

最適財務決定理論の実践的有效性

その他のタイトル	On the Practical Effectiveness of the Theory of Optimal Financing Decision
著者	森 昭夫
雑誌名	関西大学商學論集
巻	34
号	2
ページ	169-183
発行年	1989-06-25
URL	http://hdl.handle.net/10112/00020524

最適財務決定理論の実践的有効性

森 昭 夫

1 問 題

近年、ことにアメリカにおいて企業財務の研究の理論的分析的方向での充実に大きな努力が傾注されるようになってきている。以前の、制度論、手続き論を主体にする、やや極端な表現ではあるが、果して学問の名に値するものであるかという疑問すら禁じ得ない状態と比較すれば、まことにアカデミックな内容を誇り得るものとなっていることは、最近の企業財務論ないし財務管理論の文献を一瞥すれば明らかである。問題は、そのような方向での発展が、企業財務の研究が優れて実践的な学問として発展してきたといういま一つの財務論の特徴を減殺する結果となっていないかという点にある。かねてより、残念ながら筆者はこの点に関して重大な疑念を抱き続けている。

周知のように、最近の企業財務研究の最大の重点は、企業における財務決定の理論的最適化の分析に置かれて来た。この方向自体はもちろん基本的には正しい。理論的分析の操作上の便宜から、ある程度現実性が損なわれたとしても、やむをえない場合があることも認めるに吝かではない。しかしながら、もし、議論が実践性を無視した、観念の遊戯、単なる説明のための説明に終わるならば、それは認識進歩の名に値しないのではないかというのが、率直な感想である。

誤解のないように断わって置くが、本論文の直接の対象は、企業財務の最適決定の理論、つまり企業の財務決定は理論的にいかにあるべきかという規範理論としての財務管理論であって、その背景にある、いわゆる「ファイナ

ンスの理論」(theory of finance, finance theory)ではない。筆者は、資本市場均衡の分析の為の理論としてのファイナンス理論の有効性、意義は高く評価しているのである。その上でなお、その理論に依拠した、ないしその理論と共通の分析ツールを使用した規範理論の実践的意義の限界を問題としているのである。

2 問題の限定

企業の最適財務決定の規範理論の意味を広く解釈すれば、当然、財務目的に照らしての財務決定の最適化の理論一般を包摂する。財務目的は、当然に、企業目的に規定される。しかるに、企業目的の規定に関しては極めて多様な議論が展開されており、未だ通説というべき見解の確立を見るに至っていない状況であるから、この意味における最適財務決定理論もまた多様で有り得る。事実、西ドイツ経営学における財務論研究者の財務決定の最適化の理論と、アメリカにおいて現在主流を形成しつつある最適財務理論との間には、理論形成のパターンにおいて大きな相違が見られる。大ざっぱに比較して、前者のそれが、企業目的の多様性の認識をもとにした、かなり現実的な接近を意図したものであるのに対して、後者のそれは、「株主の富の極大化」という目的規定をもとに理論形成を図る、一元的体系化の可能性というメリットを持つ反面、かなり抽象性の高いものとなっている。筆者は、かねてよりこのタイプの最適財務決定の理論をアメリカ型最適財務決定論と呼んで区別している⁽¹⁾。本稿では、この意味における最適財務決定論を主たる対象としている。

なお、アメリカ型最適財務決定の理論が、企業目的に関する多様な見解の乱立にも拘らず、「株主の富の極大化」という、一見して非現実的とも思える目的規定を採用し続けている理由は、必ずしも明確ではないが、理論操作上の便宜が優先されていることと、実務界に依然として残る「株主の利益目

(1) 市村昭三・森昭夫編「財務管理の基礎理論」、昭和63年 同文館 第2章、最適財務決定の基礎理論 参照。

的の尊重」という建前論の影響を指摘することが出来るのではないかと、筆者はかねがね想像している。この問題も、理論の実践的有効性という観点からは、重要な問題には違いないが、既に別稿で論じているので、本稿では特に取り上げないことにする。⁽²⁾

