

タイトル	A. S. デューイングの財務論と企業価値評価
著者	宇土，至心；UT0, Makoto
引用	季刊北海学園大学経済論集，64(2)：37-57
発行日	2016-09-30

《論説》

A. S. デューイングの財務論と企業価値評価

宇 土 至 心

はじめに

本稿は、アメリカの財務論研究者であった Arthur Stone Dewing（以下、デューイングとする）の財務論について分析するものである。具体的には、デューイングの財務論研究の中心ともいえる *Financial Policy of Corporations* の各版を追いながら、彼がどのような議論をしていたのかをみる。結論からいえば、各版異同の結果として、当初は存在しなかった企業価値評価に関する議論が登場することがわかる。20 世紀に入って学問領域が確立した財務論のいわば立役者でありながら、現代では忘れられた存在になりつつあるデューイングの財務論について分析することで、20 世紀前半という早い時期に企業価値評価が財務論の中で論じられていたことを明らかにすることが本稿の目的である。

本稿の構成は、以下のとおりである。第 1 節では、アメリカにおける財務論のこれまでの発展を概観し、その中でのデューイングの位置づけを確認する。米国財務論の登場は 19 世紀末から 20 世紀初頭にかけてまで遡ることができるが、デューイングはその代表的な研究者であり、彼の研究はいわゆる株式会社金融論とよばれる範疇に属する財務論だけでなく、米国財務論の発展にも大きく貢献した。第 2 節では、デューイングの *Financial Policy of Corporations* の各版異同を行なう。1919 年に初版が発行されたのち、1953 年発行の第 5 版まで重版されたこの著書は、デューイングのみならず当時の財務論にとっても中心的な研究でもあったといえよう。各版異同を行なうことで、どのような内容が議論されていたのかだけでなく、その内容がどのように変わっていったのかについてもみることができる。各版異同の結果、デューイングが企業価値評価について論じていることが明らかとなる。第 3 節では、そのデューイングの企業価値評価論の中身とその変化について考察する。

1 デューイング研究の位置づけ

1.1 米国財務論の発展とデューイング

財務論は企業の財務問題を研究領域としているが、19 世紀末から 20 世紀初頭にかけてのアメリカにおいて登場した。最初の文献は Greene, T. L. (1897) とされているが、その後 Mead, E. S. (1912) や Lough, W. H. (1909) なども登場した。1930 年代頃になると財務論の研究も増え、内容も充実した。また、1960 年代頃からはいわゆる MM 理論の登場により、財務論の研究はさらなる進展を遂げることとなった。

細井卓(1975)によれば、これまでの財務論はその名称と時期の観点から大きく3つに分けられる。1つ目は企業の資本調達問題を中心に議論する(伝統的な)財務論であり、株式会社金融論と呼ばれる。2つ目は企業の資本運用問題を中心に議論する(新たな)財務論であり、財務管理論と呼ばれる。3つ目は近年の財務論であり、企業金融あるいはコーポレートファイナンス(Corporate Finance)と呼ばれる¹。

また同様の議論として、小椋康宏(1968)は経営財務に関する研究を2つの流れに分け、1つを伝統的会社財務論(Corporation Finance)、もう1つを管理論的財務論(Business Finance, Financial Management)としている²。

さらに、河野豊弘(1968)によれば、財務論はその発展段階から3つに分けることができる。すなわち、企業の資本調達を対象とする財務論、企業の資本調達および資本運用を対象とする財務論、資本の調達および運用に加えて収益や費用の計画も対象とする財務論、の3つである³。

米国財務論の出発点となる株式会社金融論(あるいは会社金融論または株式会社財務論)は、19世紀末から1950年代にかけての理論であり、当時のアメリカで生じた第1次M & A運動の影響を受けつつ誕生した。前述のGreene, T. L. (1897)やMead, E. S. (1912)がその先駆的研究として位置づけられているが、なかでもデューイングによる研究が代表的とされ、彼の*Financial Policy of Corporations*は当時まだ学問領域として確立できていなかった財務論に学問的体系を与えたとされる⁴。株式会社金融論の特徴は、企業の設立から破産までの、いうなれば企業の一生涯にわたる財務問題を扱うというものである。また、企業の経営者のような内部的視点からではなく、銀行家のような企業の外部的視点から分析するというアプローチを備えている。デューイング以降は、Gerstenberg, C. W. (1924)やLyon, W. H. (1938), Guthmann, H. G. and Dougall, H. E. (1940)といった研究が現われ、株式会社金融論は1950年代頃まで受け継がれていくこととなった⁵。

一方、財務管理論は株式会社金融論の批判を出発点として登場した財務論であり、McKinsey, J.O. and Meech, S. P. (1923)がその先駆的研究とされている⁶。その後、Howard, B. B. and Upton, M. (1953)やSolomon, E. (1963), Weston, J. F. (1966)の研究が続き、次第に米国財務論の主流となっていく⁷。財務管理論の特徴は、その名称からもわかるように、企業の財務問題の中でも管理面を重視した理論であり、資本調達よりも資本運用を重視した内容を備えている。また、経営者のような内部的視点から分析し、資本の効率的な運用や最適な資本構成の決定について論じている⁸。

¹ 細井卓(1975), 47-51頁。

² 小椋康宏(1968), 67頁。

³ 河野豊弘(1968), 3頁。

⁴ 高橋昭三編(1984), 30-32頁。

⁵ 高橋昭三編(1984), 34頁。

⁶ これに対して、古川栄一は財務管理論がLough, W. H. (1917)に端を発していると述べている(古川栄一(1978), 25頁)。

⁷ 高橋昭三編(1984), 34-37頁。

⁸ 例えば、財務管理論の代表的研究者であったE. Solomonは「伝統的な研究方法」である株式会社金融論に対して、4つの点を批判している。すなわち、投資銀行の視点に立って財務問題を扱っていること、巨大な株式会社のみを研究対象としていること、企業が殆ど直面しないような発起や再編成に限定して考察していること、運転資本の管理に関する問題を重視していないこと、である(Solomon, E. (1963), pp. 5-6.)。

さらに、1960年代頃にいわゆるMM理論が登場すると、財務論の主たる関心は資本コストや資本構成に集まった。株式会社金融論で論じられていたような内容がその理論的重要性を失っていくと同時に、株式会社金融論そのものもいわば忘れられた存在となっていったといえよう。

1.2 デューイングに関する先行研究

米国財務論の先駆けとして、財務論の学問としての地位を確立させることに貢献したといえるデューイングの財務論研究は、当時のほかの財務論研究者にも大きな影響を与え、多くの研究で引用されたり参考とされた。しかし、デューイングの財務論研究そのものに対する先行研究は驚くほどに少ない。

Hunt, P. (1943) は、デューイングの *Financial Policy of Corporations* の第4版 (1941年発行) を批判し、次のように述べている。すなわち、「実際の事業活動の領域を扱うならば、財務担当者の視点から企業の問題を観察することで本当に重要な新しい問題を発展させることができる。われわれはみな、依然外部の視点からものをみている。例えば運転資本の不足与える制限された影響を考えてみればよい」と述べ、デューイングの株式会社金融論としての性質を真っ向から批判している⁹。

正木久司 (1974) は、デューイングの *Financial Policy of Corporations* の第5版 (1953年発行) の中の第1編第1章に位置する株式会社に関する議論を紹介することを目的としている。「デューイングがアメリカ株式会社財務の制度的研究において最高水準に位置することには異議はないが、その株式会社論、株式会社の本質規定においては必ずしも十分とはいえない」と結論付けており、分析の対象がデューイングの株式会社論に限定されている¹⁰。

一方、正木久司 (1976) は、デューイングが『社会科学の百科事典』の中の「株式会社財務」(Corporation Finance) で書いたもの、すなわち Dewing, A. S. (1931), を抄訳したものである¹¹。併せて、デューイングの *Financial Policy of Corporations* の第5版の序文の要旨も挙げられている。

