

## 日本の現代財務論의 發展과 약간의 問題點\*

諸井勝之助 \*\*

張 設 鎬 翻譯 \*\*\*

이번 韓國財務管理學會의 초청을 받아 1990년도 春季學術研究發表會에서 이렇게 특별 강연의 기회를 부여받게 된 것은 본인에게는 대단한 영광이 아닐 수 없습니다. 學會長 具孟會 선생을 비롯하여 회원 여러분께 심심한 감사를 드립니다.

그럼 지금부터 “現代財務論의 發展과 약간의 問題點”이라는 논제로 말씀을 드리고자 합니다. 이론의 순서에 따라 먼저 미국의 경우부터 살펴보기로 하겠습니다.

제2차 세계대전 직후 미국 株式會社 財務의 學術研究에서 지배적인 學說은 Arthur Dewing에 의해서 대표되는 制度論이었습니다. Dewing의 『The Financial Policy of Corporation』이 1920년 초판본으로 나온 이래, 장기에 걸쳐 이 책은 미국에 가장 권위있는 財務論의 著作으로 간주되어 왔습니다. 1953년에 간행된 이 책의 제5판을 보면 통산 1,500매를 넘는 2권의 큰 책 속에 株式이나 社債에 대한 證券制度論의 考察, 企業利益에 관한 會計的 說明 및 會社設立, 合併, 倒産, 會社更生 등에 대한 制度的 說明이 저자의 해박한 지식으로 상세히 전개되어 있습니다. 이러한 制度論의 接近은 상술한 제5판이 간행될 당시만 하더라도 학계에서 아직 상당한 세력을 가지고 있었습니다. 그러나 그러한 상황도 오래가지 않고 1960년대에 들어와서는 Dewing류의 制度論은 학계의 주류에서 완전히 자태를 감추게 되었습니다. 그리고 이에 대신해서 企業의 財務的 意思決定 즉 ‘financial decision making’을 중심과제로 하는 經濟學的 接近에 의한 財務論이 학계의 주류를 점하게 되었습니다.

財務的 意思決定을 중심과제로 하는 現代財務論의 형성에 있어서 최초로 중요한 역할을 하게 된 것은 ‘managerial economics’의 창시자로 유명한 Joel Dean입니다. 그의 저작은 몇 권이 있습니다만 그 중에서도 1954년에 발표된 “Measuring the Productivity of Capi-

\* 특별초청강연문

\*\* 日本東京大學 名譽教授 겸 靑山學院大學 教授, 前 日本經營財務研究學會長

\*\*\* 釜山水產大學校 水產經營學科 教授

tal”이라고 하는 논문입니다. 이는 DCF법 곧 ‘discounted cash flow method’를 제창한 문헌으로서 평가가 높은 것입니다.

現代財務論의 형성에는 Dean을 비롯하여 경제학자의 공헌이 큼니다만 그러한 사람들 중에서도 발군의 영향력을 발휘한 것은 Franco Modigliani와 Merton Miller입니다. 이 두 사람을 MM으로 부르기로 합니다. MM은 “The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment”란 제호가 붙어 있는 1958년의 획기적인 논문에서 企業의 市場價格이, 일련의 가정하에서는, 그 企業의 期待收益을 적절한 利益率로 자본화함으로써 주어지며, 資本構造와는 독립적이라는 것을 증명하고 이것을 第1命題로 했습니다. 이 第1命題를 근간으로 하는 MM이론의 발표는 학계에서 오랫동안 격렬한 논쟁을 불러 일으키게 되었습니다. 그 이유는 企業價値가 資本構造와 독립적이라고 하는 것은 企業가치를 최대로 하는 最適資本構造의 存在를 설명하는 傳統的 理論과 심히 대립되기 때문입니다. MM이론은 이론모델로서 극히 정교하고 완전시장에서는 아주 적절한 것입니다. 그러나 현실의 시장은 완전하지 않으므로 현실을 설명하는데는 이것으로는 아직도 불충분하다고 하지 않을 수 없습니다. 최근에는 MM이론의 불비한 곳을 보완하기 위한 시도가 여러가지로 행해지고 있는 것 같습니다.

MM에게는 또다른 1961년 발표의 “Dividend Policy Growth and Valuation of Shares”란 제호의 유명한 논문이 있습니다. 이 논문에 있어서 MM은 企業의 投資政策이 미리 결정되어 있다고 한다면 配當政策은 企業價値에 대해서 관계를 가지지 않는 즉 irrelevant하다고 논술했습니다.

