

# 資本構成の実務的調整時間

～ライフサイクルと不均衡～

亀 川 雅 人

## 1. はじめに

合理的に考えて、最適資本構成は存在する。実務上は、税制や倒産制度のみならず、様々な制度要因があり、最適な選択肢を選ぶのは当然である。むしろ、最適資本構成が存在しない条件の設定は、不自然な世界を仮構することになる。MM理論（Modigliani-Miller Propositions）およびCAPM（Capital Asset Pricing Model）は、投資評価を所与として、均衡市場における最適資本構成を否定する条件を設定した。しかし、実務で問題となるのは、投資計画やリスクに応じた資本調達可否や方法の選択であり、その意思決定の結果が企業の資本構成となる。制限された選択肢から実現した資本構成は、その時点における最適解と見なすべきかもしれない。それは、金融資本市場の環境<sup>1)</sup>や企業の相対的位置づけ、そして企業の成長段階とも関係する。

金融緩和期には、資本供給の増加が調達手段を多様化させ、投資計画の多くが実施可能になる。CB（Convertible Bond）や行使価格修正条項付き新株予約権 SM ワラント（Moving Strike Warrant）、CB 発行資金で自社株を購入するリキャップCBなど、資金調達手法は柔軟な対応ができるようになってきた。

---

1) 水野博志（2021）では GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）や日銀によるETF（上場投資信託）の買い支えが株価（資本コスト）に与える影響を分析している。

反対に、金融が逼迫すると、資金調達手段は制限され、投資計画は延期されることがある。産業構造が変化すれば、企業の相対的な位置づけが変化し、資金調達の規模や資本コストにも変化が生じる。

本研究は、既に古典となったMMの資本構成に関する理論を静学的な市場の部分均衡理論と位置づけ、トレードオフ (trade-off) 理論をその修正的理論と位置づける。トレードオフ理論は、支払利息の損金算入による節税効果が倒産リスクの上昇により相殺される限界点を最適資本構成と考えている。この状態は、一定の投資計画に基づき、金融資本市場における利子率やリスクに対する投資家の選好状態を所与とする静学的な市場均衡である。

一方、企業の資本調達は、ペッキングオーダー (Pecking Order) 理論が説明するように内部留保、銀行借入れ、新株発行増資というように序列化されている。資金調達源泉には制約があるため、これを超える資金調達には探索的行動が求められる。それは、トレードオフの最適均衡点を求める動学的プロセスという解釈も成り立つ<sup>2)</sup>。しかし、資金調達活動は、調達先との交渉を含めた取引の時間とタイミングを無視できない。ペッキングオーダーとトレードオフの実務解は、戦略の変更を伴う時間の経過の中で選択される動学的考察<sup>3)</sup>である。

ここでは資本構成と資本コストに関する理論を実務的な時間の中で考察する。それは、MM的市場理論が所与とする投資決定とその評価が変化する実務的な時間を比較し、企業もしくは事業のライフサイクルと資本構成の関係を考察する。

---

2) 亀川 (2017-b) 及び亀川 (2012) を参照されたい。

3) 動学という概念は曖昧な概念である。抑制的なモデルは、時間以外の諸変数を所与として、変数にタイムラグを考慮するなどの工夫により、モデルの実証精度を高めようとする。モデルにおける変数の増加は、複雑な説明を必要とするが、実証結果の予測度は高まるであろう。しかし、すべてのデータが変化する理論は何も明らかにしない。認識対象に応じて、静学的理論が所与とする一部のデータを変数に織り込むことで、意思決定者の有用な道具となる。

## 2. 時間軸の異なる CF 予想

MM や CAPM などの新古典派的市場均衡は、将来 CF の投資評価で企業価値が決まる。これは実際の価格やその決まり方ではなく、新古典派経済学のフレームワークで考える市場価格である。サイコロの出る目の確率と同じく、将来 CF の予想は過去と無縁である。企業評価は、投資がもたらす将来 CF の資本還元価値であり、それ以上でも以下でもない。超過利潤が発生しない状況を仮定するため、企業の資本コスト（ $k$ ）もしくは、加重平均資本コスト（WACC）は、投資の内部収益率（IRR）と一致し、正味現在価値（NPV）=0 となる企業価値最大化の均衡状態が成立している。

トレードオフ理論における支払利息の損金算入や倒産可能性は、各時点で予想される CF の摩擦的な制度要件と見なされるが、市場均衡を前提とする以上、トレードオフの最適資本構成は常に成立している。市場には超過利潤をもたらす裁定機会が存在しない。株価上昇や下落により株主資本比率に変化が生じて、最適資本構成を維持する借入の増減や自社株取得という調整活動は瞬時に行われる。

