

## 【論 説】

# 経営財務論の方法と課題

白 銀 良 三

## 目 次

- 一 序 論
- 二 現代財務論の方法
- 三 コントローラビリティと財務目的
- 四 結びにかえて

### 一 序 論

周知のように、現代の財務論研究の主流は、投資決定論的財務論（以下、単に現代財務論と呼ぶ）であると言ってよいであろう。投資は、本質的には、現在の消費を断念することによって、将来の消費の増分に期待する行動であり、最適投資決定とは、意思決定者の計画期間中の消費パターンに対する満足度（期待効用）を最大化することにはほかならない。現代財務論の第一の特長は、企業財務をこのような最適投資決定問題の枠組みにおいて考察することにある。

現代財務論の第二の特長は、資本の調達と運用の統合である。もとより、投資決定は、資金調達コストを抜きにして考えることはできないが、調達と運用の統合とは、資金調達コストを所与として投資決定を行なうのではなく、両者を有機的に関連した問題として捉えねばならないとする考え方である。では、なぜ「捉えねばならない」のであろうか。ここに、現代財務論と伝統的財務論の方法を識別する鍵がある。

マクロ経済学的観点からは、企業は、生産活動の担い手であり、経済的厚生を達成するためには、資源は効率的（パレート最適）に配分されねばならない。従来、資本主義体制のもとでは市場（製品市場や資本市場）が、企業をし

## 経営財務論の方法と課題（白銀）

て資源を効率的に運用せしめるメカニズムを提供すると考えられてきた。しかしながら、独占的大企業が反対に製品市場に対して強い影響力を行使するようになった現代資本主義社会では、資本市場こそが最後に残された砦である。

現代財務論の特質は、このような伝統的経済理論のパラダイムに依拠しているところにあり、規範論的性格をもっている。そして、市場の企業に対するコントロールABILITY（controlability）に対する関心がその背景にある。現代財務論が、企業の投資決定にあたって、資本市場が要求する収益率を資本コストとして採用すべしと主張し、資本市場の理論と深く関連する所以である。

この点で、現代財務論は米国における1950年代後半から急速に発展した資本市場理論に多くを負っている。すなわち、ハリー・マーコヴッツによる論文「ポートフォリオ・セレクション」を契機とした、特定の危険資産（証券）の価格形成過程の記述にもとづく市場均衡理論、換言すれば危険資産評価理論のめざましい発展である。危険資産評価の諸理論は、証券価格決定メカニズムを説明するばかりでなく、具体的計測を可能とした実証論的性格を持つことから、現代財務論は、これらの成果を積極的に取り入れて理論展開をはかったのである。

ところで、現代財務論の規範論的性格を如実に表すものに「株主の富の最大化」目的を挙げることができる。ここで、「株主の富の最大化」とは、企業の市場価値、ないしは株価を最大化することと同義であり、その用語から明らかなように、問題とされるべきは、市場を通じて決定される企業の経済的価値であって、会計上の利益ではない。その理由は、前述したように資本市場優位を強調する立場からくるものであるが、市場メカニズムによる資源の効率的配分⇒市場のコントロールABILITYという構図と、「株価最大化」が直ちに結びつくかどうかは、いささか疑問である。もとより、企業財務が実践的学問としての性格を持つことから、「利潤最大化」と言った抽象的な目的よりも実際に計測可能な株価を基準とすることは解らないではないが、<sup>(1)</sup>コントロールABILITYの観点からは、それを行ない得るのは、なにも株価だけではないと考えられるからである。ただし、個人投資家による広範な株式保有が一般的であった米国の

状況から、その論理が受け入れられやすかったと言うことはできるのであろう。

現代財務論のこのような性格がもたらしたものは、資本構成問題、配当政策、資本予算問題等の重要な個別財務問題に対する理論的帰結と、（特に我国の企業の）財務実践との乖離である。この点に関連して、我国の財務論研究者の中では、ここ数年、現代財務論の方法と体系を改めて問い直す動きがある。<sup>(2)</sup>しかしながら、それらの多くは、現代財務論が共通して持つ諸前提の抽象性をもって非現実的であるとしたり、計量分析の手法の限界を指摘して論難するものであって、乖離をもたらした根本原因を解明し、今後の展望を示唆するものはほとんどない。