3 アメリカ型最適財務決定理論の基本構造

アメリカ型の最適財務決定理論の特徴は、投資政策、資本調達政策、資本構成、利益処分政策（配当政策、留保政策）等、主要な財務決定を全て「株主の富の極大化」と結びつけて分析している点にある。株主の富との関連を問題とする以上、当然、富の評価のメカニズムが重要な前提となる。また、株主の富は、所有する株式の価値によって基本的に規定されるから、しばしば問題は、株式価格形成の問題と置き換えられ、株価極大化として議論される。ここに、最適財務決定の理論と、資本市場、証券市場、株式取引所等における、評価メカニズム、価格形成メカニズムの理論との接点が生じるのである。

アメリカ型最適財務決定理論が想定する評価のメカニズムは、理論的には比較的単純である。要するに、経済財の価値を、その財が将来その財の所有者にもたらすであろう予想収益の現在価値総額として規定するという、経済学に古くからある収益還元価値の概念に基本的に依拠している。

企業、もしくは企業の持ち分（つまり株主）の価値は、企業から将来その所有者にもたらされる利益の現在価値総額、つまり収益還元価値に他ならないとされる。したがって、評価額を規定する要素は、予想ないし期待収益とその現在価値への割引率、ないし資本還元率ということになる。

いま、予想収益 (E_i) の現在価値 (V) への割引は、福利割引計算の公式によって次のように計算される。但し、割引率を i とする。

(2) 拙稿、「企業目的観と エージェンシー理論」、後藤幸男編「現代の企業財務戦略」、昭和63年 日本税務経理協会、第2章、及び前掲注⁽¹⁾ 参照。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+i)^t}$$

周知のように、将来の予想収益 (E_t) が均等でかつ永久に続くと考えられた場合は、この式は

$$V = \frac{\bar{E}}{i}$$

という形に単純化される。但し、 \bar{E} は永久均等期待利益を示す。この式の意味は、 \bar{E} という平均利益が永久に続くと言想される場合、そのような利益機会の現在価値総額、つまり資本還元価値 V は、 \bar{E} を割引率で除した値として決まるということであり、この場合割引率は、利益額を資本価値に変換ないし還元する率という役割を果たすことになる。割引率がしばしば資本還元率と呼ばれるのはこの為である。資本還元率はまた資本化率とも呼ばれる。

評価の極大を目的とする以上、上述の評価メカニズムにおいては、所与の収益予想のもとでは、評価率の極小化が、所与の評価率のもとでは、収益の極大化が問題となる。資本調達、資本構成の問題が前者の、投資問題が後者の範疇に属する。いずれにしても、評価率の具体的測定は、これらの問題の実践的処理にとっては、不可欠の前提でなければならない。

いうまでもなく、この割引率ないし資本還元率は資本市場における資本の価格形成メカニズムの中で決定される。資本市場における資本の価格は、資本に対する需給関係によって基本的には決定される。確定利付き債券に対する評価の基準は、明示的に利率として観察可能である。問題は、企業の将来予想収益のように不確実にしか予測出来ない場合である。この場合、割引率には、その危険の負担分に見合ったプレミアムが含まれる。個々の投資家は、投資対象の収益予測と危険度の判定を行なった上で、各々の危険に対する忌避の度を反映させた要求利益率と主観的な将来予想を基準として投資の適否の判断を下している。危険負担を伴う資本の価格は、具体的には株価として、少なくとも上場企業ないし店頭取引の対象となっている企業については観察可能である。しかしながら、観察可能なのは株価のみであって、

証券市場が、ある企業の株式の価格を成立させたとしても、その価格形成の基底となっている。市場の将来収益の予測値は、いわばブラックボックスの中であるから、市場の要求利益率も、予めこれを正確には窺い知ることはできないのである。