均衡理論の考察で注意すべきは、過去の意思決定が常に清算されている点である。過去の意思決定に関わらず、将来の投資機会とその CF のみが組上に上る。たとえば、借入で調達した事業が失敗すると、収益を生まない利息と元本の返済は株主の将来 CF を減少させる。この減少した CF に基づいて新たな均衡価格が成立する。内部留保や新株発行増資によって調達した事業であれば、その失敗は株主の損失として清算され、将来 CF には影響を及ぼさない。事前に同じ投資計画を実行しても、資本構成の相違が事後的に異なる企業の市場価値と見なされる。

均衡理論は、均衡に至るプロセスや均衡後の変化といった時間の問題を等閑に付す。そのため、経営者による過去の意思決定結果を反映する財務諸表

上の簿価と市場の需給で決まる時価の相違は認識対象としない。貸借対照表の資本構成は考慮外であり、資本市場における株式時価総額と負債の時価総額の比率を扱う理論である<sup>4)</sup>。

換言すると、市場理論は過去を清算したうえで、将来事象を現在の価格に織り込んでいる。将来事象は、現時点で想定可能な事象の変化を包含する必要がある。それは、一定条件下で考察する静学的均衡価格モデルとなる。特に、投資計画やリスククラスを所与とする厳格な条件設定は、その他の変数に高い説明力（実証データによる仮説の検証力という意味ではなく）を与えるが、条件の変更を伴う実務適応力を奪う可能性がある。均衡理論に登場する投資家も、将来環境や経営戦略を想定した上で予想CFの現在価値を求める。それは実現したCFと切り離される。CFが経常的に変動を繰り返す経験値を有すると、確率変数のモデルは検証できる。漸進的な価値上昇を想定すれば、内部留保や借入が企業価値の上昇と平仄を合わせる。

投資計画とリスク評価を所与とした価格は、環境変化や企業戦略の変更によって、市場価格と帳簿価額の乖離を発生させ、経常的なCFの収支バランスを崩すことになる。支払義務のある流動性が確保されず、外部からの資本調達が必要になる。このとき、均衡価格に織り込まれた事前の価格は、不均衡な事後価格となり、時価評価の資本構成の相違が企業価値の評価に影響を与えることになる。

トレードオフ理論は、最適資本構成という均衡状態を想定する意味で、MM理論の延長線上にあるが、資本調達の序列を論じるペッキングオーダー理論は、均衡視点を持たない理論の代表例である。この理論は、実証研究に基づく企業資本の調達序列を説明する。そこには目標とすべき最適資本構成は存在しない。Myers and Majluf (1984) は、この序列を経営者と投資家間の

---

4) 亀川 (2010) および亀川 (2011) で考察した問題である。

情報の非対称性に求めている。

経営者が外部資本を調達するのは、日常的な運転資本以外は、中長期の経営計画に基づいている。その投資計画の実現可能性により、資本調達の取引コストに相違がもたらされる。投資家と経営者の情報は一致しておらず、情報のすり合わせが必要になる。MM 的均衡市場と異なり、投資評価は市場において確定していない。

頻繁な情報交換は情報の非対称性を質す一方で、調達時間や説明のコストを増やすことになる。これらのコストを比較した上で、経営者は第一に内部留保による資金利用を選好する。不足資金は、類似のコスト比較の上で銀行借入が選択される。銀行は、日常的な決済情報などを入手できるため、経営者が所有する情報に接近しやすい。

借入依存度が高まれば、銀行は倒産コストの算定のために、通常の安全性の審査と同時にビジネスリスクを評価しなければならなくなる。本来の審査基準とは異なる融資は、評価のみならず決済にも時間を要する。企業経営者との情報交換の頻度は高まり、融資後の監視コストも上昇する。こうした取引コストの上昇は、銀行融資の資金調達の限界を示し、ビジネスリスクに与える株主からの新株発行増資が必要になる。

新株発行や社債発行は発行手数料のみならず、日常的には取引をしない証券会社との交渉と証券会社を介した外部投資家との関係構築が求められる。経営者との情報格差は拡がり、資金調達の順位は下げられる。

情報の非対称性や調達のための取引コストなどが序列の説明要因となるが、それは経営者と投資家による試行錯誤的な探索的行動である。探索的行動は、最適な資金調達に時間がかかることを意味する。トレードオフ理論で想定する最適資本構成は、制度要件を織り込んだ均衡状態とされるが、現実の市場を観察すれば、各時点の資本構成や企業価値は、理念型均衡に至る探索的行動の一時的状態である。

このようなペッキングオーダー理論と異なる探索的行動は、マーケット・タイミング仮説である。この仮説では、経営者は資金調達の実行順序や最適資本構成を意識しない。株価が高いときに新株を発行し、株価が低迷すると自社株購入などを行う。Baker and Wurgler (2002) は、このような株価や借入金利の状況に応じた資金調達活動が、結果として、各企業の資本構成となっていると主張する。経営者が、状況に応じて最適な調達方法を選択するのは、NPV を最大化する探索行動とも解釈できる。経営者は均衡を意識することなく、動的な探索活動を続けることになる。