副島保 (1987) および副島保 (1989) の第2章は、デューイングの *Financial Policy of Corporations* の第5版を取り上げ、株式の本質と評価について論じている。その中で、デューイングの評価に関する議論についても分析されている。デューイングは「1株当たりの株式の価値はその発行会社の企業価値を発行済株式総数にて除した商であるとみており、彼の株式評価論は企業評価論に終始している。その企業価値は企業収益力に依存すると考え、これを資本還元する方法をとっている」と述べており、デューイングの企業価値評価に関する議論を、株式評価論として捉えている¹²。

デューイングの財務論研究は当時の米国財務論だけでなく、それ以降の財務論においても様々な箇所引用されているものの、デューイングの財務論研究そのものに対する研究は少ない。たとえあったとしても前述のように、分析の対象が一部にとどまっている。例えば、正木久司 (1976) は、その冒頭でデューイングの *Financial Policy of Corporations* の第1版 (1919-20年発行) と第5版の編構成を並べて比較しているが、「その大要において大きく変わっていない」と

⁹ Hunt, P. (1943), p. 311. なお訳としては、細井卓 (1975), 218頁, を参照した。

¹⁰ 正木久司 (1974), 103頁。

¹¹ 正木久司 (1976), 118頁。

¹² 副島保 (1987), 81頁。

結論付けるに十分な検討を行っていない¹³。

そこで、本稿ではデューイングの *Financial Policy of Corporations* を第1版から第5版までの全てを取り上げ、版ごとの比較を行なう。なお、全5版分の分量を合計すると余りにも多いため、本稿の分析は構成上の変化にとどめたい。

2 デューイングの財務論とその変化

本節では、デューイングの財務論について概観する。具体的には、彼の代表作の1つである *Financial Policy of Corporations* (以下、本書とする) の各版異同から、彼の財務論の主な内容とその変化をみる。

2.1 デューイングの財務論研究

デューイングは1880年にボストンで生まれ、1971年に91年の生涯を終えている。母校でもあるハーバード大学にて教鞭をとり、1902年から1913年までは哲学を、1911年から1933年までは経済学とファイナンスを教えた。また、多くの企業の社長や取締役にも就任した。

デューイングの財務論研究のうち、代表的なものを古いものから順に挙げると、以下のようになる。

- ・ *History of the National Cordage Company* (1913年発行)
- ・ *Corporate Promotions and Reorganizations* (1914年発行)
- ・ *Financial Policy of Corporations*, 1st edition (1919-20年発行、以下第1版とする)
- ・ *Corporation Finance*, 1st edition (1922年発行)
- ・ *Financial Policy of Corporations*, 2nd edition (1926年発行、以下第2版とする)
- ・ *Corporation Finance*, 2nd edition (1931年発行)
- ・ *Financial Policy of Corporations*, 3rd revised edition (1934年発行、以下第3版とする)
- ・ *A Study of Corporation Securities* (1934年発行)
- ・ *Financial Policy of Corporations*, 4th edition (1941年発行、以下第4版とする)
- ・ *Financial Policy of Corporations*, 5th edition (1953年発行、以下第5版とする)

これらをみると、デューイングの財務論研究の中心に *Financial Policy of Corporations* が位置していることがわかる。そこで、以下では本書を分析することでデューイングの財務論の中身とその変化について概観しよう。

2.2 *Financial Policy of Corporations* の各版異同と構成変化

デューイングの著書 *Financial Policy of Corporations* は、「株式会社の財務政策」とも訳せるが、企業の設立から倒産、その後の再編成までの財務問題に関する研究である¹⁴。いわば、企業

¹³ 正木久司 (1976), 118-119 頁。

¹⁴ 諸井勝之助・若杉敬明編 (1984), 1 頁。あわせて、正木久司 (1974), 87 頁も参照。ほかには例えば、別府祐弘は「株式会社の財務方針」と訳し (E. ソロモン著, 古川栄一監修, 別府祐弘訳 (1971), 8 頁), 高橋昭三 は「会社金融政策論」と訳している (高橋昭三編 (1984), 32 頁)。

が誕生してから亡くなるまでの一生の財務的側面を領域とした理論である¹⁵。また、現実には起きた事例を客観的に分析することで経験的な諸原則を抜き出すという方法を用いて研究している¹⁶。

デューイングは本書を第5版まで重版している。

第1版は1919年から1920年にかけて書かれており、第1次世界大戦の直後にあたる。第1版は5分冊からなり、編毎に1冊となっている。また、最初の2編が1919年に、残りの3編が1920年にそれぞれ発行されている。

第2版は1926年に書かれており、アメリカにおける戦後の好況期と株式ブーム期の最中にあたる。第2版は分冊ではなく、1冊にまとめられている。

第3版は1934年に書かれており、世界大恐慌後の不況期にあたる。第3版も分冊ではなく、1冊にまとめられている。

第4版は1941年に書かれており、大恐慌から漸く脱出しようとしていた時期であり、かつ第2次世界大戦の時期でもある。第4版は2分冊からなり、第3編第6章までが「Volume I」であり、それ以降が「Volume II」となっている。そのために第3編は第1章から第6章までが「Part 1」、第7章から第10章までが「Part 2」と、2部構成になっている。

最後の第5版は1953年に書かれており、第2次世界大戦から立ち直りつつあった好況期の入り口にあたる。第5編も2分冊からなり、第3編までが「Volume I」であり、第4編以降が「Volume II」となっている。また、第5版のみ章の番号が続き番号で記されている。

本書の各版異同を行なうことには次の意味がある。まず、デューイングの財務論の中心的著作である本書を用いることで、彼の財務論の内容がどのように変化したのかをみることができる。次に、そのことを通して当時の米国財務論がどのような内容を備えていたのかをみることができる。

以下では、本書の各版異同から、内容構成上どのような変化があったのかについて分析する。

①編構成

表1は第1版から第5版までの編の構成をまとめたものである。おおよそ5編構成となっているが、第2版と第3版では6編構成となっている。第2版に関しては第6編に企業証券への投資に関する編(Investments)が追加されたためであり、第3版に関しては第2編に企業価値評価に関する編(Valuation)が追加されたためである。

これをみると、主な内容は、企業証券、発起、収益管理、規模拡大、破産および再編成の5つから構成されていることがわかる。

第1編は企業証券に関する編(Corporate Securities)であり、企業が発行する証券について書かれている。第1版から第5版まで一貫して第1編に置かれている。

第2編は企業の発起に関する編(Promotion)であり、企業が新しく設立されるときの方法や資本調達計画について書かれている。第1版と第2版では第2編であったが、第3版では第3編に置かれている。これは第3版において企業価値評価に関する新たな編が第2編に置かれたためである。その後、第4版と第5版では元の第2編の位置に戻ったが、編の名称は「企業価値評価および発起(Valuation and Promotion)」に変更されている。

¹⁵ 片山伍一・後藤泰二ら(1975), 6頁。あわせて、柴川林也編(1985), 6頁も参照。

¹⁶ 柴川林也(1979), 10頁。

表1 各版の編構成

	第1版	第2版	第3版	第4版	第5版
第1編	Corporate Securities	Corporate Securities	Corporate Securities	Corporate Securities	Corporate Securities
第2編	Promotion	Promotion	Valuation	Valuation and Promotion	Valuation and Promotion
第3編	The Administration of Income	The Administration of Income	Promotion	Administration of Income	Administration of Income
第4編	Expansion	Expansion	The Administration of Income	Expansion	Expansion
第5編	Failure and Reorganization	Failure and Reorganization	Expansion	Financial Readjustments	Financial Readjustments
第6編	—	Investments	Reorganization	—	—

出所) *Financial Policy of Corporations* の各版をもとに筆者作成。

第3編は企業の収益の管理に関する編 (Administration of Income) であり、収益の取り扱いと会計上の手続きなどについて書かれている。第3版のみ第4編に置かれているが、それ以外の版では全て第3編に位置する。

