

# “資金調達機能” なき株式市場の存在理由\*

広 田 真 人

## 要 旨

日本経済の再生のためには、我が国金融システムの『直接金融へのシフト』が必要不可欠であるという議論が少なくないが、こうした議論の多くが一あまりに基本的論点であるが一株式市場のプライマリー・マーケットとセカンダリー・マーケットとの役割の違いを充分意識しているとはとても思えない。

何故なら、米・日といった成熟した資本制的商品経済社会にあっては「株式市場の資金調達機能」はペッキグオーダー理論としても知られるようにほとんど利用されていないという現実がある以上、セカンダリー・マーケットとしての株式流通市場に、仮に銀行預金を取り崩した個人金融資産が大量にシフトしてきたとしても、それは短期的に株価を上げることはあっても、その資金は一銭たりとも企業の手元に入るわけではないからである。

こうした現実在即した上で、ギャンブルとは区別された株式市場の存在理由を主張しようとすれば、笑ってしまうほどノーマティブであっても、“資本コスト発見機能”を持ち出さないわけには行かないのではないか！ 換言すれば、“資本コスト発見機能”とセットとなっていない資本市場活性化の議論は国民経済的にはほとんど意味が無いのである。

## 目 次

- |                              |                                    |
|------------------------------|------------------------------------|
| I. 始めに                       | 本市場シフトの滑稽さ                         |
| II. 株式市場の三つの存在理由             | IX. マーケットの存在しない株式会社モデルとしての「東インド会社」 |
| III. 株式市場にとって株価が変動することの意味    | X. 資本コスト教育なきディーリング教育のギャンブル教育との同質性  |
| IV. 資本コストとは何か                | XI. インプリケーション                      |
| V. DDM と資本コスト                | XII. 結びに代えて                        |
| VI. 資本コストと EVA               |                                    |
| VII. “資本コスト発見機能” が機能するための条件  |                                    |
| VIII. “資本コスト発見機能” なき個人金融資産の資 |                                    |

## I. 始めに

最近やや色褪せてきたとはいえ、今や“構造改革”ブームの時代であり、その中味は驚くべきことに、社会管理型資本主義から自由競争型資本主義への“回帰現象”である。一昔前であれば、“改革”といえば、中身はどうであれ、「社会化」<sup>1)</sup>であったものが、今や「自由競争化」へと180度逆転している。「金融ビッグバン」も当然こうした流れの中にある。

金融業者を「護送船団方式」から規制緩和へと解きほぐすと共に、投資者の側にもハイリスク・ハイリターン商品の解禁による自己責任投資が求められている。例えば、企業年金を取ってみても、「確定給付 (DBP)」から「確定拠出 (DCP)」への流れは、リスクをとる主体の会社から従業員へのシフトそのものであり、その際、投資対象を選ぶのは、従業員自身である。

こうした自由競争型資本主義への回帰現象が生じている原因が、「社会主義体制の自己崩壊」とでもいうべき現実にもかかわらず、なおそこに貫くメガトレンドとしての、“労働の社会化”に対するある種の“反革命”とも言えるイデオロギーの問題であるのか、それとも企業側にリスク負担力を支える余力が無くなった結果という経済の発展段階の問題であるのかという議論は残るものの、この問いをひとまず措くとする、従業員は自己責任による資産選択を迫られるわけであり、ここに「投資教育ブーム」の源泉があるのであろう。

その際、特別の情報を持たない一般投資家の立場で、リスク・リターンのバランスから見て最も合理的投資態度がインデックス運用であろうことは、C. エリスの『敗者のゲーム』及び

B. マルキールの『ウォール街のランダムウオーカー』<sup>2)</sup>等を持ち出すまでもなく疑問の余地が無い。ただ、にもかかわらず、マーケットの立場から見ると、インデックス運用はそれをいくら行っても、その本質上、マーケットのクオリティの改善に一切寄与することない運用手法であることから、投資態度として大いに問題含みなのである。

何故なら、株式投資とは、単なる資産運用の一形態を超えて国民経済に対し何らかのインパクトを与えうる機能を持っているはずであるが、その回路を解き明かすためには、株価変動の企業経営へのインパクトのあり方が明らかにされねばならないのである。

つまり、ややパラドキシカルになるが、自由競争型資本主義への回帰現象を自己完結させるためには、笑わずにはいられないほど“ノーマティブ”であったとしても「資本コスト発見機能」を担ぎ出さざるを得ないはずである。

## II. 株式市場の三つの存在理由

株式市場の存在理由と言えば、第1に資産運用対象の提供を挙げる向きも多いと思われるが、単なる資産運用対象としてだけ考えるのであれば、株式投資の競馬・競輪・サッカーくじ、はたまたサイコロ賭博といった広義のギャンブルとの本質的な差異は消えうせてしまう<sup>3)</sup>。

勿論、こうしたギャンブルがゼロサム・ゲームであり、ギャンブル主催者の儲けを考慮すれば実質的にマイナスサムであるのに対し、株式投資にあっては経済が成長を続ける限り、マクロ的にはプラスサムであるといった差異の存在は否定できないものの、それは多数の投資機会に対するマクロの平均的視点であって、株式投

図表1 先進資本主義国企業の資金調達源泉（その1）

非金融法人の資金調達、資金調達合計に対する比率、1970～1985年の平均<sup>a</sup>

|        | カナダ <sup>b</sup> | フィンランド <sup>c</sup> | フランス | ドイツ <sup>d</sup> | イタリア <sup>e</sup> | 日本 <sup>f</sup> | 英国 <sup>g</sup> | 米国 <sup>h</sup> |
|--------|------------------|---------------------|------|------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 留保利益   | 54.2             | 42.1                | 44.1 | 55.2             | 38.5              | 33.7            | 72.0            | 66.9            |
| 資本移転   | 0.0              | 0.1                 | 1.4  | 6.7              | 5.7               | 0.0             | 2.9             | 0.0             |
| 短期証券   | 1.4              | 2.5                 | 0.0  | 0.0              | 0.1               | N.A.            | 2.3             | 1.4             |
| 借入金    | 12.8             | 27.2                | 41.5 | 21.1             | 38.6              | 40.7            | 21.4            | 23.1            |
| 取引信用   | 8.6              | 17.2                | 4.7  | 2.2              | 0.0               | 18.3            | 2.8             | 8.4             |
| 社債     | 6.1              | 1.8                 | 2.3  | 0.7              | 2.4               | 3.1             | 0.8             | 9.7             |
| 株式     | 11.9             | 5.6                 | 10.6 | 2.1              | 10.8              | 3.5             | 4.9             | 0.8             |
| その他    | 4.1              | 6.9                 | 0.0  | 11.9             | 1.6               | 0.7             | 2.2             | -6.1            |
| 統計上の調整 | 0.8              | -3.5                | -4.7 | 0.0              | 2.3               | N.A.            | -9.4            | -4.1            |
| 合計     | 99.9             | 99.9                | 99.9 | 99.9             | 99.9              | 100.0           | 99.9            | 100.1           |