ペッキングオーダー理論やマーケット・タイミング仮説は、企業のライフステージに関連する<sup>5)</sup>。それは経営戦略的意思決定と資本調達との同時考察であり、投資を所与とするMM的理論とは異なる。すべての事業は、誕生と成長、そして成熟と衰退といったステージを経験する。各ステージでは、投資家の企業及び事業の評価が異なっている。出資を募るステージ、利益を確保するステージ、銀行融資が可能になるステージ、新株発行増資や自社株買いなどのステージである。

銀行融資は成長企業にとって不可欠な資金であるが、事業はいずれ成長を止め、衰退期に入る。株価の低下は、時価評価の自己資本比率を低下させ、新たな成長事業を発見できなければ、借入の返済を強いられる。新規の投資機会が見つからなければ、CFが潤沢になっても、内部留保や新規借入れは不要になる。衰退期は、再び株主資本のみで事業を運営することになる。これ

---

5) ライフサイクルと資本構成の関連を扱う研究は少ない。村上泰樹 (2007) は資本還元政策として論じている。DeAngelo, H. et. (2006) は、ライフサイクルの視点から配当を論じている。当然であるが、株式発行に依存せざるを得ない企業の配当は少なく、潤沢な内部留保を確保する企業の配当は多い。また、Hasan, M. M. et. al. (2015) では、1990年から2012年の間のオーストラリア企業の自己資本コストと企業のライフサイクルの関係を考察している。自己資本コストは導入期と衰退期に高く、成長期と成熟期に低いことを、さらに総資産に占める内部留保の割合が高い企業ほど自己資本コストが低いことを発見している。

がライフサイクルに応じた資本構成である。しかし、衰退は経営者が望むことではない。経営者は、企業を継続させるために、新たな事業への投資を開始する。事業の将来性を予測しながら、最適な資本構成を探索することになる。衰退期には、ペッキングオーダー理論が逆回転するし、マーケットのタイミグに沿えない資本調達、最適資本構成からの逸脱を意味する。

資金調達手段の選択は、経営者の戦略策定と併行する。投資家は、事業のライフサイクルを勘案して資本供給を行うことになる。それは日々の変動する経常的なCF予想ではない。

### 3. ライフサイクルと資本構成

市場が競争的になるのは経済の成長と発展の証であり、参入企業のみならず、衰退して淘汰される企業数も増加する。CF予想とその現在価値である企業価値が安定しているという仮定は現実的ではない。永続的企業を仮定しても、その寿命の平均は30年前後であり、自然人の寿命より短命である。新たな企業の参入は、新規投資計画の実施であり、退出は投資計画の失敗である。それは、資本調達と表裏一体の関係にある。封建社会のように生産と消費に変化のない世界であれば許される仮定も、変化が常態化する資本主義社会では意味を持たない。新たな環境情報が発出されるたびに、均衡価格は変化するため、企業価値や調達資本の価値は変動を被る。そこに均衡というフレームワークは存在しない。

投資家が将来CFを予想するとき、経常的なCFの高低のみならず、経営戦略の実現可能性や回収金額と時期、その確度を評価する。それは、繰り返される度数分布とは異なり、ケインズ（Keynes, J. M.）的な期待の確信に基づく投資行動である。確信は、情報量や知識の重みで異なる度合いを有し、事業のライフサイクルの中で変化していく動学的変数となる。

事業のライフサイクルは、将来 CF とリスクを評価した株主の出資で始まる。しかし、製品やサービスのライフサイクルは予測が難しい。新規事業は、専門的な知見を有する「目利き」投資家が先行投資する。企業が組織化し継続企業となると、企業はライフサイクルの異なる大小さまざまな事業を持ち、ライフサイクルを考慮したプロダクト・ポートフォリオ・マネジメント（PPM）が必要になる。投資家は、経営戦略の巧拙を評価するため、探索プロセスを継続する。それは、CAPM で想定する経常的に変動する CF 予想とは異なり、経営戦略を評価する資本コストの探索過程である。この過程は、ハイエクの（Hayek, F. H.）な市場観であり、競争概念である<sup>6)</sup>。

萌芽期のベンチャーは、基本的に不確実性の世界における投資のため、一般的に高い資本コストとなる。しかし、環境や投資家向け IR（Investor Relations）の巧拙によって株価や増資額、銀行融資の開始時期と融資枠に差異が生じる。

厳格な情報開示基準に従う上場企業は、投資家と経営者の情報共有が可能になり、企業の資本コストは漸次低下する。資本コストの低下は、投資計画の内容とその実現可能性の認知プロセスであり、特殊な専門知を有する「目利き」投資家から一般的情報で参入する投資家を誘う<sup>7)</sup>。経験的データの蓄積は、CF の確率的把握を可能にし、銀行融資の窓口はさらに開かれる<sup>8)</sup>。ライフサイクルに応じた投資家の動きを鑑みると、企業の資本構成はタイムレスに調整できる仕組みではない。