第4編は企業の規模拡大に関する編 (Expansion) であり、企業が規模を拡大させるときに直面する財務問題について書かれている。これも同じ理由で第3版のみ位置が異なる。

第5編は企業の破産および再編成に関する編 (Failure and Reorganization) であり、企業の破産の原因やその後の再編成に関する財務問題について書かれている。第1版と第2版では第6編に位置するが、第3版では第6編に位置し名称 (Reorganization) も若干変更されている。第4版と第5版では元の第5編の位置に戻ったが、編の名称は「財務再調整 (Financial Readjustments)」に変更されている。

なお、第2版のみ第6編に企業証券への投資に関する編 (Investments) が置かれている。これは4章からなり、投資収益の性質や景気循環に基づいた短期的投資手法、長期投資の方法など、主として証券投資家の目線からの企業証券投資の内容となっている。1920年代前半のアメリカにおける好況と企業の証券発行による資本調達の高発化によって、社会的にも証券投資が広がりつつあった当時の状況を受けたものであると推測される。

ちなみに、編を意味する言葉としては、第1版では「Volume」が、第2版から第4版では「Book」が、第5版では「Part」がそれぞれ用いられている。

次に、それぞれの編の章構成を概観しよう。

②企業証券

表2は第1編に位置する企業証券に関する編の各版の章構成をまとめたものである。

第1版では、この編は7章からなる。第1章は企業の資本と資本化について書かれており、主として普通株を扱っている。第2章から第4章までは債券に関する部分で、第2章で債券の基本的な性質について述べたのち、何らかの資産によって支払保証されている債券を第3章で、発行した企業自身の信用によって支払保証されている債券を第4章で扱っている。その後、債券の性質に類似した企業証券の内容が続き、第5章では設備担保証券を、第6章では優先株を、第7章では転換証券を、それぞれ扱っている。

第2版では、第1版から1章分増加し、8章からなる。具体的には第1版の第1章が2つに分

表2 各版の企業証券に関する編の章構成

	第1版	第2版	第3版	第4版	第5版
第1章	Capitalization and Common Stocks	The Elementary Concepts	Financial Characteristics of the Corporation	The Corporation	The Corporation
第2章	The General Form of Bonds	Capital Stock	The Capital Stock of the Corporation	The Forms of Corporate Organization	The Capital of the Corporation
第3章	Bonds Secured by Pledge of Specific Property	Stocks with Preferences	Preferred Stock	The Capital of the Corporation	The Capital Stock
第4章	Bonds Secured by Credit	The General Form of Bonds	Bonds	The Capital Stock	Fundamental Rights of the Corporation Stockholder
第5章	Equipment Obligations	Bonds Secured by Pledge of Specific Property	The Security Behind Bonds	Fundamental Rights of the Corporation Stockholder	Voting Trust Certificates
第6章	Preferred Stocks	Bonds Secured by Credit	Convertible Securities	Voting Trust Certificates	Preference Stocks
第7章	Convertible Issues	Equipment Obligations	—	Preference Stocks	Bonds
第8章	—	Convertible Issues	—	Bonds	Bond Security and the Sinking Fund
第9章	—	—	—	Bond Security	Convertible Securities
第10章	—	—	—	Convertible Securities	—
第11章	—	—	—	Payment of Bonds - Bond Sinking Fund	—

出所) *Financial Policy of Corporations* の各版をもとに筆者作成。

割され、前半の資本および資本化に関する内容が第2版の第1章に、後半の株式資本に関する内容が第2版の第2章に、それぞれ分けられている。また、第1版では第6章に位置していた優先株の章が、第2版では第3章に変更されている。

第3版では、第2版から2章分減少し、6章構成となっている。その原因は2つあり、まず債券の支払保証に関する内容である第2版の第5章と第6章が、第3版では第5章に統合されているためである。次に、設備担保証券に関する内容である第2版の第7章が、第3版では省略されているためである。

第4版では、第3版から5章分増加し、11章からなる。株式会社に関する第1章と企業組織に関する第2章は新設されている。第3章の企業資本は、第3版の第1章に近いものの、資本についての会計や法律といった様々な視点からの意見や、流動資本と固定資本の比較といった新たな内容を含んでいる。第5章は株主の権利に関する章であり、新設である。議決権信託に関する第6章は、第3版では第3編第7章に位置していたものである。減債基金に関する第11章は、第3版では第4編第10章に位置していたものである。ゆえに、第3版から増加した5章分の内訳は、新設されたものが3章分、第3版では別の編にあった章を移動したものが2章分、となる。

第3版と比べて、第4版の第1編がこれほど大きく変化した背景として、1934年に発行された著書 *A Study of Corporation Securities* の存在が挙げられる¹⁷。これは企業の証券や財務構造に

¹⁷ Dewing, A. S. (1934a).

特化した書籍であり、法人や株式資本、負債と支払保証、設備担保負債といった10章から構成されている。とりわけ、第1章の法人に関する内容は、第4版第1編第1章のそれに近い。*A Study of Corporation Securities* がその後重版されていないことを考えると、第4版がそれを内容的に引き継いだと推測される。

第5版では、第4版から2章分減少し、9章構成となっている。これは、第4版の第1章と第2章が統合されて第5版の第1章になったこと、および第4版の第9章と第11章が統合されて第5版の8章になったこと、によるものである。内容的にも構成的にも、大きな変化はみられない。

③発起および企業価値評価

表3は、主に第2編（第3版のみ第3編）に置かれている発起に関する編（第3版のみ企業価値評価に関する編を含む）の各版の章構成をまとめたものである。結論からいえば、第1版と第2版では発起のみ議論されていた第2編は、第3版では企業価値評価に関する新たな編が新設されることになったために、第3編となった。その後、第4版と第5版では企業価値評価値と発起が統合され、本来の第2編の位置に戻ることもあった。

第1版では、発起に関する編は第2編に位置し、9章からなる。第1章では発起人（プロモーター）について説明し、第2章では企業の発起における銀行家の役割について述べている。第3章から第6章は企業の発起における財務計画についての内容を扱っており、第3章で一般的な原則を述べたのち、産業別に、第4章では製造業、第5章では公益事業、第6章では鉄道事業の財務計画を説明している。続く第7章から第9章は発起のための資本調達に不可欠な証券の販売・売出に関する章であり、第7章では引受シンジケート、第8章では投資適格証券、第9章では投資不適格証券を扱っている。

第2版では、第1版と同様に、発起に関する編は第2編に位置するが、1章分増加し、10章からなる。その理由は、第2章に継続企業の企業価値評価に関する新たな章が新設されたためである。それ以外には、内容および構成ともに大きな変化はみられない。

第3版では、第2編に企業価値評価に関する新たな編が新設された。そのために、発起に関する編は第3編に位置することとなった。

まず新設された企業価値評価に関する第2編は、4章から構成されており、前述の第2版第2編第2章の内容が基礎となっているものの、内容が大幅に充実している。第1章で企業価値評価について概観した上で、第2章と第3章では産業企業（Industrial Corporations）の、第4章では公益事業会社の企業価値評価について述べている。

次に発起に関する第3編は、第2版からは2章分減少し、8章構成となっている。具体的には2章分の増加と、4章分の減少の結果である。前者に関しては、第2章に発起の手続きに関する新たな章が新設されたことと、第2版では第3編の第9章に位置していた議決権信託に関する章が移動してきたことによる。後者に関しては、企業価値評価に関する章である第2版の第2章が第3版では内容が拡充され第2編に移動したこと、発起における銀行家の役割について扱っていた第2版の第3章が省略されたこと、第2版第8章の引受シンジケートと第2版第9章の証券の販売・分売の2つの章が第3版では第5編に移されたことによる。構成としては大きく変化したが、内容としてはそれほど大きな変化はみられない。

第4版では、第3版の第2編（Valuation）と第3編（Promotion）が統合され、第2編（Valuation and Promotion）となった。構成的には、前半の第1章から第3章までが企業価値評