現代財務論의 발표에 있어서 MM에 다음가는 것은 “Portfolio Selection”이라고 하는 Harry Markowitz의 1952년 논문에서 발단하는 現代포트폴리오理論의 登場이라 하겠습니다. 이 새로운 이론이 財務論에 도입되는 것은 언제부터인가를 한번 생각해 봅시다. 1963년에 간행된 Ezra Solomon의 연구서 『The Theory of Financial Management』를 보면 MM을 전통적 이론의 입장에서 비판의 대상으로 취급하고 있습니다만, 포트폴리오 이론에 대해서는 전혀 언급이 없습니다. 마찬가지로 『Managerial Finance』라는 J. Fred Weston의 잘 알려져 있는 교과서의 초판(1962년)과 재판(1966년)에도 역시 언급이 없습니다. Weston의 교과서에 포트폴리오이론이 등장한 것은 제3판(1969년)부터입니다. 위에서도 알 수 있는 바와 같이 現代 포트폴리오理論이 財務論에 침투하여 학계에 영향력을 떨치기 시작한 것은 대략 1960년 후반부터라고 해도 좋을 것입니다. 그런데 여기에 특기해 두어야 할 것은 William Sharpe의 다음 두 논문입니다. 그 하나는 1963년의 “A Simplified Model for Portfolio Analysis”이며 다른 하나는 1964의 “Capital Asset Prices : A Theory of Market under Conditions of Risk”입니다. 전자는 Markowitz류의 포트폴리오이론을 실무에 응용하는 데 있어서 큰 공적이 있으며, 후자는 ‘Capital Asset Pri-

cing Model(CAPM)’을 확립시킨 역사적 논문입니다. 1960년대 전반에 발표된 이들 두 논문에 의해서 現代포트폴리오理論의 골격은 거의 형성되었으며, 60년대 후반 이후 그 영향력은 現代財務論에 광범하고 깊게 침투해가기 시작했습니다. 그런데 우리들이 주목하지 않으면 안되는 것은 지금까지 언급한 학자들중 네 사람 모두가 노벨경제학상을 수상한 바 있다는 것입니다. 상세하게 말하면 Franco Modigliani는 1985년에 그리고 Harry Markowitz, Merton Miller, William Sharpe의 세사람은 1990년에 각각 노벨경제학상을 수상하였던 것입니다. 現代財務論의 基礎를 구축한 이들 학자들이 모두 노벨상을 수상했다고 하는 것은 現代財務論의 研究에 관계하고 있는 우리들에게 대단한 격려가 되고 즐거운 일이라고 하지 않을 수 없습니다.

더욱이 미국에 있어서 그후의 學說로서 주목해야 할 것은 Fisher Black과 Myron Scholes의 ‘Option Pricing Model’(1973년)과 Stephen Ross의 ‘Arbitrage Pricing Theory’(1976년) 등이었습니다. 이에 대해서는 설명을 생략하겠습니다.

지금까지 말씀드린 것은 미국에 있어서 現代財務論의 극히 대략적인 發展過程을 말씀드린 것 뿐입니다. 다음은 잠시동안 日本에 있어서 美國類의 現代財務論이 어떻게 받아들여졌는가에 대해서 이야기하고자 합니다. 미국의 現代財務論을 日本에 소개하는 데 있어서는 사실 제(諸井)가 중심적 역할을 해왔으므로 이후는 주로 본인을 중심으로 이야기하는 것을 용서하여 주시기 바랍니다.

저는 1946년에 東京大學 經濟學部를 수료하고 바로 연구실에 남아서 처음에는 회계학의 연구에 종사하였습니다. 會計學이라고 하더라도 범위는 넓습니다만 제가 주로 연구한 것은 原價計算과 管理會計였으며, 1951년에서 1964년까지 제가 東京大學 經濟學部에서 원가계산의 강의를 담당하였습니다. 그 강의내용은 아주 관리회계적 색채가 짙은 것이었습니다. 그러나 원가계산과 관리회계의 연구를 수행하는 과정에 있어 저의 學問的 關心은 점점 財務論 쪽으로 기울어져 갔습니다. 그것은 원가관리라든가 경영관리를 위한 회계정보의 제공이라고 하는 문제보다는 財務的 意思決定 쪽에 제가 더 깊은 흥미를 느꼈기 때문입니다.

당시 제가 정독한 재무론의 서적으로는 Harold Bierman과 Seymour Smidt의 『The Capital Budgeting Decision』(1960)이라든가 전술한 J. Fred Weston의 Managerial Finance의 초판(1962년)이라든가 또는 Ezra Soloman의 『The Theory of Financial Management』(1963년) 등이었습니다. 물론 Joel Dean의 저작이나 또한 잘 모르면서도 MM의 난해한 논문을 어쨌든 올바르게 이해한다고 하는 것은 당시의 나의 큰 노력의 목표였던 것입니다.

