

# 經濟論叢

第九十三卷 第六號

---

低開發国の諸問題 .....	松 井 清	1
シェーカーズ .....	穂 積 文 雄	19
社会主義社会の性格について .....	木 原 正 雄	41
企業理論と投資理論 (一) .....	山 田 保	61

---

昭和三十九年六月

京 都 大 學 經 濟 學 會

# 企業理論と投資理論 (一)

山 田 保

## 目 次

- 一 ま え が き……企業理論の体系……
- 二 投資理論の發展と財務管理論
- 三 企業理論と企業の経済的目標
- 四 利益極大化より富の極大化への發展(以上本号)
- 五 ソロモンの企業成長のモデル(以下次号)
- 六 投資理論の基礎原理
- 七 利益率極大化か、利益極大化か
- 八 む す び

## 一 ま え が き……企業理論の体系……

企業理論 (theory of the firm) とはいえ、一般に企業の経済理論を意味し、近代経済学においては、その中心が価格理論 (price theory) に置かれている。価格理論とは企業の生産量を収益・費用の関係から決定しようとするものである。ドイツ経営経済学においては、これは費用理論 (Kosten Theorie) ならし生産理論 (Produktion Theorie) とも呼ばれており、経営経済学の中心をなす理論である。本稿では、これ等を総称して費用理論と呼ぶこととする。

企業の経済学的研究には、この他に資本理論 (capital theory) がある。これは投資の問題が中心であるから、投資理論 (theory of investment) と呼ばれる。一般に投資理論という名称がなじみが深いから、ここでは投資理論を広く解し、資本理論と同義を意味することとする。近代経済学においては、企業理論といえは費用理論 (価格理論・生産理論) のみを指す立場と、投資理論 (資本理論) をも含める立場とがある。後者の場合でも、企業理論の中心的理論は費用理論に置かれ、投資理論は企業理論を補足する程度にしか考えられていない。

このようにして、投資理論と費用理論とは全く別個に研究されており、この両者を統一して、体系化をはかろうという研究は見出すことはできない。しかしながら、費用理論が企業の経済学的研究であるとするならば、同じ経済学的手法を用いる投資理論は、これと全く対等の地位を獲得しなければならぬ。なぜなら、前者は収益・費用の関係から企業の生産量を決定しようとするに對し、後者はプロジェクト投資とその収益性との関係から企業の投資額を決定しようとするものである。この両者は結局企業の経済的目標を達成するためのものであって、別々の原理に指導されてはならない。すなわち、全く同一目標を有する盾の両面でなければならぬのである。

しかるに、従来においては、この両者が別々に研究されているために、多くの論争が解決されないうままでいる。しかしながら、この両者が企業理論を形成すると考えれば、この両者は全く同一原理で指導されねばならないから、原理的な問題は投資理論と費用理論の双方に当てはめて考えることとなる。したがって、一方のみの議論で解決困難な問題も、両者を通じて考察すると容易に解決することができる。

しかしながら、投資理論が費用理論と対等の地位を獲得するためには、投資理論の側において、一層の発展をしなければならぬ。ところで、このような発展は、近代経済学の分野においてよりも、かえって、資本予算といった財

務管理論に見出されることとなる。したがって、これら財務管理論における投資に関する理論を近代経済学の投資理論の発展とみると、投資理論は真に費用理論と質・量において対等の地位を獲得することができる。また費用理論の側においても、従来のように規模を所与とした操業度中心の費用理論から、規模や技術の変化、さらには需要の変化も含む、長期費用理論が展開されなければならないことが理解される。

このように、投資理論と費用理論とを対等に考えるとき、この両者に共通する総論の部分抽出し、企業理論（狭義）と名づけ、投資理論と費用理論とを各論とする。そして、この全部を広義企業理論とすることができる。

以下これを図表に示す。

企業理論 (theory of the firm) の体系

(総論)

(各論)

(↓印は発展の方向)

企業理論 (狭義)

投資理論 (資本理論) ↓ 資本の種類による不確実性の導入

費用理論 (価格理論・生産理論) ↓ 長期費用理論の展開

このような体系による時、企業理論 (狭義)・投資理論・費用理論の三者は、すべて統一的な原理に基づかねばならないことが知られる。したがって、多くの未解決の論争が解決されることとなる。

たとえば、投資理論における中心的課題とされている、内部利益率法 (internal rate of return) か現価法 (present worth) かといった問題や、費用理論における、平均原理か、限界原理かといった問題、また、最近再び論争の中心となっている、企業理論としての、利益率極大化か、利益極大化かといった問題も解決されることとなる。本稿においては、これ等を含む多くの論争解決のために、企業理論の体系化の新しい方向を示すものである。

註(1) ルツは企業理論 (theory of the firm) を、費用理論と資本理論よりなると考えた。したがって、筆者と同一立場に立つ。しかしルツは近代経済学の立場に立つから最近の具体的投資理論まで問題を展開してゐない。

Lutz, Friedrich and Vera, *The Theory of Investment of the Firm*, Princeton Univ. Press, 1951, p. 3.

