事

22) Veblen, T. [1904], chap. 5-6.

23) Dewing, A. S. [1926], *The Financial Policy of Corporations*, revised edition, The Ronald Press Company, p. 264.

24) なお、その他にもいくつかの文献を挙げているが、それは公益事業の評価問題に関するものであり、かつここではこの問題を考察の対象外としている。これについては、Dewing, A. S. [1926], p. 259, を参照。

25) Badger, R. E. [1925], *Valuation of Industrial Securities*, Prentice-Hall, Inc, p. vii.

実である。そして、これらの要素が特定の企業の価値にどれほど影響するかを測る唯一の正しい方法は営業中企業としての企業の収益力である。」²⁶⁾

企業価値の計算は、有形資産の残存価値に、無形資産の存在することによる営業中企業としての価値を収益力によって計算し付け加えることによる。この場合、収益力は無形資産の、更にはその有形資産への有機的効果を含めた、価値を測るものであり、有形資産とは直接的には結び付けることが出来ない。これを証券からみると、社債あるいは優先株の場合、その価値は有形資産の価値に依存し、普通株は無形資産の価値に依存すると考えられる。その意味では、確かに収益力が証券の価値の基礎とはなるものの、それはあくまでも無形資産との関係のみであると考えられる。その理由として、企業証券の価値総額は、有形資産の残存価値と無形資産の価値を収益力の資本化によって求めたものを合計したものであり、収益力は企業それ自体の収益力ではなくあくまでも無形資産に直接結び付いているものであること、加えて同じことであるが有形資産の残存価値という意味において有形資産の価値が企業証券の価値に結び付いていること、の2つの理由が挙げられる。

Badgerと比較して、Dewingは以下の点で異なっている。Dewingは企業価値の評価にあたり、企業を構成する要素として流動資産 (quick assets)、固定資産 (fixed assets)、(無形資産を表わす) 経営 (management) または経営能力 (skill of management) の3つを挙げている。具体的には、流動資産は現金、掛け金、手形や在庫など、固定資産は機械、工場など、経営はその他の無形的な資産を意味する²⁷⁾。

Dewing, A. S. [1926] では、このうち流動資産は現金への交換容易性によって、固定資産と経営はあわせて収益力の資本化によって、それぞれ計算される。すなわち、

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= (\text{固定資産} + \text{経営の価値}) \sim \text{収益力の資本化により計算} \\ &+ \\ &(\text{流動資産の価値}) \sim \text{現金への交換容易性により計算} \end{aligned}$$

と表わすことができる。固定資産と経営とが1つのまとまりとして計算されるのは、どちらも単体では価値をもち得ないと考えているからである²⁸⁾。固定資産および経営は、収益力の資本化によって計算され、それに流動資産の価値を加算することによって、企業の価値が評価される。「収益力 (earning

26) Badger, R. E. [1925], p. 13.

27) Dewing, A. S. [1926] では、無形資産を経営あるいは人的要素 (the human factor) と表現しているが、中には特許や商標権といったのれんや、企業内関係 (経営者と従業員との関係) や企業間関係 (取引相手や金融機関など) といったあらゆるものが含まれている。

28) 「同じ製靴機械でも、ある経営者によっては何も生み出さず、別の経営者によっては多額の利益を生み出す」(Dewing, A. S. [1926], pp. 262-263.)

29) Dewing, A. S. [1926], p. 264. ところで、なぜ収益力が企業価値の評価基礎となるのかという疑問に対して、Dewingは「企業価値の基礎は企業の設立の目的、すなわち利益の獲得である (the basis of its (a business enterprise) value is probably—the purpose for which it was intended, namely, earning a profit.)」(Dewing, A. S. [1926], p. 262.) からと述べている。この考え方は、Dewing, A. S. [1941], *The Financial Policy of Corporations*, fourth edition, The Ronald Press Company, の「第1編 企業証券—第2章 企業組織の形態」の中で、企業 (事業法人) の存在目的が利潤の獲得であると明示されることになる。

power) が企業価値の評価基礎となる」²⁹⁾。

収益力とは具体的には純利益 (net earnings) である。それは、過去の純利益から推測され計算されることになるが、あくまでもそれは将来の収益であり、そのため収益力とは収益の安定性、継続性、確実性、かつ将来性の合わさったものと解される。収益力の資本化では、純利益と固定資産および経営の価値との間の比率 (ratio) が必要となるが、これは過去のデータから推測されることになり、その企業の事業内容や規模によって変化し、収益の不確実性、すなわちリスクが高いほど、資本化比率は低くなることになる。