이와같이 하여 재무론의 연구를 하고 있던 무렵 마침 1965년부터 東京大學 經濟學部の

커리큘럼이 대폭 개편되어 經營財務라고 하는 강의가 신설됨과 동시에 그 강의 담당자로 제가 결정되었던 것입니다. 더구나 그때까지 제가 담당하고 있던 원가계산은 관리회계라 명칭을 바꾸어 그 담당자에는 젊은 조교수가 결정되었습니다. 이와같이 하여 저는 會計學에서 財務論으로 극히 자연스럽게 擔當科目 및 研究領域을 바꾸게 되었던 것입니다.

會計學의 研究에 있어서 많은 선생님들의 지도를 받았으나 財務論의 研究를 수행하는데 있어서는 문헌에 의존하여 거의 독학하지 않을 수 없었습니다. 독학한다는 것은 능력이 나쁩니다. 그러나 오래도록 명확히 이해되지 않는 概念이나 理論이 어떤 순간에 갑자기 이해되었을 때의 기쁨이란 다른 어떤 것보다 바꿀 수 없는 것이었습니다.

그런데 제가 東京大學에서 經營財務의 강의를 시작한 1965년 당시 일본에 있어서 널리 보급되어 있던 재무론은 ‘流動性管理’와 ‘收益性管理’, 말하자면 자동차의 양바퀴처럼 구성되는 經營管理論的 性格의 財務論으로서 管理會計와 긴밀한 關係를 가지는 것이었습니다. 그전부터 저는 이와같은 형태의 財務論에는 만족할 수가 없었으므로 무엇보다도 J. Fred Weston의 教科書에 의존하면서 이것에 Joel Dean의 研究成果를 첨가하여 經營財務의 講義를 시작하였습니다. 제가 종래의 재무론에 만족하지 못했던 것은 현실의 財務意思決定에는 時間이나 危險이 중요한 고려사항이 되는 데 대해서 낡은 經營管理論的인 財務論에서는 이러한 要因이 學問體系에 잘 정리되어 포함되어 있지 않기 때문이었습니다.

이와같은 이유에서 저는 미국에 있어서 급속히 발전하고 있던 경제학적인 재무론에 강한 매력을 느껴 이것을 연구하고 그 성과를 강의에서 취급하려고 노력하였습니다. 그렇지만 Modigliani와 Miller의 理論 혹은 Markowitz나 Sharpe의 理論을 올바르게 이해하는 데는 아주 많은 시간이 걸렸습니다.

동료 경제학자와 저의 대학원 강의에 출석한 젊은 연구자나 학생과의 토론을 통하여 많이 배웠던 것입니다. 東京大學 經濟學部에 있어서 저의 經營財務의 講義는 1984년 봄 제가 정년퇴직할 때까지 계속되었습니다. 그 강의의 성과는 1979년에 간행된 ‘經營財務 講義’에 정리되어 있습니다. 더구나 이 책의 제2판에는 동경대학을 떠난 후의 나의 연구 과제인 ‘國際財務’의 장을 첨가하여 1989년에 간행되었습니다.

그럼 이쯤에서 화제를 바꾸어 핵심적 문제점으로 돌아가기로 하겠습니다.

그런데 미국의 現代財務論을 연구하는 과정에 있어서 제가 알게 된 것은 現代財務論의 기초가 되고 있는 美國의 財務의 實際와 日本의 財務의 實際가 아주 상위하다는 것이었습니다. 이러한 엇갈림의 한 예로서 株式會社의 配當政策을 설명하여 드리고자 합니다.

配當政策에는 여러가지 형태가 있습니다만 대체적으로 말하면 美國에서는 配當性向(Payout ratio)을 중시하여 적어도 장기적으로는 配當性向이 일정수준에 접하도록 노력하는 경향이 강한데 대해서 日本에서는 配當率(額面配當率)을 중요시하여 配當率을 일

정수준에 유지하려는 경향이 강합니다. 여기에서 配當率이란 주식주의 配當額面을 분모로 하고 1주당의 配當을 분자로 하는 비율에서 구합니다. 곧 주식의 액면을 50엔, 1주당 배당을 5엔이라 하면 그 배당율은 10%라고 하는 것이 됩니다.

그전부터 저는 일본의 기업 사이에 광범하게 보급되고 있는 傳統的 配當政策의 내용을 安定配當率政策이라고 부르기로 하였습니다. 安定配當率政策은 安定配當政策과는 상위함으로 주의하시기 바랍니다. 安定配當政策은 'Stable dividend policy'의 이름으로 미국에도 있습니다만 安定配當率政策은 미국에는 전혀 존재하지 않습니다. 그 이유는 원래 配當率이라고 하는 概念이 미국에는 없기 때문입니다. 그런데 安定配當率政策에서는 먼저 장기에 걸쳐서 유지하려는 配當率, 즉 安定配當率이 결정됩니다. 그리고 1주의 액면에 이 安定配當率을 곱하여 1주당 配當을 결정하는 동시에 이 1주당 配當에 既發行株式數를 곱하여 配當總額을 결정하는 것입니다. 안정배당율을 15%, 1주의 액면을 50엔 기발행주식수를 1,000만주라 하면 1주당 배당은 50엔  $\times$  0.15로서 7.5엔, 배당총액은 7.5엔  $\times$  1,000만주로서 7,500만엔이 됩니다.