## 二 投資理論の発展と財務管理論

すでにまえがきにおいて論じた通り、近代経済学の投資理論は、財務管理論に受け継がれることとなる。ソロモンの財務管理論はこの方向を明確に示すものである。本節はソロモンのこの点を中心として論じることとする。

まずソロモンは、財務管理論 (theory of financial management) と、伝統的な企業財務論 (corporation finance) や金融会社論との相違について、次のようにいふ。

伝統的な企業財務論や金融会社論における業績は、企業とその資本調達の源泉との関係の特別な手続の詳細な説明におかれていた。これに対して、「財務管理論 (theory of financial management) は資本の最適な使用 (optimum use) と獲得 (procurement) と配分 (allocation) を目的とした、合理的な経営方針を形成するという目的のために含まれる、広い経済関係とその意味合いを孤立させ、見極めるのである」といっている。

次にソロモンは、財務管理 (financial management) の領域について、「財務管理の領域が、資金 (fund) の運用と獲得 (acquisition) の両方に関する意思決定をおおう (cover) ものであると定義されるならば、財務管理の主要な題目は、企業の資金を必要とするすべての形態の資産 (assets) となつてゐる投資 (investments) を、企業は保有するか、減少せしめるか、増加せしめるかということの判断の方法に関するものである」といふ。そして、具体

的にこれは次の三つの問題に答えるものであるという。

- 一、どのような特定の資産を企業は獲得すべきか
  - 二、どれほどの総資本額を使用すべきであるか
  - 三、必要資本額はどのように調達すべきであるか
- 以上三つの問題はさらに次のように言いかえることができるという。

- 一、企業はどれほどの大きさであるべきであるか
- 二、企業はどのような形態でその資産を保有すべきか
- 三、その負債構成 (composition of liabilities) はどうあるべきか

以上、ソロモンのいう財務管理の領域は、たんに資本調達面にとどまらないで、資本の運用の面にまで及んでいるが、この運用面においては、すべての運用を指すのではなくて、資産となつてゐる資本を、保有するか、減少せしめるか、増大せしめるかといった運用である。すなわち、資本調達と結びついた運用であることに注意しなければならぬ。しかも、ソロモンの示した上記三つの問題は、いづれも投資理論の発展と考えられるべきものである。

次にソロモンは、財務管理論と経済学との関係について、次のようにいう。

「経済学に関しては財務管理論は企業理論の発展であると考えられる。しかしながら、ミクロ経済学における伝統的な強調点は、投入資本額を一定として、利益と生産量との関係であるが、財務管理論は、収益性と使用資本額との関係に、特に関心を持つものである。」<sup>1)</sup>という。次にソロモンは、財務管理論は投資理論(資本理論)の発展であるとして、次のようにいう。

「財務管理論はまた資本理論 (capital theory) における、以前の業績の発展であると考えられる。しかし、この方面の非常に多くの伝統的業績は、異ったタイプの資金の存在によって、創り出された不確実性という問題を抽出し、この問題を素通りする」。

このように、ソロモンの財務管理論は、近代経済学の投資理論の発展である。ここにいう発展とは、具体化ないし、実践化であるが、これは資本の種類によって生じる不確実性という変数を導入することである。このような変数の増加は問題の実践へ一歩近づけるものであるが、同時に理論の発展とも考えられる。このような変数の増大は、主として、キャピタル・コストに関連する問題として把握されることとなる。近代経済学における投資理論は、資本のミックスによる不確実性の問題を考慮しない。したがって、自己資本のコストも他人資本と同様すべて利子率となる。

財務管理論においては、資本構成によるコストと危険性の相違を、そのうちに含むこととなる。したがって、ここに多くの関連する問題と論争が発生することとなった。

このように、財務管理論の投資に関する研究を投資理論の発展と考え、これを投資理論に含むとき、投資理論は費用理論と質量ともに対等の地位を獲得できることとなる。また費用理論の側においても、従来の短期的な費用理論から、長期費用理論の建設が要請されることとなる。かくて、企業の経済学的研究としての企業理論は費用理論と投資理論という二つの柱をもつものとして統一されることとなる。なお、規模の変化や技術の進歩、需要の変化を含む長期費用理論の建設については、本稿について論せず、別著、「企業成長と企業理論」においてこれを行った。

註(一) Ezra Solomon, *The Theory of Financial Management*, Columbia Univ. Press, 1963, p. 13.