筆者は、現代財務論が企業の個別財務問題に伝統的経済理論の方法を無批判に取り入れたところに問題があると考え。伝統的経済理論は、古典的資本主義社会観を未だに脱却しきれていないが、私的所有権制、契約自由の原則、及び取引当事者間の対称性といった、価格メカニズムの有効性を保証する諸要件は、現代資本主義社会では、ことごとく変質している。さらに、たとえ市場メカニズムによる効率的資源配分の重要性を主張する現代財務論の意義を認めるとしても、コントロールビリティの問題はすぐれて経営学的問題であり、企業を基本的にはブラック・ボックスとしてしか扱わない経済理論によっては自ずから限界があると考え。

本稿では、上述のような認識のもとに、まず、現代財務論の方法と特質を批判的に考察する。そこでは伝統的経済理論のパラダイムが企業財務の理論にもたらす問題が指摘される。次に、財務論が経営学の体系を構成する学科であるとの立場から、現代財務論が今後進むべき課題を提示する。

## 二 現代財務論の方法

方法論を問題にする時、学問対象をどのように捉え規定し、どのように概念づけるかが常に問われる。企業財務論の立場からは、企業の財務論的位置付けと、企業を取り巻く経済主体間の関係の把握が問題となる。現代財務論では、

## 経営財務論の方法と課題（白銀）

譲渡可能な所有権（株式）がもたらしたリスク分散効果に注目する。資本の高度に集中した現代資本主義社会における株式会社に対する、現代財務論からの関心は、リスクな生産活動の担い手たる企業と、経営には関与せずリスクのみを負担する株主との関係にある。

前述したように、現代財務論は、「株主の富の最大化」を第一義的財務目的としている。この謂わば「所有者支配の企業観」ともいえる考え方の背景には、現代の株式会社経営における経営者優位を認めつつも、最終的に株主主権を強調することによって、市場を通じた効率的な資源配分の重要性に意義を見出そうとする厚生経済学的信念がある。

この点をより明らかにするために、以下に「フィッシャーの分離定理 (Fisher Separation)<sup>(4)</sup>」を取りあげてみよう。これは、確実性下における完全競争資本市場 (Perfectly competitive financial Market) を前提として、資本市場の機能を説明するものであるが、この議論の中に現代財務論のエッセンスが含まれていると同時に、その問題点を浮び上がらせることができると考えるからである。

なお、ここで、確実性下とは、ある行動の結果 (Outcome) が一義的に決定される状況であり、完全競争市場とは、次のような条件を満たすものをいう。

- (1) 市場での取引に際しては、手数料、税金等の一切の取引費用はかからない。
- (2) 市場参加者は市場に関する全ての情報を無料で手に入れることができる。
- (3) 市場参加者は個人が市場価格に影響を与えることができないほど十分に多い。

### ① 金融市場線と消費無差別曲線

単純化のために投資家の計画期間を2期間と限定し、時点0と時点1に消費可能な金額がそれぞれ、 $C_{0A}$ 、 $C_{1A}$  であるとしよう。金融機会（資本市場）が存在しなければ、この投資家の消費の組合せは図1のA点のみである。しかるに、全ての市場参加者が、利子率  $r$  で自由に貸借できる金融機会が存在する

と、この投資家は  $W_0$  と  $W_1$  を結ぶ直線上（これを金融市場線と呼ぶ）を形成する消費の組合せを実現することができる。

すなわち、 $W_0$  は時点 1 での消費可能額の全てを担保に借入れを行なった場合の時点 0 での消費可能額を表し、 $W_1$  は時点 0 の消費可能額を全て貸し付けた場合の時点 1 での消費可能額を表している。換言すれば、 $W_0$  と  $W_1$  はそれぞれ、2 期間の消費パターンの現在価値 (Present Value: PV) と終価 (Terminal Value: TV) である。

