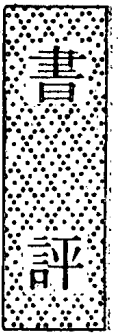


Title	H・ビヤーマン、S・シュミット著, 染谷恭次郎、鎌田信夫訳, 『資本予算の決定方法』
Sub Title	
Author	清水, 龍瑩
Publisher	
Publication year	1962
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.5, No.4 (1962. 10) ,p.1061- 1069
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19621031-04044885

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.



H・ビヤーマン、S・シュミット著
染谷恭次郎、鎌田信夫訳

資本予算の決定方法

この本は Harold Bierman, Jr. と Seymour Smidt の共著たる『The Capital Budgeting Decision』の翻訳である。Bierman は会計学を専攻し、Smidt は経営学を専攻し、共にコーネル大学で教鞭をとっている。

この著書の特徴は従来この種の投資計算では割引かれるべき利益額の算出が不明確であったものを現金の流れという概念で明確にし、割引率については、資本コストとはつきり定義して、これを用いたことである。この資本コストは当該企業の資本構造と、その資本要素の市場価格を基礎として決定されるから、企業の初期条件と市場条件を考えた非常に合理的な投資計算となる。しかも現金の流れに注目しているため、従来不明瞭な扱をうけた支払利息、減価償却費、法人所得税の処理が非常に適確になっている。ただ機会原価の考え方に徹底性をかき、所々で論旨が一定しないきらいがあるし、また、デジションメイキングに必須の試行錯誤的な考えが不足しているように思われる。しかし、このような僅かな欠点があると

しても、他の書物のように機械的な適用方法にのみ重視し、その適用方法の基礎になる条件を深く追究しなかつたためにかえってその適用性を失ったものより、その基礎条件を明確にしただけでも、非常にすぐれた労作と云えるであろう。以下各章を順を追って検討してゆこう。

第一章はこの著書の主題たる投資と資本予算について簡単に説明する。投資とは、相当長期にわたって効果が実現することを予測して行う資源の投下であるとし、実際にはその資源の投下とは現金の支出であり、実現する効果とは正味の現金収入であることを明らかにしすべてこれを「現金の流れ」と考えたのである。著者はこの概念規定によって従来ややもすると不明確になりがちな会計学上の費用で支出を伴わない費用、例えば減価償却費を完全に排除しうることになった。

また投資価値の測定方法を評価するための基準を明らかにするために、企業行動の目的をはつきりさせる。すなわち「われわれが提案し、論述している投資価値のいろいろな測定方法は、企業の場合には、利潤の極大化という目的に集中されており、投資の実行に伴う危険であるとか、今日の投資決定によるある程度まで左右される将来の資産及び負債の構成というようなこれと同様に重要な問題をほとんど考慮していない。」と述べて利潤の極大化がただ一つの企業目的であることを強調し更に他の目的を考えなければならぬような場合はその目的が真の目的を達成するための手段となるように目的に階層化がおこなわれることを主張する。すなわち「不必要な

危険を冒したり、不当に財務構造を悪化させることもなく、適正な利益を稼得することが、すでに述べた他の目標を達成するための手段であるとすれば、われわれは金銭的目的が企業の目的として最も適したものであるという考え方をすることができると述べるのである。かくて投資の目的は現金利潤の極大化ということになり、以後の理論の出発点を明確にする。このことは企業の公共性、或は会計学上の諸原則の立場から批判されるかも知れないが、これらの目標も前述の目的の階層化ということで現金的極大利潤に統一されていると考えれば非難はされないであろう。例えば公共性の立場は、現金利潤算定の際の税引率としてあらわし、またこの計算では、減価償却費は直接算入しないが、ある設備投資を行った場合は減価償却費の変化↓利益額の変化↓社会信用の変化を通して借入金利の変化、売上高の変化となつてあらわれ、やはり会計学上の立場もこの計算の中に統一されているであろう。そして最後に著者は、資本予算は現金の流れを中心にして考えることを唱導する。このように著者が現金利潤の極大化ということを目的としたのは、単に投資理論を明確化させる目的ばかりでなく、著者らの考えの底に、企業資本のあくなき利潤追求の性格は、先験的な性格のものであり、それによつてこそはじめて他の諸目的が調整統一されうると考えているのではないかと思われるのである。