〔出所〕 Myers [1990]。原データは OECD 資金循環勘定。

〔出典〕 R. A. Jarrow, V. Maksimovic and W. T. Ziemba 編：今野浩・古川浩一監訳『ファイナンスハンドブック』（朝倉書店、2002.3）第31章。

資であっても、ミクロの一回一回でみれば、勝負であることに変わりはない。

つまり、株式市場の存在理由を語るためには、株式を発行している企業の側から発想していかねばならない。その時誰でも思い浮かぶのが、「リスク性資金の調達機能」である。

第2の機能が、「資本コスト発見機能」であり、第3の機能として、ある意味では最も根源的機能としての「持ち手変換機能」がある。一般的に知られているのは、第1および3の機能である。以下順次検討を加えていこう。

### （1）「リスク性資金の調達機能」

この機能こそ、“東インド会社による東南アジアへの貿易船の派遣モデル”<sup>4)</sup>そのものであり、伝統的に最も重要な機能として知られている。リスクの大きい事業を有限責任性の下、多数の出資者を募って資金を集め、リスクをシェアしながら取り組もうという工夫である。

しかしながら、この株式会社制度のキー機能は、成熟した企業社会の成熟企業の場合、使われることが非常に少なくなっている。世界で最も進んだ株式市場を持つ米国企業のエクイティ

ファイナンスが少ないことは関係者の間では感覚的には知られていることであるが、ファイナンスの素人の間ではこの変化を認識することなく、具体的キャッシュフロー（CF）の究極の資金供給主体である家計から企業への移動がいまだにあるようなとんでもない誤解が存在しており、この誤解の呪縛に囚われている人は決して少なくない。

コーポレートファイナンスの教科書で余りにも有名な S. C. Myers の推計に拠れば、1970-1985の15年間のトータルでみて、米国企業の「増資」・「社債」・「銀行借入」・「内部留保」を合わせた総資金調達額に占める「増資」の割合は、なんと1%未満なのである（図表1参照）。

確かにこれが、自社株償却を含んだネットの数字であることには留意する必要があるが、仮に自社株償却をネットアウトする前のグロスの数字を求めるとすると、償還が必ず存在する負債での調達額も膨れ上がることは必至であり、結局グロスにしたところで、「増資が驚くほど少ない」という事実は揺るがないように思われる。

因みに、計測対象期間を10年延ばし、1970-

図表2 先進資本主義国企業の資金調達源泉(その2)

TABLE 1  
NET SOURCES OF FINANCE-1970-94(PERCENTAGES)

|                        | Germany | Japan | United Kingdom | United States |
|------------------------|---------|-------|----------------|---------------|
| Internal               | 78.9    | 69.9  | 93.3           | 96.1          |
| Bank finance           | 11.9    | 26.7  | 14.6           | 11.1          |
| Bonds                  | -1.0    | 4.0   | 4.2            | 15.4          |
| New equity             | 0.1     | 3.5   | -4.6           | -7.6          |
| Trade credit           | -1.2    | -5.0  | -0.9           | -2.4          |
| Capital transfers      | 8.7     | -     | 1.7            | -             |
| Other                  | 1.4     | 1.0   | 0.0            | -4.4          |
| Statistical adjustment | 1.2     | 0.0   | -8.4           | -8.3          |

[出所] Jenny Corbett and Tim Jenkinson, *How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and The United States* (The Manchester School Supplement 1997.)

1994の25年間とした、J. Corbett & T. Jenkinson の計測に拠れば、米国企業の「増資」の割合は-7.6%とトータルでマイナス値となっている(図表2参照)。

尚、多くの方がこのアメリカ企業の現実に奇異な感じを抱かれるようであるが、その原因を考えると、その方々は、無意識の内に、90年代の株価上昇により、やや持ち直してきたとはいえ傾向的低下トレンドの中にあり、それでも今なお50%前後の水準にある米国製造業の「株主資本比率」のイメージとの混同があることが危惧される。しかし、この数字は、ストック・ベースであって、期間フロー・ベースの先の議論とはその土俵を本質的に異にしている。何よりの両者の違いは、『内部留保』の扱いの差であって、フロー・ベースでは当然株主資本に含まれないそれも、ストック・ベースでは株主資本に含まれてしまうのである。つまり、論点である、『内部留保』を株主資本に含めてしまうストック・ベースの議論では、本稿の課題は解くことが出来ないのである。

因みに、同時期の日本でのフロー・ベースの「増資」のウエイトは、S. C. Myersの推計で

3%程度しかなく、同時期、日本はi) 自社株償却が許されておらず、ii) 株式市場はまだ右肩上がりのトレンドの中にあり、iii) 今でこそ、日本経済の弱さと見られている「終身雇用」・「メインバンク制」・「株式持合体制」といった日本企業独自の性格が、長期的視野に立つ経営姿勢としてむしろアメリカ型経営よりも高く評価されていた時代であったことにも留意されたい。

このように、具体的なキャッシュの流入という素朴な意味で言えば、現代の株式市場は資金調達の場としてはたいして機能していないのである。しかも、これは企業の自主的判断として行われている<sup>5)</sup>。

こうした成熟段階にある現代資本主義企業の資金調達の現実を理論的に説明(=整理)した議論に有名な“ペッキングオーダー理論”がある。これは、いわばadvanced corporate financeの領域に属する議論であり、「情報の非対称性」・「エージェンシー」といった視点から、ピュアーな新古典派的ないしMM(モリジアニ&ミラー)的corporate financeの理論では説明仕切れない企業金融の現実を説明=解釈しようとする近年のcorporate financeの流れにそった議論である<sup>6)</sup>。

つまり、経営者は「情報の非対称性」の視点から、資金調達手段にも順番があり、「内部留保」を最初を選び、「増資」は最後の手段とするという議論である。このエッセンスは次のとおりである。

企業というものは、マーケットの評価である株価が経営者自らの評価より高い時にのみ有償増資に踏み切るものであり、その逆は既存株主価値の希薄化をもたらすことから通常はありえない。とすると、企業が有償増資に踏み切ると



いうことは、「情報の非対称性」からして企業の内部情報に最も詳しい経営者から見て、株価は割高であると判断していることになり、これは「売り」信号という解釈を経営者が発しているということになる。従って、経営者にとって「売り」サインと解釈される有償増資は最後の手段であって、その優先順位は最低となる、というロジックである<sup>7)</sup>。