Badgerは有形資産と無形資産に分け、無形資産をのれんと呼んでいる。そしてこののれんが企業を単なる有形資産のまとまりと営業中企業とに分けるものであり、前者の場合にはその有形資産を残存価値によって評価し、後者の場合には収益力を資本化比率で除することによって評価する。Dewingは、評価の方法はBadgerに拠っているが、企業の構成要素としては3つの要素に分けている。流動資産と固定資産と、企業の無形的なものの総計としての経営の3つである。Dewing, A. S. [1926] では、固定資産と経営はそれだけでは価値をもたず、2つをあわせたものが収益力をもとに評価される。

3. Dewingの意義と限界

以上より、次のことがいえるだろう。すなわち、Badgerにおいては、企業 (証券) の価値は、有形資産と無形資産の価値に分けられているのに対して、Dewingにおいては企業の構成要素として流動資産、固定資産、無形資産と3つを挙げているものの、その区別はBadgerのように明確ではない。また、価値評価においては、Dewing, A. S. [1926] では、固定資産と無形資産をまとめて収益力の資本化をもって価値を求めており、Badgerとは大きく異なっている。有形資産と無形資産との区別が不明瞭であることが、Dewingの1つの特徴である。

ここで、Dewingが企業評価をどのように考えていたのかを具体的に示すために、Dewing自身が挙げている事例をみよう³⁰⁾。

ある企業が自身の所有する2つの企業を売却したいと考えている。1つはPatten Gas Companyで全株式を保有している。もう1つはDaggettown Gas Companyで4分の3の所有権を保有している。どちらも天然ガスの企業であり、ガス田も所有している。これに対して5つのグループが価値の推定を行なっている。2つは技術者の企業 (engineering firms) である (Jones & CompanyとSmith & Company)。1つは投資銀行である。1つは公益事業会社で、最後の1つは近くで事業を営んでいる別の公益事業会社である。

Patten Gas CompanyおよびDaggettown Gas Companyの利益は以下の通りである。

	Patten	Daggettown (entire)
総利益	\$ 580,000	\$ 112,000
営業費用 (税金を含む)	234,000	34,000
純利益 (減価償却前, 維持費・税引き後)	346,000	78,000

30) 以下の記述については、Dewing, A. S. [1926], pp. 268-273, を参照。

Jones & Companyによれば、取得コストは400万ドル、再取得コストは620万ドルである。Patten Gas Companyはまだ手をつけていないガス田があり、その寿命は15年から20年と考えられる。但しその採掘には6万ドルかかる。Smith & Companyはその寿命は13年から20年とみている。またPatten Gas Companyは13万1000ドルの流動資産を、Daggettown Gas Companyは1万6000ドルのそれを所有している。

Jones & Companyは、まず純利益の合計40万ドルを20%ベースで資本化し(200万ドル)、これに資産の残存価値50万ドルを加えた250万ドルの価値があると評価した。

一方Smith & Companyは、同じく資本化した200万ドルに、純流動資産の15万ドルと、未採掘のガス田の価値5万ドルを加えた、220万ドルと評価した。この220万ドルは確実な額であるが、多く見積もっても260万ドルはないと考えた。

銀行家は別の観点から評価を行なっている。彼らはガス田から得られる収入と債券の元利払いとの関係から評価する。保守的な銀行家は、ガス田の寿命は10年間と考え、10年満期の社債をいくら発行できるかを考える。10年満期で利回り6.5%の債券を額面で250万ドル発行したとする。この売却額を額面100に対し90とし、総額225万ドルとなる。年間の利払いが16万2500ドル、減債基金に25万ドルが必要なので、年間に総額41万2500ドルが必要になる。これは2社の年間純利益に等しくなる。よって固定資産価値を225万ドルと評価し、流動資産14万3000ドルを加えた239万3000ドルが銀行家の評価額となる。

公益事業会社はこの2つの企業をガス田として利用する場合と企業として所有する場合の2つを考えている。前者の場合、純利益40万ドルの20%ベースでの資本化額200万ドルに、流動資産の10万ドル、未採掘のガス田の価値50万ドルを加えた、260万ドルと評価する。しかし後者の場合、純利益43万ドルから採掘費用の6万ドルを引き、未採掘のガス田から得られる年間利益3万ドルを加えた40万ドルを20%ベースで資本化した200万ドルに、流動資産10万ドルと、戦略的な価値20万ドル、ガスの売買契約の価値40万ドルを加え、ガスを採掘するために必要となるであろう建設費15万ドルを引いた、255万ドルと評価する。

最後の公益事業会社も、純利益の20%ベースでの資本化額に、自身の事業範囲拡大の価値をかなり含んだ260万ドルという評価を行なった。

この事例から次の3つのことがいえる。1つ目は、企業の評価において重要なのは、収益力の資本化であり、取得コストや再取得コストではないということである。5つの異なった評価の中心は収益力であり、それを資本化したものが価値評価の基礎をなした。2つ目は、異なった観点からの評価にも拘らず、結果としての評価額には大きな差がみられなかったことである。最少額の220万ドルと最大額の260万ドルでは40万ドルの違いしかない。一方、資産でみた場合、取得コストは400万ドル、再取得コストは620万ドルであるので、220万ドルもの違いが出てくることになる。3つ目は、流動資産をそのまま評価に加えていることである。そのため、ここでは収益力の資本化と流動資産の価値が直接的には関係していないことがわかる。