第二章は投資価値の測定方法を例示してその良否を判定する。このような諸方法の比較は投資の経済計算を説明する書物には必ずずつていゝものであるが、この書物の特色は六つの一般的な方法をす

べて同じ投資群の数值を用いて、それらの方法を用いたら投資順位の判定がどう変化するかを説明しているところである。そして六つの方法のうち割引率を用いない四つの方法は、われわれの経済通念からみて全く不合理であることをこの投資群の順位判定の結果から納得させる。従来この種の計算手法を比較する多くの論文では、それぞれの方法の長所と短所とを述べて、ここで排除される四つの方法についても簡便法としてその適用の場を示していたが、ここではそれらをはっきり誤りであるとして排除している。これは正しい考へで、この著者がとりあげる二つの方法、現価法と投資利回法は決して複雑な方法でなく、これこそ簡便法と考えられるからである。そして著者は最後に現価法が最も正しい方法であることを主張し、*“現価法はかりに「誤つた」利率を使用した場合でも、ある種の明白な誤りを犯さないという意味で、割引率をおりこまない方法よりはよい結果をもたらすと結論してさしつかえない”*と述べている。しかし現価法を主張する場合は *given* とされている割引率の問題が解決されなければならない。そして、現価法が割引率を前提条件としない投資利回法よりすぐれているというには、投資利回法にまつわる困難性、例えば毎年利益額に含まれる諸費用算入の問題と、現価法の割引率にまつわる問題との比較検討が充分なされなければならないだろう。このことは第三章でのべられる。

第三章は現価法と利回法との比較を取扱うが、著者はここで現価法がよりすぐれていることを説明する。そしてまず利回法が投資規模を考へていないと非難する。そしてより劣っている最も大きな理

由として、一つの投資について一つ以上の利回りが計算されることをあげている。しかしこの著者の論理には次のような考えがもとになつてゐる。すなわち利回法は排反的でない投資の場合は現金の流れとして入ってくる収入額を、その割引率と同じ利率で再投資したと考へており、二者択一の場合では、差額の現金の流れについてそのように考へる。従つて排反的でない投資を利回法で考へる場合は、その投資の期間中その投資と同じ利益率のある投資機会が常にあることを前提としてゐる。またこの著者の例のように排反的な投資の場合は、その差額についても、この再投下利益率でいつでも投資の機会があることを考へてゐる。この著書の P・36 の第二表の例によれば、その再投下利益率は一〇%と二五%である。ところがここでは差額の現金の流れしか考へていないが、その差額を出した場合、減数の方の投資金額については、それが排反的でない場合の投資と同様の再投下利益率（ここでは R—S としたから、S の金額についての投下利益率は約二八〇%）でたえず再投資の機会が前提となつてゐる。

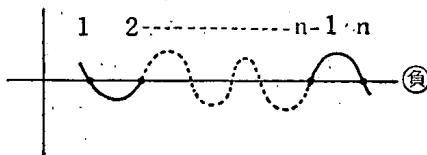
従つて利回法はこの著書で述べられていなくても、二者択一の場合でも前提に相当の無理があるのである。故に利回法に一つ以上の利回りがあるということその方法を否定するより、その前提を考へて、より合理的であるかを考へなければならぬだろう。また一歩ゆづつて、そのような再投資機会がたえずあるとした場合、利回法が複数の利回りがでて判断が非常に面倒だという非難もおかしい。n 期について考へて n 個の利回りが計算されたら、n 次方程式の根と考へて、その根の位置を n 次の項すなわち n 年目の差額の正、負

の値から夫々、一図、二図のように考へてその企業の資本コストが。第一図では 1 ~ 2 の間…… (n-2) ~ (n-1) の間、第二図で 2 ~ 3 の間…… (n-1) ~ n の間であればよいという一般原則をたてれば、それ程面倒でない。いずれにしても、わざわざ差額を考へ、更にその複数利回りを考へて利回法を非難するというのは、末葉的非難と考へられる。