この問題は、理論よりも現実が先にあり、現実を説明するためにこうした理論が生まれたという関係にあるのであるが、実際には、“ペッキングオーダー理論”も一つの仮説として、その現実妥当性が実証分析の対象となっている。いざ実証の課題としてみると、必ずしもこの理論が普遍的に妥当するわけでもないようであるが<sup>8)</sup>、それでも、MPTのcorporate financeをきちんと学んだ人にとっては、“ペッキングオーダー理論”は常識の一つとなっており、彼らにとっては、先のS. C. Myersの推計結果は驚くに当たらないことになる。皮肉な見方をすれば、S. C. Myersの推計結果にどのような反応を示すかによって、その方がadvanced corporate financeをどれだけ学んでいるかの試金石になるともいえるかもしれない<sup>9)</sup>。

勿論、エマージング市場を含めたベンチャー企業にとってみれば、エクイティによる資金調達ニーズには大きなものがあるが、翻って、資金を拠出する投資家の側から見ると将来CFの読みが著しく困難なベンチャー企業の企業価値の推計は容易ではなく、ファンド形式を取って分散化を図る<sup>10)</sup>にせよ、リスクプレミアムの高さによるベンチャー企業への要求利回り＝資本コストの水準の高さは少なくないものがある。このことから、両者の出会いを図るためには相当な工夫を必要とすることが想像される。

この問題は、近代社会にtake-offしようとする発展段階にある社会のcorporate financeの在り方を問うているともいえよう。アジアの諸国に先立ってtake-offを遂げた日本が、“社会主義的”とまで揶揄される国家主導型の間接金融体制を取ると共に、株主と債権者との一体化によるエクイティの資本コストの引き下げの工夫としてのメインバンク＝企業集団制を採ったのは、何故だったのか、そこに資本コストの引き下げに勤める日本型corporate financeの工夫を見ることが出来る<sup>11)</sup>。

ただ、ここで注意すべきは、企業の発展段階と社会の発展段階との区別の必要性である。社会としてtake-offを終えていれば、企業レベルと異なり、社会レベルでの金融資産の蓄積は相当進んでいると見るべきであり、企業・社会共にtake-off以前のベンチャー企業とは区別して議論する必要があるだろう。

わが国において、個人金融資産の資本市場へのシフトを声高に叫ぶ論者にはこの辺りの認識が甘い方が余りに多いようであり<sup>12)</sup>、この事実を立てその議論を再構築してもらいたいものである。

## (2)「持ち手変換機能」

この機能は、投下資金を回収する必要が生じた投資家は、別の投資家に株式という持分権を譲渡することによって、資金提供を受けている主体である企業自体は一切返却に応ずる義務を遮断出来るという意味で株式流通市場の根源的機能であり、この機能は時代を超えて常に株式市場の基礎に存在することは疑いない。

わが国資本主義の大きな特徴であった、「株式持合い構造」の崩壊ないし大幅縮小に当たり、他社株を持ちきれなくなった法人持株の受

け皿として、個人投資家の直接所有ないし、間接所有としてのETF等が期待されているのは、株式のこの機能にかかわっている。ただ、世間で心配するように、こうした受け皿が用意されないまま株式持合い構造の崩壊が進む時、FV（ファンダメンタルバリュー）を大きく下回って株価が下落するかといえば、価格形成に需給バランスがどこまでかわるかという興味深い問題ではあるが、少なくとも理論の世界では、こうした心配は無用である<sup>13)</sup>。

尚大切な点であるが、この「持ち手変換」機能にとって、株価がFVに出来るだけ忠実に変動することがどれほど必要とされるかといえば、その関連は希薄であることを否定できない。つまり、株価があからさまに不公正な価格形成さえされてなければ、この持ち手変換機能が機能不全を起こすことは考えにくい。例えば、ある投資家の購入時点で株価がFVを明らかに超えていたとしても、更にその上昇トレンドが続く見通しがあれば、その投資家は購入するであろうし、そのことは特別な社会的問題を起こすわけではない。しかし、「資本コスト発見機能」の観点からみると、経営者がマーケットから推計される資本コストを信頼する場合、FVを過大に超えた株価は要求利回りとしての資本コストを過大に低下させることを通して、過剰投資という重大な問題を間違いなく引き起こすのである<sup>14)</sup>。

### Ⅲ. 株式会社にとって株価が変動することの意味

例えば、富士通という有名会社を例にとってみよう。今仮に富士通の株価が600円だとする。ここで同社に何か重大な悪材料が突然出現

し、「1日の値幅制限ルール」などを無視した仮空の世界の中で株価が60円まで急落したとしよう。この株価急落は、富士通に如何なるインパクトを与えるかを考えてみると、メーカーである同社の場合、消費財メーカーでもあることから株価大幅下落による企業イメージの下落により少なからず売上げ減少を被るにせよ、倒産までには至らないと想像される。ところがこれが、似たような社名だというだけの理由であるが、かつての富士銀行（現、みづほファイナンスグループ）に起きたらどうであろうか？

富士銀行の株価の600円から60円への急落は同行への預金回収行動（取り付け）を引き起こし、倒産の可能性も少なくない。このように社会的信用で商売しているような業態の場合、株価急落は命取りになりかねない。

ところで、以上は株価下落の例であったが、逆に富士通なり富士銀行の将来CFに好影響を及ぼす情報が出現し、彼らの株価が景気良く6,000円まで急騰したと仮定して見よう。この急騰は彼らの株主に大いなるキャピタルゲインの機会を提供することになるが、株主ではなく会社自体へのインパクトを考えてみて欲しい。この急騰は会社自体にいかなる影響を与えるであろうか？

言われてみれば当然であるが、600円が6,000円になろうとも、増資を行わない限り唯の一銭のお金も発行企業の懐に入ってくるわけではない。勿論、借金の際の担保価値の上昇とか、求人への好影響といった“コマイ”メリットを否定するものではないが、それは本質的問題ではない<sup>15)</sup>。では、株価がこのように上下することが企業自体にいかなるインパクトをもたらすのか、これをきちんと説明できなくては、株式市場を理解したことにはならないのである。

結論を先取りすると、企業ないし、企業経営者は株価変動を素材として、そこから企業に資金を出している投資家の「要求利回り」ないし「資本コスト」を推計することが出来るのである。このことが、株式市場の最も大切な機能なのである。

前述したように、資金調達機能がそれなりに存在しておれば、株価の変動の持つ意味など理論的にはともかく、実践的には“おまけ”として片付けることが出来たかもしれない。しかし、資金調達機能が実質的に希薄となっている米国・日本など成熟した資本主義経済にあっては、この「資本コスト発見機能」の役割は飛躍的に重大なものになっており、この機能を語らずして株式投資を語ったとしても、それはギャンプルとの違いを明らかにしたことには決してならないのである。