また、Dewingは企業の価値評価の方法として、企業の収益力のある割引率によって資本化することを挙げている。この場合、収益力は企業の純利益を意味し、また割引率に関連するものとして様々な

ものを挙げているものの、最も重要なのはその事業の安定性である。すなわち、その企業が安定的かつ継続的に収益を生み出すことができるかどうかによって、割引率が変化する。公益事業であれば割引率は小さく、反対に小規模な産業企業では割引率は大きくなる。無形資産としての経営は、事業の進行にとって不可欠であるが、逆に高い経営能力を必要とする事業は、リスクが大きく、そのために割引率が大きくなる。あわせて、収益力の計算において、公益事業では単年度の利益を用いるのに対して、産業企業の場合には5年間の利益の平均を用いることから、事業の安定性を重視していることがわかる³¹⁾。

以上のことは、Dewingの意義であるとともに限界でもある。Badger,あるいは世紀転換期における独占企業の「格差利益」の資本化に表われている、有形資産と無形資産との区別は、Dewingでは見られない。Dewingの場合、資本化されるのは「格差利益」ではなく企業の収益力であり、まさに「企業の擬制資本化」を表わしているのではなかろうか。ただし、収益力の安定性という面では、Dewingも、収益力および割引率の計算において引き続き重視していた。「企業の擬制資本化」という発想の発展に関して、Dewingの議論は重要な理論的位置を占めていると考えられる。

では、Dewingはこのような議論をなぜ行なったのであろうか。理論としてはBadgerに多くを依拠しているため両者との関係が重要であることはみてきた。それに加えて、当時の経済的背景も大きく影響していると思われる。1920年代には公益事業のM&A運動が高まっていた。以下では、当時の公益事業のM&A運動について考察する。

III. 公益事業におけるM&A運動

1910年代から1920年代にかけて、公益事業会社は持株会社制度を利用しながらM&A運動を活発に行なっていった。浜田純一 [1976]によれば、米国の公益事業における持株会社の発展には大きく2つの時期があり、1890年代から1920年代までの「生成期」と、巨大な持株会社の設立とそれを中心として活発なM&A運動が生じた1920年代から1930年代までの「展開期」に分けられる³²⁾。前者においては、主として電気鉄道、ガス、電気事業の分野において、劣悪であった収益力の改善を求めて、持株会社を設立し単位当たりのコストの節約を図った。それに対して後者では、ピラミッド型の重層的な持株会社をつくり、買収による利益拡大と、新規証券の発行を積極的に行なった。その中で、公益事業会社の証券は水増しされた資産に基づき発行され、また持株会社の証券は子会社の利益に基づいたものであった。

1920年代における公益事業のM&A運動をみると、M&A運動により結合された被結合企業の数、1919年で22社、1920年で15社であったものが、1921年では74社、1922年では285社、1923年では426社、1924年では580社、1925年では402社となった。さらに、株式ブームの生じた1920年代後半にはその数

31) 副島保 [1987] は、Dewingが産業企業の収益力を、過去5年間の純利益の平均によって求めていることに対してあまりにも単純であると批判している (副島保 [1987] 「A. S. デューイングの株式評価論批判」福岡大学『福岡大学経済学論叢』第32巻第2号、86-88頁)。

32) 浜田純一 [1976] 「米国公益企業の持株会社—形成過程を中心に—」公益事業学会『公益事業研究』第27巻第3号、95-96頁。

も増加し、1926年では1,029社、1927年では911社、1928年では3四半期までで585社となった³³⁾。これらの数値は、この時期の産業企業のM&A運動と比べても大きな数値である。1920年代における公益事業のM&A運動の大きさが伺える。Dewing, A. S. [1926] もこのような背景に大きく影響されたといえる。

この時期の公益事業会社の財務政策に関して以下の点が重要である。西田博[1989]によれば、1898年のSmyth v. Ames判例以降、とりわけ1910年頃から適正料金決定のための資産の「公正な価値」の評価において、再取得原価が主として用いられるようになった。これは当時のインフレーションによる物価上昇を適正に資産価値に反映させることを目的としたものであったが、この再取得原価と持株会社制度が結び付き資産水増しという会計操作に利用されるようになった³⁴⁾。ある企業では、公益事業委員会の試算では約40万ドルの価値しかなかった資産の価値が、会社側の技術者による評価では約90万ドルと試算され、じつに2倍以上の過大な評価がなされていた³⁵⁾。このような資産の過大な見積もりをもとに、企業は大量の証券を発行した。そのうち社債と優先株を売却し、議決権のある普通株については保有した。それでも、資産の水増しにより、社債と優先株の売却資金をもって買収に用いた資金を十分に回収することができた。以上のことは、必ずしも収益力と企業そのものを結び付ける発想ではないものの、企業の価値が資産の支出額を超えて評価されていたことを示している。

