

〈論 説〉

## 資本化と現在価値

鈴木 芳 徳

### 目次

- (1) 開題
- (2) 二様の「資本化」概念
- (3) 現在価値概念の先行者
- (4) John Burr Williams, *The Theory of Investment Value*. (1938)
- (5) むすび

### (1) 開題

「現在価値 (present value, present worth)」という考え方がいつ登場したか、これが小論の課題である。結論を先取りするというなら、それはアメリカで 1938 年、ジョン・バー・ウィリアムズ (John Burr Williams) によって発見され、計算式が明らかになった。

この 1930 年代というのは、アメリカの証券市場にとって、特殊な時期であった。それは、一方では 1929 年の世界恐慌を経験した、という特殊性があるが、他方それと同時に世界恐慌に先行する時期において株式市場は未曾有の活況を見たのであって、その中から、景気判断をどうやってわがものとするか、投資判断についての基準を何とすべきか、そうした一連の検討が急速に進展した時期でもあった。この著書が刊行された 1938 年というのは、まさに Great Depression の最中であり、worst bear market も終わりに近い時期に当たっていたのである。

例えば、後に参照する、*Barron's* という投資週刊誌 (The National Financial Weekly という副題をもつ) は、1921 年の創刊である。また、そもそもダウ平均なるものは、Charles H. Dow によって考案され、彼の死後、ウォール・ストリート・ジャーナルの編集者であった、William Hamilton (Cf. William Peter Hamilton, *The Stock Market Barometer*, 1922, Harper and Brothers.) によって完成されたものであるが、当初は景気予測の手法として開発されたものであった。1884 年 (11 銘柄)、1897 年 (工業株 12 種平均ならびに鉄道株 20 種平均) と発展し、1928 年に工業株 30 種平均、1929 年に公益事業株 20 種平均が開発された。その後、1938 年に今日のダウ平均となった。

このように、投資現在価値なるものは、1930 年代という或る特殊な歴史的環境の下で知られるようになったものである。

以下で特に取り上げるのは、John Burr Williams の *The Theory of Investment Value* (1938) なる書物である。この書物は、今日でもペーパーバックで刊行されており、広く読まれている「古典」である。

尤も、このウィリアムズの書物の引くところによると、現在価値という考え方の源流は、先に触れた *Barron's* なる投資週刊誌の 1930 年 9 月 30 日号にある Robert F. Wiese による “*Investing for True Values*” と

いう論稿によるものとされているので、これについても触れる必要がある。

## (2) 二様の「資本化」概念

しかし、そうはいっても、「資本化 (capitalization)」という概念には、二様のものが存在するので、それらについて若干、整理しておくのでなければならない。

第一のものは、「擬制資本価格」としての資本化概念である。これはかなり早くから知られていた。ウィリアム・ペティは、*A treatise of taxes, and contributions*. 1662 (大内兵衛・松川七郎訳『租税貢納論』岩波文庫) の中で、土地価格について触れており、マルクスはこれを紹介しつつ次のように記している(『剰余価値学説史』大月書店版全集、第26巻I、450頁)。「地代が資本還元され、すなわち、土地の価格として計算されるのは、次のようにしてである。1エーカーが年々10ポンドの地代を生むとしよう。利子率は5%であるとすれば、10ポンドは200ポンドの資本の利子を表しており、……1エーカーの価値は200ポンドになるであろう。こうして、地代の資本還元は利子率によって定まる。」また、資本還元について、サー・ジョサイア・チャイルドが、1668年に出版した、*Brief Observations concerning trade, and interest of money* において次のように述べているのも注目されてよい。チャイルドは、「利子ひきさげは、すべての国民の繁栄と富との原因であり、この王国における利子の6パーセントから4パーセントないし3パーセントへのひきさげは、20年をへずして、国民の資本を二倍にせずにはいないであろう」とし、「そのような法律がつけられたのちは、かれのすべての土地はただちに以前の二倍の価値をもつであろう」と述べ、「その資産の過半が土地にある貴族およびジェントリは、ほどなくして、かれらの所有するすべての土地財産の上に、50と書くかわりに、100と書くことになるであろう」としている(ジョサイア・チャイルド、杉山忠平訳『新交易論』東大出版会、1967年、53頁以下。また、同訳書巻末の訳者解説を参照。さらに、アシュトン『産業革命』中川敬一郎訳、岩波現代叢書、11頁参照。)また、マルクスは、ジョサイア・チャイルドを「株式投機業の父」としている(『資本論』第5編第36章、岩波文庫版(7)441頁)。

