

## 価値評価基準としての収益力の普及と定着 —1930-40年代の米国財務論との関連において—

九州大学 宇土 至心

本報告では、1930年代から1940年代にかけての米国を対象に、価値評価基準としての収益力がどのように普及し定着したのかについて考察する。

報告者はこれまで、収益力と企業価値評価との関係について、20世紀前半の米国を対象に主として学説史的な観点から研究してきた。その成果の一部として、1920年代の米国における株式ブームや企業の合併買収運動の中で、企業の収益力を企業価値の評価基準とするような考え方が現われたことを示した。しかし、1929年の株価の暴落を境に企業の合併買収は縮小し、米国経済や金融市場も1920年代の活気を失い不況が続くこととなった。本報告では、次の3点から、価値評価基準としての収益力が大恐慌期においてどう変化したのかについて考察する。

まず、1930年代の普通株価の動きを利益・配当・資産との関係で考察した。これらの中では、利益が株価の変動に最も密接に並行して変化した。1920年代の株価上昇を説明した収益力は、その後の1930年代の株価下落期においても十分な説明力をもつと思われる。

次に、破産法の改正と企業の再編成問題を取り上げ、公的な立場における収益力に対する考え方をみた。裁判所や公的委員会は伝統的に資産に基づく価値評価を第一としてきたが、大恐慌と大規模な企業破産の発生を受けて、次第に収益力に基づいて企業価値を評価するようになった。1938年の改正破産法では、企業再編成の公正衡平と遂行可能性を必要要件としたが、それは収益力と関係するものであった。また破産企業の再編成においては、企業の債券が再編成後の新企業の株式によって補償され、かつ裁判所もこれを認めた。大恐慌の発生と企業の破産が、価値評価基準としての収益力を定着させたといえよう。

最後に、1930年代から40年代にかけて、企業価値に関してどのような議論が行なわれていたのかを分析した。当時の財務論では、キャピタリゼーション (capitalization) が2つの意味で用いられていた。財務論特有の、企業の長期負債と株式資本の合計額を意味するキャピタリゼーションが、資本還元の意味でも用いられるようになったのはこの時期であった。それは企業価値について考える際に、収益力の資本還元を行なう必要が生じたことによる。当時の議論では、純利益を資本還元することにより企業の資本調達額や資本構成が決定されるようになった。また、企業価値評価に関する議論も少しずつではあるが著されるようになった。

以上より、大恐慌期という状況の中での収益力や企業価値の議論の浸透によって、収益力が価値評価の重要な基準として定着したとみなすことができる。