結びに代えて

Dewing, A. S. [1926] は、Badger, R. E. [1925] に大きく影響を受けていたが、無形資産と有形資産との区別が行なわれていないという大きな違いがある。さらに、無形資産と有形資産を1つにまとめて考えている。このことは、資本化されるものが無形資産のもたらす「格差利益」ではなく、企業の生み出す「収益力」そのものになるという、理論的な発展が生じているといえるだろう。その意味で、Dewing, A. S. [1926] は理論的に重要な意義をもっている。また、企業価値と収益力の関係に関しても、企業そのものが生み出す収益力を資本化することによって企業価値を求めるというより直接的な関係にある。

ただし、Dewing, A. S. [1926] では、流動資産の取り扱いに関して不十分な点がある。すなわち、流動資産は企業の重要な構成要素であるものの、企業価値評価においては収益力との関係をもっておらず、その意味では収益力と企業そのものの結び付きが不完全である。この点は、Dewing, A. S. [1934] において理論的に修正されることになる。

33) Hoagland, H. E. [1947], *Corporation Finance*, third edition, McGraw-Hill Book Company, Inc, p. 620; 西田博 [1989] 「公益事業持株会社支配機構の構築と企業会計実務—米国の第2次合併運動と合併会計の考察—」大阪市立大学『経営研究』第40巻第2号, 23頁, 脚注5。

34) 西田博 [1989], 25頁。

35) 田中英夫 [1987] 「公益事業の料金の統制の内容とDue Process Clause」田中英夫『英米法研究2 デュー・プロセス』東京大学出版会, 4, 266頁, 脚注33; 西田博 [1989], 27頁, 脚注18。

参 考 文 献

- 飯田裕康 [1971]『信用論と擬制資本』有斐閣。
- 生川栄治 [1985]『信用理論の体系』有斐閣。
- 石崎昭彦 [1962]『アメリカ金融資本の成立』東京大学出版会。
- 伊豆久 [2007]「ファンド・プーム下の国際資本市場」甲南大学『甲南経済学論集』第47巻第4号, 69-93頁。
- 岩田巖雄・高橋昭三 [1975]『経営財務論』日本評論社。
- 上田健作 [1989a]「1920年代アメリカの公益事業持株会社と子会社支配の構造(1)―電力事業独占エバスコ企業集団の事例―」財団法人学会誌刊行センター『経済論叢』第143巻第4・5号, 95-116頁。
- 上田健作 [1989b]「1920年代アメリカの公益事業持株会社と子会社支配の構造(2)―電力事業独占エバスコ企業集団の事例―」財団法人学会誌刊行センター『経済論叢』第144巻第1号, 66-81頁。
- 岡村正人 [1971]『株式会社金融の研究 新版』有斐閣。
- 大庭清司 [2002]「信用制度の発展と担保」名城大学『名城論叢』第2巻第4号, 101-119頁。
- 大庭清司 [2005]「金融資産証券化のストラクチャーと担保」名城大学『名城論叢』第5巻第4号, 15-29頁。
- 小野二郎 [1963]『企業評価論の研究』神戸大学経済経営研究所。
- 小野二郎 [1969a]「株価収益率と企業評価」神戸大学『国民経済雑誌』第119巻第1号, 52-70頁。
- 小野二郎 [1969b]「企業評価と計算利子」神戸大学『国民経済雑誌』第120巻第3号, 35-52頁。
- 片桐伸夫 [1979]「フィッシャーの所得概念とキャッシングの利益概念について」駒沢大学『駒沢大学大学院商学研究』第10号, 93-125頁。
- 片山伍一・後藤泰二 [1983]『経営財務論』ミネルヴァ書房。
- 鎌田正三 [1982]『アメリカ企業金融史』御茶の水書房。
- 川合一郎 [1959a]「証券市場論」大阪市立大学『経営研究』第41号, 105-109頁。
- 川合一郎 [1959b]「貸付資本＝利子・擬制資本＝利回り」大阪市立大学『経済学雑誌』第41巻第6号, 1-27頁。
- 川合一郎 [1972]「証券の価格」川合一郎・一泉知永編『証券市場論(改訂版)』有斐閣双書, 第3章, 77-92頁。
- 川合一郎 [1975]「信用創造論から資産選択論へ―信用論から利子うみ資本論へ―」大阪市立大学『経営研究』第26巻第2号, 1-14頁。
- 川合一郎 [1978]「新しい証券市場論―信用制度と株式会社・擬制資本の展開と諸相―」川合一郎編『現代信用論(下)―現代資本主義の信用構造―』有斐閣ブックス, 第12章, 199-214頁。
- 川合一郎 [1981a]『川合一郎著作集 第三巻 株式価格形成の理論』有斐閣。
- 川合一郎 [1981b]『川合一郎著作集 第四巻 戦後経済と証券市場』有斐閣。
- 川合一郎 [1992]「擬制資本」岩波書店『経済学辞典 第3版』221-222頁。
- 川波洋一 [1995]『貨幣資本と現実資本―資本主義的信用の構造と動態―』有斐閣。
- 川波洋一 [2004]「金融市場と金融資産」川波洋一・上川孝夫編『現代金融論』有斐閣, 第I部第4章, 65-85頁。
- 川波洋一 [2006]「現代金融と擬制資本」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』第4章第4節, 176-185頁。
- 河野豊弘 [1968]『財務管理』ダイヤモンド社。
- 神戸大学経営学部有価証券研究センター編, 桂芳男 [1972]『証券と資本主義―資本主義発達史研究序説―』千倉書房。
- 吳天降 [1971]『アメリカ金融資本成立史』有斐閣。
- 後藤幸男 [1992]「企業評価論の諸類型」神戸大学『国民経済雑誌』第166巻第4号, 23-39頁。
- 小林真之 [1998]『株式恐慌とアメリカ証券市場―両大戦間期の「バブル」の発生と崩壊―』北海道大学図書刊行会。
- 小宮隆太郎・岩田規久男 [1973]『企業金融の理論―資本コストと財務政策―』日本経済新聞社。
- 翟林瑜 [2002]「企業価値」大月書店『金融辞典』95-96頁。
- 斉藤正 [1980]「資産選択理論について―擬制資本論における蓄積論―」大阪市立大学『経営研究』第30巻第5・6号, 335-351頁。
- 佐伯信之 [1988]「企業財務論の方法(その1)」福山大学『福山大学経済学論集』第13巻第1号, 17-31頁。
- 佐合紘一 [1986]『企業財務と証券市場―アメリカ株式会社金融の成立―』同文館。
- 佐合紘一 [1991]「過大資本の二つの側面―ヴェブレンとミードの資本概念―」大阪市立大学『経営研究』第42巻第1号,

