

# 会計学とファイナンスの架け橋

## —諸井勝之助先生を偲ぶ—

濱本 道正

### I 出会い

私が諸井勝之助先生に初めてお目にかかったのは1970年春のことです。世にいう安田講堂攻防戦(69年1月)を境にして、安保闘争の嵐は終息に向かいましたが、その余燼はあちこちでくすぶり続けていました。69年度の東大入試は学部・大学院とも中止という前代未聞の事態となりました。私の場合も、学園封鎖のあおりで横浜の大学を卒業して東大大学院に入学したのは履歴書の上では季節も夏の7月1日となっているのです。

会計学専攻で受験した時点では、会計学分野の教授陣は財務会計が江村稔、津曲直躬の両先生で、管理会計は諸井先生とばかり思っていました。入学してみると、諸井先生は管理会計から経営財務の担当に移り、玉突き(?)で管理会計は津曲先生となっていたので少々面くらった思い出があります。

### II 授業の風景

3か月間は横浜との掛け持ちで、学部生かつ大学院生という奇妙な身分でしたが、諸井先生の温情により経営財務ゼミの末席に加わることができました。いま自分の研究者人生を振り返ってみると、このことが思いもよらない幸運だったと実感しています。

まず授業の風景、それは私がかつて経験したことのない知的刺激と高揚感に満ちたもの

でした。当時の財務論は科学史家トーマス・クーンのいう「パラダイム革命」の渦中にあつたといっても過言ではありません。ポートフォリオ理論や資本資産評価モデルといった新しい分野が続々と開発されていましたが、最大の衝撃はモジリアーニ=ミラー(MM)理論によってもたらされたのです。

MM理論を体系的に学ぶようになったのは、ゼミのテキストに小宮隆太郎先生の『企業金融の理論』(岩田規久男氏との共著、1973年4月刊)が採用されてからです。ただこの書物は経済学プロパーの立場から記述されているため、会計学専攻の(少なくとも)私にはその演繹法論理の難易度の高さに挫折を繰り返した苦い記憶が残っています。事実、小宮先生は「序文」で、本書で扱っているファイナンス理論は、日本の経営学者や会計学者とは異なる新しい考え方に立脚しており、経済学のミクロの理論になじみの薄い人々にとっては、とっつきにくいかもしれないという趣旨の警告を発しているのです。

### III 経営財務論の位置づけ

いずれにせよ、MM理論の出現によって、経営財務はその基礎理論の面では経済学の一分野であるファイナンス理論と深いかかわりを持つようになりました。とは言っても、経営財務論の体系そのものが経済学のなかに埋没してしまってよいわけはありません。諸井先

生は経営財務の学問的性格を、企業の財務的意思決定を研究課題とする社会科学の一領域であり、企業経営者の意思決定を扱うという意味において経営学の分野に属すると明確に位置づけるのです。

先生のこうした問題意識はご著書『経営財務講義』(1979年12月刊)として結実します。本書は経営学・会計学に属する学徒がなじみ易い説明スタイルで記述されており、私自身、この書をひもとくことで MM 理論の全体像と革新性を曲がりなりに理解できたと思っています。

後日談になりますが、本書の成り立ちについて先生から直接お話を伺う機会がありました。それはまさに苦闘の産物だったことを知りました。「序文」にも書かれているように、中央経済社発行の月刊誌『企業会計』の1977年1月号から79年1月号まで、24回にわたり連載されたものをまとめられたのです。毎月の締め切りに迫られ、文字通りねじり鉢巻きで徹夜もいとわず2年間頑張ったということです。経営学としての財務論の存在意義を守り抜くという先生の責任感の強さが、新旧の理論の統合という難題に立ち向かわせ、みごとに闘い抜かれたのです。

#### IV 会計専攻者として学ぶもの

諸井先生の経営財務論は、先生の学問遍歴からも推し量られるように、会計学とも関係が深いのが特徴です。まず、企業における投資決定の問題は経営財務のテキストの初めの章で取り上げられる基礎的なテーマですが、管理会計でも古くから資本予算論と呼ばれ重要な研究領域とされてきました。また、経営財務の中心テーマの一つである投資家による企業価値評価の問題も、会計情報が株価にど