投資計画を所与とする条件下では、資本資産価格の理念型均衡は成立する。

---

6) Hayek, F. H. (1945) 邦訳第 2 章と第 3 章を参照せよ。

7) 亀川雅人 (2019-a) では起業家による IR 活動に着目している。

8) プライム市場の創設により、一部上場企業の多くは、新たな市場への移行を検討する。プライム市場が成熟したグローバル企業の株式市場と見なされると、この条件に適合しない企業の株式売買は低迷し、経験データが不足することで株主のリスク上昇による株価の低迷を招く可能性がある。現状の東証一部市場と二部市場のイメージは、一般的な投資家にとっては株価形成に重要な役割を果たしている。



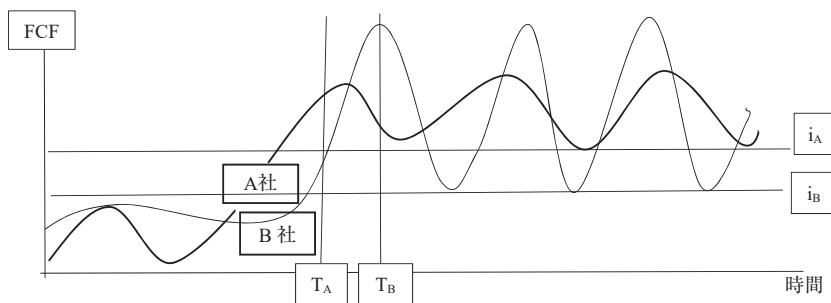
しかし、事業ごとにライフサイクルは異なり、経営戦略のPDCAを必要とする。そのとき、理念型最適資本構成の状態は、不均衡状態にシフトする。市場の資本資産価格が日々変動すると、理念型最適資本構成も変化する。市場の変化に対応して、経営者は、銀行借入や返済等の調整を行わねばならない。この人為的な資本構成の調整は、市場評価に追いつくことができない。資本資産の価格変動と資本構成の調整時間をゼロにできない以上、理念型最適資本構成と実際の資本構成の一致は稀有な事象である。実務上の調整プロセスが存在するのであれば、理念型均衡の成立と存在を確かめることはできない。

すべての事業にライフサイクルがあり、誕生前後と萌芽期、成長期と成熟期、そして衰退期に応じて企業評価と資本コストが変化する。環境変化のスピードや経営戦略の緩急が事業の長短となり、資本コストと資本構成の相違となる可能性がある。投資家の企業評価は市場価格となり、これに対応して経営者は時間をかけて資本構成を調整する。

起業時の払込資本は、事業活動に必要な資産購入や運転資本として支出される。プラスの財務CFがマイナスの投資CFと営業CFを支える。フリーCF（FCF）はマイナスである。売上収入の実現がない状況では、財務諸表上の期間損益計算上の利益もマイナスである。売上が実現しても、高い成長期待は、在庫投資やその他の諸費用の前払いを増やし、営業CFをマイナスにする。設備投資を急ぐ場合、投資CFもマイナスとなる。FCFがプラスに転じなければ、いずれ払込資本は底をつき、外部金融が必要となる。

財務諸表上の利益を計上しても、キャッシュが枯渇する前に、外部からの調達が必要になる。売上の成長期待とIRRの高い予想があっても、回収の確信が持てない場合には、銀行融資は困難であり、株主からの追加出資が必要になる。安定的なFCFの増加を期待できる状況になり、はじめて銀行からの融資が可能になる。銀行の受取利息は、FCFの下限を上回ることができない。他方、株主の取り分は銀行の取り分を除いたすべての残余である。

次の図は、異なるビジネスリスクの2社のFCFを表している。縦軸にFCFをとり、横軸は時間の経過を示している。A社の経営戦略は比較的安定したFCFが予想され、B社はA社に比較すると確信の度合いが低く、不安定なFCF予想の会社である。時間軸は、CAPMの検証や資本コスト測定のために利用される経常的な変動よりも長く、戦略の転換を図る期間が含まれる。山と谷が交互に出現するように描いているが、そこには規則性はない。このCFの波動は、同一事業における経常的なCFの変動を想定したものではなく、事業が稼得するFCFは、PPMにより変遷する。



FCFはなだらかな波に描かれているが、それは毎月あるいは毎年のFCFの移動平均線である。各期のFCFも同じような高低のある波を描いて変動している。それは資金繰り表などで管理される。ライフサイクルのステージを所与とすれば、取引先企業との収支や給与の支払いなど規則的な変動を繰り返すと想定できる。