表3 各版の発起および企業価値評価に関する編の章構成

	第1版	第2版	第3版	第4版	第5版
Valuation					
第1章	—	—	The Theory of Values as Applied to Corporate Property	—	—
第2章	—	—	Valuation of Industrial Corporations	—	—
第3章	—	—	Practical Application of the Theory of Valuation to Individual Corporations: Two Concrete Cases Considered	—	—
第4章	—	—	The Valuation of Public Utilities	—	—
Promotion				(Valuation and Promotion)	(Valuation and Promotion)
第1章	The Promoter	The Promoter	The Promoter	Principles of Valuation	Principles of Valuation
第2章	The Banker's Contribution to Promotion	The Valuation of a Going Business for the Purpose of Promotion	The Procedure of Promotion	Valuation of the Business of an Industrial Corporation	The Valuation of Public Utilities
第3章	The General Principles Underlying the Financial Plan	The Banker's Contribution to Promotion	Fundamental Principles Determining the Financial Plan	The Valuation of Public Utilities	Valuation of the Business of an Industrial Corporation
第4章	The Financial Plan of a New Manufacturing Enterprise	The General Principles Underlying the Financial Plan	The Financial Plan of a New Industrial Enterprise	The Promoter	The Promoter
第5章	The Financial Plan of the New Public Utility	The Financial Plan of a New Manufacturing Enterprise	The Financial Plan of the New Public Utility	The Procedure of Promotion	The Procedure of Promotion
第6章	The Financial Plan of a Railroad Promotion	The Financial Plan of the New Public Utility	Miscellaneous Financial Plans	Financial Plan of a New Public Utility	Financial Plan of a New Public Utility
第7章	Underwriting Syndicates	The Financial Plan of a Railroad Promotion	The Voting Trust	Miscellaneous Financial Plans	Miscellaneous Financial Plans
第8章	Marketing of Investment Securities	Underwriting Syndicates	The Marketing of Low-Grade Securities	—	—
第9章	The Marketing of Low-Grade Securities	Marketing of Investment Securities	—	—	—
第10章	—	The Marketing of Low-Grade Securities	—	—	—

出所) *Financial Policy of Corporations* の各版をもとに筆者作成。

価に関する内容で、後半の第4章から第7章までが発起に関する内容である。

前半に関しては、第3版第2編から1章分減少したが、これは産業企業の企業価値評価に関する内容を備えた第3版第2編の第2章と第3章が統合されたことによるものである。企業価値評価に関しては、構成上は1章分減少しているが、頁数でみると増加しており、内容が充実している。

後半に関しては、第3版第3編の8章から第4版では4章へと、4章分も減少している。これ

は、第3版第3編の第3章と第4章が第4版では第5章に統合されたこと、議決権信託を扱った第3版第3編第7章が第4版では第1編に移動したこと、投資不適格証券を扱った第3版第3編第8章が省略されたことによる。

第5版では、第4版と比べて、編の名称も章の数も変化していない。第2章と第3章の順序が逆になっているが、特筆すべき変化はみられない。

④収益管理

表4は、主に第3編（第3版のみ第4編）に置かれている企業の収益管理に関する編の各版の章構成をまとめたものである。この編は企業が日々の活動の中で直面する様々な財務問題を扱っているが、企業が収益を上げているのか、また収益の計算をどのように行なうのか、という問題を論じており、会計的な内容も多く含まれている。

第1版では、この編は第3編に位置し、9章からなる。第1章では財務における会計の役割を示しており、第2章では主に資産の減耗と利益計算について述べている。第3章は負債のコストに関して、第4章では剰余金と利益に関して扱っている。その剰余金の蓄積としての準備金について論じているのが第5章であり、その後の第6章と第7章では獲得した利益の株主への分配について述べている。第8章は債券償還のための減債基金を、第9章は議決権信託をそれぞれ扱っている。

第2版でも第1版と同じく、第3編に位置し、9章からなる。特筆すべき変化はなく、第1版の第3章と第4章が、第2版では順序が逆になっているくらいである。

第3版では、この編は第4編に位置し、第2版からは1章分増加し、10章構成となっている。第1章は景気循環に関する章であり、これは第2版第6編第3章から転用されたと推測される。第2章は流動資本を扱っており、新設されたものである。第4章は減価償却を扱っており新設の章であるが、第2版においても第2章で減価償却について論じており、内容拡充によるものである。第6章から第10章までは、第2版の既存の章の順序が変更されている（それぞれ第2版第3編の第4章、第3章、第6章、第7章、第8章に相当する）。

第4版では、元の位置である第3編に戻るが、10章構成である点は同じである。ただ、第4版は2分冊で発行されたが、第3編はちょうどその境目に当たるため、第1章から第6章までが第3編第1部（Part 1 — Accounting Theory of Income Distribution）、第7章から第10章までが第3編第2部（Part 2 — Income Determination and Distribution）と、2部構成になっている。

第1部は、収益管理のうち特に会計に関する内容を扱った6章からなり、総利益から純利益を計算することが目的である。第1章は会計規則であり、第3版の第3章を受けている。第2章は減価償却であり、第3版の第4章を受けている。第3章は陳腐化を扱った新設の章だが、陳腐化に関する記述は第1版から存在しており、内容拡充によるものである。第4章から第6章は、第3版の第5章から第7章に相当する。

第2部は、会計以外の収益管理に関する内容を扱った4章からなる。第7章は流動資本であり、第3版の第2章にあたる。第8章は産業の好況と不況について論じているが、これは第3版の第1章を受け継いでいると推測される。第9章と第10章は、第3版の第8章と第9章に相当する。なお、第3版の第10章にあった減債基金に関する章は、第4版では第1編第11章に移されている。第4版は第3版と比較すると編の名称も章の数も変わっていないが、構成をみると大きく変わりつつも整理程度であり、内容に関して大きく変化したとはいえない。

表4 各版の収益管理に関する編の章構成

	第1版	第2版	第3版	第4版	第5版
第1章	The Significance of Accounting Theory in Finance	The Significance of Accounting Theory in Finance	The Industrial Cycle	Postulates of Accounting for Income	Postulates of Accounting for Income
第2章	Theory of Compensation for Wasting Assets	Theory of Compensation for Wasting Assets	Current Capital	Depreciation	Depreciation
第3章	The Cost of Borrowed Capital	Computation of the Surplus	Accounting Theory in Finance	Obsolescence	Obsolescence
第4章	Management of Surplus	The Cost of Borrowed Capital	Depreciation	Adjustments to Income for Contingencies, Reserves	Adjustments to Income for Contingencies, Reserves
第5章	Special Reserves for Business Contingencies	Special Reserves for Business Contingencies	Adjustments for Contingencies - Reserves	The Cost of Borrowed Capital	The Cost of Borrowed Capital
第6章	The Principles Governing the Distribution of Profits to Stockholders	The Principles Governing the Distribution of Profits to Stockholders	The Cost of Borrowed Capital	The Surplus	The Surplus
第7章	The Practical Expediency of Dividend Disbursements	The Practical Expediency of Dividend Disbursements	The Surplus	Current Capital	Current Capital
第8章	Treatment of Sinking Fund Reserves	Treatment of Sinking Fund Reserves	Principles Governing the Distribution of Profits to Stockholders	Industrial Booms and Depressions	Industrial Booms and Depressions
第9章	The Voting Trust	The Voting Trust	The Practical Expediency of Dividend Disbursements	Principles Governing the Distribution of Profits to Stockholders	Principles Governing the Distribution of Profits to Stockholders
第10章	—	—	Treatment of Sinking Fund	The Practical Expediency of Dividend Disbursements	The Practical Expediency of Dividend Disbursements

出所) *Financial Policy of Corporations* の各版をもとに筆者作成。

第5版は、第4版から変化しておらず、特筆すべき点もない。ただし、第4版にあった2部構成はみられない。理由としては、第5版も2分冊で発行されたものの、その境目は第3編と第4編の間に位置するためである。