図 1 で、この投資家の消費パターンの効用選好を表す消費無差別曲線から、B 点が最も高い効用水準を達成できる点であることは明らかである。したがって、投資家は、市場から  $C_{0A}C_{0B}$  だけ借入れを行なうことによって消費パターンを変化させ、効用最大化を実現するのである。ただし、A 点から B 点に移

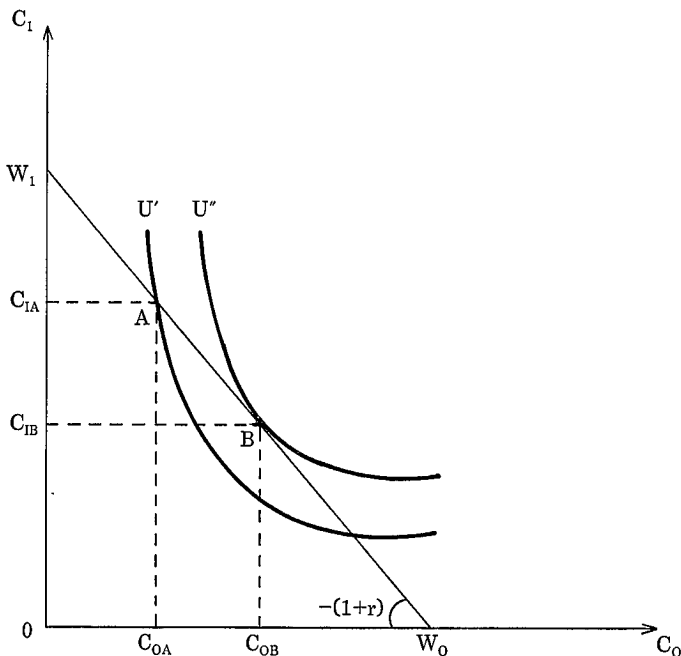


図 1 金融市場線と消費無差別曲線

動することによって高まるのは、投資家の効用水準であって総消費の現在価値ではないことに注意を要する。総消費の現在価値は投資家の富（Wealth）と呼ばれるが、これは、金融市場線の傾き（利子率  $r$ ）によってのみ規定されるのである。

## ② 生産投資機会と最適投資決定

時点 0 で  $D_0$  という資金を有する企業が、図 2 の  $OD_0D_1$  で示される生産投資機会集合に直面しているとしよう。この生産投資機会集合の形が原点に対して凹であるのは、収穫逓減の法則が働いて限界投資収益率がしだいに低下することを示している。

この企業は、時点 0 での消費を全く行わずに  $D_0$  の全てを投資すると、時

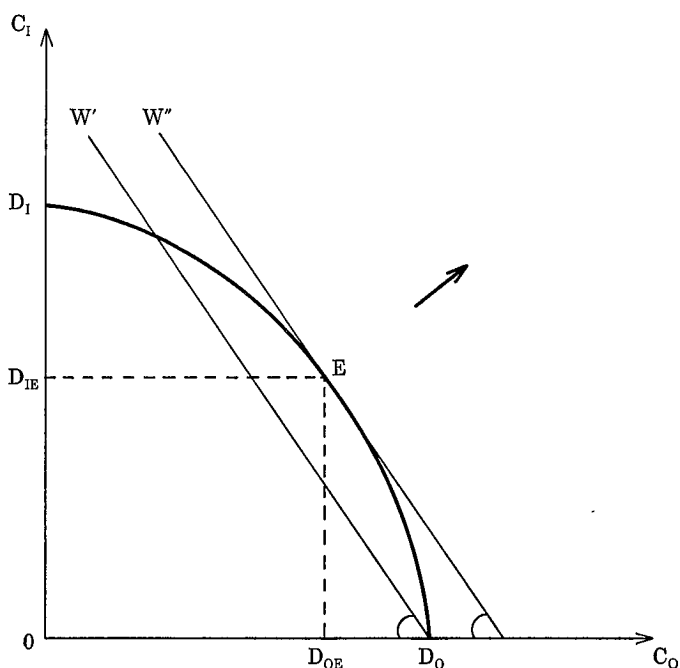


図 2 生産投資機会と最適投資決定

点 1 で  $D_1$  の所得＝消費を得る。ここで、企業の消費は投資家（株主）に対する分配を意味するから、企業の消費パターンは、投資家の所得＝消費パターンと同義であり、企業の消費パターンの現在価値（企業価値）は、投資家の消費パターンの現在価値（投資家の富）と同義である。