予想されるIRRは、AB両社ともに同じ値であるが、B社はA社に比較して環境変化による戦略変更の波が高いと仮定する。この想定では、A社は $T_A$ まで、B社は $T_B$ に至るまで100%自己資本の会社である。B社の事業は確信の度合いが低いため、倒産リスクが高く、長期にわたり自己資本に依存する

ことになる。それは、融資の開始時期や融資額にも影響を及ぼしている。 $T_A$  は A 社に対する銀行融資の開始時点であり、 $T_B$  は B 社への融資開始点である。 $i_A$  は A 社が支払可能な利息であり、 $i_B$  は B 社が支払可能な利息である。つまり、A 社の融資総額や負債比率は、B 社の融資総額と負債比率を上回るように描いてある。

新規投資が計画されると、FCF 曲線は投資計画のリスク評価に応じてシフトする。現状と同じリスククラスの投資であれば、FCF を上方にシフトさせ、融資可能額も増加する。しかし、リスクの異なる新規投資の場合、FCF のグラフは異なる動きを示し、株式市場や金融機関の融資評価は変更を迫られる。その際、企業の資本調達は、既存事業に新規事業を加減した FCF 予想に基づく<sup>9)</sup>。

既存事業と新規事業の総 CF によって、融資枠は異なってくる。均衡理論モデルでは、過去と現在は分離され、各事業単位での資本調達が可能であるかの処理を行う。しかし、実際は、同一法人組織（連結対象企業）内の事業計画は、独立に評価できない。事業がライフサイクルを持つ以上、単一事業のみでは企業の継続性は担保されない。

PPM は、成熟した金のなる木（Cash Cow）から回収される CF を問題児（Problem Child）や花形（Star）に投資する。問題児への投資は、研究開発投資のような不確実性の高い投資である。開発投資のために融資を増やすことは難しい。財務諸表上、研究開発投資は、その多くが開発者の人件費となるため、株主の持ち分としては表示されない。将来の人的資本の成長・発展を期待した支出も同じである。財務諸表上、費用計上される投資は、資産評価されず、融資担当者の安全性評価は慎重になる。株主は内部留保として把握できないために投資を躊躇する。投資評価に変更が生じる可能性は、投資計

---

9) Rubinstein, Mark E. (1973) や亀川雅人 (2009) が論じるように、新規投資の資本コストは既存の資本コストを用いることができない。

画当初から織り込まれる。

研究開発投資や人材育成のための投資は、一般的には投資家の予想が困難である。経営者自身も、開発結果や人材育成の結果について確信を持っていないため、株主への説明責任を十分に果たすことができない。それだけ不確実な投資ということである。外部金融機関の融資や新株発行に依存できず、金のなる木から支出することになる<sup>10)</sup>。

金のなる木のCF余力が、投資のリスク許容度を決めることになる。売上の成長が確率的に見込まれるようであれば、高い確率の投資計画から順次銀行借入が可能になる。しかし、融資額も既存事業のCFが制約条件となる。確率的に高い事業であっても、既存事業におけるCFが不安定であれば、融資を受けることは容易ではない。潤沢で安定したCFを稼ぐ企業は、新規事業のリスク評価に関わらず借り入れが可能になる。

銀行は、既存事業のCFに対する新規投資額の相対的規模によって融資の諾否を決めることになる。既存事業におけるCFが潤沢であれば、経営者は機動的な資金調達手段の選択肢を持つことになる。

---

10) 人材育成の投資は、研究開発投資と同じ人的資本への投資であるが、その概念を理解するのは難しい。一般的に、労働者と資本家への所得分配として異なる利害関係者への所得として分類されるからである。しかしながら、企業に内部留保される資本は、財務諸表上の有形資産のみではない。従業員の将来の生産性上昇を期待する無形資産も資本家の財産増加に繋がるが、財務諸表上は人件費や委託費として処理される。研究開発費を含めて、会計上、資産と費用の処理に関しては様々な問題がある。

研究開発などの人的資本への投資は、帳簿記載上は人件費として計上されるため、内部留保にならない。既存事業で稼得される金のなる木のCFから支出されるが、四半期ごとの利益計算が求められる大企業は、開示すべき利益を維持するために、大規模な開発投資に踏み切ることができない。そのため、M&Aや開発部署を子会社とするような制度上の工夫を行う。研究開発投資は、企業の無形資産を形成するが、財務諸表上の費用として処理される支出は、本質的に株主に帰属する資産であっても、その把握が困難である。

## 4. 時間にわたる調整過程

### 1) 時価と簿価の乖離

投資決定の基本モデルは、NPV や IRR である。株主は、企業の個々の投資計画のみならず、既存事業の CF を考慮して投資の可否を決定する。そのため、株主は企業の資本構成を観察し、株主資本コストを上回る CF の稼得を期待して投資する。企業の負債が増加すると、レバレッジ利用による財務リスクが上昇する。