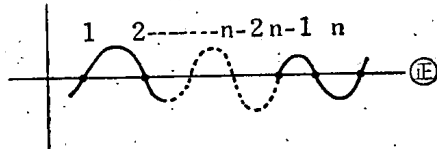
葉的非難と考へられる。

結局、利回法が現金法より劣る理由は、その前提となる再投資機会の現実性ということになる。しかしここで現価法を唱導する場合も常に同じ資本コストで平均していつも会計期初に再投資する機会があることが前提となつてゐることをおぼえておく必要がある。そして現実に、より適した投資計画をたてるには更に予測される各耐用年度の資本コスト（実際に、この投資計画が長期計画の一環としてたてられるならば、各年度の資本構造計画は同時たてられてゐるはずである。）を平均資本コストより上下させてシミュレーション的に現価の大小を考へるべきであろう。最後に、この章で数値にミスプリが多いのは読者をまどわす原因となつてゐることは残念である。第四章は現価の意義を究明したものであるが、これは第九章の不確実性の究明と同時に

第 2 図



第 1 図



考えなければならぬ。第九章の不確実性の説明では、確率と期待値の概念が充分おり込まれているが、第四章の現価では、この確率の概念はそれ程適用されていない。現価を用いるのは貨幣の代替的利用を考えるからであるとして、「借入金返済を代替的方法として選ぶ場合の現価を計算するこの意義」及び、社外に貨幣を貸しつけることを代替的方法として選ぶ場合の現価の意義を検討し、正味現価の意味を、「すぐ配分できる利益」、「いまずぐ必要でない金額」、「未実現の資本利得」のように説明する。このような考えは、一見、著者が現価の意義としてその前にあげた不確実性とか、個人的な時間の好みと異なるようにみえる。しかし社会経済一般が一定の金額の現金について考える最善な投資機会の利益の生起確率を考えれば、この三つの意義は一つに統一されるわけではなからうか。すなわち、貨幣の代替的利用とは、一般的な社会的、経済的意識が認める貨幣の投資機会であり、そこで毎年同じ割引率を用いて割引かれるというのは、個人の好みを綜合した全体としての社会経済が時間とともに同じような確率で推移してゆくことが前提となっている。それと同時に代替的利用、従って現価という考えの中には、予想利益と社会の認める投資機会の生起確率との積たる期待値がその底にあることがわかる。こう考えるとこれは第九章の不確実性の説明と通ずる。「投資家と経営者」という節の説明では、現金収支の現価が不況、好況にしたがっているいろいろな変り、しかもそれらの現金収支発生確率が想定できるときは、「予想するそれぞれの損益（＝現金収支現価－私注）にそれが実現する確率を乗ずる」と

してその期待値を考える。この場合が前の現価自体と異なる所は、この確率がやはり企業の計画意思の主観的確率であるのに、先の現価算定のための割引率は、現在の社会経済一般が貨幣に対して考えている投資機会の生起確率であって客観的確率と考えるところであろう。そして実際に、この章の「不確実性をおこむ方法」の節でこの主観的確率として、その現価額発生のもも可能性が大きい場合を五〇%、悲観的あるいは楽観的に予想した場合には二五%をつけるような方法を唱導している。そして、「悲観的仮定の方にウェイトを大きくすることは……現金の流れがマイナスとなる投資の方を重くみているから予想損失を最小にする傾向がある。」と述べて、「目標」よりは「傾向」を重視するのは、いわゆる最適戦略決定のミニマックス原理を考えていると思われるのである。このように期待値という概念を第四章、第九章に統一的に適用すれば、より明確な説明ができたであろうと考えるのである。しかし、この著者は期待値の考えを、「実際には二つのうちから選択するばかりでなく、企業経営者は危険の小さい（および利益の可能性が小さい）場合から、危険の大きい（および利益の可能性が大きい）場合まで広範囲に選択する機会をもっている。……（しかし私注）正しい解答をあたえる簡単な公式とか、方法というものはない。」と述べて、期待値が等しい場合の投資順位決定の不能を主張する。しかしながら、その解決法としてその企業の初期条件（例えば現金在高）などによって現金の効用曲線を大きくばに想定すれば合理的な決定がなされうるのであろう。折角ここまで論理をすすめてきてここで投資順