1-16頁。

佐合紘一 [2006] 「擬制資本化の展開—証券の擬制資本化から企業・資産の擬制資本化へ—」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』第4章第1節, 144-156頁。

佐藤光宣 [1984] 「ソースタイン・ヴェブレンのフィッシャー経済理論批判—資本, 所得および利子の諸理論をめぐって—」日本大学『日本大学経済学部経済科学研究所紀要』第8号, 101-132頁。

塩見治人・溝田誠吾・谷口明丈・宮崎信二 [1986] 『アメリカ・ビッグビジネス成立史—産業的フロンティアの消滅と寡占体制—』東洋経済新報社。

柴川林也 [1975a] 「企業評価と資本市場—資産価格形成理論との関連において—」青山学院大学『青山経営論集』第10巻第1号, 43-60頁。

柴川林也 [1975b] 「資産選択と企業評価」産業経理協会『産業経理』第35巻第7号, 47-54頁。

柴川林也 [1979] 『新版 投資決定論』同文館。

柴川林也 [1988] 「現代財務論の動向」中央経済社『企業会計』第40巻第3号, 324-328頁。

清水泰洋 [2003] 『アメリカの暖簾会計—理論・制度・実務—』中央経済社。

清水龍瑩 [1979a] 「企業戦略と企業評価(1)」慶応義塾大学『三田商学研究』第22巻第3号, 64-75頁。

清水龍瑩 [1979b] 「企業戦略と企業評価(2)」慶応義塾大学『三田商学研究』第22巻第4号, 54-68頁。

清水龍瑩 [1980] 「企業評価の意義」慶応義塾大学『三田商学研究』第22巻第6号, 17-30頁。

信用理論研究会編 [1981] 『信用論研究入門』有斐閣。

信用理論研究会編 [2006] 『現代金融と信用理論』大月書店。

杉原信男 [1986] 「経営財務論の問題と方法の発展—企業金融論との接合を目指して—」京都産業大学『経済経営論叢』第21巻第3号, 180-202頁。

住ノ江佐一郎 [1959] 『株価分析の基礎理論—株価分析論の構造的研究—』ダイヤモンド社。

関俊彦 [1983] 『株式評価論』商事法務研究所。

千田純一 [1982] 『利子論』東洋経済新報社。

副島保 [1968] 「企業評価における収益還元評価法の根本問題」福岡大学『福岡大学経済学論叢』第13巻第1号, 33-55頁。

副島保 [1987] 「A. S. デューイングの株式評価論批判」福岡大学『福岡大学経済学論叢』第32巻第2号, 69-104頁。

副島保 [1989] 『株式の本質と評価』日本経済評論社。

高寺貞男・醍醐聰 [1979] 『大企業会計史の研究』同文館。

高橋昭三 [1971] 『経営財務論—株式会社金融と企業の投資理論—』森山書店。

高橋昭三 [1978] 「財務管理論の新展開」立教大学『立教経済学研究』第31巻第4号, 1-27頁。

高橋昭三 [1983] 「新しい財務論」川合一郎編『現代信用論(下)—現代資本主義の信用構造—』有斐閣ブックス, 第10章, 163-180頁。

佐美光彦 [1994] 『世界大恐慌—1929年恐慌の過程と原因—』御茶の水書房。

竹内昭夫 [2001] 「米国におけるM&Aの歴史からみた若干の考察」名古屋外国語大学『名古屋外国語大学国際経営学部紀要』第9号, 53-90頁。

田中英夫 [1987] 「公益事業の料金の統制の内容とDue Process Clause」田中英夫『英米法研究2 デュー・プロセス』東京大学出版会, 4, 257-280頁。

田村茂 [1982] 「企業評価のNI法とMM理論」慶応義塾大学『三田商学研究』第25巻第5号, 733-749頁。

角々谷典幸 [2004] 「割引現在価値法の原型—1950年代までの議論を中心にして—」福島大学『商学論集』第72巻第4号, 23-38頁。

寺田稔 [1971] 「擬制資本について—株式会社の資本との関連を中心にして—」立教大学『立教経済学研究』第25巻第3号, 195-212頁。

土井秀夫 [2001] 『DCF 企業分析と価値評価』東洋経済新報社。

栃尾昌子 [1991] 「企業価値と企業評価法」佐賀大学『佐賀大学経済論集』第23巻第5号, 25-39頁。

栃尾昌子 [1992] 「M&Aをめぐる企業評価—実証研究の試み—」佐賀大学『佐賀大学経済論集』第25巻第4号, 87-94頁。

中井透 [1995] 「第2次企業合併ブームと「新時代」のアメリカ経済」岡山商科大学『岡山商大論叢』第31巻第1号, 1-28

- 頁。
- 中田常男 [1993]『擬制資本論の理論的展開—ヒルファディング』『金融資本論』研究(1)— 未来社。
- 西川純子 [1980]『アメリカ企業金融の研究—1920年代を中心として—』東京大学出版会。
- 西川純子・松井和夫 [1989]『アメリカ金融史—建国から1980年代まで—』有斐閣選書。