では、この企業の最適投資水準はいかにして決定されるのであろうか。2 期間の消費の水準を最大にする組合せは、 $D_0D_1$  で示される生産投資機会曲線上にあるが、当該企業の消費パターンの現在価値、すなわち企業価値を最大にする消費の組合せは、金融市場線がこの生産投資機会曲線と最も右側で接する点 E であることは、図より明らかである。したがって、企業価値最大化を保証する最適投資水準は、 $D_0D_{0E}$  となる。

### ③ 資本市場の機能

以上の議論から、資本市場の機能に関連して、財務論上重要な命題が導かれる。第一の命題は、投資機会を所与とするならば企業の最適投資水準を決定する要因は、金融市場線、つまり金利水準であるということである。企業は利子率以上の（限界）投資収益率を持つ投資案を採用することによって、企業価値を最大にすることができる。利子率は、投資の切り捨て率（Cutoff rate）、すなわち資本コストの役割を果している。なお、このモデルでは、利子率は外生的に与えられているが、利子率もまた市場で決定されることを考えれば、資本コストは、市場の企業に対する要求収益率であるとも言えよう。

第二の命題は、企業の最適投資水準は、投資家の効用選好に依存しないということである。もし、資本市場が存在しなければ、企業の投資水準は、投資家の消費無差別曲線によって決定される。しかし、投資家の効用選好は、各々異なると考えられるから、複数の投資家間の利害調整が大きな問題となるであろう。ところが、資本市場の存在は、こうしたやっかいな問題を回避することによって可能にする。なぜならば、投資家の富を最大化することに反対する投資家はいないであろうし、効用選好の相違は、金融市場線上の任意の点を選択することによって解決されるからである。こうして、資本市場は、企業の投資決定と投

資家の効用選好を切り離す役割を持っており、これを「フィッシャーの分離定理」と呼ぶ。

ところで、上述の議論では、企業の経営者が、投資案の採否を要求収益率（資本コスト）にもとづいて行なうことは当然であるとされている。では、もしなんらかの理由で経営者が、資本コスト以外の基準にもとづいて投資決定を行なった場合、どのようなことが生ずるのであろうか。この問題に対する回答は以下のごとくである。

資本コスト以外の基準で投資を行なうことは、投資家の富の最大化をもたらさない。これは、マクロ的には資源を（パレート最適の意味で）効率的に運用していないことを意味する。したがって、この事を知った投資家は、経営者を解任するか、もしくは他の企業へ乗り換える（ウォール・ストリート・ルール）であろう。株式会社では、これは株式の売却を意味するから、結果として、株価の下落をもたらすであろう。結局、この企業の経営者は、たとえ解任されなかったとしても、株価下落は、新たな資金調達を困難にするばかりでなく、買収や乗っ取りの危機に直面することになるのである。こうした市場のメカニズムが、経営者をして市場の論理に従わせ、資源の再配分を通じて、最終的には資源の効率的配分を達成させるのである。

もとより、これらの結論は、高度に抽象化された世界でのものである。しかしながら、抽象化の故にこれを非現実的であるとする考え方は、あまりにも短絡的であろう。問題は、議論の前提（確実性下、完全競争市場）が現実との関係でどう解釈されるべきか、または、より現実に近い場合結論がどのような影響を受けるかということである。以下に、これらの点について詳細に検討してみよう。

#### （1）市場の要求収益率と資本コスト

現実の世界では、ある行動の結果を事前に確実に知ることのできるケースは少ない。とはいえ、反対に全く予測が立たないと言うケースもまたそれほど多いわけではない。大多数のケースは、両者の間にあって、ある行動の結果は、