이상에서 명백히 된 바와 같이 安定配當率政策에 있어서 配當決定要因으로 가장 중요한 것은 安定配當率, 額面 및 既發行株式數로서, 配當性向은 配當決定要因이 되지 않습니다. 配當性向을 현저히 경시한다고 하는 것은 日本企業의 配當政策의 커다란 特徵이라 하지 않을 수 없습니다.

그런데 企業의 收益率이 비교적 안정되어 높을 경우 安定配當率政策下에서는 配當은 利益에 관계없이 고정되어 있는 데 반하여, 資産은 内部留保에 의해서 성장하고, 이에 따라 利益도 매년 증가하므로 配當性向은 매년 저하하게 됩니다. 이에 대해서 配當性向을 일정수준으로 유지하도록 하면 資産이나 利益의 成長과 대응하여 配當도 성장하게 되는 것입니다. 美國의 現代財務論에서는 配當性向을 일정하다고 가정하고 資産이나 利益의 成長率과 동일한 成長率로 配當도 성장한다고 생각하는 경우가 많습지만 이와 같은 配當成長모델은 配當性向을 중요시하는 미국의 현실을 반영하고 있다고 해도 좋을 것입니다. 問題는 이 이론모델을 日本에 그대로 적용해도 좋은가 하는 것입니다. 이러한 류의 문제는 지금까지 별로 취급된 바가 없습니다만 저는 금후 충분히 검토하지 않으면 안되는 문제라고 생각하고 있습니다. 이미 언급한 바와 같이 미국에 있어서 企業의 配當政策은 配當性向을 重要視하고 있으나, 여기에서 주의하지 않으면 아니되는 것은 이와 같이 배당성향을 중요시하는 배경으로서 미국에서는 利益(稅差減後 純利益)은 모두 株主에 귀속되는 것이라고 하는 인식이 사회전반에 보급되고 있다고 하는 현실입니다. 利益은 모두 株主의 것이므로 당연히 그 전액을 배당해야 하는 것입니다만, 그렇게 하면 기업이 필요로 하는 成長資金은 모두 外部調達에 의존하지 않으면 안되는 것입니다. 그러나 成長資金의 모두를 외부에 의존한다고 하는 것은 株主에 있어서 반드시 바람직한 것이라고 할 수는

없으므로 利益의 일부가 内部留保되고 그것에 의하여 配當이 감소되는 것을 株主가 용인하는 것입니다. 그때 株主에 있어서 문제가 되는 것은 利益의 몇 퍼센트(%)를 内部留保하고 몇 퍼센트를 配當하는가의 問題입니다. 미국의 기업이 配當決定에 있어서 配當性向을 중요시하는 것은 이상과 같은 株主의 態度에 대한 당연한 배려라고 해도 좋을 것입니다.

利益은 모두 株主에게 귀속되는 것이라고 하는 것이 미국에 널리 보급되어 있는 認識은 内部留保의 資本費用(cost of capital)의 理論에도 명백히 반영되어 있습니다. 그 이론의 내용을 소개하면 다음과 같습니다.

内部留保는 利益으로서 배당되지 않은 부분이지만 만약 그 利益部分이 유보되지 않고 배당되었다고 한다면 株主는 이 配當에 의해서 얻은 資金을 투자하고 그것에 의하여 얻은 일정한 利益 곧 收益率을 올렸을 것이 당연합니다. 그러나 그 收益率을 획득하는 기회는 利益을 내부유보하는 것에 의하여 株主로부터는 없어지는 것입니다. 그리하여 利益을 내부유보하는 것에 의하여 조달되는 資金의 코스트는 株主로부터 없어지는 收益率獲得의 機會의 價値 곧 그 收益率에 불과한 것입니다. 이와 같은 의미에서의 資本費用은 'Opportunity Cost'의 性格을 가지는 것이라고 하겠습니다.

이상에서 설명한 内部留保의 資本費用概念이 利益은 모두 株主에게 귀속된다고 하는 인식에 입각하고 있다는 것을 쉽게 이해했으리라 믿습니다. 그런데 지금까지 설명한 바와 같은 인식이 日本에서도 일반적으로 적용되는가하면 그렇지 않습니다. 적어도 현단계에서는 아직 적용되지 않는다고 대답하지 않을 수 없습니다. 이렇게 대답하는 이유는 첫째로 利益을 모두 株主의 것이라고 생각한다면 配當率에서가 아니고 配當性向을 중요시하지 않으면 안되는데 日本에서는 配當政策에 있어서 安定配當率이 중요시되는 반면 配當性向은 현저히 경시되고 있기 때문입니다.