更に、伝えられるところによると、1694年、イングランド銀行が創立されるについて、当時の土地貴族層が支持にまわったといわれ、その理由はイングランド銀行創設によって金利が低下するならば、土地価格が上昇するであろうとする期待によるものであった、という。

ここで重要なことは、上に述べたようなかたちでの擬制資本価格としての資本化概念が、「場所的空間的な」広がりの中で資本化ということ捉えようとしたものであり、そうした意味では「構造的な」捉え方によっているという点である。

これと対比した意味で、現在価値としての資本化概念を見ると、それは「時間的な」流れの中で資本化を捉えようとしたものであり、そうした意味では「機能的な」捉え方になっているという点である。

しかし、そうした点での両者の違いに加えて、いまひとつ重要なポイントがある。それは、擬制資本価格としての扱いは、極めて素朴な次元に止まるのに対して、現在価値という扱いは格段の内容を持っている。すなわち、現在価値としての扱いにおいては、以下で検討するジョン・バー・ウィリアムズにおいて、既に配当金のみならず、留保利益をも含んだ利潤の全体というものが考察の範囲にふくまれている。当時、注目されていたのは、企業における留保利益の存在であって、例えば配当金がゼロであって、全額が留保利益となっている場合の株価、すなわち投資現在価値をどう考えればよいか、が問題とされていた。ジョン・バー・ウィリアムズが、既に株価収益率 (Price Earnings Ratio) をそれとして取り上げており (pp. 82, 143, 156, 187, 396)、その意味では、後のMM理論にまで至る道筋が示唆されている。こうした点は、擬制資本価格としての資本化概念装置には求むべくもないところである。ウィリアムズは、株価収益率 (PER) を問題とするに当たって、留保利益が大であって配当ゼロの会社も存在することを示し、そうしたケースについて、次のように処理している。興味深いところであるので原文のまま引い

ておく。すなわち、

Erie (Railroad Company), to be sure, never yet paid a dividend, but, to judge by its market price (as of June 15, 1937) of 14 7/8, it is expected to do so sometime, directly or indirectly. (p. 83)

やや立ち入って述べておくと、ここでウィリアムズは、1) 株価収益率をそのものとして把握しつつ、しかもそれを、2) 配当利回り (Dividend Yield) に引き付けて、《これを配当利回りの目で読みこなす》ことを試みており、留保利益が多額であるということは、それがいつの日か配当に回される可能性を含むものとして説明する。これは、プラクティカルを心がける人にしてできることであろう。

また、自己株式の消却 (cancellation) の場合について、次のような記述がある。

Texas and Pacific Land Trust pays no dividends of the ordinary sort, yet its stock sells far above zero because it pays a virtual dividend in liquidation when it buys in its own shares for cancellation. (p. 84)

こうした諸例を踏まえつつ、次のように述べられる。

The market must take account of the entire range of possibilities for dividends, and give consideration to the possibility that earnings may be unexpectedly large or unexpectedly small. To reflect these extreme possibilities, the common stock in the case here discussed would sell above zero, and the bonds below par. (p.84)