#### IV. 資本コストとは何か？<sup>16)</sup>

「資本コスト」というカテゴリーは、日常生活に登場するものでないことから、一般の人にはわかり難いかと思われるが、このキー・カテゴリーの理解なくしては、株式市場の本質は理解できない。

「資本コスト」とは、別名「要求利回り」とも言われるが、要するに「資金提供者として、どれだけ企業に儲けて欲しいか？」ということである。こう問われれば、「それは、当然青天井でしょう」と答えると思われるかもしれないが、“青天井”ではない。何故かという、そこそこに効率的なマーケットを前提とすると、投資家がリスクフリーな資産の収益率以上の収益、即ちエクセスリターンを得ようとすれば、リスクを取るしか方法は無いからである。

つまり、企業から見て、「どれだけ儲けて欲しいですか？」という問いは、「どれだけリスクをとっていいですか？」という問いと同じことを意味する。

さて、企業のバランスシート(B/S)を思い浮かべれば一目瞭然であるが、資金提供者はB/Sの右側に出ており、CB・WB・EBといった様々なハイブリッドな形態を整理すると、株主と債権者に集約される。債権者の要求利回りは、それが銀行借入金利であろうと社債のクーポンであろうと、それは目に見える。ところが、株主の要求利回りは、内部留保は勿論のこと、払い込み金であってもそれは目に見えない。尤も、払込金の場合は配当利回りを「要求利回り」と誤解する可能性はあるかもしれないが、内部留保に至っては、経営者からみると、自らの才覚で稼いだ収益の累積したものという意識もあるであろうから、“タダの金”と思っている経営者は現在でも少なくないようである<sup>17)</sup>。つまり、経営者が責任を負っているのは「資本金」に対してであって、「準備金」に対してではない、という訳である。その気持ちは分からなくはないが、もし“タダの金”であるなら、その資金を託された経営者はほんの僅かなプラス収益を上げるだけでその責任を果たしたことになる。なにせ、相手はタダなのであるから！ その結果、膨大な無駄な非合理的な投資が認可されることになる。

しかし、それは大間違いである。たとえ、目に見えなくとも、株主から託された資金には要求利回りが存在するのであり、それを超える収益が期待できる投資プロジェクトだけが、経営者に許されたプロジェクトなのである。

では、経営者はどうすれば株主が要求する収益レベルを知ることが出来るのか？ これが次

の課題となる。

## V. DDM と資本コスト

一言で言えば、最もスタンダードな株価評価モデルである DDM の各項の分母となっている割引率が「資本コスト」そのものである。具合的には、リスクフリーレートにリスクプレミアムを加えたもので、別名「要求利回り」ないし「cut off レート」といわれる (図表 3 参照)。

従って、資本コストの計測のためには、DDM をマーケットが決定した株価を所与として、資本コストを未知数として逆に解けばよいという関係にある。ただ、周知のように、ユニークな解を得るためには一つの方程式に対し未知数も一つである必要があるが、DDM を思い浮かべれば明らかのように、分子を構成する将来 CF は本来毎年異なる値であって当然であるし、分母の資本コストも同様である。しかし、このままでは方程式を解きようがない。そこで、まず資本コストについては、全期間平均値のようなイメージで一つを仮定、将来 CF についても多段階 DDM を仮定して、変数を各期の CF から CF の成長率 (g) に変換させた上で、g についても、内部成長モデル {g = ROE \* (1 - 配当性向)} を持ち込むなどして別途推計することとし、結局、未知数を資本コストだけにする。

このような工夫を施すことによって、資本コストを推計する方法を DDM 型という。実はもう一つ、CAPM 型といわれ、株価情報から推計されたヒストリカル  $\beta$  を使って資本コストを推計する方法が良く使われる。ただし、この場合はマーケット全体のリスクプレミアムが別途推計されねばならないという問題が生じる。

図表 3 資本コストの求め方

| DDM                                                                              | 3 年後に受取ると予想される CF <sub>3</sub> の割引現在価値 |      |      |      |
|----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|------|------|------|
|                                                                                  | 1 年後                                   | 2 年後 | 3 年後 | ∞ 年後 |
|                                                                                  | ¥10                                    | ¥10  | ¥10  |      |
| $P = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots +$ |                                        |      |      |      |
| 上式をマーケットで決まる P (株価) を所与として、r について解く                                              |                                        |      |      |      |
|                                                                                  |                                        |      |      |      |
| $r_f + r_p = \text{要求利回り} = \text{資本コスト} = \text{cut off レート}$                   |                                        |      |      |      |
| ここで、                                                                             |                                        |      |      |      |
| $r_f = \text{リスクフリー・レート}, r_p = \text{リスクプレミアム}$                                 |                                        |      |      |      |

EVA の推定マニュアルなどをみると、教科書的には、CAPM 型の方が一般的なようである。尚その際の、マーケット全体のリスクプレミアムには、PER の分解式 {PER = d / {(r<sub>f</sub> + r<sub>p</sub>) - ROE (1 - d)}} 等がマクロ・ベースで使われることが多い。

尚、記号の定義は、

r<sub>f</sub> : リスクフリー・レート

r<sub>p</sub> : リスクプレミアム

d : 配当性向

## VI. 資本コストと EVA

資本コストの意味とその株式市場とを結ぶ重要性については、説明してきたわけであり、その理論的内容については理解していただけたかと思われるが、翻ってその実践的計測性については、多くの方が疑問符を強くもたれていることは想像に難くない。何故なら、現実の株価たるや、それが未来永劫の将来 CF を予想する投資家によって形成されているとはおよそ思えないというのが、正直な話し、圧倒的多数の認識であると思われるからである。

株価が、少なくとも短期的には FV から離れて形成されうるし、そもそも、FV なるもの自体が将来 CF の予想値の塊であることから自明

のように、理論的には定式化出来ても現実的に目に見える形で正解があるわけではない。株価が客観的に持つこうした側面に注目して整理すると、株価は企業の業績や将来性とは無関係に、株式市場に参加する人々の心理の相乗作用により生成される、と見ることも可能であり、こうした立場の議論を「砂上の楼閣学派」というそうであるが、その中でも特に有名なのが、ケインズの『賞品付き美人投票説』であり、同じくケインズの『アニマルスピリット』の理論である<sup>18)</sup>。後者は、経営者なるもの、金融市場からのメッセージに従って投資行動を行うのではなく、結局は経営者の“血気”が誰にも分からない将来収益に対する態度を決める、というもので、「資本コスト推定機能説」に鋭く対立する議論といえよう。