(二) *ibid.*, p. 12.

(3) この引用によって知られる通り、ソロモンは企業理論 (theory of the firm) は価格理論のみであり、投資理論は企業理論の外であると考へている。この点、筆者の体系と異なることとなる。

次にソロモンは、価格理論は投下資本を一定と仮定するといっているが、価格理論は投下資本を一定と仮定する必要はない。投下資本が増加しても、それをコストに置きかえ、資本コストの増加として費用曲線に含む。したがって、投下資本を分母とする投資理論とは接近方法が異なるのである。Solomon, op. cit. p. 12.

- (4) Solomon, op. cit. p. 12.  
(5) 山田保、企業成長と企業理論、昭和三十九年、第三章、企業成長と費用理論、参照。

### 三 企業理論と企業の経済的目標

近代経済学においては、企業は出資者のものであり、出資者の利益の極大化のために経営されると考えられている。したがって、企業目標は自己資本利益率の極大化であるとされている。だが、自己資本利益率極大化が具体的に何を意味するかは一般に十分理解されていないように思われる。

自己資本利益率極大化は、自己資本が一定のときは、分母が一定であるから、分子をなす利益の極大化と一致することはいうまでもない。しかしながら、増資等によって自己資本が変化するときはどうであらうか、この場合、普通には分母が変化するため、分子の極大化と一致しないと考えられている。しかしながら、企業は出資者のものであり、出資者の利益の極大化のために経営されるという前提を認めるかぎり、増資等にかかわらず、つねに自己資本利益率極大化と利益の極大化とは一致する。以下、これについて若干説明することとする。

企業は出資者のものであり、その利益の極大化のために運営されるという前提に立った場合、企業の主体をなすの



は、既存株主 (existing stockholders) である。アメリカにおける新株発行が、第三者に時価で販売されるのが原則であることを考えれば、企業が増資をして、第三者を株主にむかえ入れるのは、既存株主の利益がそれによって増大する可能性が存在する場合のみに限られるのである。

新株主は企業の株主になってしまえば、その株数に等しい企業の利益の分け前を要求する。したがって、既存株主にとっては、企業の獲得する将来の利益のうち、新株主の所有に帰する部分はコスト (価値犠牲) と考えられるのである。これが自己資本のコストとして分子に利益をとる収益株価率 (earning price ratio) 説の根拠である。

このように、企業の増資は既存株主の自己資本利益率が向上する場合のみ行われる。この場合の自己資本利益率の分子には、増資にかかわらず、既存株主の手に帰する利益のみが取られる。このように、新株式は既存株主にとって、他人資本と全く同様に考えられるのである。

以上論じたように、自己資本利益率極大化と、利益極大化は、増資の有無にかかわらず一致することとなる。それは、自己資本利益率測定の分母が、増資にかかわらず一定、すなわち、制限的要素であると考えられるからである。換言するならば、自己資本利益率極大化が企業目標として妥当するのは、企業を出資者のものであると考え、しかも、その出資者を既存の出資者と考えるからである。

およそ目標として示されるものが、率で示されるときは、分母が制限的要素でないかぎり、一般に分母の過少使用を生じる。自己資本利益率極大化は、既存株主の立場に立つとき、自己資本は制限的要素となるから、分子の極大化と一致する。したがって、目標となりうる。

これを正しく認識しないで、出資者側の立場に立つときは自己資本利益率極大化が成立するから、総資本的立場に

立つときは、総資本利益率極大化が成立するといった単純な類推がある。総資本は出資者の立場に立つても、企業全体的立場に立つても制限的要素ではない。したがって、総資本利益率極大化を企業目標とするとき、総資本の過少使用を生じることとなる。この問題は、第六節において再び取上げることとする。