- 西田博 [1986]「1960年代米国の合併運動と合併会計」大阪市立大学『経営研究』第36巻第5・6号, 107-127頁。
- 西田博 [1989]「公益事業持株会社支配機構の構築と企業会計実務—米国の第2次合併運動と合併会計の考察—」大阪市立大学『経営研究』第40巻第2号, 21-45頁。
- 西田博 [1990]「1920年代米国合併会計実務の考察」立命館大学『立命館経営学』第28巻第6号, 61-100頁。
- 野村秀和 [1963]「アメリカにおける公益事業の料金形成の一過程—独占価格形成における評価基準転換の意義—」京都大学『経済論叢』第90巻第4号, 66-82頁。
- 馬場克三 [1978]『株式会社金融論 改訂増補版』森山書店。
- 浜田純一 [1976]「米国公益企業の持株会社—形成過程を中心に—」公益事業学会『公益事業研究』第27巻第3号, 95-121頁。
- 原田善教 [1985]「1920年代末アメリカの証券市場と貨幣資本形成」九州大学『経済論究』第61号, 103-143頁。
- 廣瀬雄一 [1971]『企業金融論』森山書店。
- 古川栄一 [1963]『財務管理』経林書房。
- 細井卓 [1971]「経営財務論における資本概念」産業経理協会『産業経理』第31巻第1号, 17-21頁。
- 細井卓 [1975]『経営財務原論』丸善。
- 堀彰三 [1982]「OPMの財務論的考察」愛知大学『経営会計研究』第38号, 31-50頁。
- 正木久司 [1970]「ウィリアム H. ラフの企業財務論(1)」同志社大学『同志社商学』第21巻第5・6号, 58-94頁。
- 正木久司 [1971a]「ウィリアム H. ラフの企業財務論(2)」同志社大学『同志社商学』第23巻第2号, 27-57頁。
- 正木久司 [1971b]「20世紀初期のアメリカ財務論—ウィリアム・H・ラフの所説とその背景をめぐって」経営史学会『経営史学』第5巻第3号, 51-80頁。
- 正木久司 [1974]「A. S. デューイングの株式会社論」同志社大学『同志社商学』第26巻第3号, 87-103頁。
- 正木久司 [1976]「A. S. デューイングの株式会社財務論」同志社大学『同志社商学』第28巻第1号, 118-134頁。
- 松井和夫 [1986a]「現代アメリカ金融資本研究序説—現代資本主義における所有と支配—」文真堂。
- 松井和夫 [1986b]『セキュリティゼーション—金融の証券化—』東洋経済新報社。
- 松井和夫・奥村皓一 [1987]『米国の企業買収・合併—M&A&D—』東洋経済新報社。
- 三谷進 [2001]『アメリカ投資信託の形成と展開—両大戦間期から1960年代を中心に—』日本評論社。
- 村松司叙 [1973]『企業合併論』同文館。
- 村松司叙 [1987]『合併・買収と企業評価』同文館。
- 森昭夫 [1981]「ファイナンス理論の発展と経営財務論」産業経理協会『産業経理』第41巻第2号, 1-8頁。
- 諸井勝之助 [1973]「企業評価の一般理論」中央経済社『企業会計』第25巻第3号, 36-42頁。
- 諸井勝之助・若杉敬明 [1984]『現代経営財務論』東京大学出版会。
- 諸井勝之助 [1986a]「会計学と財務論」日本会計学会『会計』第130巻第5号, 638-651頁。
- 諸井勝之助 [1986b]「現代財務論と会計理論」中央経済社『企業会計』第38巻第12号, 1668-1673頁。
- 吉富勝 [1965]『アメリカの大恐慌』日本評論社。
- Badger, R. E. [1925], *Valuation of Industrial Securities*, Prentice-Hall, Inc.
- Brealey, R., Myers, S. and Allen, F. [2006], *Principles of Corporate Finance*, eighth edition, The McGraw-Hill Companies, Inc. (藤井眞理子・国枝繁樹監訳 [2007]『コーポレート・ファイナンス 第8版』日経BP社。)
- Berle, A. B. Jr. and Means, G. C. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company. (北島忠男訳 [1970]『近代株式会社と私有財産 第6版』文雅堂銀行研究社。)
- Bonbright, J. C. [1921], "Earning Power as a Basis of Corporate Capitalization," *Quarterly Journal of Economics*, 35, pp. 482-490.
- Bonbright, J. C. [1926], "Progress and Poverty in Current Literature on Valuation," *Quarterly Journal of*