危険資産投資に対する市場の要求利益率は、確定利子率にリスクプレミアムを加算したものとして決定されるわけであるから、リスクプレミアムが判れば計測可能である。その為には、リスクの程度の計測と、測定されたリスク1単位当りの上乘せ利子率の決定が必要であるが、そのいずれもが、理論的には計測可能であっても、現実には正確に計測することはほとんど不可能なのである。リスクの程度を表わす尺度としては、通常、予想利益(率)の変動の程度を現わす統計的指標(標準偏差, 分散, 変動係数等)が用いられるが、過去の実績数値はいざ知らず、予測に関わる事前の数値を推定することはおよそ不可能なことである。もちろん、予測数値は実績数値と無関係ではないから、入手可能な実績数値をもって代用することが許される場合もあろうが、財務決定の実践的最適化の前提としての要求利益率の正確な決定という目的の為めには、単なる過去の実績数値をもって代用することは許されない。また、仮にリスク計測が可能であったとしても、リスク1単位当りどの程度の上乗せが要求されるのかについては、さらに大きな困難に直面する。もちろん、最近のCAPM (Capital Asset Pricing Model) が示しているように、理論的には、市場は単位当りリスクの価格を成立させているはずである。周知のように、CAPMにおいては、リスクは、いわゆるベータ係数を用いて次のように定式化されている。

$$E(R_j) = R_f + [E(R_M) - R_f] \cdot B_j$$

但し、 R_j は、 j 証券の期待収益率、 R_f は、無危険利子率、 R_M は、マーケットポートフォリオである。なお、

$$B_j = \frac{\sigma_{jM}}{\sigma_M^2}$$

である。

前掲の式が示すように、単位当りプレミアム $[E(R_M) - R_f]$ は、 R_M つまり、マーケットポートフォリオの期待収益率を前提としているから、ここでも、その正確な計測には重大な困難性がともなうことは明白である。

市場の期待収益率は、企業の側からみれば、資本のコストを表わす。なぜならば、企業は、市場から資本を調達しようとする限り、もしくは、市場における評価を維持しようとする限り、市場の要求利益率を満足しなければならないからである。株主の富の極大化を目的とする最適財務決定の理論が、しばしば、資本コストの最低化の理論として説明されるのは、その為にはかからない。

理論構成上最も重要な役割を果たすべき「資本コスト」が正確には計測不可能ないし困難であるという事実は、最適財務決定の理論の実践的応用可能性に取っては、重大な制約と言わなければならないであろう。

4 実践的有効性の要件

最適財務決定の理論の実践的有効性を問題とする以上、その必要条件を明確にしておく必要がある。

実践的に有効であるとは、少なくとも、実践上取るべき方策が提示出来ることを要求している。定量的に特定できればもちろん理想的であるが、仮りにそれは不可能であっても、少なくとも、取るべき方策の方向を示すことが出来ることは要求される。

例えば、資本構成に例を取れば、ある企業の現実の資本構成は自己資本比率25%であったとして、この企業の最適資本構成は、何%であるべきであるかを示すことができれば、最も実践的有効性の高い理論ということができよう。しかし、それはできなくとも、自己資本比率をより高める（または、低める）方向に努力するべきであることが定性的にもせよ示すことができれば、限定的であっても、有効と判定することができるであろう。

このような判定基準をもって、以下具体的に若干の最適財務決定の理論について検討を加えてみよう。

5 最適資本構成の理論の実践的有効性

アメリカ型の最適財務決定の理論の困難性を象徴するような問題が、最適資本構成を巡る、いわゆる、伝統理論と M-M 理論の論争である。

発端は、アメリカにおける、財務管理の規範理論化の一環として、最適資本構成の問題を「資本コストを最低ならしめるような資本構成」として、理論的に定式化するという構想が、提示され始めたことにある。⁽³⁾ この構想に対して、1958年にモジリアーニとミラーが、連名で論文を発表して、資本市場の均衡理論の立場から、その構想の矛盾点を指摘し、「資本コストを最低ならしめるような資本構成」という意味での最適資本構成の不可能性を理論的に分析してみせたのである。⁽⁴⁾ この論文は、最適資本構成の存在を信じて疑わなかった、そして、ようやくその理論的裏付けの方途を見いだしかけた伝統的財務管理論者達の猛反発を招き、以来極論すれば、てんやわんやの論争が延々と続けられることになったのである。この論争は、今日に至るも未だ完全には決着を見るに至っていない。もちろん、いまここで、その経過を詳細に検討することは、本論文の意図するところではない。

もし M-M 流の最適資本構成否定論が正しければ、企業は、資本構成の最適化に思い煩う必要は、少なくとも、資本コストに関する限り無いということがハッキリするわけであるから、その限りで、実践に指標を与えることが出来るであろう。筆者は、M-M 命題の抽象的思考モデルの枠の中での理論的正当性は否定しない。問題はその枠組み、つまり、資本市場の完全性以下のいくつかの、理論操作上必要とされている諸前提をどう評価するかにかか

(3) 例えば、Durand, David, "The Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends, Problems of Measurement," in *Conference on Research in Business Finance*. New York, National Bureau of Economic Research, 1952.