位決定不能ということは残念である。現実にはこのような効用曲線を暗々裡に想定して投資順位を決定しているのである。

第五章は投資の分類を取扱っているが、その分類を投資相互の補完、代替の関係から、強度の補完のときは「前提的」、弱度の補完及び弱度の代替のときは「独立的」、強度の代替のときは「排他的」と、投資を質的に分類せずに関係量ないし連続的に考えているところは卓見である。そして投資比較については、二つの異った期間の場合は、一般に不可能であることを説明する。すなわち期間の異った二つの投資比較の場合、期間差だけの間、現価比較は短い方の投資が無為に過すことが前提となつてなければならず、また均等な年間現金収入額で比較するときは、期間差の間、短い方の投資がそれ以前の投資とそっくり同じ利益率で利益をあげ、そしてその期間がちょうど一致した年度で投資効果が終ることが前提とされなければならぬから、そのような前提の成立しないときは、比較不可能とするのである。このような検討は従来の設備投資計算の例では明確にされていなかった。

第六章は設備の取替時期について考察しているが、この章は主に Mapi 方式のいわゆる稼働劣性に対する批判のようにして書かれている。すなわち、「過去五年間の技術の進歩によってある機械が陳腐化した場合、将来も同じ速度で変化があると予想してよいだろうか。」と疑問をなげかけ、このような仮定は技術進歩についての資料がもつと利用できる場合は行われるべきでない」と述べている。これは著者のいう通り同感である。old Mapi 方式で仮定できるよ

な投資は、殆んど技術革新がなくしかも一つの企業で同種の設備を多量に使用するような場合、例えば、運送業者のトラック、海運業者の貨物船などに適用されるだけであつて、今日のように技術革新が進んでいるときは、過去の陳腐化速度が今後と同様に考えられるという仮定はおかしい。そして著者は、「将来の技術革新についての資料がまったく利用できない場合には、経営意思の決定者は、取替え時期の問題を無視するか、技術革新について一定の速度を仮定するか、あるいはいろいろと異つた程度の陳腐化の影響について広範囲に見積るか、そのいずれれを選んでよい。」と述べている。しかし著者は最後の方法を唱導し、この章の後半の計算例では、考えられる場合をより多くして、それぞれ検討することを述べている。現在のようにコンピュータの発達した段階では、このような樹型模型的なシミュレーションの試行錯誤法を適用しているいろいろ検討するのが最も適切であると考えられる。

第七章は現金の流れに基づく投資の評価をいろいろの角度から考えてみる。この中で機会原価が一番問題である。現金の流れは、現実に現金を支出し、また現実に現金収入があることがその本来的意義なのである。ところが、実際の投資にあたって、企業の所有している資源（例えば土地とか建物）を利用して、この資源の使用にもなう現金支出が全くない場合がある。このような場合、その投資がおこなわれなかったときのその資源の会社に対してもたらしうる利益を機会原価と言う。しかしこの機会原価なるものは現実の現金支出はともなわない。従つて、「それに対する現金支出が行われな

い場合に機会原価を投資プロジェクトに賦課することは、実際の現金の流れによって投資を評価する方法の破壊ないし例外である。”と述べて、機会原価を現金の流れによるプロジェクト評価に算入するのを否定する。ところがすぐそのあとで、“実際に機会原価を含めることは現金の流れによって分析する方法の例外であるというよりは、むしろその拡張である。賦課される機会原価は、そのプロジェクトが却下される場合に生ずると思われる正味の現金の流れを示すものである。”と述べて、機会原価の算入を唱導する。この考えは明らかに矛盾である。機会原価を考えるのは、その前の節で述べた“相対的な現金の流れ”の考えと類似している。すなわち、機会原価を考えることは、第一案がその資源を用いて当該投資をするのと、第二案がその資源を他の投資に用いるような場合、この二つの案を比較することと同等なのである。勿論この場合、これら二つの現金の流れはともに同じ割引率で割引いて現価比較をする。そしてこの第二案が第一案の機会原価となる。この著書で機会原価を賦課するということは、第二案（この場合第二案の投資はごく一般的な利益をもたらす投資案を考えている。―例えば賃貸）の現価を第一案の現価から差引くことであるが、投資の選択については、前述の“相対的な現金の流れ”の説明にあるように、その判定結果は、第一案、第二案のそれぞれ現価をみてその正味現価の大きい方をとる場合と変りはない。従って機会原価の算入することは現金の流れで投資自体を評価する場合、無意味なのである。この著者はここまで現金の流れを重視してそのもとで論旨を明確に展開してきたのに機会原価