一義的には決らないが、起こりうる複数の結果は予測可能であり、それらにある程度ウェイト（確率）を付与することができる。我々は、このような状況を「不確実性、ないしは危険（リスク）」と呼ぶ。また、不確実性下では、大部分の人々が危険回避行動を取ることが知られている。すなわち、不確実な（結果をもたらす）行動を取るためには、人々は確実な行動によって得られる結果以上のプレミアムを要求するのである。

この問題は、資本コスト問題との関連で特に重要である。前述したように、企業が資本コスト以上の投資案を採用することが、企業価値（＝投資家の富）を最大化する条件であるから、確実性の前提を緩めた場合（この場合、もはや利率は資本コストたりえない）の資本コストが計測可能でなければ、著しく具体性を欠いた議論となってしまう。現代財務論が、危険資産評価理論に依拠して個別企業に対する要求収益率（資本コスト）を計測せんとした理由はここにある。

しかしながら、資本市場で形成された要求収益率を、個別（生産）投資案評価の基準として利用することは現実問題として無理がある。株価は、投資家のリスク態度を反映した将来の期待配当流列の現在価値として規定されるが、市場の要求収益率が、資本コストとしての妥当性を持つためには、（生産）投資案の予想キャッシュ・フローが同一のリスク・クラスを持つ場合でしかない。では、いかにして（生産）投資案のリスク・クラスが同一であると識別するのであろうか、あるいは、いかにして同一リスク・クラスに対応する要求収益率を見つけ出すことができるのであろうか。現代財務論は、この点に関して明確な指針を示すに致っていない。

投資リスクに関しては、証券市場がリスク・ヘッジの手段として先物市場を形成したように、企業もまた、投資リスクをヘッジするメカニズムを組織内外に形成している（できる）と考えるべきである。オプション価格理論が示唆するように、適切なヘッジ戦略は投資リスクを回避する有力な手段である。企業がいかに有力な投資機会を発見、ないしは創造するかは経営戦略論の範疇であるが、企業財務の役割は、経営戦略の実施に伴う財務リスクをいかにヘッジす

## 経営財務論の方法と課題（白銀）

るかにある。この点で、資本市場指向のリスク議論は、財務実践との乖離を深めるばかりでなく、益の少ない不毛の議論としかねないのではないだろうか。財務論はリスク・ヘッジ戦略の実施プロセス、及びその意思決定プロセスの記述により多くを傾注すべきであると考え次第である。

### （2）株価最大化と情報

現代財務論が、個別財務問題に多く採用した経済理論の方法は、本質的に、ワルラス流の古典的主体均衡の枠組みの中で発展したものである。ワルラス型の一般均衡分析は、不確実性下においてアロー・ドブリュウ型の「条件付請求権（contingent claims）」市場の均衡分析へと拡張されたが、期待効用定理や危険回避の行動理論、及び合理的期待形成仮説等は、いずれもその延長線上に位置する。

完全競争市場を構成する要件の中で、需給一致の古典的均衡が成立するための決定的要件は何かと言えば、情報である。これはある意味では逆説的に聞えるかもしれない。なぜならば、伝統的経済理論では、市場で決定される価格こそが市場をめぐる全ての情報を集約しており、市場の参加者は、価格動向に注視することで情報を無料で手に入れることができるとしていたからである。

ところが、不確実性下では、価格以外の情報が必要となり、それらの収集コストは、もはや無料ではない。このような世界では、経済主体間で情報が偏る（情報の偏在、ないしは情報の非対称性）傾向が一般的となってくる。先の例では、投資家は企業が直面している投資機会集合に関する情報をほとんど持っていないのである。したがって、経営者がたとえ要求収益率にもとづいて投資決定をなしたとしても、それが株主にとって最適であるか知るすべはない。