(4) Modigliani, Franco, and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," in *American Economic Review*, June, 1958, pp. 261-97. なお、この論文については概に多くの紹介があるから、本論文では繰り返さない。

ってくる。反論もあるにはあるが、現実の租税制度と、破産の可能性を考慮に入れた理論的枠組みに問題を移す場合、負債資本の税制上の有利性は否定し得ないとか、最適資本構成の存在を説明することは不可能ではなくなってくる⁽⁵⁾とかの議論が交わされている。

従って、現在のところ、最適資本構成否定論は実践的有効性を持たないと言い得る。

では、最適資本構成論の方はどうであろうか。

残念ながら、こちらも、殆ど定性的レベルでの議論に終始しており、最適資本構成の定量的特定化には全く成功していない。確かに定性的には、基礎となる、営業危険のレベルが高いほど、財務危険の影響が早く大きく作用するであろうから、最適資本構成点は、負債比率が低い点となるであろうことは、理論的に説明できても、どの程度の営業リスクの場合、どの程度の財務リスクが、負債比率の上昇とともに発生するのかは、全く不明のままとなっている。そもそも、資本市場が、企業の負債比率の変化にどの程度敏感に反応するのか、しないのかすら、正確には判っていないのである。

M-M 理論が成立するような、架空の資本市場では、企業の将来収盛やその不確実性の程度（リスククラス）、従って、適用すべき資本化率も各々既知とされて、裁定取引による均衡メカニズムが解明されているのである。有名な、M-M の裁定取引のメカニズムを用いた説明では、等しいことが予め判っている、自己資本のみを利用している企業と、負債を一部利用している企業との間に生じる、裁定利潤の比較検討が行なわれているのであるが、かかる設定自身が非現実的であることに案外気がついていない論者が多いのには実際のところ驚かされる。予め全く等しいはずであることが判っているか

(5) 例えば、Miller, M. H., "Debt and Taxes", in *Journal of Finance*, May 1977. Kimm, Millers Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure," in *Journal of Finance*, March 1982. なお、赤石雅弘、「倒産コストと最適資本構成」(小野二郎, 長浜穆良編, 「不確実性下の財務決定」有斐閣, 昭和57年, 153~173頁 参照。

ら、計算上出て来る差益が裁定利潤であることが判るのであって、予め等しいことが判っていて、資本構成のみが相違する企業などというものが現実存在する可能性は殆ど無いことは明らかである。もちろん、M-Mの説明は飽くまでたとえであって、彼らの理論にとって全く等しい必要は無いことは筆者も承知している。理論的に必要なことは、比較される企業のいずれが過大(または過小)に評価されているかが判るということである。そうすれば、過大に評価されている方を売り過小に評価されている企業に乗り換える(スイッチする)ことによって裁定利潤の実現を図ることが出来る。ところが、比較される企業が過大に(または過小に)評価されているか否かは、基準となる適正評価額が判っていてはじめて判定可能となることは言うまでもない。もちろん極く大まかには可能であるかも知れない。筆者は、現実の資本市場で、そのようなタイプの均衡回復のメカニズムが鋭敏に働くとはとうてい信じられないのである。

従って、仮りに抽象的な理論として、最適資本構成の理論が可能であったとしても、いかなる場合にどの程度の負債比率が適正であるかについての定量的特定化はもちろんのこと、多くの場合、現実の企業の資本構成について、資本コストに関わって、過大であるか、過小であるかを判定し、取るべき方策を指示出来る理論の可能性すら疑問とせざるを得ないのである。