周知のように、財務諸表上の自己資本利益率（ROE）は、総資産利益率（ROA）、負債の利率（ $i$ ）、そして負債（ $L$ ）と自己資本（ $E$ ）の利用比率として、以下のような恒等式で示される。

$$ROE = ROA + (ROA - i)L/E \quad \dots\dots (1)$$

$ROA > i$  であれば、 $L$  の利用割合を増やすことで ROE は ROA 以上に上昇するが、 $ROE < i$  となる状況になると、ROE は ROA よりも大きく下落する。要するに、レバレッジの利用によって ROE のボラティリティが高まるため、負債利用は株主にとってのリスク要因になるということである。

しかし、財務諸表上の自己資本比率の高低は、経営戦略の成否による株価の変動を反映した時価評価の自己資本比率と無関連である。合理的な株主は、帳簿上の ROE や ROA の高低に関わらず、株式投資収益率（Stock Investment Ratio: SIR）や企業の市場価値に対する収益率（Return on Enterprise Value: REV）に注目する<sup>11)</sup>。レバレッジ企業の市場価値（EVL）は、株式時価総額（ $S$ ）と負債の時価総額（ $B$ ）の合計であり、負債の利率は市場で成立する利率（ $im$ ）である。したがって、レバレッジ利用の REV と SIR は以下のようになる。

---

11) 亀川（2019-b）参照せよ。

$$\begin{aligned} \text{REV} &= (\text{SIR} \times \text{S} + i_m \times \text{B}) / \text{EVL} \\ &= \text{SIR} (\text{S} / \text{EVL}) + i_m (\text{B} / \text{EVL}) \end{aligned} \quad \dots\dots (2)$$

$$\text{SIR} = \text{REV} + (\text{REV} - i_m) \text{B} / \text{S} \quad \dots\dots (3)$$

MMの世界は、(2)式と(3)式である。均衡が成立した状態は、投資家の期待（事前）と結果（事後）の乖離を不問に付す。機会選択は終了した状況であり、過去の期間損益と帳簿価額を有する財務諸表上の収益率とは無関係である。市場均衡では、REVはWACCであり、SIRは $k_s$ と一致している。経営者は、資本調達可否の尺度を入手したいが、MM的な均衡理論は投資計画の成否にかかわらず、資本コストと投資収益率が常に一致する調整済み状況を描くだけである。それゆえ、意思決定に有用な情報は提供しない<sup>12)</sup>。

そもそも財務諸表上の数値は、過去を評価するものであり現在もしくは将来の評価ではない。既存事業の価値は、過去のCFの実績ではなく、将来予想である。過去に潤沢なCFを稼得できても、将来CFと無関係であれば資本供給に繋がらない<sup>13)</sup>。認識すべきは、投資計画に対する資本供給者の評価である。新規投資計画による資本調達は、既存事業と新規投資のCFによって資本構成を変化させる。魅力的な投資によって株主価値が増加すれば、投資前の均衡資本構成から新たな均衡資本構成にシフトする。反対に、失敗した投資は、株主価値を毀損させるため、簿価の自己資本比率に変化がなくとも、時価による自己資本比率を悪化させ、新たな融資を抑制することになる。いかなる投資計画の実施も、簿価と時価の双方において、投資前と異なる資本構成となる。

一つの事業の財務諸表上の状態は、誕生から成長、成熟、衰退のライフサイクルに沿って、その資本構成を漸次的に変化させる。しかし、市場価値は

---

12) 亀川（2018）を参照されよ。

13) このことを理解すれば、 $\text{ROA} \geq \text{WACC}$  や  $\text{ROE} \geq k_s$  が、投資決定の判断材料とならないことが理解できる。亀川（2019-b）及び（2017-a）を参照せよ。

投資の価値評価によって瞬時に変化する。帳簿上の資本構成は、過去の選択的な資金調達の結果である。積み重ねられた調達結果として、帳簿上の資本構成が形成されているが、市場評価の資本構成は、過去の調達方法を反映するとは限らない。

## 2) 戦略的投資の評価変更

動学的な考察をするため、具体的な企業の投資行動を想定する。ビジネスリスクの高い投資案件は、戦略的意思決定のリスクに応じてリターンを要求する。過去の事例が蓄積している経常的なCFや株価の変動は、投資家にとって特別な関心事ではない。既存事業のCFや株価が日々変動しても、その変動が想定された分布を描いている限り投資は継続される。更新投資やCF総額に占める少額な投資計画は、銀行の融資枠を変更させない。

銀行はオーディナリーな事業に基づく経常的CFとダイナミックな経営戦略に基づくCFの双方を予想しなければならない。前者のリスクは、既存事業の経験値から評価される経常的なビジネスリスクであり、経常的管理の範疇にある。業種や生産要素の結合に応じて、固有の営業CFが期待される。営業CFは売上収入から変動的支出と固定的支出を控除したものである。固定的支出がゼロであれば、支出超過のリスク回避は可能であるが、固定的支出のないビジネスは超過利潤の機会を放棄する。