⑤規模拡大

表5は、主に第4編（第3版のみ第5編）に置かれている企業の規模拡大に関する編の各版の章構成をまとめたものである。この編は、企業が事業規模を拡大するときに直面する財務問題を扱っており、拡大方法や資本調達について論じている。

第1版では、この編は第4編に位置し、9章からなる。第1章では規模拡大の原則について述べ、第2章では規模を拡大するときに直面する収益逡減について論じている。続く第3章から第5章は産業別の内容であり、第3章では主として企業結合形態により規模が拡大された産業企業を、第4章では主として株式支配形態により規模が拡大された鉄道会社を、第5章では主として

表5 各版の規模拡大に関する編の章構成

	第1版	第2版	第3版	第4版	第5版
第1章	Underlying Motives and Principles	Underlying Motives and Problems	Underlying Motives and Problems	Expansion	Expansion
第2章	The Law of Balanced Return	The Law of Balanced Return	The Economic Justification of Expansion	Economic Justification	Economic Justification of Expansion
第3章	Industrial Combinations	Industrial Combinations	Industrial Combinations	The Forms and Expedients of Expansion	The Forms and Expedients of Expansion
第4章	The Expansion and Consolidation of Railroads	The Expansion and Consolidation of Railroads	The Expansion and Consolidation of Railroads	Industrial Combinations	Industrial Combinations
第5章	The Public Utility Holding Company	The Public Utility Holding Company	The Public Utility Holding Company	The Expansion and Consolidation of Railroads	The Expansion and Consolidation of Railroads
第6章	The Community of Interests	The Community of Interests	The Community of Interests	The Holding Company	The Holding Company
第7章	The Sources of Capital and Short-Term Borrowings	The Sources of Capital and Short-Term Borrowings	Financial Plan of an Expanding Corporation	New Capital	New Capital - The Investment Banker
第8章	Expansion Through the Sale of Securities to Bankers	Expansion Through the Sale of Securities to Bankers	The Investment Banker's Service to the Corporation	Statements and Agreements in Merchandising of Securities	Statements and Agreements in Merchandising of Securities
第9章	Privileged Subscriptions	Privileged Subscriptions	Security Agreements - Syndicates and Groups	The Merchandising of Securities	The Merchandising of Securities
第10章	(補論)	Customer Ownership	The Merchandising of Securities	Special Subscriptions	Special Subscriptions
第11章	—	(補論)	Privileged Subscriptions	—	—
第12章	—	—	Customer and Employee Ownership	—	—

出所) *Financial Policy of Corporations* の各版をもとに筆者作成。

持株会社形態により規模が拡大された公益事業会社を、それぞれ扱っている。第6章は規模を拡大しようとする際に必要となる利害の一致についての章である。第7章から第9章は規模拡大のための資本調達に関する章であり、第7章は短期借入、第8章は銀行家への証券発行、第9章は発行される証券の優先的募集についての内容を備えている。

第2版でも同じく第4編に位置するが、第1版からは1章分増加し、10章構成となっている。新設されたのは第10章であり、顧客持株 (Customer Ownership) 制度に関する章である。顧客持株制度とは、主に公益事業会社が用いていたが、ガスや水道といった自社の公益サービスの消費者である顧客に株式を購入してもらうことで、新たな資本調達を行なう方法である。これは古くは1906年まで遡ることができるが、公益事業会社の合併運動と株式ブームが生じた1920年代に急速に拡大した。なお、補論については、デューイングが1921年に書いた論文を載せたものである¹⁸。

¹⁸ Dewing, A. S. (1921).

第3版では第5編に位置するが、第2版からは2章分増加し、12章からなる。第2章は章タイトルでみると規模拡大の経済的正当性となっているが、内容としては第2版第2章を継承しているといえる。第7章は規模拡大のための資本調達計画に関するものであり、その内容は第2版第7章の借入資本だけでなく、資本調達全般にまで拡充されている。第9章は引受シンジケートに関する章であるが、これは第2版では第2編第8章にあったものである。また、第10章は証券の販売・売出に関する章であるが、これも第2版では第2編第9章にあったものである。すなわち、第3版における2章分の増加は、第2版では別の編にあった2章が移動してきたことによるものである。

第4版では元の位置である第4編に戻るが、第3版からは2章分減少し、10章構成となっている。第3章は規模拡大の形態と手法をまとめた新たな章であるが、内容としては続く第4章から第6章までの各産業の規模拡大に関して論じている章に先んじて概要を述べているような箇所になる。第6章の名称は持株会社となっているが、内容は第3版第5章をそのまま引き継いでいる。第7章は資本調達に関する新たな章だが、内容としては第3版の第7章と第8章を併せたものとなっている。第10章も名称は新しいものの、内容としては第3版の第11章と第12章を併せたものである。一方、第1版から第3版まで第6章にあった利害一致に関する章は、第4版では(のちの第5版でも)消滅している。よって、減少した2章分の内訳は、新設による1章分の増加と、統合による2章分の減少および省略による1章分の減少となる。

第5版は、第4版から殆ど変化しておらず、特筆すべき点もない。

⑥破産および再編成

表6は、主に第5編(第3版のみ第6編)に置かれている企業の破産と再編成に関する編の各版の章構成をまとめたものである。この編は、企業の破産とその後の再編成を扱っている。

第1版ではこの編は第5編に位置し、7章からなる。第1章では破産した企業を再編成する際に直面する問題や再編成の簡単な定義について述べている。第2章は企業が破産に至る原因を分析している。第3章は再編成の手続きに関する内容を扱っており、再編成のための委員会設置、破産管財人の任命、再編成計画の作成、利害対立の調整について述べられている。第4章から第6章は主に鉄道会社の再編成に関する章であり、第4章は鉄道会社の再編成の歴史、第5章は再編成の実行に不可欠な資金の調達、第6章は再編成が実行される際の既存債券の取扱い、について扱っている。第7章は鉄道会社以外の産業企業の再編成問題について論じている。

第2版でも同じく第5編に位置するが、第1版からは2章分増加し、9章構成となっている。具体的には、鉄道会社の一種である牽引車(Traction)企業の再編成問題を扱う第7章と、債権者委員会による再編成問題を扱う第9章とが新設されたことによるものである。それ以外には大きな変化はない。

第3版では、第6編に位置し、編の名称も再編成(Reorganization)に変更されている。また章構成も変わっており、第2版からは4章分減少し、5章構成となっている。第1章は、第2版第5編の第1章と第2章が統合されたものである。第3章と第4章は鉄道会社の再編成問題を扱っているが、これは第2版第5編の第4章から第6章に相当する。第2版で新設された第7章と第9章は、第3版では省略されている。それらを踏まえると、第3版における4章分の減少の内訳は、統合による2章分の減少と、第2版でのみ章立てられた2章分の消滅とによることがわかる。また、第3版では再編成に関するこの編の分量も内容も大幅に減少しており、当時深刻化

表 6 各版の破産および再編成に関する編の章構成

	第 1 版	第 2 版	第 3 版	第 4 版	第 5 版
第 1 章	The Problem of Reorganization	The Problem of Reorganization	The Problem of Reorganization Resulting from Failure	Capital Readjustments	Capital Readjustments
第 2 章	Causes of Failure	Causes of Failure	The Procedure of Reorganization	Failure	Failure
第 3 章	The Procedure of Reorganization	The Procedure of Reorganization	The Evolution of the Theory of Railroad Reorganization	Reorganization	Reorganization in Its Historical Background
第 4 章	The Reorganization of Railroads	The Reorganization of Railroads	The Technique of Railroad Reorganization	The Evolution of the Theory of Railroad Reorganization	The Legal Postulates of the Plan of Reorganization
第 5 章	Money Requirements at Time of Railroad Reorganization	Money Requirements at Time of Railroad Reorganization	Industrial Reorganization	The Legal Postulates of the Plan of Reorganization	The Reorganization Plan
第 6 章	The Reduction in Fixed Charges in Contemporary Railroad Reorganizations	The Reduction in Fixed Charges in Contemporary Railroad Reorganizations	—	The Reorganization Plan	Reorganization of Industrial Corporations
第 7 章	Industrial Reorganization Plans	Traction Reorganizations	—	Reorganization of Industrial Corporations	Illustrative Cases of Reorganization Following Failure
第 8 章	—	Industrial Reorganization	—	Illustrative Cases of Reorganization	—
第 9 章	—	Creditors' Committee Reorganizations	—	—	—