実際、この頃、既に自己金融 (= 内部金融) [当時は、利益の再投資のことを農作業になぞらえて、plowing back (鋤返し) と呼んだ] のもつ重要な意味が知られており、例えば、1928年に刊行された、Dwight C. Rose, *A Scientific Approach to Investment Management*. (Harper & Brothers, New York and London) は、Plowing Back Part of Earnings なる項目を掲げ、「産業経営を成功裏に進めるための基本原則の一つは、利益の一部の規則的な再投資であり、利益の一部を事業拡大のために plow back (鋤返し) することである」と述べている。ジョン・バー・ウィリアムズの著書には、この Dwight C. Rose の書物の或る箇所を援用した部分があり、そうしたことからすると、ウィリアムズの著作はそうした知識を十二分に咀嚼した上でのものと考えることができよう。

### (3) 現在価値概念の先行者

現在価値という概念の発見は、先にも述べたように、ジョン・バー・ウィリアムズ (John Burr Williams; 1899~1989) の名に帰せられる。彼の1938年に刊行された『投資価値の理論』(The Theory of Investment Value) が、現在価値という概念を発見した。

もちろん、ウィリアムズより先に、例えば、アーヴィング・フィッシャー (Irving Fisher) による「複利計算」の重要性の指摘があつてのことであり、フィッシャーの著作、*The Purchasing Power of Money* (1911) や、*Rate of Interest* (1907) あるいは *Theory of Interest* (1930) は、ウィリアムズの書物においても援用されている。

ウィリアムズが引用するところでは、直接的には、彼が当時の *Barron's* なる投資雑誌の論稿からそのヒントを得ていることが明らかである。すなわち、この *Barron's* の 1930 年 9 月 8 日号に、Scudder, Stevens & Clark 社の Robert G. Wiese による、*Investing for True Values* なる論説が掲げられており、ウィリアムズは、この論説から次のような部分を引用している。(ちなみに、この Scudder, Stevens & Clark 社は、由緒あるファンド・マネジメント会社で、ごく最近、チューリッヒ保険がこれを買収したことが報じられている。)

そこで、R. G. Wiese の論稿から、ウィリアムズが引いている箇所を原文のまま書き写してみよう。

*Theoretically, the proper price of any security, whether a stock or bond, is the sum of all future income payments discounted at the current rate of interest in order to arrive at the present value.*

そもそも、この論説の副題は、Stock Prices in 1929 Demanded Constant 5% Growth in Earnings until 1940 というものであった。こうした関心から、現在価値が論じられていたのである。

いまひとつ、ウィリアムズが自らの先行研究として記しているのは、Gabriel A. D. Preinreich の著書、*The Nature of Dividends* (1935) の巻末に付された「Mathematical Appendix」であって、そこでは、the present value of a future sum に関説されている。(ウィリアムズの著書が刊行された後、発表された書評のなかに、この Preinreich の著書を凌駕すると評価したものがある。この Preinreich の著書が広く流布され、一つの基準となっていたことを意味しよう。)

ウィリアムズは、これらの先行研究の上に立ちながら、現在価値に関する論陣を張ったのである。

#### (4) John Burr Williams, *The Theory of Investment Value*. (1938)

ウィリアムズのいうところを、略記してみよう。

彼の主張の要点は、株式の Value は、カジノのような市場における売買によって決まるのではなく、株式それ自身の intrinsic value で決まるということにあった。即ち、現在只今の利益や配当によってではなく、将来にわたっての利益や配当の流れが決めてくる、というのである。つまり、端的にいうなら、鶏の Value は、それが産み出す卵によって決まるというのであった。かれの著書は、In short, a stock is worth only *what you can get out of it*. (p.57) と述べたあとで、次のような詩を掲げている。老農夫は息子にいう。

A cow for her milk,  
A hen for her eggs,  
And a stock, by heck,  
For her dividends.