「資本コスト推定機能説」のあまりに美しすぎて“ノーマティブ”な議論に対し、ケインズの大人の議論への魅力は抗しようもない。ただ、開き直るようであるが、ケインズのように考えるとギャンブルとは異なる株式市場の社会的存在理由をどこに求めたらよいのか？ がわからなくなってしまうのも事実である。

また、こうした根本問題を仮に措くとしても、経営者が知りたいマーケットのメッセージが企業全体への要求利回りではなく、個々のプロジェクトへのそれであるのに対し、マーケットの判断はトラッキングストックのようなものが上場されていればともかく、通常は企業全体に対する将来収益への評価しか提示してくれないというすぐにでもぶつかる普遍の問題点を内包している。この問題に対する具体的解決提案としては、例えば、当該プロジェクトの専属企業の株価データを代替として使うなどの方策でしのぐことになるが、本質的な解決策とは言え

ず、悩ましい問題を残している。

このように実践的にはあまりに問題含みであるにもかかわらず、この資本コストを現実の企業経営に取り入れている企業が少なからず存在するのも現実であり、その具体的姿がEVAという企業評価尺度である。狭い意味のEVAは、S. スチュワートという米国のコンサルタント会社の登録商標であるが、その心は、金融市場が決定した資本コストを基準にそれを超える収益だけが経済的付加価値であるという考え方である。このEVAは、コカコーラ・ロイズ銀行といったグローバル企業をはじめわが国でも、花王・ソニー・オリックスといった国際的優良企業の間で普及しつつある。その意味では、＜資本コストをハードルレートとする経営＞というモデルは決して学者だけの絵空事というわけではない。

ただ、その活用実態に踏み込んでみると、肝心な資本コストの推計を金融市場に委ねるのではなく、別途恣意的に持ち込むケースも実務的には少なくないようである。しかし、これでは企業への資金提供者の総意としての資本コストをハードルレートとして経営を行うという基本理念が完全に骨抜きになってしまう<sup>19)</sup>。

## VII. “資本コスト発見機能”が機能するための条件

この機能を巡るお話はたいへん美しいお話であるが、最大の弱点は、現実の資本主義企業経済の現場から積み上げた帰納的議論では全く無く、学者が白いページの上に理想的な条件を前提に資本市場を有効活用するにはこうあったら良いという願望で描いた極めて規範的な物語でしかないことである。従って、この機能が現実

に機能するためには、相当きつい条件が充足されねばならない。その条件とは、投資家側と経営側の双方に求められる。

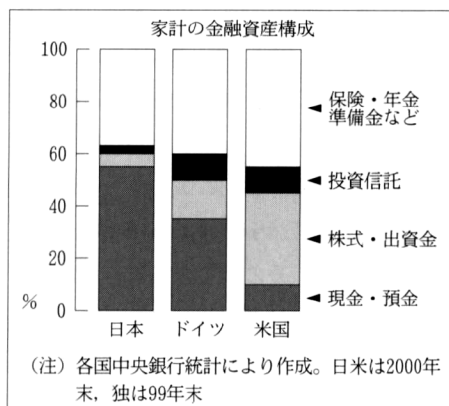
①企業の将来CFの行末を常に研究・調査し続けるアナリスト活動に裏づけられた投資家が全てである必要は無いとしても、投資家の多数派であること。換言すれば、情報トレーダーが主体である必要があり、ノイズ・トレーダーはあくまで脇の存在であること<sup>20)</sup>。

②企業経営者の側についても、株式市場を企業経営とは無縁の「ギャンブルの場」と捉えるのではなく、株価変動を企業経営に対する資金提供者のメッセージとして捉える見識が是非とも必要になる。株価変動が起きたら、新たな株価水準からDDMなりCAPMなりを逆算して推計される新たな資本コストをハードルレートにそれ以上の収益率の可能性が期待できるプロジェクトのみを推進せよとのマーケットのメッセージとして受け取ることが出来る経営者であることが求められる。もう少し簡潔な言い方をすると、株価が下がったなら現在の経営方針に異議が発せられ、上がったなら賛意が発せられたと受け取る経営者である必要がある。全ての経営者がこうであることまでは求められないが、少なくともこうした経営者が多数派でなくては、「資本コスト発見機能」は発揮されないのである。

## VIII. “資本コスト発見機能” なき 個人金融資産の資本市場 シフトの滑稽さ

最近、わが国の1,400兆円という膨大な個人金融資産の運用形態が預貯金に偏りすぎていることが、日本経済低迷の要因の一つのように言

図表4 日本の家計金融資産構成を資本市場型に変える意味



われ、この金融資産の資本市場シフトの必要性がしきりに議論されている。そもそも「金融ビックバン」の目的はこのシフトにあったとも言われている（図表4参照）。

しかし、ちょっと考えてみれば明らかのように、銀行預金を取り崩したお金はどこに行くのであろうか？ そのお金が企業の懐にいくためには企業が有償増資を行う必要がある。成熟した大企業が有償増資、すなわちエクイティによる資金調達を自らの判断でほとんど行わないことは既に述べた。取り崩されたお金が企業の懐に入らないとすると、それは流通市場の中を循環するしかなく、その結果として短期的には需給バランスから株価を上げることはあるかもしれない。しかし、株価の上昇と資金シフトが全くの別物であることも既に述べた。しかも、わが国のような開かれたグローバルな市場にあっては、FVをあからさまに超える株価上昇は中期的には外人投資家を含む売りと呼びこむはずである。

また、内外のベンチャー企業など成長期の企業にはエクイティへの資金ニーズはあると思われるが、そのようなベンチャー企業への株式投資は常識で考えただけでも将来CFの変動性り

スクが飛躍的に高く、今まで郵便貯金しかやってこなかった零細個人投資家の出る幕でないことは火を見るよりも明らかである。

このように、ちょっと推敲するだけで、個人金融資産のシフト説が、きわめて軽薄な議論であることが明らかとなる。実はシフト説が狙っているのは、「もち手変換機能」であって、株式を持ちきれなくなった企業株主の放出の受け皿を個人投資家に求めているだけなのかもしれない。しかし、企業が持ちきれないような魅力無き株式を何故個人投資家ならもてるのか？個人と法人とでは、後者の決算期の存在などリスク許容度の構造が異なるという弁解は部分的に妥当するとしてもトータルとしては詭弁にすぎない。ここからも、シフト説のいいかげんさが明らかである。

従って、シフト説に意味をもたせようとすれば、いかにも絵空事っぽくはあるが、多数の投資家の評価によって、少しでも優れた「資本コスト発見機能」を発揮させるという立場に求めるしか無いはずである<sup>21)</sup>。