利益은 모두 株主의 것이라고 하는 認識이 일반적으로 적용되지 않는다고 생각하는 둘째 이유는 日本에서는 内部留保의 資本費用은 제로(0)라고 하는 사고가 뿌리깊기 때문입니다. 이 사고에 따르면 利益中 安定配當率에 기인하는 配當은 株主의 것이나 이와같은 配當을 공제한 뒤의 利益部分 곧 内部留保는 株主의 것이라고 하는 것보다 회사의 것이라고 하는 것이 됩니다. 그리고 内部留保의 資本費用에 대해서도 회사의 입장에서 이것을 생각하고 内部留保도 회사의 것이므로 資本費用은 제로라고 판단하는 것입니다.

그런데 日本에서는 會社の 自己資本 혹은 純資産中 額面 資本金은 株主의 것이나 그 이외의 自己資本部分은 회사의 것이라고 생각하는 경향이 대단히 강합니다. 그리고 이와 같은 思考가 기초가 되어서 普通株의 總額面價額(額面資本金)에 安定配當率을 곱하여 계산한 配當은 株主의 것이나 内部留保는 會社の 것이라고 하는 사고가 유보되는 것입니다. 아시는 바와 같이 미국의 회사의 自己資本은 모두 'Stockholder's equity'라고 하며

모든 株主의 것으로 간주되고 있습니다. 따라서 利益을 모두 株主의 것이라고 보는 미국의 사고는 會社의 自己資本은 모두 'Stockholder's equity'라고 하는 사고와 표리일체를 형성하고 있다고 하겠습니다.

일본에서는 최근 配當政策에 있어서 配當率을 중요시하는 것에서 配當性向을 중요시하는 것으로 이행하도록 정부가 회사를 지도하고 있습니다. 그러나 이러한 사고의 전환은 사항이 株式會社制度의 根幹에 관한 것인만큼 대단히 어려운 일이라고 하지 않을 수 없습니다.

이상에서 配當政策 곧 株主의 본연의 자세에 대해서 일본과 미국의 상위점을 보아왔습니다만 美國의 現代財務論의 성과를 도입하는 경우 이러한 財務構造上의 상위점에 대해서 잘 음미하지 않으면 안된다고 하는 것이 제가 말하고자 하는 논점입니다.

끝으로 學會에 대해서 한 말씀하고 이 강의를 그만둘까 합니다. 일본에서는 日本經營財務學會라고 하는 것이 1977년에 조직되어 이후 활발히 연구활동을 하여 오늘에 이르고 있습니다. 현재 會員數는 420명이 됩니다. 오늘의 이 강연을 인연으로 하여 韓國과 日本의 會員의 교류가 도모되고 그것에 의하여 양국에 있어서의 財務論의 研究가 더욱 더 깊어지고 활발히 이루어질 것을 절실히 희망하여 마지 않습니다.

경청해주셔서 대단히 감사합니다.





## 現代財務論の發展と若干の問題點

諸井 勝之助

このたび韓国財務管理学会よりご招待を受け、春季研究大会においてこのような特別講演の機会を与えられましたことは私にとって大きな光栄であり、学会長の具孟會先生をはじめ会員の皆様方に深く感謝申し上げる次第であります。

さて、本日は「現代財務論の發展と若干の問題點」という論題のもとにお話をしたいと思います。議論の順序としてまずアメリカから見ることにしますが、第二次大戦後間もない頃まで、アメリカにおける株式会社財務の学術研究において支配的であった学説は、Arthur Dewing によって代表される制度論でありました。Dewing の *The Financial Policy of Corporation* は、1920年のその初版以来、長期にわたってアメリカにおける最も権威ある財務論の著作とみなされてきました。1953年に刊行された同書の第5版をみると、通算1,500ページを越す2巻の大冊のなかに、株式や社債についての証券制度論的考察、企業利益についての会計的説明、および会社設立・合併・倒産・会社更正などについての制度的説明が、著者の該博な知識のもとに詳細に展開されております。こうした制度論的アプローチは、上述の第5版の刊行当時は学会においてまだ相当の勢力を保っていましたが、しかしそうした状況も長続きせず、1960年代にはいと Dewing 流の制度論は学界の主流から完全に姿を消すこととなります。そして、これに代わって、企業の財務的意思決定つまり *financial decision making* を中心課題とする経済学的アプローチによる財務論が、学界の主流を占めるようになるのです。

財務的意思決定を中心課題とする現代財務論の形成にとって、最初に重要な役割を果たすことになったのは、*managerial economics* の創始者として有名な Joel Dean の資本予算の研究でした。資本予算に関する Dean の著