6 最適配当政策の理論の実践的有効性

最適配当政策の理論も未完成の問題である。ここでも、株主の富の極大を実現する配当政策の可能性を主張する論者と、それを否定する論者の間の論争の決着を見ていない。この問題に関しても、やはりM-Mが、論争の火付け役を演じているが、最適資本構成問題のケースとやや趣を異にするのは、⁽⁶⁾伝統的な財務管理論や、証券論の研究者の間でも、果して、配当の増加が株価形成に影響するかどうかについては、これを疑問視する見解も少なくな

(6) Miller, M.H. and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," in *Journal of Finance*, Jan. 1961.

ったことである。

M-M が、例によって、裁定取引のメカニズムを使って、配当の多寡が、所得と資本利得の割合を変化させることはあっても、その総額としての株主の富には影響しないことを論証してみせても、その結論のショックは資本構成の場合ほどは大きくなかったのである。せいぜい、ゴードン及びそのエピソード達との間に、若干の理論闘争を引き起こしたのみで、何れにせよ、最適配当政策の理論的可能性自体が問題とされ、いかなる場合にいかなる配当政策が最適であるかが議論されているわけではないから、実践的有効性以前の論議のやりとりであったのである。⁽⁷⁾

論争点の一つは、配当の変化を如何なる枠組みの中で分析的に把握するかである。M-M が主張するように、配当の変化の影響を純粋に抽出する為に、投資政策を一定所与として、配当を増加させる場合、それによって生ずる留保利益減を、外部資金調達で賄うというケースと、その逆に、留保を増加させ、外部資金調達を減少させる場合とを比較すれば、所得と資本利得との割合の変化は発生するが、その総和の評価額としての、株主の富は不変であろうことを証明することは簡単なことである。この議論に内在的欠陥は見いだせない。

これに対する、ゴードンの主張は、基本的には、ゴードンモデルと呼ばれる、有名な、外部資金調達の可能性を排除した枠組みの中で展開されている。その為に、配当の多寡が、留保利益による成長の大小に連結し、配当政策と投資政策の混在ではないかという M-M 理論の陣営からの批判に晒されることになっている。ゴードン自身は、この批判に対して、内部投資について仮定される利益率を資本コストと等しく置くことによって、投資政策が評価に及ぼす影響を中立化することが出来るとして、その場合、なお、資本化率が留保率の増加関数で有り得ることを、かなりの無理をして論証しようと

(7) Gordon, M. J., "Optimal Investment and financing Policy." in *Journal of Finance*, Feb. 1963. Ditto, *The Invest, Financing and Valuation of the Corporation*, Homewood Illinois, 1962.

苦労しているが、公平に見て、議論の正確性という点で軍配の行方は明らかである。

何よりも、ゴードン流の説明によって、仮に最適配当政策の存在を説明ないし論証できたとしても、具体的に何%の配当性向が最適であるかを指示できる可能性は殆ど期待できないのであるから、最適配当政策の理論が仮に成立したとしても、その実践的有効性には殆ど期待できないのである。

実践的有効性という見地からは、むしろ M-M 理論の方が優れているという解釈も可能である。何となれば、M-M 理論を基本的に認めた上で、現実の租税制度に目を転じ、多くの場合、所得税に比較して資本利得税の方が税負担が軽いという事実に着目するならば、企業が資金需要を持つ限り、言い替えると有利な投資機会を持つ限り、可能な限り留保利益に依存する方が理論上は有利であるという結論が導き出されるからである。この場合、配当は、企業の内部には有利な投資機会がもはや存在しない場合のみ、支払われるべきなのであるから、一種の残余的配当政策が合理的な配当政策ということになる。もちろん、この命題が妥当するためには、企業の採った、当面の配当を減らし利益留保による資金調達に依存するという配当政策（自己金融政策）の意味が、株式市場によって十分に理解され、当面の配当減を相殺し得る、ないし、それ以上の資本利得を実現し得るという保証が必要である。M-M 理論の世界では、情報の伝達の完全性が想定されており、しかも企業が将来採用するであろう投資政策の方はどのみち所与とされているのであるから、理論的分析の上では、配当減によって当面失われた所得が、留保された利益のもたらす将来の利益（配当）の増加を評価した資本利得で補償されるはずであるという計算が可能となるのである。