出所) *Financial Policy of Corporations* の各版をもとに筆者作成。

しつづつあった大恐慌の影響を受けていない。むしろ、1920 年代の好況と株式ブームの影響が色濃く残っており、それは規模拡大を扱っている第 5 編の内容拡充にも表れている。

第 4 版では、元の位置である第 5 編に戻るが、編の名称が財務再調整 (Financial Readjustments) に変更されている。第 3 版からは 3 章分増加し、8 章構成となっている。内容としては、第 3 版以前と同様に、企業の破産と再編成問題を扱っているが、再編成から財務再調整へと変化した背景には大恐慌があると思われる。すなわち、多くの企業が破産しただけではなく、生き延びた企業であっても資本金の減少や剰余金の減少を余儀なくされたからである。新設された第 1 章は財務再調整に関する章であるが、ここでは主に企業のバランスシート上の資本の額を変化させるような手続き、例えば株式額面の変更、優先株配当のための再調整、株式分割などが論じられている。第 2 章と第 3 章は、第 2 版 (および第 1 版) のそれぞれ第 2 章と第 1 章に相当するが、第 3 版では第 1 章に統合されていたものが再び分割されてできたものである。第 5 章は再編成に関する法的な基礎要件を扱っており、これもその背景には大恐慌がある。企業の破産が続く中で、企業の更生を目的とした法律がアメリカで制定されたのもこの時期であり、裁判所においても企業の更生を目指した再編成の判断がなされるようになる。この章ではそのような企業の再編成計画に対する裁判所判決について分析している。第 6 章と第 7 章は、第 3 版第 6 編の第 4 章と第 5 章を引き継いでいる。第 8 章は企業の再編成に関する 2 つの具体例を論じている

章であり、新設されたものである。

第5版も同じく第5編に位置するが、第4版からは1章分減少し、7章構成となっている。これは再編成の歴史について論じている第3章が、第4版の第3章と第4章を統合したものになっていることによる。なお、第4章から第7章は、第4版の第5章から第6章に相当するが、内容的には再編成に関する記述が増加し、内容が拡充されている。

⑦まとめ

以上、第1版から第5版までの各版の構成とその変化について分析した。その結果を次の3点にまとめてみよう。

第一に、版の途中から登場しその後定着したものとしては、企業価値評価が挙げられる。第1版では議論されていなかったが、第2版では発起の一部として企業価値評価が議論された。さらに第3版になると、編としても内容としても独立した内容を備えるまでになった。第4版では発起と同じ編に統合されたが、第5版でもそれは引き継がれ、デューイング財務論の中で確固たる地位を獲得した。

第二に、内容としては重要であるがその位置が不安定なものとしては、減債基金や議決権信託、引受シンジケートなどがある。例えば、減債基金(Sinking Fund)に関する章は、第1版から第3版までは収益管理に関する編(第3編、ただし第3版では第4編)に位置していたが、第4版と第5版では企業証券に関する編(第1編)に位置した。議決権信託(Voting Trust)に関する章は、第1版と第2版では収益管理に関する編(第3編)に位置していたが、第3版では発起に関する編(第3編)に移動し、さらに第4版と第5版では企業証券に関する編(第1編)に移動した。引受シンジケート(Underwriting Syndicates)に関する章は、第1版と第2版では発起に関する編(第2編)に位置していたが、第3版では規模拡大(第5編)に移動し、第4版と第5版では章の名称としては消滅した(が内容は規模拡大に関する編の章に引き継がれた)。

第三に、一度は登場したが定着できずに消滅したものとしては、編でいえば第2版第6編の証券投資に関する編と第3版第2編の企業価値評価に関する編がある。前者に関しては、その内容のうち他の箇所に引き継がれた部分もあるが、編としては第2版に唯一である。一方後者に関しては、確かに編としては第3版に唯一だが、第4版以降も「企業価値評価および発起(Valuation and Promotion)」というように名称も内容も残ることになった。

3 デューイングの企業価値評価論

前節でみたように、デューイングの著書 *Financial Policy of Corporations* は20世紀前半にわたり5版まで版を重ねたが、その中での最も大きな変化は企業価値評価に関する内容が登場したことである。第1版には存在しなかった企業価値評価の議論は、第2版において初めて登場し、第3版では編をもつまでに内容が拡大された。その後の第4版(および第5版)でも、発起とともに1つの編に統合されたが、彼の財務論の主たる内容としてとどまった。そこで本節では、デューイングの企業価値評価論について考察しよう¹⁹。

¹⁹ 本節は、拙稿(2007a)および拙稿(2007b)の内容に基づいている。

3.1 デューイングの企業価値評価論の特徴

デューイングの企業価値評価の中身を一言でいえば、企業の収益力 (earning power) を資本還元 (capitalization) することで企業価値を評価するというものである。企業の設立目的は利益の獲得であり、それゆえ収益力が企業価値を評価するときの基準となる²⁰。その際、必要となるのは収益力と資本還元の比率 (割引率) の2つである。

デューイングは、収益力という用語をしばしば用いているが、具体的には企業の純利益 (net earnings) を考えている。単純に言えば、ある企業の価値を求めたいならば、その企業の純利益を資本還元の比率で除すことで求めることができる。問題はそれが将来も継続してかつ安定的に続くかどうかである。

利益の継続性や安定性は、次の2つに影響する。1つは純利益額の取り方であり、利益が安定した企業であれば直近の単年度の純利益額を計算に用いるが、利益が不安定な企業では過去からの純利益額の平均を計算に用いる²¹。もう1つは資本還元する際に用いられる比率 (ratio) であり、利益が安定した企業であれば低い比率を計算に用いるが、利益が不安定な企業では高い比率を計算に用いる²²。

またデューイングは、企業はそれを構成する3つの要素からなると考えている。すなわち、流動資産 (quick assets)、固定資産 (fixed assets) およびマネジメント (management) である。デューイングによれば、マネジメントとは経営者の経営能力だけではなく、のれんや特許といった無形資産、経営者と従業員との企業内関係、他の取引先や金融機関との企業間関係など、様々なものを含んだ用語となっている。企業価値の計算においては、高いマネジメント力が必要な企業の場合には資本還元の比率は高くなり、逆にマネジメントがそれほど必要ない企業の場合には比率が低くなる。これは、マネジメントが必要ということは、将来経営者が交代したり企業間関係が悪くなった場合には、現状の利益を生み出すことができなくなると、デューイングが考えていることによる。事業の進行にとってマネジメントは不可欠であるものの、マネジメントに頼ることは将来の収益力を不安視させるものとなるのである。

3.2 デューイングの企業価値評価論の登場と発展

①企業価値評価論の登場

デューイングの財務論に企業価値評価に関する議論が初めて登場したのは、1926年に発行された *Financial Policy of Corporations* の第2版である。企業の発起に関する第2編の第2章 (The Valuation of a Going Business for the Purpose of Promotion) として議論された。構成上または章の名称からもわかるように、デューイングは当初は企業の発起の一議論として企業価値評価を論じるつもりであったと思われる²³。

この現実的な背景としては、当時の公益事業会社の合併運動が考えられる。アメリカでは

²⁰ Dewing, A. S. (1926), pp. 262-264.