作はいくつかありますが、なかでも1954年に発表された *Measuring the Productivity of Capital* という論文は、DCF法すなわち *discounted cash flow method* を提唱した文献として評価の高いものであります。

現代財務論の形成には Dean をはじめ経済学者の貢献が大きいのですが、そうした人びとのなかで抜群の影響力を発揮したのは Franco Modigliani と Merton Miller です。この2人をMMと呼ぶことにしますが、MMは *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* と題する1958年の画期的論文において、企業の市場価値は、一連の仮定のもとでは、その企業の期待収益をそれに適当した収益率 $r$ で資本化することによって与えられ、資本構成からは独立であることを証明し、これを第1命題としました。この第1命題を根幹とするMM理論の発表は、学界に長く激しい論争をまきおこすことになりました。というのは、企業価値が資本構成から独立であるということは、企業価値を最大ならしめる最適資本構成の存在を説く伝統的理論と鋭く対立するからです。MM理論は理論モデルとしてはきわめて精緻で、完全市場ではまったく正しいが、しかし現実の市場は完全ではないので、現実を説明するにはこれではまだ不十分といわざるをえません。最近では、MM理論の不備を補うための試みがいろいろなされているようであります。

MMにはいま一つ、1961年発表の *Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares* と題する有名な論文があります。この論文においてMMは、企業の投資政策を所与とする場合、配当政策は企業価値に対してかわりを持たない、つまり *irrelevant* であると論じたのであります。

現代財務論の発表にとってMMに続く大きな出来事は、 *Portfolio Selection* と題する Harry Markowitz の1952年論文に端を発する現代ポートフォリオ理論の登場であります。この新しい理論が財務論に導入されるのはいつ頃からでしょうか。1963年刊行の Ezra Solomon の研究

書 *The Theory of Financial Management* をみると、MMは伝統的理論の立場から批判の対象として取り上げられていますが、ポートフォリオ理論のほうはまったく触れられていません。同じことは、*Managerial Finance* と題する J. Fred Weston のよく知られた教科書の初版（1962年）と第2版（1966年）にも当てはまります。Westonの教科書にポートフォリオ理論が登場するのは第3版（1969年）からであります。

以上からもうかがえるように、現代ポートフォリオ理論が財務論に浸透し、学界に影響力を振るいはじめるのは、おおむね1960年代後半からといってよいでしょう。ところで、このさい特記しなければならないのは William Sharpe の次の二つの論文であります。その一つは1963年の *A Simplified Model for Portfolio Analysis* であり、いま一つは1964年の *Capital Asset Prices: A Theory of Market under Conditions of Risk* であります。前者は、Markowitz流のポートフォリオ理論を実務に応用するうえで大きな功績があり、また後者は、*Capital Asset Pricing Model (CAPM)* を確立させた歴史的論文です。1960年代前半に発表されたこれら二つの論文によって現代ポートフォリオ理論の骨核はほぼ出来上がり、60年代後半以降、その影響力は現代財務論に広く深く浸透していくこととなります。

ところで、われわれの注目しなければならないことは、これまでにあげた学者のうち4人までがノーベル賞を受賞しているということです。詳しくいうと、Franco Modigliani は1985年に、そしてHarry Markowitz, Merton Miller, William Sharpe の3人は1990年にそれぞれノーベル経済学賞を受賞したのであります。現代財務論の理論的基礎を構築したこれらの学者がノーベル賞を得たということは、現代財務論の研究にたずさわるわれわれにとって、たいへん励みになるうれしい事といわなければなりません。

なお、アメリカにおけるその後の学説として注目すべきものには、Fisher

Black と Myron Scholes の Option Pricing Model (1973年) や Stephen Ross の Arbitrage Pricing Theory (1976年) などがあります。

これまで述べたところは、アメリカにおける現代財務論のごく大ざっぱな発展過程でありました。次にこれからあと暫くの間、日本においてアメリカ流の現代財務論がどのように受け入れられたかについてお話ししたいと思います。アメリカの現代財務論を日本へ紹介するに当たっては実は私が中心的役割を果たしてきたので、これからあと主として自分を中心に申し述べることをお許しいただきたいと思います。

さて、私は1946年に東京大学経済学部を卒業し、直ちに研究室に残ってははじめは会計学の研究に従事しました。会計学といっても範囲は広いのですが、私が主として研究したのは原価計算と管理会計です。1951年から64年まで私は東京大学経済学部において原価計算の講義を担当しましたが、その講義内容はかなり管理会計的色彩の濃いものがあります。このようにして原価計算と管理会計の研究を進めたわけですが、その過程で私の学問的関心はしだいに財務論の方へと傾いていくことになりました。というのは、原価管理とか経営管理のための会計情報の提供という問題よりも、財務的意思決定そのものの方が私には興味深く思われはじめたからです。