現実には、そのような保証（従って補償）の見通しが立てられないため、多くの企業が、一方で増資を計画しながら、他方で一定の配当を支払い続けているという、理論的には矛盾した政策を採らざるを得ないのである。

将来予想が困難不確実で、しかも情報の伝達も不完全な現実の世界では、配当の支払いもまた、投資家の将来の期待形成の重要な要素となっているか

もしれない。そのような世界では、配当の減少という情報が、実際には正当に評価されれば、資本利得の可能性の増大を意味するにも関わらず、逆に将来の業績悪化のシグナルとして受け取られるという危惧を生ぜしめるのである。

理論的には、根拠に乏しい安定配当プレミアムという考え方が、実際界では案外広く信奉されているという現実も、ほぼ同様のある種の錯覚にもとづいている。実際に投資家にとって重要なのは、予想利益がどの程度不確実であるかであって、その基礎的な不安定性をそのままにしておいて、配当のみを人為的に安定化させても、それ自体はほとんど意味がないことは明らかであるにもかかわらず、あたかも安定化された配当は、そうでない配当に比較してより高い評価が与えられるという説が、実務家はもちろん、財務論研究者の間ですら本気で信じられている。⁽⁸⁾

配当政策をめぐる現実の世界は、このように極めて非合理的な、理論的に見れば歪を持った世界なのである。その事実が、理論的には、非合理的であるかも知れない、例えば安定配当率に志向した配当政策や、目標配当性向に志向した配当政策を、多くの企業をして金科玉条として遵守させているのである。

理論的には正しいかも知れない、残余的配当政策を適正な配当政策として実践的有効性を発揮させるためには、現実界に存在するこのようなさまざまな非合理性の壁の打破が前提とならざるを得ないであろう。

7 投資決定論の実践的有効性

投資決定の最適化の可能性に関しては、それほど異論はない。株主の富の極大化を志向するという目的規定のもとでの投資決定のあり方については、基本的にいわゆる DCF 法 (Discounted Cash Flow Method) が合理的で

(8) いわゆる、配当の情報性の理論である。もちろん、M-M は、その影響を否定してはいないが、せいぜい短期的で、時が経てば解決される問題として一蹴している。M-M の前掲注 6 の論文参照。

あるという点で、意見が一致している。通常議論されているのは、二つの DCF 法、すなわち、正味現在価値法と内部利益率法のいずれが適切であるかとか、不確実性の問題や資本配分の問題をどう処理するか、資本調達問題との同時決定モデルや多期間化したモデルをどう設定したら良いかとか等々、何れにせよ基本的にいわゆるソフィスティケートされた方法（DCF 法を指す）の理論的正当性を認めた上での、諸々のヴァリエーションである。

理論の実践的有効性という観点から見て、案外見落とされている問題に、前提とされているキャッシュフローの推定の可能性と不確実性の測定、及び割引率の決定の問題がある。

厳密に精密化された方法を採用する意味は、これら通常は前提とされているデータの現実における入手可能性にかかっている。

もちろん、投資プロジェクトの耐用年数に亘ってキャッシュフローを綿密に計測出来る種類の投資プロジェクトもあるであろうから、その場合は問題ない。しかし、全ての投資プロジェクトについてあたかも常にキャッシュフローを所与することが許されるかのごとき取扱は、やや非現実的ではないであろうか。プロジェクトの性質が、企業にとって戦略的に重要であるほど、また不確実性の程度が大きいほど正確な把握は困難になることは明らかである。

それに応じて、いわゆる、DCF 法を採用しなければならない必要性も減殺されてしまうのではないかというのが、筆者の当面の問題意識である。理論家は、例えば、DCF 法を採用する場合の割引率、ないし切捨て率の基準として、資本コストを用いるのが正しいと主張する。理論的にはもちろんこれは誤りではない。しかし、いうところの資本コストを現実の投資決定に当たっていかに決定するのかについて、明確に説明を加えている例を筆者は寡聞にして知らない。既に述べたように、筆者は、この可能性については多分に懐疑的である。もし、いうところの資本コストが測定不可能であるのならば、また可能であっても不正確にしか推定出来ないのであれば、実務的には、目標利益率を基準にする方法と実質的な相違はないと言わなければならない