- Economics*, 40, pp. 295-328.
- Bonbright, J. C. [1937], *Valuation of Property*, McGraw-Hill Book Company, Inc.
- Bonbright, J. C. and Means, G. C. [1932], *The Holding Company: Its Public Significance and Its Regulation*, McGraw-Hill Book Company, Inc.
- Carver, T. N. [1902], "The Place of the theory of Value in Economics," *Quarterly Journal of Economics*, 17, pp. 185-187.
- Chandler, A. D. Jr. [1990], *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press. (安部悦生ほか訳 [1993]『スケール・アンド・スコープ—経営力発展の国際比較—』有斐閣。)
- Clemens, E. W. [1950], *Economics and Public Utilities*, Appleton Century Crofts, Inc. (竹中龍雄監訳 [1954]『公益企業経営論』ダイヤモンド社。)
- Cooley, C. H. [1915], "The Progress of Pecuniary Valuation," *Quarterly Journal of Economics*, 30, pp. 1-21.
- Commons, J. R. [1924], *Legal Foundations of Capitalism*, The University of Wisconsin Press. (新田隆信・中村一彦・志村治美訳 [1964]『資本主義の法律的基礎 (上巻)』コロナ社。)
- Cottle, S. and Whitman, T. [1959], *Corporate Earning Power and Market Valuation 1935-1955*, Duke University Press.
- Dewing, A. S. [1914], *Corporate Promotion and Reorganizations*, Harvard University Press.
- Dewing, A. S. [1919-20], *The Financial Policy of Corporations*, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. [1921], "Statistical Test of the Success of Consolidation," *Quarterly Journal of Economics*.
- Dewing, A. S. [1926], *The Financial Policy of Corporations*, revised edition, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. [1934], *The Financial Policy of Corporations*, third revised edition, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. [1941], *The Financial Policy of Corporations*, fourth edition, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. [1953], *The Financial Policy of Corporations*, fifth edition, The Ronald Press Company.
- Dice, C. A. and Eiteman, W. J. [1941], *The Stock Market*, second edition, McGraw-Hill.
- Dobrovolsky, S. P. [1951], *Corporate Income Retention 1915-43*, NBER.
- Eis, C. [1978], *The 1919-1930 Merger Movement in American Industry*, Arno Press.
- Federal Reserve System [1943], *Banking & Monetary Statistics, 1914-41*.
- Final Report of the Industrial Commission*, Vol. 19, 1902.
- Fisher, I. [1906], *The Nature of Capital and Income*, Macmillan. (横山昌次郎訳 [1912]『資本及収入論』博文館。)
- Fisher, I. [1930], *The Theory of Interest*, Macmillan. (気賀勘重・気賀健三訳 [1980]『利子論』日本経済評論社。)
- FTC [1955], *Report on Corporate Mergers and Acquisitions*.
- Gordon, M. J. [1962], *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, R. D. Irwin, Inc. (阪本安一監修, 後藤幸男・野村健太郎訳 [1972]『投資と企業評価』中央経済社。)
- Graham, B. and Dodd, D. L. [1934], *Security Analysis*, McGraw-Hill. (関本博英・増沢和美訳 [2002]『証券分析—1934年版—』パンローリング。)
- Graham, B. and Dodd, D. L. [1940], *Security Analysis*, second edition, McGraw-Hill.
- Hartman, H. H. [1920], *Fair Value: The Meaning and Application of the Term "Fair Valuation" as Used by Utility Commissions*, Houghton Mifflin Company.
- Herfert, E. [1966], *Valuation: Concepts and Practices*, Wadsworth Publishing Co., Inc. (諸井勝之助監修, 菊地和聖訳 [1968]『企業における評価の理論と実際』日本生産性本部。)
- Hidy, R. W. and Hidy, M. E. [1955], *Pioneering in Big Business 1882-1911*, Harper.
- Hilferding, R. [1910], *Das Finanzkapital*. (岡崎次郎訳 [1982]『金融資本論』岩波文庫。)
- Hise, C. R. V. [1973], *Concentration and Control*, Arno Press.
- Hoagland, H. E. [1947], *Corporation Finance*, third edition, McGraw-Hill Book Company, Inc.
- Jacoby, N. H. and Saulnier, R. J. [1942], *Term Lending to Business*, NBER.
- Jacoby, N. H. and Saulnier, R. J. [1947], *Business Finance and Banking*, NBER.