An orchard for fruit,  
Bees for their honey,  
And stocks, besides,  
For their dividends. (p.58)

こうした思考は、将来における会社企業の盛衰にまで及び、そのライフサイクルにまで説き及んでいる。

このウィリアムズの主張が、後世に与えた影響は広い範囲に及んでおり、Harry Markowitz や William Sharpe に対し、また Gordon model に対し、更には、Modigliani-Miller 命題に対して、影響を及ぼしてい

る。

ここで、ウィリアムズその人について若干触れておかねばならない。

彼は、1899年に生まれ、1989年に88歳で没した。没後、The New York Times (Sep. 19. 1989) 及び The Boston Globe (Sep. 19. 1989) が、追悼文を掲げている。前者はウィリアムズを“economist”とし、後者は“author, economist, investment manager”としているのが注目をひく。(Who's Whoにおける記載は見当たらない。) 大学で教鞭をとったのは、1960年代の中ごろに、visiting professorとしてUniversity of Wisconsinでeconomicsやinvestment analysisを2年間、教えたのみである。彼は1927年以降、private investment portfolioの運営に当たっており、これが彼の主たる生業であった。彼の著作は、そうした実際の体験を生かしたかたちのものであり、彼は、企業財務・企業会計、景気診断、投資分析に関して当代一流の知識の持ち主であった。博士論文の執筆に際して、アドヴァイザーであったシュムペーターは、彼にそうした経験を生かした領域で執筆すべきことを勧めたのである。

彼は、1923年、Harvard大学で、Bachelor's degreeを得ているが、ここで数学・化学を学んでいる。このことが彼に代数式を展開しつつ論述する能力を与えた。

1925年、Harvard Business Schoolで、Master's degree (Business)を得ている。

1932年、Harvard大学のGraduate School of Art and Sciencesで、Master's degree (Economics)を得ている。そして、

1938年、著書である、*The Theory of Investment Value*. をHarvard University Pressから出版した。代数式があまりに多いために、マクミランからもマグローヒルからも断られ、出版経費の一部負担を条件としての出版となったものである。

1940年、この著書によって、Ph.D.を取得した。このときのDoctorial Adviserは、Schumpeterで、その勧めによって、体験を生かしたこういう領域を論文にすることを決めた。また、Ph.D.審査のcommitteeは、Schumpeter, Leontief, Hansenの3名であった。審査に入る前に出版した、という点などが問題視されたが、最終的には博士号が無事、授与されたものである。(こうした諸点に関しては、Peter L. Bernstein, *Capital Ideas*, 1992, The Free Press, A Division of Macmillan. NYが詳しい。また、この書物はこうした分野の全体的な潮流を大観した好著である。なお、このPeter L. Bernsteinが依拠するところは、ウィリアムズが晩年に書いた自伝的なスケッチである、*Fifty Years of Investment Analysis — a retrospective*, 1979なる小冊子であって、この小冊子については別稿において詳しく紹介する。)

後に少しく検討するが、この著書は、①一般的な理論、②20以上の数式モデル、③ケーススタディ、の3つの部分から成り立っている。

本書が刊行されるや、直ちにいくつかの書評が発表された。すなわち、

1) R. S. Van de Woestyne, *The Journal of Business of the University of Chicago*, Vol. 12. No.2, (Apr., 1939) pp.211-213

2) Corliss Lloyd Parry, *The American Economic Review*, Vol. 29, No. 1 (Mar., 1939) pp. 118-119

3) Benjamin Graham, *The Journal of Political Economy*, Vol.47, No. 2 (Apr. 1939) pp. 276-278

などであった。いずれも好意的なものであった。

例えば、1)のWoestyne (Univ. of Chicago)による書評が、“The product is admittedly theoretical and the theory is good.”とし、“For that reason it is highly practical.”としているごとくである。

そこで、この著書そのものについて若干の検討を試みよう。まず、その章の構成は次の通りである。(章題のローマ数字をアラビア数字に改めた。)

BOOK I INVESTMENT VALUE AND MARKET PRICE

PART I SPECULATIN IN THE STOCK MARKET

1. The Difference between Speculation and Investment
2. Does the Stock Market Predict the Future?
3. Marginal Opinion and Market Price