ないであろう。

どうせ、理論的根拠には乏しい目標利益率に依存しなければならないのであれば、手間も費用もかかる(?) DCF 法を採用しなければならない根拠が、それだけ薄弱になる。採用してはいけないと言っているのではない毛頭ない。現状では、採用しなければ明らかに不利になるようなケースは、むしろ少ないのではないかと考えているのである。

その状況証拠を、わが国企業の投資決定実務に求めることが出来るのではないか。アベグレンも述べているように、欧米の企業に比較してわが国の企業でいわゆる DCF 法を採用している例は殆どない⁽⁹⁾のである。

その結果はどうであろうか。少なくとも、過去数十年のわが国経済の業績を見ると、DCF 法の不採用が、企業の相対的低業績につながっているとは言えない。最近の、わが国の実務家達の自信過剰気味の発言を額面通りに受け取るならば、むしろ、不採用の方が好業績につながるとすら言い得るかもしれない⁽¹⁰⁾

(9) Abegglen, James C. and George Stalk, Jr., KAISHA, the Japanese Corporation, New York, 1985. 彼らはこの本の 178 頁で次のように述べている。Few Japanese companies employ the elaborate capital budgeting processes widely practiced in the West. ... Japanese Analyst will use discounted cash flow techniques, but are uneasy about what they see as arbitrary and hazardous pricing and return assumptions. The simplicity of a payback analysis allows a sustained focus on the business issues involved in the investment and avoids the elaborate assumptions and artificial constraints of Western analytic financial techniques.

(10) なぜ、欧米の企業ではいわゆる DCF 法が普及し、わが国ではそうならないのかについては、理論と実践の距離の相違と見ることも出来るが、筆者なりにある仮説を立てている。この相違の根底には、未来の不確実性という得体の知れぬ怪物に立ち向かう場合の人間の行動パターンの相違があるのではないか。欧米人は、合理的であろうとする願望が極めて強く、その結果、一度理論的合理性のパターンが示されるや、そのパターンに乗ること自体に意味を見だし、必要な前提条件への吟味が軽視される傾向があるのに対して、東洋人の意志決定においては、そのような近代的合理主義の確立という前提を欠いており、むしろ、直感

もちろん、筆者はその見解に伍するわけではない。ただいわゆる合理的投資決定論の定量的有効性が、不確実性の世界では、理論の主張者達が言うほど大きくはない場合が多いのではないかと疑っているのである。

8 結びにかえて

以上、最近華々しく議論されている、いわゆる最適財務決定論について、その実践的有効性に焦点を合わせて検討を加えてきた。その結果は、配当政策と投資決定論の一部に、限定的ではあるが実践的有効性を認めることが出来るのみで、概ね悲観的であった。理論的・合理的であろうとする努力はもちろん大切である。最適財務決定の問題を理論的に分析するという方向は、基本的には正しい。理論的操作の必要上、問題を抽象化する必要のあることも否定はしない。しかしながら、そのために、分析そのものが机上の空論に終わってしまい、実践性の空疎なものになってしまうのであれば、それは、角を矯めて牛を殺すの愚に陥るのではなかろうか。

省みれば、アメリカにおける経営財務の研究が、急速に理論的・分析的であることに誇りを示し始めて既にほぼ半世紀を迎えようとしている。今一度原点に立ちかえって、それまで、経営財務論ないし財務管理論が持っていた実践性について真剣に再検討を加える時期に来ているように思われる。

や経験にもとづく決定の余地を大きく残しているために、勢い一見合理的、理論的とされる決定方法の、応用上必要な前提条件への懐疑心が全面にでて来る可能性が高いのではなかろうか。幸か不幸か、この相違は、飽くまで相違であって、優劣ではないのである。その理由は、合理的理論的とされる方法が、多くの場合、不確実性状況下においては、必要な前提条件を満足するには至っていないからである。