## IX. マーケットの存在しない 株式会社モデルとしての 「東インド会社」

株式会社の起源というと必ずといってよいほどこの名前が出てくるほど、「東インド会社の東南アジアへの貿易船派遣モデル」は有名な存在である。

しかし、このモデルは現代の成熟した株式会社の本質を挾ったモデルとはとても言えない。それはこのモデルにはマーケットがほとんど出てこないだけでなく、そこで形成された株価がこの事業にどのようにフィードバックされたか

という視点が全く見られないからである。つまり、このモデルで述べられているのは、伝統的機能としての「資金調達機能」と「持ち手変換機能」だけであって、現代株式会社にとって最も大切な株価から推計される「資本コスト発見機能」については全く触れられていない。

仮に、この貿易船派遣モデルの中でこの機能を論じるとすれば、貿易船の航海の進捗状況に関する当時の不確実な情報にあわせて東インド会社の株価が変動することになるわけであるが、その株価の動きが貿易船の行動にどのようにフィードバックされるロジックを組み立てるのか、簡単ではない。

逆に言うと、「資金調達機能」と「持ち手変換機能」だけで説明できる古典的状況の下では、「資本コスト発見機能」に係わる株価形成のあり方にそれほどこだわる必要はなかったのかもしれない。

現代に置き換えて言えば、このモデルは、八百屋さん・魚屋さん株式会社を説明出来ても、巨大な上場株式会社を説明するモデルとはいえない。尤も、頭数で言えば、現実に存在する株式会社の圧倒的部分がこうしたマーケットとは無縁の株式会社であることは紛れも無い事実であるが、こうした多数の小企業は、資本と労働者に分解しきれていない旧中産階級の現代的形態とでもいうべき存在であって、現代資本主義のコアの存在でないこと、これもまた、紛れも無い事実なのである。

## X. 資本コスト教育なきディー リング教育のギャンブル教 育との同質性

最近、証券教育論議が盛んであるが、その背

後にあるのは、個人金融資産のシフト論であろう。本稿は、そのシフト論には、エクイティファイナンスがわが国企業の「資金調達機能」においておおめにみてもせいぜい1割程度の寄与しか果たしていないという歴史的発展段階にある以上、企業経営へのフィードバック・ループである「資本コスト発見機能」の視点が無い限り、単なる資産運用でしかないことから、ギャンブルとの違いを見付けることは困難であることを述べてきた。

すなわち、株式投資を資産運用の一形態としてしか見ないのなら、それは、与えられた資産をどのように運用するかだけが問題であって、運用された資金が運用者の思惑とは独立にいかなる形で国民経済に関与することになるのかと視点を持っていない。そこにあるのは、せいぜいディーリング教育でしかなく、その意味で、どのようにギャンブルを行うのが効率的であるかの学習との違いを見出すのは難しい。

国民経済との接点こそ、「資本コスト発見機能」の視点であるが、小・中学生に日常生活上のカテゴリーとは明らかに言い難い「資本コスト」というカテゴリーを理解させるのは困難であることを思えば、ディーリング教育とは区別された本来の証券教育には、自ずと、行うべき時期というものがあることが理解されよう。

経済学としての「ファイナンス」と、所謂「金融工学」との差異も、実はここに求められるように思われる。つまり、経済学としての「ファイナンス」の立場は、投資家が資産運用することの客観的意味を問題とするのに対し、「金融工学」の立場は、経済行為の目的合理性を問うことはせず、目的は外部から所与に与えられ、その目的達成の手段＝方法の合理性ないし効率性だけを自らの課題とする。つまり、突

き詰めると「金融工学」とは金融を対象としたOR（オペレーションズ・リサーチ）でしかない。誤解を恐れず言えば、いかに最先端のアルゴリズムで武装されていようともその本質は哲学者や思想家ではなく、“大工さん”なのである。

大工さんとしてのファンドマネージャーにとっては、託されたお金を、株や債券で運用するか、競馬・競輪・競艇・サイコロ賭博で運用するかは問題ではなく、リスク単位当りの期待効用ないし収益だけが問題となる。現実には後で運用せず、前者で運用することが多いのは、リスク単位当りの期待効用ないし収益が優れているからであって、その違いが持つ国民経済的效果は問題ではない。

## XI. インプリケーション

資本コスト発見機能を株式市場の最も大切な存在理由とみなす時、株式市場を巡る様々な制度ないしルールへの評価のベンチマークは、この機能を促進させるものであるか否かによってかなり明確に判断することが出来る。

例えば、幾つかの例を挙げてみよう。

### (1) 夜間取引の創設問題

抽象度の高い議論で言えば、DDMのフォーミュラを前提とする限り、株価に意味ある変化が生じるのは、分子の将来CFの予想値もしくは、分母の割引率に変化が生じた場合に限られる。

そして、こうした変化が1日=24時間のうちのどこで生じる確率が高いかといえば、これだけ企業活動のグローバル化が進んだとはいっても、確率的には企業が営業活動を行っている我



が国の昼間であろうことは議論に余地がない。勿論、地球の裏側で生じた事件が将来 CF に影響をもたらす場合もあるだろうが、夜間取引のためのインフラ構築が無コストで可能というならともかく、その構築＝維持コストを同時に考える時、総合判断の方向性は明らかであろう。

## (2) ETF を含むインデックス運用

インデックス運用がその定義からして、資本コスト発見機能に無縁どころか、この機能への寄与を100%放棄することによるコスト削減の上に成り立つ投資スタイルであることから、評価は明らかである<sup>22)</sup>。

## (3) 「指値注文」の「成行注文」への執行コスト面での優遇策の必要性

資本コスト発見機能という視点からみると、「成行注文」がこの機能に対し、何ら寄与しない発注形態であることを見過ごすわけにはいかない。米国の ECN の一部には、「指値注文」からは執行費用を徴収せず、逆に「成行注文」から徴収した執行費用の一部を「指値注文」に還付しているそうであるが、そこまでしないにしても、両者の執行コストに差異を設ける充分な理論的根拠は存在すると考えるべきかと思われる。

この議論はもっと突き詰めていくと、最終投資家ではなく、従って将来 CF に対するアナリスト活動の裏付けを持たず、せいぜい集まってくる最終投資家の希望価格を根拠に短期的な相場観に基づいて気配値を出す MM (マーケットメーカー) を中心に市場が始まる、クオートドリブン制度の合理性を問うことに発展しかねない。

## (4) インサイダー取引への評価の再検討

これは以前から、理論経済学者の間では言われている議論<sup>23)</sup>であるが、常識的には最も非難されるインサイダー取引も、これが将来 CF への情報発信を早める可能性を内蔵しているという意味では必ずしも批判だけされる行為とも言い切れない。