のところ、一步後退したのは残念である。

このほかこの章では、現金支出をとまわらない資産の取得について、“実際に現金が支払われる時期が重要である。”として、たとえばある時点で流動負債が増加しても投資評価には勘案しない。また支払利子は現価計算をする以上当然現金の流れから除外しなければならないという。このような主張は当然なことながら、従来不明確だったものを明確にさせたことで大いに価値あるものと考えられる。

第八章は税金と投資との関係を論じている。“税務上どう会計処理をとるか、税金の支払金額と時期に影響をあたえるから潜在的投資を評価する場合に考慮しなければならない。”と述べて、減価償却費の会計処理方法が現金の流れに与える影響を特に注意する。

減価償却費の会計処理と同様、減価償却費総額が現金の流れに影響をあたえることは当然である。減価償却費が計上されればそれだけ税金支出は少なくなる。減価償却費を最も大きくするには残存価額を零とすることである。実際に税がかかるため残存価額がないことが有利な場合がある。この書はこれを実例によって示し、そのような場合の生ずる条件として、税率、資本コストが高いこと、資産の耐用年数が長いこと、および資産の実際の耐用年数より税務上の償却年数が短いことをあげている。そして残存価額を零として、設備の売却時に資本利得としてうけとった方が有利であることもつけ加えている。

第一〇章、第十一章は、いままで資本コストと単純に考えて現価換算に使用してきたものを、ここで著者なりの定義を下し、分析す

る。まず資本コストとして、“会社の資本コストは各種の資本コストを加重平均したものを”を定義する。そして、“それぞれの資本に対するウェイトとしては、会社が発行している全有価証券の市場価格のうち、その資本源泉の有価証券の市場価格が占める比率を使用する”と説明する。ここで更に、“この有価証券という用語には普通株、優先株および、支払手形を含むあらゆる利付債務がふくまれる。”と明確化する。このように規定すると、無利子の流動負債、例えば買掛金、未払金等は、資本コストを計算するとき計算の中に入れない。これは現金の流れの説明のとき、無利子の負債の増加はすべて流動資産の増加から控除すべきであり、現金の流れの計算は正味金額のみを現金支出と考えるべきだという考えに一致する。しかしここで留保利益のコストが問題となる。留保利益から資金をうるときの“コストは社内における新規投資が株主に対して今期の配当を増加するのと同じだけの効果をもたらすために、その投資額に対して稼得しなければならぬ最低の利回りである。”とこの著者は述べてこれを資本コストに算入することを唱導する。勿論上のように考えれば、この内部利益は利付債務となるためさきの資本コストの定義に含まれる。これは、たとえ投資に用いる現金がたとえ内部留保による現金であっても、現実に投資のときには企業から出てゆくのであるから、これを資本コストにふくめるのは当然である。こうゆうことが言えるのは、資本コストという考え自体が、本来機会原価的な配慮から考えうるものであり、現金の流れというものだけが現実的なものだからである。

この他、この章では、株価の理論として、“資本コストを理解するという目的のために役立つ株価の理論は、株式の価格は、多くの投資家が会社から支払われることを期待する配当の現価によって決定されると考えるものである。”ということをあげ、真の株価とは主観的配当額に、その配当額に対して社会経済一般がみとめる生起確率を乗じた期待値であると考えられる。また投資の基準になる資本構造は、“平均的資本コストが最小になる資本構造”であると述べて、その主旨を貫いている。

第一二章は資本の割当を考える。これは会社の資本コストを一律にそのまま割引率として用いることが不適当である場合に考えなければならぬ問題である。これは次のような二つの場合に表面化する。“その一つの場合は、他に有利に投資できる機会がある場合でも、経営者が投資を一定の資金額の範囲、ないしは一定の却下率に制限する決定をした場合にみられる。第二の場合は資本市場が不完全であるために生ずる。”この書では、この前者を“内部的な資本割当”、後者を“外部的な資本の割当”とよんでこれを説明する。外部的な資本の割当で問題となるのは、資本の調達利率と運用利率との差が大きいときである。従来この種のことはデイーンの所説以来たびたび述べられてきたが、調達利率については直観的には理解できるとしても、この運用利率の理解は困難であった。この書は、それを“運用するというのは他の会社が発行した有価証券を取得することを意味し、こうした有価証券をもつことの危険性は、会社が現在所有しているその他の資産と、平均的にはほぼ同じであると仮