当時私が心をこめて読んだ財務論の書物としては、Harold Bierman と Seymour Smidt の The Capital Budgeting Decision (1960) とか、前述した J. Fred Weston の Managerial Finance の初版 (1962) とか、さらに同じく前述した Ezra Solomon の The Theory of Financial Management (1963) などがあります。もちろん、Joel Deanの著作や、またよく分からないながらも、MMの1958年論文にも目を通しておりました。企業評価をめぐるMMの難解な論文をなんとか正しく理解するという事は、当時の私の大きな努力目標であったわけです。

こうして財務論の研究を進めていた矢先、1965年から東京大学経済学部のカリキュラムは大幅に変更され、経営財務という講義が新設されるとともに、その講義担当者に私が決定したのです。なお、これまで担当していた原価計算は管理会計と名称を変え、その担当者には若い助教授が決まりました。このようにして私は、会計学から財務論へごく自然に担当科目ならびに研究領域を移行させることになったのです。

会計学の研究においては多くの先生の指導を仰ぎましたが、財務論の研究を進めるに当たっては文献を頼りに殆ど独学せざるをえませんでした。独学するという事は苦しく能率が悪いのですが、しかし長いことはつきり理解できなかった概念なり理論が、何かのほずみにふと明らかになったときの喜びは何物にもかえがたいものです。

ところで、私が東京大学において経営財務の講義をはじめた1965年当時、日本において広く普及していた財務論は、流動性管理と収益性管理をいわば車の両輪として構成される経営管理論的性格の財務論で、管理会計と緊密な関係を有するものでした。かねがね私はこのようなタイプの財務論には満足できなかったもので、とりあえず J. Fred Weston のテキストブックによりながら、これに Joel Dean の研究成果を加えたりして経営財務の講義を開始したのです。私が従来の財務論に満足できなかったのは、現実の財務の意思決定には時間やリスクが重要な考慮事項となるのに、古い経営管理論的な財務論ではこれらの要因が学問体系にきちんと組みこまれていないからです。

このようなわけで、私はアメリカにおいて急速に発展しつつあった経済学的な財務論に強くひかれてこれを研究し、その成果を講義に取り入れるように努力しました。もっとも Modigliani と Miller の理論、あるいは Markowitz や Sharpe の理論を正しく理解するにはだいぶ時間がかかりました。同僚の経済学者、それに大学院の私の授業に出席した若手研究者や学生との討論を通じてずいぶん教えられたものです。東京大学経済学部における私の経営財務の講義は1984年春、私が定年退職するまで続けられましたが、その講義の成果は1979年に刊行された「経営財務講義」にまとめられております。なおこの書物の第2版が、東大を離れたあとの私の研究テーマである国際財務の章を加えて、1989年に刊行されております。

この辺で話題を変えて問題点の方に移ることにしましょう。さて、アメリカの現代財務論を研究する過程において私の気づいたことは、現代財務論の基礎となっているアメリカの財務の実際と、日本の財務の実際とがかなり違っているということでした。こうした食い違いの一例として、株式会社の配当政策をとり上げてみたいと思います。

配当政策にはいろいろなタイプがありますが、大ざっぱにいうとアメリカでは配当性向 (payout ratio) を重視し、少なくとも長期的には配当性向が一定水準に達するように努力する傾向が強いのにに対し、日本では配当率 (額面配当率) を重視し、配当率を一定水準に維持しようとする傾向が強いのです。ここに配当率とは、株式の一株当たり額面を分母とし、一株当たり配当を分子とする比率で、株式の額面を50円、一株当たり配当を5円とすれば、配当率は10%ということになります。

かねて私は、日本の企業のあいだに広く普及している伝統的配当政策のことを、安定配当率政策と呼ぶことにしています。安定配当率政策は安定配当政策とは違いますから、ご注意ください。安定配当政策は stable dividend policy の名のもとにアメリカにもありますが、安定配当率政策はアメリカにはまったく存在しません。というのは、そもそも配当率という概念がアメリカにはないからです。さて、安定配当率政策のもとでは、まず長期にわたって維持しようとする配当率つまり、安定配当率が決められます。そして、一株の額面にこの安定配当率を乗じて一株当たり配当を決定するとともに、この一株当たり配当に発行済株数を乗じて配当総額が決定されるのです。安定配当率を15%、一株の額面を50円、発行済株数を1,000万株とすると、一株当たり配当は50円×0.15で7.5円、配当総額は7.5円×1,000万株で7,500万円となります。

以上から明らかなように、安定配当率政策において配当決定要因として重要なのは安定配当率、額面、および発行済株数であって、配当性向はそこでは配当決定要因とならないのです。配当性向の著しい軽視ということは、日本の企業の配当政策の大きな特徴といわなければなりません。