一般常識の世界で、インサイダー取引が批判されるのは、公開前の情報を使った取引という意味でゲームのルールを破ったアンフェアな取引ということであり、その判断自体に何の異論を挟む余地はないが、このアンフェア性は、サイコロ賭博でサイコロの目が出る確率が1/6でなかったという意味と同じ次元の議論であって、所詮ゲームとしてのアンフェア性にすぎない。株式投資をゲームとして捉えるならそれだけでよいが、株式投資にはサイコロ賭博と異なる社会的存在理由があり、それが“資本コスト発見機能”であるとする、この機能の視点に立てば、インサイダー取引ですら場合によってはこの機能に寄与するという見方もありうるかもしれないのである。

## XII. 結びに代えて

本稿は、「資金調達機能なき現代株式市場システム」にあっては、それがいかに絵空事に見えようとも、“資本コスト発見機能”でも持ち出さない限り、株式市場システムの社会的有用性＝存在意義は主張しがたく、その機能を持たない株式市場は、巨大なカジノとしか言いようがないことを述べてきた。

勿論、世の中には、その存在意義など見出せずとも存在している制度はいくらでも存在するし、そもそも資本制的商品経済という経済シ

システムは、誰かがこうした経済システムを構築しようと青写真を引いて生まれた制度ではなく、全く自然発生的に生まれた制度でしかない<sup>24)</sup>、その意味では、社会的存在意義のない制度が存在していることは不思議でもなんでもない。ただ、いわゆるプライスメカニズムと景気循環の存在によって、無駄な制度は排除されるはずであるが、残った制度がすべからず社会的に有用というわけではなく、たいして有用でなくとも、例えば、幾つかのギャンブルのように社会的ニーズがあり、かつ経済的に採算が取れるものであれば、それは存続しうる。その意味で、株式市場が仮に巨大なカジノでしかなくとも、それは国民のニーズに答えるものとして、長期に存続することに何の不思議もない。全ては、国民の選択にかかっている。

ただ、前述したような、個人金融資産の運用形態の銀行預金から株式を中心とするリスク性資産へのシフトを本気で推進しようとするのであれば、それがカジノでの運用であってよいわけもなく、それなりの社会的意味が求められよう。

### 注

\*：本稿は見てのとおり、アカデミックペーパーとしての条件を全く満たしていない、まさに「漫談」に過ぎない。しかし、事と場合によっては、「漫談」の方が、むしろことの本质に迫れる場合もありうることを示したい。

- 1) メガトレンドとしての「労働の社会化」を最も熱く語っていた一人が、立命館大学産業社会学部名誉教授＝故山口正之氏であり、教授の『社会経済学 何を再生するか』（青木書店、1993）を始めとする多数の著作の全ては、この「労働の社会化」というキーワードで見事なまでに貫かれていた。教授は現在の「構造改革」の時代を見ずに亡くなられたわけであるが、この現代をいかに解釈されたであろうか？
- 2) ただただ疑問に思うのは、マーケット・メカニズムの限界をも充分知り尽くしたという意味でMPTの良心ともいふべき優れた重鎮達が、インデックス運用の持つ「資本コスト発見機能」を100%放棄した運用スタイルの反社会性について何故沈黙を守っておられるのか？の一点である。
- 3) この分野についてのアカデミックなサーベイ・ペー

パーとしては、D. B. Hausch and W. T. Ziemba による「スポーツと宝くじと賭けの市場の効率性」(R. A. Jarrow, V. Maksimovic and W. T. Ziemba 編：今野浩・古川浩一監訳『ファイナンスハンドブック』朝倉書店、2002. 3) が手頃な文献かと思われる。

- 4) 例えば、この議論を子供向けの絵本としてアレンジした著作として、川村雄介『伝蔵のころごしー株式かい記ー』(近代セールス社、2000. 12) がある。
- 5) 日本に限って言えば、株価の長期的下落時には、株数増加がもたらす需給バランスの悪化を懸念する当局によって事実上の「有償増資の停止措置」がとられたことが多かったが、このような介入は米国等では決してありえず、従って、有償増資の低迷はすべからず企業の自主的判断の結果以外の何者でもない。
- 6) この辺りはS. C. マイヤーズの“Capital Structure” (J. E. P. sp. 2001) を始め、例えば、J. P. オグデン、F. C. ジェン、F. F. オコーナー『アドバンスド コーポレート ファイナンス (上下)』(徳崎進訳、ピアソン・エデュケーション、2003. 12、2004. 11) が詳しい。MMの拡張が一段落した後、1980年代以降のコーポレートファイナンスの内容的展開＝発展は、概ね、“エージェンシー理論”・“契約理論”・“インセンティブ理論”等々と呼ばれる。要するに、情報の非対称性に基づくプライシングの歪みを如何に低コストで解決するかを巡る“情報の経済学”として総括される議論によって担われてきた。  
確かに、最近のコーポレートファイナンスの議論はその多くが“情報の経済学”を背景とする議論によって溢れかえっているかに見える。確かに、分析者の側の都合だけで決められた非現実的な仮定を前提とするMM理論では当然のように説明出来ない様々な現実を解釈することにこうした議論が貢献しているのはそのとおりであろうが、それがMMを超えてどれだけコーポレートファイナンスの議論を前進させたのかという疑問はぬぐい難い。

- 7) この他、有償増資に際しては、本来は競争条件上、公開したくない内部情報をディスクロージャー・ルールの一環としてとして公開せねばならないことも、企業に好まれない理由を構成することは言うまでもない。
- 8) 例えば、M. Z. Frank and V. K. Goyal “Testing the pecking order theory of capital structure” *J.F.E* 67 (2003) のように、1980-1990年代まで、米国企業の外部調達に常に投資金額を上回っており、ベッキング・オーダー理論は1990年代の企業の資金調達行動を説明する能力が低下しという議論もある。勿論、L. Shyam-Sunder and S. C. Myers “Testing statistic tradeoff against pecking order models of capital structure” *J.F.E* 51 (1999) のようなベッキングオーダー理論を支持する実証研究も少なくない。

尚、このように実証結果が割れるのは、“情報の経済学”を支える「情報の非対称性」なるものが、確かに存在することは当然であろうが、それが各経済主体の行動に与える影響は“可能性”に過ぎず、その意味で裁定理論のような強度をもつ命題では最初からありえないことに起因するように思われる。