定している。”と述べてその性格を明確にしている。すなわち、この考えから類推すると運用利率というのは、具体的には現在会社がもっている有価証券の利率ということになるであろう。著者が資本割当を問題としているのは、自己資金にのみ固執して外部資金を用いなければ有利な投資も逃したり、また自己資金が過剰である場合運用利率以下の投資に資金を投ずる危険をさけるためである。従って、この書でも述べられているように、内部資金が将来過剰になることが当然予想される場合は運用利率に近い利率で現価を求め、また二、三年後に大きな設備投資計画が考えられる場合は調達利率に近い利率で現価は求められるべきであろう。ただこの場合、例えばその設備投資の時期の前後どの程度の会計期間までその調達利率を用いるべきかこの書では明確化されない。これを判断する基準は内部的にはその毎期の現金の流れの大きさであろうし、外部的にはそのときに表示されるP/L、B/Sによって変化させられる間接的な調達資金率の大きさであろう。そしてこれを実際に予想するには、その投資計画とそれに関連する資本構造計画との総合的シミュレーションモデルの方法しかないであろう。この書では、内部的な資本の割当を最後に考えるが、外部的な割当を資本市場の不安定に対処する企業の行動と考えているのであるから、その検討の中にこの内部的な割当の検討は当然含まれており、ここで改めて考えるまでのことはいずれであろう。

第一三章は投資決定のための便覧をあげている。このような実務的なものは経営学が実践問題解決にその意義を見出すものである以

上非常に重要である。事実このような実務的なものをつくることによって、枝葉末節にながれて相互に矛盾しがちな抽象的論理も組織的に首尾一貫してゆくのである。しかも現実の適用面としては、このような単純な形で表示されてこそトップの承認が可能になるのである。一般にトップが繁雑さを避けようとする態度は、重要事件についての意思決定にのみたずさわるというトップ自体の機能に基因する。かくてこのような簡単な表示の便覧の作成が不可欠となる。

ただこの便覧の考え方に一つ問題がある。それはこの便覧の思考が一方的方向にしか流れないことである。種々の見積り、特に様式A-1のD欄、“この提案によって生ずる他部門における現金の流れについての調整”のような欄を考える以上、他の要素についてある特定の値をきめたときはそれによってうける現金の流れの変化は、全くレシプロカルなものである。したがってこの便覧は一往復して、またそれぞれ修正された見積りについて再修正しなければならぬ。より合理的な方法は、この修正過程を円滑にするために、このような便覧の概略がプロジェクトの提案者によって作成されたら、それを決定権能のあるトップと、諸要素間相互の函数関係を一番よく知っている企画部との間を往復させ、試行錯誤の過程をふんで序々に完成させることである。最後に、このD欄について、“利用場所の原価(他の用途を見失ったための原価)、経営者の時間の消費”とでているがこれが機会原価の意味なら間違いである。例えば、従来空いていた建物を今度ある投資に使用するためにその原価を見積り算入することはいけない。その空いていた建物を物置代り

に僅か使っていたが、その投資がおこなわれると新に小さな物置が必要となり、そのため現金支出の必要な場合だけこれが原価として認められるのである。経営者の消費時間も、それによって秘書でも雇わなければならなくなった場合だけであろう。もし経営者の消費時間の増大を考えなければならぬとき、例えば、経営者が忙しくなりすぎて意思決定に正しい判断ができなくなる恐れのあるような場合は、これを機会原価的に数量的でなく、脚注か何かで表示すべきである。こうしなければ資本コストを資本構造から見積り、それで現価を算出したような精緻な計算は忽ち無意味になってしまうであろう。

以上のようにこの著書は、細い所では種々難点はあるが、全体として、現金の流れをとらえ、その現金の最大化を目的として論理は首尾一貫している。ただ設備投資計画が現在ののように大規模化し、企業の長期計画の重要な一環となってきた場合、これは資本構造計画とは不可分の関係をもつようになる。事実資本構造計画はその見積りが技術的に相当困難だと言われながらも、それを行わなければならない段階に現在はきているのである。さすれば初期条件としての資本構造にのみ基づく資本コストで一律に割引この書の考えは、長期計画を考える以上大いに問題となるであろう。

(清水 竜瑩)