

「収益力の資本化」による「企業そのものの擬制資本化」について

—A. S. Dewing の所説を中心に—

九州大学大学院 宇土至心

近年、日本では企業の合併・買収が増加している。それに伴い、企業価値に関する議論も活発化している。また、企業価値を考える際の1つの重要なものとして、企業の収益力が挙げられる。

企業のM&A運動で日本に先立つ米国では、これまでに大きく分けて3度ないし4度の合併買収運動が生じた。19世紀末の第1次運動では、水平結合を中心に、独占企業が多数登場した。そこでは、独占後の「格差収益」をもとに、実物資産の裏付けをもたない普通株の発行が行なわれた。このような現象を観察したT. Veblenは、優先株は実物資産をもとに、普通株は「格差利益」をもたらすと期待される無形資産をもとに発行されると整理した。1920年代には、公益事業会社や産業企業を中心とした合併買収が高まり、第2次運動が生じた。1960年代には、いわゆるコングロマリットと呼ばれる手法での合併買収が生じ、第3次の運動となった。この時期の合併買収運動および理論の特徴から、川合一郎は「企業そのものの擬制資本化」が生じたと論じている。重要なのは、米国における合併買収運動の高まりとともに、企業そのものが売買の対象となっていくことであろう。とりわけ、過去の「支出額」から将来の「収益力」への価値基準の変化、および価値の「裏付け」としての実物資産との関係が重要な論点である。

本報告では、A. S. Dewingの所説を取り上げ、この問題に接近したい。デューイングは著書 *The Financial Policy of Corporations* を両大戦間期にわたり第5版まで改訂した。そこでの大きな変化は、初版(1919-20年版)では扱われていなかった評価理論(Valuation)が第2版(1926年版)で登場し、第3版(1934年版)以降でも1つの重要な項目としてその内容が拡大されたことである。

デューイングの評価理論を取り上げる意義は次の3つである。1つ目は、無形資産に関してである。特に、彼の前掲書第2版での議論と、それに大きな影響を与えたR. E. Badgerとの理論的な違いが重要である。2つ目は、「収益力の資本化(capitalization of earning power)」に関してである。デューイングは、企業の「収益力」を企業価値の唯一の評価基準と考えている。具体的には、企業の平均純利益をある割引率で割り引くことにより企業価値を評価する。3つ目は、経済的背景との関係である。1920年代の前半では公益事業の、後半では産業企業の合併買収が盛んに行なわれ、いわゆる第2次の合併買収運動が生じた。彼自身、「実務家(businessman)」の視点を重視しており、このような実際の経済動向は彼の議論に少なからず影響を与えている。