のような影響を及ぼすかという形で現代の財務会計にとって重要な関心事となっています。

この企業評価というのは「何が企業価値を創造するのか」を解明する問題でもあります。企業活動には、資金調達、投資、営業という3つの活動が含まれます。これらの諸活動のうち企業に新たな価値を付加する活動は投資活動(とそれを基とする営業活動)である—これが現代経営財務論の基本テーゼにはほかなりません。これを裏返して表現すれば、資金調達活動、すなわち投資家から資金を調達し投資家にリターンを還元するという取引は企業に必要なものではありませんが、そこからは価値は生み出されないということになります。

モジリアーニ＝ミラー理論を学ぶ過程で、この評価原理の神髄を諸井先生から「財務的イリュージョン」という象徴的な表現で叩き込まれました。

MM理論は3つの命題に集約されますが、その理論全体の中核をなし、会計学にもインプリケーションを持つのは、企業評価に関する2つの命題だと思います。一つは、企業の総価値(グロス・ヴァリュア)は純営業利益(NOI)のみに依存し、資本構成には依存しないという「企業総価値の均等化」定理です。いま一つは、投資政策を所与とする場合、企業価値に対して配当政策はかかわりを持たないという「配当政策の無関連性」定理です。

諸井先生によれば、合理的な経済環境のもとでは「財務的イリュージョン(錯覚)」は持続しないことをMM理論は主張しているわけです。企業の価値は保有する資産の収益力とその投資政策によってのみ決定され、資金をどのような源泉から調達するかとか、収益力の果実である利益をいかに分配するかとは関係を持たないということになります。

## V 会計研究へのインプリケーション

MMの第一命題（企業総価値の均等化）の意味するところを、諸井先生は企業資産の収益力とか利益率といった会計学になじみの深い概念を用いて説明しています。その際、援用するのがデューランドのNOI法として知られる企業評価手法です。これは、純営業利益(Net Operating Income : NOI) すなわち利子控除前利益に、レバレッジに関係なく一定の割引率を適用して企業全体の価値を直接評価する方法です。NOI法において企業総価値がレバレッジ（ないし資本構成）から独立であるとみるのは、営業活動の単位としての企業の負うリスクすなわち営業リスク（business risk）がレバレッジとは無関係であると解するからです。その意味で、デューランドのNOI法をMM理論の先駆けとして位置づけるところに諸井先生のユニークな立場が反映されていると思います。

MMの資本構成理論は財務会計の基礎理論である会計主体論を考えるうえでも示唆に富むところが大きいと思います。会計主体論というのは会計上の判断や財務諸表の作成を出資者と企業体のいずれの観点に立つて行うべきかをめぐる学説をいいます。大きく分けて、出資者の観点に立つ資本主理論(proprietary theory)と企業それ自体の観点に立つ企業主体理論(entity theory)の2つの見解が対立しています。

このうち企業主体理論では、資本提供者から独立した継続的事業体としての企業の観点が重視され、株主と債権者は共に企業資産の総体に対する請求権（または持分）の保有者とみなされます。したがって、株主への配当と同じように債権者への利息の支払いも企業投資の成果である利益の分配として共通の性

格を持つとされるのです。

企業主体理論は1929年にはじまる大恐慌を経て近代会計学の確立に大きく寄与したとされるペイトン＝リトルトンの『会社会計基準序説』（1940年刊）において提唱された考え方です。この書は、第2次大戦後のわが国「企業会計原則」形成の理論的バックボーンともなりました。

ここで諸井先生が近代的企業会計制度の確立に力を振るわれた功労者のお一人であったことにも触れておかなければなりません。先生は日本の会計基準設定主体であった企業会計審議会に幹事や委員として参画されました。「原価計算基準」設定の中心メンバーであったことはよく知られていますが、「企業会計原則」と商法・税法等関係諸法令との調整を通じた制度改革にも深く関与されたのです。

これはあくまで私の仮説にすぎませんが、ペイトン＝リトルトンに導かれながら会計原則形成活動に参加された先生は、彼らの学説（特にエンティティ理論）と、のちに出会うことになるMM理論との間にある種の親和性を見出されたのではないのでしょうか。

金融・資本市場の発展によって現代の会計はファイナンスの知識なしには理解しがたい状況になっています。理論面では、効率的市場仮説やエージェンシー理論など金融経済学の成果が導入されつつあります。会計ルールの面では、IFRSをはじめとする国際的会計基準が投資家による企業評価のための情報開示を会計目的として掲げています。

会計が研究と教育の両面でイノベーションを迫られる今、会計学とファイナンスの架け橋を築くという何人も及ばない貢献をなされて旅立たれた諸井勝之助先生。半世紀にわたるご指導に深く感謝申し上げますとともに、謹んでご冥福をお祈り申し上げます。