自己資本利益率極大化と利益の極大化は一致することはすでに論じたが、自己資本利益率極大化は出資者の立場に立ったときの目標として有効であるが、利益極大化はこれよりも幅の広いものである。企業の利益は、なにをコスト（価値犠牲）にするかによって、変質するものである。なにをコストとするかは、企業は誰のものであり、誰のために指導されるかによって決定される。最近における資本と支配の分離がみられる大企業は、経営者の観点からコストを考える。したがって、利益もまた、出資者の立場ではなくて、企業全体的立場に立ったものと変質する。したがって、利益極大化といった場合の利益の内容が変質することとなる。しかしながら、これによって、極大化原則それ自身は変更するものではない。必要なのは、なにをコストとするかという点である。出資者の立場を離れ企業全体的立場に立ったコストは、出資者の立場に立ったコストとは異ったものとなるであろう。このようなコストを考えれば、利益はむしろ成果と呼ばれるべきものであろう。それは、利益という言葉は出資者の観点を連想せしめるからである。しかしながら、この問題は企業観に関係するものであるから、本稿では取上げない。前掲拙著参照されたい。<sup>2)</sup>

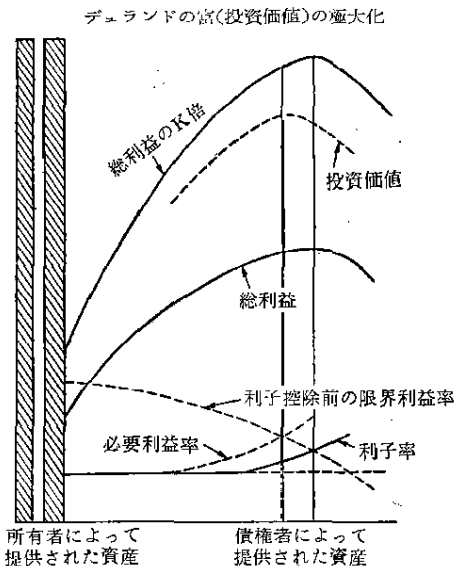
註(1) 山田保、企業成長と企業理論、昭和二九年、五五―五六頁参照。

(2) 前掲書、一七九―一九八頁、参照。

#### 四 利益極大化より富の極大化への発黠

従来から行われている経済学上の通説は、企業家はその利益を極大化しようと考え、その前提の上に理論が打立てられている。デュランドは、果して企業家はその利益を極大化しようとするかと疑問を持つのである。デュランドは、企業家はその富 (wealth) を極大化しようとするのではないかと問うのである。

デュランドの富の極大化の具体的な意味は、将来の利益の割引された価値 (discounted value) を極大化しようということである。



資本財である富は、その市場価格ではなくて、それが将来生み出す価値で測定されなければならない。このような価値をデュランドは投資価値 (investment value) と呼んでいる。デュランドは、経済理論は利益極大化原理を唱えるが、これによれば、限界利益率が利子率と等しくなるまで投資が行われると教える。この利益極大化に代って、デュランドの投資価値の極大化が出現することとなる。これを第一図に示す。まず所有者自身によって供給された資産を示す部分 (斜線を引いた部分) がある。そしてこの部分は一定であると仮定する。この所有者の資産は利益を生むから、総利益曲線は借入金金がゼロのところ

も、ゼロよりもかなり上から出発する。

第二には利子率のカーブは水平ではなくて上方へ傾斜する。なぜなら、多く借入れすることは追加的なリスクを負わねばならないから、債権者に対して、そのリスクに酬いるために高い利子を支払わなければならないからである。第一図に示すように、利子率を示すカーブはしばらくの間は水平であるが、あるところから上昇する。これは限界利子率曲線と呼ばれるものである。したがって、極大総利益は、限界利子率と限界利益率とが一致するときに生じる。

次に総利益に一定の倍数 ( $K$ ) を乗じた価値を示す曲線がある。この曲線は、もし借入金企業が企業の所有者に全然リスクを与えないときは、投資価値を示す。しかしながら、借入金の増大は、企業所有者のリスクの増加をもたらすから、投資価値を求めるための倍数 ( $K$ ) は次第に小さくなる。したがって、投資価値を示す曲線は、総利益の  $K$  倍によって示されるカーブよりも下でなければならぬ。

借入金が増大し、それに伴ったリスクが増加すると、総利益はますます高い率で資本化しなければならぬ。したがって、投資価値は次第に利益を  $K$  倍した曲線より下ることとなる。このようにして考察すると、当然投資の価値は、総利益 (または総利益を  $K$  倍したカーブ) の極大化よりも先に極大となる。この極大が最適の計画である。もし企業がこの点以上に投資を拡大すると、企業は一層大きな利益を獲得しうるかも知れないけれども、その過程に不当なリスクを蒙らねばならない。その結果投資価値の下落がもたらされる。この投資価値というのが、デラランドのいう富ということである。