PART II THE PURE THEORY OF INVESTMENT VALUE

4. Does the Quantity Theory of Money Apply to Stock Prices?
5. Evaluation by the Rule of Present Worth
6. Stocks with Growth Completed
7. Stocks with Growth Expected
8. Bonds and the Price Level
9. Stocks and the Price Level
10. Bonds with Interest Rate Changing
11. Algebraic Budgeting
12. Algebraic Budgeting (cont.)
13. Growth by Merger or Sudden Expansion
14. Option Warrants and Convertible Issues
15. A Chapter for Skeptics

PART III THE ECONOMICS OF INTEREST AND DIVIDENDS

16. The Source of Interest and Dividends
17. Taxes and Socialism
18. Where is the Interest Rate Determined?

PART IV THE OUTLOOK FOR INTEREST RATES AND THE PRICE LEVEL

19. Politics, Inflation, and Government Bonds
20. The Future of Interest Rates

BOOK II CASE STUDIES IN INVESTMENT VALUE

PART I CURRENT STUDIES

21. General Motors
22. United States Steel
23. Phoenix Insurance

PART II POST MORTEMES

24. American Telephone in 1930
25. Consolidated Gas, and United Corporation, in 1930
26. American and Foreign Power in 1930
27. Conclusion

実に多くの章節を費やしているのではないか。事柄の原理そのものは単純であった。著書はいう。

Let us define the investment value of a stock as the present worth of all the dividends to be paid upon it. (p.55)

これだけのことであれば、原理は単純にして明快、何らの章節を必要とはしない。しかし、これを実際具体の状況に合わせて考えると、そう簡単なことではない。例えば、将来に亘っての配当金の流れがコンスタントなもの、という保証はどこにあるか。その変動が予想されるとしたら、どう処理すればよいか。先に若干触れたように、著者は、留保利益があるような場合（すなわち株価収益率が問題になる場合）(p. 156) や、自己株式の取得が関わるような場合 (p. 84) に至るまで、論理的に説明しようと試みる。著者は、現実具体に適用できるプラクティカルな書物たらしめる方向において最大限の努力を試みるのである。

ウィリアムズの論述は、1) 配当減少の傾向にある場合、2) 配当一定の場合、3) 配当増加の傾向にある場合、4) 配当の増加に緩急のある場合、5) レヴァレッジ一定で成長する会社の場合、6) レヴァレッジ増大傾向にある成長会社の場合、7) 企業合併など急激な拡大の場合、これらをそれぞれに検討する。注目すべきは、将来の配当などを推測するについては、会計士が行うような作業手順を必要とし、将来における当該会社の資産、負債、収益、配当などについての情報を集めることが必要だ、という (p. 128)。

最後の結論部分における所述は経験に従った実に控え目なものであって、次のように述べられている。

The last word on the true worth of any security will never be said by anyone, but men who have devoted their whole lives to a particular industry should be able to make a better appraisal of its securities than the outsider can. (p. 563)

## (5) むすび

1938年、この年に「現在価値」という概念が定まった。それは、ジョン・バー・ウィリアムズの名を冠して語られるべきものである。そして、この概念は、当初予想されていたのよりも多方面にわたって影響を及ぼし続けたこと既述の通りである。

概念の淵源を探り、その始原を尋ねることが、概念の歴史的本質を知ることにつながるのではないか、という思いから、この小論はなされたものである。ここから現代の証券理論、金融理論、あるいは会計・財務理論への系譜が併せて明らかにされるならば、いよいよ問題の深みに及びうるものと思われる。残された課題の大きさに戸惑いつつ、とりあえず小論の稿を閉じる次第である。

謝辞 史料の収集に、神奈川大学図書館の内田節子さんの手をわずらわせた。

また、中央大学図書館、横浜国立大学経済学部図書室、早稲田大学高田早苗記念研究図書館などにお世話になった。