²¹ 例えば、公益事業会社の価値評価では単年度の利益を用いているのに対して、産業企業の場合はしばしば過去5年間の利益の平均を用いている。

²² デューイングによれば、資本還元の比率 (割引率) の数値に関しては、公益事業会社の場合では7~10%程度、産業企業の場合ではその企業のリスクに応じて12~25%程度になる (Dewing, A. S. (1926), pp. 266-277)。

²³ 例えば、企業価値評価が必要となる場面として、「既存企業の取得による新規企業の設立だけでなく、既存企業が競争相手の企業を取得し、統合企業を設立するとき」を挙げている (Dewing, A. S. (1926), p. 258)。

1910年代から1920年代にかけて公益事業会社が持株会社制度を利用して活発に合併を行っていた。特に1920年代に入るとその数も多くなり、その結果として例えば1924年時点の電力生産量の約4割が7つの持株会社によって占められるほどになった²⁴。

また理論的な背景としては、第2版の1年前に発行されたR. E. Badger（以下、バジジャーとする）による著書 *Valuation of Industrial Securities* がある。これに関しては、デューイング自身が価値評価に関する分析はバジジャーの影響を受けたものであると明言している²⁵。

バジジャー自身は企業の証券の価値評価に関心がある。彼は企業の資産を有形資産と無形資産とに分け、前者の価値をその残存価値で評価し、無形資産を企業の収益力を資本還元することで評価している。

一方、デューイングはこのバジジャーの研究の影響を受けて、第2版第2編第2章に初めて企業価値評価に関する章を新設した。内容や価値評価の方法はそのほとんどをバジジャーに依拠しているが、いくつか異なる点もある。

まず、バジジャーが証券の価値評価を念頭に議論したのに対して、デューイングは企業の価値評価について議論した点である²⁶。その意味では、デューイングは財務論において極めて早い時期に企業価値評価について論じた先駆者であるといえる。

次に、バジジャーが企業の資産を有益資産と無形資産に分けたのに対して、デューイングは企業の資産を流動資産と固定資産とマネジメント（management）の3つの要素に分けた点である。ここに財務論研究者としてのデューイングの性質が表われている。

ただし、バジジャーが有形資産を残存価値で評価し、無形資産を収益力の資本還元で評価するという方法はデューイングにも受け継がれた。デューイングは、第2版においては、3つの要素のうち、流動資産をその残存価値（正確には現金化したときの価値）で評価し、固定資産およびマネジメントを収益力の資本還元で評価した。では、なぜ流動資産は企業を構成する重要な要素であるにも関わらず、その価値評価において収益力の資本還元が用いられないのか。それは、デューイングが企業価値評価を議論する際に想定していたであろう公益事業会社においては、資産に占める流動資産の割合は低く金額的にも少ないこと、また日々の企業活動においても流動資産の役割は相対的に重要ではなかったこと、によると推測される。

②企業価値評価論の発展

第3版になると、企業価値評価は独立した編として、4章を備えた第2編に位置づけられた。企業価値の評価が単に企業設立時だけでなく、企業の合併や買収、企業の破産とその後の再編成など、様々な場面で必要になったからであろう²⁷。また、当時の大恐慌の影響を受けて多くの企業が破産や深刻な状況に陥ったことで、株主にとどまらず社会的にも企業に対する関心が高まったことも背景にあったと考えられる。

²⁴ Hoagland, H. E. (1947), p. 620; 西川純子 (1980), 277-278 頁。

²⁵ Dewing, A. S. (1926), p. 264. なお、第2版第2編第2章にはいくつかの引用文献が出てくるものの、価値評価に関する文献としては実質的にはバジジャーが唯一といってよい。

²⁶ デューイングによれば、企業買収において事業家を買うのは収益力であって物理的な資産ではなく、一方投資家を買うのは企業ではなく株式であり、価値評価は企業の価値を評価するものであると述べている (Dewing, A. S. (1926), pp. 264-274)。

²⁷ Dewing, A. S. (1934b), pp. 127-128.

また第2版では主として公益事業会社の価値評価に関して議論していたが、第3版では4章構成になったことも関係して、公益事業会社だけではなく鉄道会社や製鉄会社といった他の産業に属する企業も議論の対象となっている。

第3版が第2版から理論的に大きく変化した点は、企業価値の評価方法である。第2版では、企業を構成する3要素のうち、流動資産を残存価値で、固定資産とマネジメントを収益力の資本還元で、それぞれ評価した。それが第3版になると、3要素全てを収益力の資本還元で評価し、もし通常の営業活動に必要な額以上に流動資産を保有している場合は、その超過分に限り残存価値にて評価し合計することで、企業価値を評価することになった。すなわち、第2版においては別の方法で価値評価されていた流動資産も、第3版では収益力の資本還元により価値評価されるようになったのである。このことは、企業そのものの価値を評価するという考え方がデューイングの第3版にて確立したことを意味する。

このような理論的な変化が生じたのは、企業価値評価の対象が様々な産業に属する企業にまで広げられたためであろう。特に、小売や自動車といった企業においては流動資産も日々の営業活動に不可欠な資産であり、資産総額に占める割合も公益事業会社と比べて高い²⁸。

その後の第4版では、企業価値評価と発起は1つの編に統合され第2編に位置することになった。ただし、企業価値評価は第2版のように発起の一問題としてではなく、あくまでも独立した議論としてデューイングの財務論に定着することになった。それは第5版においても変わることがなかった。

3.3 デューイング以後への影響

デューイングの理論的な貢献は、1つは初期の米国財務論において企業価値評価に関して論じたことであり、もう1つは企業価値を企業の収益力に基づいて資本還元することで評価したことである。では、デューイング以外ではどのような議論がなされていたのか。この点に関して、デューイング以後の米国財務論における議論を概観する。

まず、財務論における企業価値評価について、いくつか年代順にならべてみよう。

Burchett, F. F. (1934) は持株会社における子会社の価値評価の中で、企業価値について論じている。いかなる企業であれ、企業価値はその企業が上げた収益によってのみ決まると述べ、企業価値が企業の収益に基づいて評価されている²⁹。

Field, K. (1938) は企業統合との関係で企業価値について論じている。企業価値は究極的には収益力に基づくものであり、将来の平均利益の見積もりとそれを割り引く比率によって計算されることになる³⁰。また、参考文献としてバジジャーとデューイングの第2版が挙げられており、デューイングの影響を受けている。

Jome, H. L. (1948) は複数の箇所では企業価値に関して言及しており、企業の現在価値を決定するためには資本還元法を用いるとしている³¹。

²⁸ 拙稿 (2007b), 24-25 頁。これによれば、総資産に占める固定資産の割合は、AT & T や Consolidated Gas (NY) といった企業では9割近くと高く、一方で GM や Eastman Kodak といった企業では4割ほどであったことがわかる。

²⁹ Burchett, F. F. (1934), pp. 344-345.

³⁰ Field, K. (1938), p. 310.

³¹ Jome, H. L. (1948), pp. 579-580.

そのほかにも、例えば Donaldson, E. F. (1957) や Osborn, R. C. (1959), Schwartz, E. (1962) など、1950 年代になると財務論において企業価値に関する議論が頻繁にみられるようになる。

次に、収益力の資本還元については、デューイング以降、実に多くの文献で議論されるようになる。前述の文献以外では以下のようなものがある。

Guthmann, H. G. and Dougall, H. E. (1940) はキャピタリゼーション (capitalization) の定義に関する箇所、将来収益の予想を割り引くことで資産の現在価値を求める方法であると述べている³²。

Bosland, C. C. (1949) は過大資本化に関する議論の中で、適切な資本化のためには資本化総額 (証券発行総額) が収益力に基づいて計算された資産価値に等しくなる必要があると述べている³³。

Bradley, J. F. (1953) は収益を生み出す資産あるいは事業の価値を測定するための方法として、収益の資本還元を挙げている。また、収益の資本還元のためには、将来の利益の見通しとそれを割り引く資本化比率 (割引率) が必要であると述べている³⁴。

Husband, W. H. and Dockeray, J. C. (1957) はキャピタリゼーションの定義に関する箇所、企業証券の発行は企業の収益 (の資本還元) に基づいて決められるべきであると述べている。また、参考文献としてデューイングの第 2 版を挙げている。