- Journal of Accountancy [1907], "Railroad Over-Capitalization—A Symposium", *Journal of accountancy*, Vol. 4, No. 5, pp. 327-349.
- Krooss, H. E. and Gilbert, C. [1972], *American Business History*, Prentice-Hall, Inc. (鳥羽欽一郎, 山口一臣, 厚東 偉介, 川辺信雄訳 [1974]『アメリカ経営史』東洋経済新報社。)
- Kuznets, S. [1971], *Economic Growth of Nations: Total Output and Production Structure*, Mass.
- Lamoreaux, N. R. [1985], *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, Cambridge University Press.
- Livermore, S. [1935], "The Success of Industrial Merger," *Quarterly Journal of Economics*, 50, pp. 68-96.
- Lough, W. H. [1909], *Corporation Finance*, Alexander Hamilton Institute.
- Lough, W. H. [1917], *Business Finance*, The Ronald Press Company.
- Lutz, H. L. [1910], "The Somers System of Realty Valuation," *Quarterly Journal of Economics*, 25, pp. 172-181.
- Meade, E. S. [1902], "Capitalization of the United States Steel Corporation," *Quarterly Journal of Economics*, 16, pp. 214-232.
- Meade, E. S. [1903], *Trust Finance*, D. Appleton and Company.
- Meade, E. S. [1922], *Corporation Finance*, revised edition, D. Appleton and Company.
- Mills, F. C. [1932], *Economic Tendencies in the United States: Aspects of Pre-War and Post-War Changes*, NBER.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. [1958], "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investments," *American Economic Review*, 48, pp. 261-296.
- Moulton, H. G. [1935], *The Formation of Capital*, Brookings Institution. (甲斐太郎訳 [1943]『アメリカの資本形成』博文館。)
- Myers, M. G. [1970], *A Financial History of the United States*, Columbia University Press. (吹春寛一訳 [1979]『アメリカ金融史』日本図書センター。)
- Nelson, R. L. [1959], *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, NBER.
- Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, Part 1, 1911.
- Ripley, W. Z. [1914a], "Railway Speculation," *Quarterly Journal of Economics*, 25, pp. 185-215.
- Ripley, W. Z. [1914b], "Railroad Over-capitalization," *Quarterly Journal of Economics*, 28, pp. 601-629.
- Solomon, E. [1963], *The Theory of Financial Management*, Columbia University Press. (古川栄一監修, 別府祐弘 訳 [1971]『財務管理論』同文館。)
- Veblen, T. [1904], *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons. (小原敬士訳 [1965]『企業の理論』勁草書房。)
- Weston, J. F. and Brigham, E. F. [1966], *Managerial Finance*, second edition, Holt, Rinehart and Winston. (諸井 勝之助訳 [1968]『経営財務』東京大学出版会。)
- Williams, J. B. [1938], *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press.
- レコフ『M&A専門誌 MARR』2007年7月号。