なお、必要利益率曲線 (required return curve) は限界的な曲線であるが、借入金 (社債) による連続的な小投資によって、普通株の投資価値を維持するために獲得されなければならない最低の利益率を示す。これは最適計画の

点において、限界利益率曲線と交ることとなる。なぜなら、この点より左は追加的な投資は必要利益率以上をかせぐこととなるから、投資を増加することは、投資価値を引上げることとなる。この点より右は、追加的な投資は必要利益よりも少いから、投資の増大は投資価値を低下せしめることとなる。したがって、必要利益率曲線と限界利益率曲線との交点において、投資価値の極大化がえられることとなる。

この場合、真の他人資本のコストは、少くとも投資価値を維持する（低下させない）ために必要な収益率（利益率）であるということとなる。これは他人資本の増大によるリスクの増大だけ利子率よりも高くなる。

デュランドは、この富の極大化が企業目標と考えることは、利益の極大化よりも次の二点において優れているという。

第一は富の極大化、すなわち投資価値の極大化は、利益の予想が年々異なる場合でも、自由にそれを投資価値へ資本化できるといふ利点をもっている。第二の利点については、従来の利益極大化説においては、利益が大であればある程、有利となるから、コストの安い他人資本を増大することによって生じるリスクをそのうちに含むことができなかつた。しかしながら、投資価値の極大化はこのような資本構成による危険性をそのうちに含み、計数化しうる。すなわち、利益が大となるからといって、他人資本のむやみの増大は投資価値の極大化とはならないために、おのづから他人資本の最適な調達が行われることとなる。

以上デュランドの富の極大化を紹介したが以下はソロモンの富の極大化について説明することとする。ソロモンはデュランドと同じく、利益極大化から富の極大化への発展の必要を説いている。ソロモンの説はデュランドのそれと本質的な相違はない。

ハロマンは富 (wealth) をまた純現価 (net present worth) と呼び、次の式を示す。

$$E = G - (M + I + T)$$

$$V = \frac{E}{K} \quad W = V - C$$

$G$  = グロス年収益、ただし将来の収益の年平均、これは償却や税金や利子等の資金を引く以前のもの。

$M$  = 計画されたレベルにおいて、 $G$  を維持するために必要な年平均的再投資、償却とは異なるが、償却と類似する。

$T$  = 税金。

$I$  = 利子や優先株に対する配当。

$K$  = ケーピタル・コスト。

$W$  = 富ないし、純現価。

$E$  = 年々の純収入 (現金利益)

$C$  = 留已資本。

以上の式において、 $W$  が企業が企業の極大化すべき富 (wealth) を示すものである。ソロモンによれば、このような極大化が企業目標をなすのであり、またこの  $W$  の増大は企業成長 (growth) をなすという。<sup>3)</sup> なおソロモンはこの  $W$  の増大を伴わないで、企業の資本を増大することを、拡大 (expansion) と呼んで成長と区別する。

以上われわれは企業目標を自己資本利益率極大化から出発し、これが利益極大化と等しくなることを証明し、この利益極大化から富の極大化へ発展すべきことを論じたのである。

企業はこのような富の極大化という目標を持つものであるが、投資理論も費用理論も、相ともに、この企業目標達成のための各論をなすのである。したがって、投資理論と費用理論とはいずれも同じ車の両輪である。この二つの輪

がつねに同じ方向にむかって進まなければならない。

投資理論はプロジェクト投資とその収益性といった観点から、富（ソロモンのW）の極大化を求めるものであり、費用理論は企業の生産量と収益・費用の関係から、富を期間に分けて、その極大化を求めるものである。いずれにしても、この両者は結局企業目標達成という同一目標を有するものである。

なお利益極大化と富の極大化とは本質的な相違はない。後者は前者に対して、時間的要素による価値の変化と、不確実性という変数を導入したにすぎないのである。

註(1) David Durand, *Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, The Management of Corporate Capital*, edited by Ezra Solomon, Columbia Univ., Press, 1958.

デュランダのこの論文については、山田珠夫、資本コスト概念の再検討——デュランダの所説を中心として——、経営と経済、第八四、参照。  
(2) Solomon, *op. cit.*, pp. 20~22.

(3) 企業成長の真の意味は出資者の観点を離れ、企業全体的立場に立つものである。ソロモンのいう企業成長は出資者の観点に立っている。出資者の立場ではなく企業自体の立場に立った企業成長の経済的意味については拙著「企業成長と企業理論」参照。