固定的支出は、利害関係者との固定的な取引関係の契約である。それは、ビジネスモデルの柔軟な運用を放棄し、支出の固定化というリスクと引き換えにリターンを期待する。しかし、内外環境の変化が著しい先端技術に関わる業種では、固定的生産要素（固定的支出）が弾力的な対応を困難にする<sup>14)</sup>。

---

14) 固定的生産要素は、有形資産に限定するものではない。解雇できない労働力は固定的生産要素である。事業を変更しようとしても、知識と経験を有する高度専門職の人材を変更するのは容易ではない。固定的生産要素とビジネスリスクに関しては、亀川（2016）を参照せよ。

それゆえ、経営戦略の実現可能性に関する高い確信が持てなければ、固定的取引関係の締結はできない。頻繁な環境変化を予想する事業は、CF予想の改定頻度が高く、銀行の融資枠に強い制限が課せられる。

当初予想のCFが見込めない場合、資本調達方法により、その後の投資機会の選択に相違をもたらす。株主資本で拠出された事業は、失敗を株主の損失で清算され、新規投資の採否は追加CFの評価に依存する。他方、銀行融資による事業の失敗は、返済期間にわたり既存事業のCFを減少させ、倒産リスクの上昇が新規投資を抑制する。事前の投資計画に加え、事後の結果を考慮するとき、資金調達方法が投資機会の選択肢に影響を及ぼす。

企業経営の実践的な試行錯誤的模索過程は、過去の状況を制約条件としつつ、合理的な資本調達方法を選択しなければならない。特に、中長期の戦略的経営計画を策定する場合、経常的で確率分布が形成済みの評価モデルは役に立たない。仮定される株主や金融機関は、中長期にわたる環境変化と投資計画の適合性を評価して、損失回避の抑制的行動を選択する。環境変化により企業価値の乱降下が予想されるとき、利潤の上限がなく、損失下限がゼロになる株主と、その株主の損失下限を支える債権者とは異なる行動を選択する。株主は、無限大の利潤期待に挑戦意欲を持つが、金融機関の約定利息は一定であるため、債務不履行の可能性が高まる状況に強い拒否反応を示す。それは、不確実な環境下で自らの利潤最大化が制限されるときに合理的行動である。

## 5. おわりに

理念型市場は仮定された状態によって異なる。MMは、投資が獲得するCFの質量が市場評価の唯一の変数となるような条件設定を行い、その後税制を導入した修正モデルを展開した。そして、倒産コストが加味され、ト



レードオフ理論に発展した。モデルのそれぞれは、制度上、異なる市場が想定されている。節税メリットと倒産コストを変数とするトレードオフ理論は、一定の理念型最適資本構成が想定された。一方、資金調達の手配やライフサイクルなどの議論には、資本資産の均衡価格は意味を持たない。ある時点の静学的な市場価格と実践的な企業の資金調達を説明する理論は、自ずと異なる考察方法が求められる。

摩擦のない市場は、理論構築の目的で仮定される条件設定である。与えられた条件以外はすべてが摩擦的要因となる。均衡価格の成立や調整活動は、いずれの場合も、条件次第であり、条件を変更すれば、常に不均衡となり、別の調整活動が必要になる。資本資産価格は、資本市場における様々な制度変更で変化する。税制や倒産のみならず、市場の取引規制は多種多様である。公正な取引を行うには規制が不可欠であり、規制のない市場では均衡価格が存在しない。理念型市場価格は規制価格でもある。

資本資産の価格は、制度的要因を織り込んで成立するが、その価格は常に変化する。変化する価格を前提とすると理念型最適資本構成は意味を持たない。本来、あるべき資本構成でなくても、株価は、その状態におけるあるべき価格として成立する。しかし、この株価水準が企業価値を最大化する資本構成でなければ、財務担当者は、調整を試みねばならない。企業に融資する金融機関の担当者も、資金需要に応じて調整を余儀なくされる。企業経営の活動には時間がかかるのである。事業のライフサイクルを取り上げたのは、こうした問題を踏まえた均衡の模索状況を論じるためである。

すべての調整時間を不問にするような静学的均衡を想定すれば、トレードオフ理論に基づく最適資本構成と資本資産価格の最大点、もしくは資本コストの最小点が成立する理念型市場は成立する。しかし、企業財務論は、時間にわたる意思決定論であり、確率分布を描けない確信の度合いで意思決定する中長期の戦略的経営戦略とそのための資金調達を分析の対象としなければ