以上みたように、デューイング以降、他の財務論の文献においても企業価値や収益力の資本還元に関する記述が増え、中には参考文献としてデューイングの財務論を挙げるものもあった。その後の財務論は資金の管理や投資決定に軸を置く財務管理論が主流となり、デューイングらの株式会社金融論は忘れ去られた存在となっていく。そのような株式会社金融論の代表的研究者の一人であるデューイングが、企業価値評価について論じていたことは注目に値する³⁵。

おわりに

本稿では、デューイングの財務論研究の中心である *Financial Policy of Corporations* の各版異同を行ない、デューイングの財務論の内容とその変化について分析した。その結果として、当初は存在しなかった企業価値評価に関する議論が、まず第 2 版において発起問題の一部として登場し、その後第 3 版において独立した編を持つまでに内容が拡大されたことが明らかとなった。第 4 版以降は、発起とともに 1 つの編を構成するに至ったが、それでもデューイングの財務論の中で不可欠な内容として定着した。

最後に、本稿を踏まえた今後の課題を 2 つだけ挙げたい。1 つは、今回はデューイングを主たる分析対象としたが、デューイング以外の財務論研究に関する分析は不十分といわざるを得ない。特に、デューイング以外の、時代とともに版を重ねたような財務論研究に対しても各版異同を行なった場合に、どのような結果が得られるのかは興味深い問題である。もう 1 つは、デューイン

³² Guthmann, H. G. and Dougall, H. E. (1940), 84-85.

³³ Bosland, C. C. (1949), 141-148.

³⁴ Bradley, J. F. (1953), 242-245.

³⁵ 本稿の分析対象ではないが、ドイツでもアメリカと同じように、財務論の研究は株式会社金融論をその出発点としており、中でも E. Schmalenbach はデューイングとほぼ同時期に、財務論のなかで企業価値評価について論じていた。これについては、高橋昭三編 (1984), 34 頁、を参照。

グの企業価値評価論に影響を与えたであろう第2次M & A運動に関する分析は、本稿では一切行なわれていない。デューイングが現実にした事例を客観的に分析することで経験的な諸原則を抜き出すという方法を用いて財務論研究を行なっているとするならば、まさに第2次M & A運動期は第2版から第3版にかけての時期にあたる。デューイングの企業価値評価論をより詳細に考察するためには、実際の企業の合併・買収の事例を分析し、企業価値がどのように評価されていたのかを調べる必要がある。

参考文献

- Badger, R. E. (1925), *Valuation of Industrial Securities*, Prentice-Hall.
- Bosland, C. C. (1949), *Corporate Finance and Regulation*, Ronald Press.
- Bradley, J. F. (1953), *Fundamentals of Corporation Finance*, Rinehart & Company.
- Burtchett, F. F. (1934), *Corporation Finance*, Harper & Brothers Publishers.
- Dewing, A. S. (1914), *Corporate Promotion and Reorganizations*, Harvard University Press.
- Dewing, A. S. (1919-20), *The Financial Policy of Corporations*, Ronald Press.
- Dewing, A. S. (1921), "Statistical Test of the Success of Consolidations," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 36, Issue 1, pp. 84-101.
- Dewing, A. S. (1926), *The Financial Policy of Corporations*, revised edition, Ronald Press.
- Dewing, A. S. (1931), "Corporation Finance," Seligman, E. R. A. (ed), *Encyclopedia of Social Science*, Vol. 4, Macmillan.
- Dewing, A. S. (1934a), *A Study of Corporation Securities*, Ronald Press.
- Dewing, A. S. (1934b), *The Financial Policy of Corporations*, third revised edition, Ronald Press.
- Dewing, A. S. (1941), *The Financial Policy of Corporations*, fourth edition, Ronald Press.
- Dewing, A. S. (1953), *The Financial Policy of Corporations*, fifth edition, Ronald Press.
- Donaldson, E. F. (1957), *Corporate Finance*, Ronald Press.
- Field, K. (1938), *Corporation Finance*, Ronald Press.
- Greene, T. L. (1897), *Corporation Finance*, Putnam.
- Gerstenberg, C. W. (1924), *Financial Organization and Management of Business*, Prentice-Hall.
- Guthmann, H. G. and Dougall, H. E. (1940), *Corporate Financial Policy*, Prentice-Hall.
- Hoagland, H. E. (1947), *Corporation Finance*, third edition, McGraw-Hill.
- Howard, B. B. and Upton, M. (1953), *Introduction to Business Finance*, McGraw-Hill.
- Hunt, P. (1943), "The Financial Policy of Corporations," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 57, Issue 2, pp. 303-313.
- Husband, W. H. and Dockeray, J. C. (1957), *Modern Corporation Finance*, fourth edition, Richard D. Irwin.
- Jome, H. L. (1948), *Corporation Finance*, Henry Holt and Company.
- Lough, W. H. (1909), *Corporation Finance: An Exposition of the Principles and Methods Governing the Promotion, Organization and Management of Modern Corporations*, Alexander Hamilton Institute.
- Lough, W. H. (1917), *Business Finance: A Practical Study of Financial Management in Private Business Concerns*, Ronald Press.
- Lyon, W. H. (1938), *Corporations and Their Financing*, Heath.
- McKinsey, J.O. and Meech, S. P. (1923), *Controlling the Finances of a Business*, Ronald Press.
- Mead, E. S. (1912), *Corporation Finance*, D. Appleton.
- Mead, E. S. (1922), *Corporation Finance*, revised edition, D. Appleton.

- Nelson, R. L. (1959), *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, NBER.
- Osborn, R. C. (1959), *Corporation Finance*, Harper.
- Schmalenbach, E. (1928), *Finanzierungen*, Gloeckner Verlag. (鍋島達訳 (1932) 『会社金融論』 同文館。
- Schwartz, E. (1962), *Corporation Finance*, St. Martin's Press.
- Solomon, E. (1963), *The Theory of Financial Management*, Columbia University Press. (古川栄一監修, 別府祐弘訳 (1971) 『財務管理論』 同文館出版。)
- Weston, J. F. (1966), *The Scope and Methodology of Finance*, Prentice-Hall. (古川栄一監訳, 永島敬識・村松司叙訳 (1969) 『企業財務論の方法』 東洋経済新報社。)
- 宇土至心 (2007a) 「A. S. Dewing における無形資産と有形資産の区別とその消失— R. E. Badger の所説との対比—」九州大学大学院『経済論究』第 129 号, 1-18 頁。
- 宇土至心 (2007b) 「A. S. Dewing における『企業の擬制資本化』の成立」九州大学大学院『経済論究』第 129 号, 19-38 頁。
- 小椋康宏 (1968) 「経営財務論の展開」一橋大学『一橋研究』第 15 号, 67-72 頁。
- 片山伍一・後藤泰二ら (1975) 『経営財務論 (新版)』ミネルヴァ書房。
- 河野豊弘 (1968) 『財務管理』ダイヤモンド社。
- 柴川林也 (1979) 『投資決定論 (新版)』同文館。
- 柴川林也編 (1985) 『財務管理』中央経済社。
- 副島保 (1987) 「A. S. デューイングの株式評価論批判」福岡大学『福岡大学経済学論叢』第 32 巻第 2 号, 69-104 頁。
- 副島保 (1989) 『株式の本質と評価』日本経済評論社。
- 高橋昭三編 (1984) 『経営財務の基礎理論』同文館。
- 西川純子 (1980) 『アメリカ企業金融の研究— 1920 年代を中心として—』東京大学出版会。
- 古川栄一 (1978) 『改訂財務管理』経林書房。
- 細井卓 (1975) 『経営財務原論』丸善。
- 正木久司 (1974) 「A. S. デューイングの株式会社論」同志社大学『同志社商学』第 26 巻第 3 号, 87-103 頁。
- 正木久司 (1976) 「A. S. デューイングの株式会社財務論」同志社大学『同志社商学』第 28 巻第 1 号, 118-134 頁。
- 諸井勝之助・若杉敬明編 (1984) 『現代経営財務論』東京大学出版会。