ところで、企業の収益率が比較的安定して高い場合、安定配当率政策のもとでは配当は

利益に関係なく固定化されるのに対し、資産は内部留保によって成長し、それに伴って利益も年々増加していきますから、配当性向は年々低下することになるのです。これに対して、配当性向を一定水準に保つようになれば、資産や利益の成長と見合って配当も成長することになります。アメリカの現代財務論では配当性向を一定と仮定し、資産や利益と同じ成長率で配当も成長すると考える場合が多いのですが、このような配当成長モデルは、配当性向を重視するアメリカの現実を反映していると云ってよいでしょう。問題は、この理論モデルを日本にそのまま適用してもよいかということです。この種の問題はこれまであまり取り上げられていませんが、私はこんご十分検討されなければならない問題だと思っております。

すでに述べたように、アメリカの企業の配当政策は配当性向重視型ですが、ここで注意しなければならないのは、このような配当性向重視の背景として、アメリカでは利益（税引純利益）はすべて株主のものであるという認識が社会全般にゆきわたっているという現実のあることです。利益はすべて株主のものだから本来ならその全額を配当すべきであるが、そうすると、企業の必要とする成長資金はすべて外部調達に頼らなければならなくなります。しかし、成長資金のすべてを外部に依存するということは株主にとって必ずしも望ましいとはいえないので、利益の一部が内部保留され、それによって配当が減少することを株主は容認するのです。そのさい株主にとって問題は、利益の何パーセントを内部保留し、何パーセントを配当するかということです。アメリカの企業が配当決定に当たって配当性向を重視するのは、以上のような株主の態度に対する当然の配慮であるといつてよいでしょう。

利益はすべて株主のものであるというアメリカに広く普及している認識は、内部保留の資本コスト（cost of capital）の理論にもはっきり反映されているところです。その理論の内容は次のようです。

内部留保は利益であって配当されない部分ですが、もしその利益部分が留保されずに配当されておれば、株主はこの配当によって得た資金を投資し、それによって一定のリターンつまり収益率をあげることはできたはずですが、しかし、その収益率獲得の機会、利益

を内部留保することによって株主から失われてしまいます。かくして、利益を内部留保することによって調達される資金の資本コストは、株主から失われる収益率獲得の機会の価値すなわち、その収益率にほかなりません。このような意味での資本コストは *opportunity cost* の性格をもつものであります。

以上に説明した内部留保の資本コスト概念が、利益はすべて株主のものであるという認識に立脚するものであることは、容易に理解されたとおりです。ところで、これまで述べたような認識が日本でも一般に通用するかというと、少なくとも現在の段階ではまだ通用しないと答えざるをえません。そう答える理由の第一は、利益をすべて株主のものと考えるならば、配当率ではなく配当性向を重視しなければならないのに、日本では配当政策において安定配当率が重視される反面、配当性向が著しく軽視されているからです。

利益はすべて株主のものだという認識が一般に通用しないと考える第二の理由は、日本では内部留保の資本コストはゼロだとする考え方が根強くあるからです。この考え方に従えば、利益のうち安定配当率にもとづく配当は株主のものだが、このような配当を控除したあとの利益部分つまり内部留保は、株主のものというより会社のものだということになります。そして、内部留保の資本コストについても会社の立場からこれを考え、内部留保は会社のものだから資本コストはゼロだと判断するのです。

ところで、日本では会社の自己資本あるいは純資産のうち、額面資本金は株主のものだがそれ以外の自己資本部分は会社のものだと考える傾向がたいへん強いのです。そして、こうした考え方がもとにあって、額面資本金に安定配当率を乗じて計算された配当は株主のものだが、内部留保は会社のものだという考え方が導かれるのであります。ご承知のように、アメリカの会社の自己資本は *stockholders' equity* とよばれ、すべて株主のものとされます。利益をすべて株主のものとするアメリカの考え方は、会社の自己資本はすべて *stockholders' equity* であるという考え方と表裏一体をなしているわけです。

日本では最近、配当政策において配当率の重視から配当性向の重視へ移行するようにと政府が会社を指導しています。しかし、こうした頭の切り替えは、事柄が株式会社制度の



根幹にかかわるだけにたいへん難しいと云わなければなりません。

以上、配当政策さらに株主のあり方について日本とアメリカの相違点をみてまいりました。アメリカの現代財務論の成果を導入する場合、こうした財務の仕組みの相違点についてよく吟味しなければならないというのが、私の申したい論点であります。

最後に、学会について一言してこの講演を終わりたいと思います。日本では日本経営財務研究学会というのが1977年に組織され、以後活発に研究活動を行って今日に至っております。現在の会員数は約420名です。本日のこの講演を機縁として、韓国と日本の学会員の交流がはかられ、それによって両国における財務論の研究がますます深められ盛になりますことを、切に希望するものであります。

ご清聴ありがとうございました。