- 9) こうした中において、企業と投資家の情報の非対称性に伴う資金調達の希薄化コストや金融機関の持つ企業のリストラチャリング能力など様々な視点を統合して企業の資金調達行動について分析した最新の成果の一つである Bolton/Freixas による“Equity Bonds and Bank Dept: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information” (J. P. E. 108, 2000) が、自らの分析結果を米国企業の資本市場からの直接的資金調達依存度の高さと結び付けて議論していたのは驚きである。
- 10) こうした狙いの上場されているベンチャーファンドとして、「ベンチャービジネス証券投資法人 投資証券 (8720)・ベンチャー・リバイタライズ証券投資法人 投資証券 (8721)」があり、いずれも大阪ベンチャーファンド市場に上場されているが、流動性は乏しく、期待される機能を果たしているとはいえない。
- 11) この問題を巡るユニークな議論として、井手正介『日本の企業金融システムと国際競争』(東洋経済新報社, 1994. 3) があり、遅れて take-off に挑む社会の金融システムの在り方として、直接金融・間接金融という枠組みのなかでどのような動学的ルートを進めるのが効率的であるかを、「如何にして、資本コストの低位性をもたらさうか?」という視点から議論している。
- 12) 小川一夫阪大教授は、『危機管理の国際比較』という東京財団主催の2000年度研究プロジェクトの報告書(これは、同名で日本評論社から出版されている, 2002. 3)の中で、「日本経済再生のための政策提言」(同著, 第6章)という総括文を表し、「家計が資産形成を行う場として資本市場を魅了ある市場に転換し、直接金融の比重を高める」と述べ、直接金融への家計金融資産の資金誘導の必要性を強調しておられる。  
この議論こそ、株式市場のプライマリー・マーケットとセカンダリー・マーケットとの完全な混同の典型例と思われる。  
因みに、プライマリー・マーケットとしての米国の株式市場の総資金調達額に占めるウエイトを問うた著者の質問に対し、小川教授は約3割程度と回答されており、前述の1%未満との乖離幅はあまりに大きい。究極の資金余剰主体である個人金融資産の株式市場への資金誘導の多くがこうした認識に基づいてなされているとすると、これはとんでもないピントはずれの議論といわざるをえない。
- 13) 現在の課題は、“株式持合いの解消の影響”であるが、より基本的問題としての、“株式持合いの株価形成への影響”を巡っては、「持合は PER を過大表示するものの、株価水準にはニュートラルである」という方向で議論は終結している。この点については、小林孝雄『株式のファンダメンタルバリュー』(西村清彦・三輪芳郎編『日本の株価・地価』[東京大学出版会, 1990. 4])が詳しく、とりあえずの到達点となっている。  
ただ、この小林教授の総括的見解も、完全市場の仮定など抽象度の高い次元での議論であり、前提となる仮定を現実に合わせて緩めていくと、最適資本構成を巡る MM 命題がそうであるように、結論は変わってきても何ら不思議はない。つまり大切なことはどのような理論

- 的前提の下での議論であるかを整理して議論することである。その意味で、かつて福岡大学商学部の水野教授が「持合解消が株価形成に及ぼす影響」を取り上げ、上記小林論文の批判を本務校の機関紙上で展開されていたが、「持合い形成」と「持合い解消」との非対称性を巡る難しい論点を別に措くとしても、その議論の進め方には理論的次元の違いに関する整理が充分でなかったように思われる。この点に関して、拙稿『「持合い解消の株価水準への影響」を巡る論点整理』(『QRI レポート』1998. 9)を参照。
- 14) この点については、倉澤資成「資本コストを巡る誤解」(『日経ファイナンス』1995. 8)が明快に論点を述べ、バブル時代の企業の過剰投資の責任は、スタンダードな資本コスト論を前提とする限り、いわばマーケットの判断に従っただけの企業ではなく、責任を問うとすれば、それは高株価を演出した当事者としてのマーケット自身にあることを示している。
  - 15) 株価の上昇は、企業自体に CF の流入をもたらさなくとも、株主の資産をかき上げることにより、“資産効果”を介して国民経済の需要を拡大させ、結果的に景気回復に貢献することが出来る、という議論もある。しかし、この議論は、たとえそれが FV の実態を伴わないバブル的な株価上昇であっても景気回復効果を認めることになる点で、PKO 賛美論に墮すものであり、認められない。たとえ逆資産効果によって、景気に減速寄与することになろうとも、FV を超えた株価は下落すべきなのであり、こうした株価の FV 対応性を主張するためにも「資本コスト発見機能説」を堅持する必要がある。
  - 16) IV と V の議論は、新古典派的ファイナンスの教育を受けた方にとっては、学部レベルの教科書的叙述にすぎない。しかし、本誌の読者は同学派の方々だけではないことから行論の都合上、最低限の説明を行う。新古典派系の方々は読み飛ばされたい。
  - 17) この点については、30年前の議論ではあるが、小宮隆太郎・岩田規久男『企業金融の理論』(日本経済新聞社, 1973)の第三部「日本の企業金融の諸問題」の議論が詳しい。
  - 18) この点を巡るケインズの議論を整理としては、佐伯啓思『ケインズの予言(下)』(PHP 新書, 1999. 7)が手軽でかつ的確だろう。
  - 19) EVA の日本への伝道者の一人ともいえる津森信也日本福祉大学教授は、2002年7月22日明治大学で行われた経営財務研究学会の場で報告された際、筆者の質問に答え、日本の株式市場の信頼性の欠如から EVA 計測の際の資本コストには、株式市場のメッセージとしての株価を使用しないことを表明された。
  - 20) 個人投資家・機関投資家という区分が使われることが多いが、本編のような立場からの議論としてはそのような区分はどうでもよく、将来 CF へのアナリスト活動に裏付けられた投資家かそうでないかが最も大切である。
  - 21) しかし、現実をみると、「資本コスト発見機能説」= 絵空事説である人が平気な顔で「直接金融へのシフト説」をとらえているように思われる。
  - 22) 筆者が別の著作で指摘したことであるが、インデックス運用が行き過ぎて、株価の FV から乖離が目立つよう

であれば、その乖離を狙ったアービトラージが入ることからヘッジ・ファンド等の参入要件を確保しておけば、インデックス運用に対し神経質になる必要はない、という議論がある。これは部分的真理ではあろうが、だからといってインデックス運用の握契が望ましいわけではない。

- 23) この議論については、例えば、太田亘「証券取引所はインサイダー取引を規制するか?」*Japanese Journal of Financial Economics*, Vol. 2, No. 1 (1998) 等が参考に

なる。因みに、太田氏は、結論的には、規制すべきという常識的な結論を導いている。

- 24) 勿論、これは歴史の先頭を切って資本制的商品経済への扉を切り開いた英国等を想定した議論であって、その後続々後を追ひ、あるいは今尚これから追おうとしている社会の場合は、その程度は様々であっても、いずれも国家が何らかの形で資本主義化へ向けての事前のシナリオを準備している。

(東京都立大学経済学部客員教授)