ならない。金融資本市場は、投資家の期待が一致する状況にはない。ケインズ的な期待に関する確信の度合いは投資の状況に応じて変化し、ハイエクの競争概念にみられるように、経営者と投資家双方の探索的活動が資本コストと資本構成を決定する<sup>15)</sup>。

### 参考文献

- (1) DeAngelo, H. L. and Stulz, R. M. (2006) “Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory”, *Journal of Financial Economics*, vol.81 (2), pp.227-54.
- (2) Hasan, Mostafa M., Hossain, M., Cheung, A. W. K. and Habib, A. (2015) “Corporate life cycle and cost of equity capital”, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, vol.11(1), pp.46-60.
- (3) Hayek, F. H. (1945) “The Use of Knowledge in Society”, *American Economic Review*, XXXV, No.4, Sep. pp.519-30 and (1946) “The Meaning of Competition”, Stafford Little Lecture at Princeton Univ. (*Individualism and Economic Order*, Routledge & Kegan Paul LTD, 1964, 第二章「社会における知識の利用」および第三章「競争の意味」田中真晴/田中秀夫編訳『市場・知識・自由－自由主義の経済思想－』ミネルヴァ書房, 1986年所収)
- (4) Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan (J・M・ケインズ著, 塩野谷九十九訳『雇傭・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1941年)
- (5) Malcolm Baker and Wurgler, Jeffrey (2002) “Market Timing and Capital Structure”, *The Journal of Finance*, vol.57(1) Feb. pp.1-32.
- (6) Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review* vol.48(3), pp.261-297.
- (7) Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963) “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”. *American Economic Review* vol.53(3), pp.433-43.
- (8) Myers, Stewart C. (1984) “The Capital Structure Puzzle,” *Journal of Finance*, vol.39, pp.575-92.
- (9) Myers, Stewart C, and Majluf, Nicholas S. (1984) “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics* vol.13, pp.187-22.
- (10) Rubinstein, Mark E. (1973) “A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory”, *Journal of Finance*, vol.28, (March) in Stewart C. Myers ed.(1976), *Modern Developments in Financial Management*, Praeger Publishers, Inc., pp.46-60.

---

15) ハイエクとケインズは、異なる価値観と市場観を有しているが、新古典派的な市場均衡理論に批判的である点では共通している。

- (11) 亀川雅人 (2019-a) 「起業家と投資家－利潤源泉としての IR 活動－」『Disclosure & IR』Vol.11, 11月号, pp.109-14.
- (12) 亀川雅人 (2019-b) 「ROE 経営の誤謬－資本コストと ROE の無関連性－」『産業経理』Vol.79, No.2, 7月, pp.24-35.
- (13) 亀川雅人 (2018) 「資本コストの測定に関する方法論－企業財務研究の批判的考察－」『立教 DBA ジャーナル』第 9 号, 立教大学大学院ビジネスデザイン研究科, 2018 年 12 月 20 日, pp.11-24.
- (14) 亀川雅人 (2017-a) 「株主重視経営と ROE 経営の矛盾」『年報 財務管理研究』第 28 号, 日本財務管理学会, 5月, pp.147-155.
- (15) 亀川雅人 (2017-b) 「資本構成と資本コスト－企業の投資戦略と銀行の貸出制限－」『年報 経営分析研究』第 33 号, 日本経営分析学会, 3月 (共著者: 高橋隆太), pp.102-14.
- (16) 亀川雅人 (2016) 「資本構成とビジネスリスク－ビジネスリスクの調整メカニズムについて－」『経営会計研究』第 21 巻第 1 号, 日本経営会計学会, 10月 (共著者: 高橋隆太), pp.1-15.
- (17) 亀川雅人 (2012) 「トレードオフ理論とベッキングオーダーの関連性－ベッキングオーダー理論の動学的解釈－」『立教 DBA ジャーナル』第 2 号, 立教大学大学院ビジネスデザイン研究科, 2月, pp.3-18.
- (18) 亀川雅人 (2011) 「会計利益と株主価値～過去の成果と株主の機会選択～」『立教 DBA ジャーナル』第 1 号, 立教大学大学院ビジネスデザイン研究科, 2月, pp.3-17.
- (19) 亀川雅人 (2010) 「敗者復活コストと資本構成－倒産コストの拡張理論－」『経営ディスクロージャー研究』第 9 号, 経営ディスクロージャー研究学会, 3月
- (20) 亀川雅人 (2009) 「資産構成から見る資本コスト－限界資本コストと平均資本コストの関係を中心として－」『経営会計研究』第 12 号, 10月, pp.1-16.
- (21) 水野博志 (2021) 「株価トレンドの分析と予測」『福岡大学商学論叢』65(3-4), pp.425-46.
- (22) 村上泰樹 (2007) 「株主への資本還元政策について－企業ライフサイクルと証券市場の成熟性の観点から」『三田商学研究』第 49 巻第 6 号, 慶應義塾大学出版会, pp.221-30.