株主が、これらの情報にアクセスするためには、企業に対して支配的な影響力を行使し得るほどの大株主となるか、企業の情報開示を徹底させる制度的枠組みを作り上げるしかない。しかしながら、前者については、大多数の一般株主は、企業支配に興味を持たないし、大株主となるためには巨額の資金を要する。また、後者については、企業に莫大な負担を強いることになり、「角を矯

めて牛を殺す」ことになりかねない。

繰り返すようだが、株主の利益を強調する背景には、市場メカニズムを通じて、資源の効率的配分問題があったはずである。ところが大多数の一般株主は、短期的利益（配当やキャピタル・ゲイン）を要求する。しかも、彼等は限られた情報しか持たないばかりか、経営にも興味を示さない。<sup>(5)</sup> 巷間、米国の経営者は、あまりにも株価を意識するがゆえに、短期的利益の追及に走り、米国産業の衰退を招いたとする意見があるが、これは経営者が単に自らの地位に固執して市場に迎した結果にすぎず、株式市場がこうした企業経営の実態を正確に把握せず（できず）、経営者の不効率的企業内資源配分をもたらしたと考えるべきではなかろうか。昨今の米国におけるM&Aの隆盛は、その反動と見るべきであろう。

さらに、我国では、大企業の主要株主が機関投資家と巨大銀行によって占められているばかりでなく、株式持合いを通じて系列化が行なわれており、「ウォール・ストリート・ルール」は個人投資家レベルでは適用されても、それが経営者の脅威になるとは考えにくい。

次節で検討するエージェンシー理論は、この問題に関する一つの方向を示すものであるが、経営者を、あくまでも株主から委任された代理人（agency）としてしか見ておらず、基本的には伝統的経済理論の企業観にもとづくものであることを指摘しておこう。

なお、グロスマン＝スティグリッツによれば、<sup>(6)</sup> 不確実性下では、企業の投資決定と株主の利害の全員一致は、非常に厳密な条件のもとでしか成立しない。また、その他の研究から、資本コストにもとづく投資決定＝株主の富の最大化＝株主の利害の一致という構図は、確実性下の完全競争市場の前提においてのみ成立する議論であって、不確実性下の不完全競争市場のもとでは、企業の株価最大化行動は、株主の効用を必ずしも最大化しないし、パレート最適にも通じないことが明らかにされている。<sup>(7)</sup>

以上、現代財務理論の方法とその特質を、「フィッシャーの分離定理」を中心に検討した。「所有者支配の企業観」は、伝統的経済理論のパラダイムから

## 経営財務論の方法と課題（白銀）

生ずるものであるが、資源配分の効率性を市場メカニズムにのみ求める理論展開は、不確実性と不完全競争の世界ではもはやその正当性を主張することはできない。すなわち、企業に対するコントローラビリティは、市場（株主）と（ブラック・ボックスとしての）企業との関係からだけでは解明されず、銀行や機関投資家の行動分析、組織としての企業の役割、企業を取り巻く環境、制度等に関する総合的なアプローチが必要となる。

企業財務にとって資本市場のメカニズムを理解することは必須であるが、だからといって、個別財務問題にその論理を適用しなければならない必然性はない。けだし、特定の理論が、ある問題に適用される場合には、その理論の有効性が保持される要件が成立している領域に限定されねばならないのは当然であろう。

## 三 コントローラビリティと財務目的

伝統的経済理論では、企業は必要に応じて労働や原材料を市場から調達して生産物に変え、これを市場で販売するものと考えられている。こうした企業観は、完全情報と取引コストゼロの仮定に起因する。これらの仮定のもとでは、経済理論的には、家計、企業といった経済主体の捉え方で充分であり、組織を特に意識する必要はない。

ところが、現代社会においてはこれらの要因が決定的に重要である。不確実性が増大する現代では、取引を全て市場に頼るのにはコストがかかりすぎる。また、「情報化社会」の実態は、莫大な投資を必要とする企業内情報ネットワーク構築の競争を意味するのであって、情報の偏在はむしろ一般的ですらある。取引コストの増大と、不完全情報は、株主のみを企業のリスクの担い手であるとする現代財務論の株式会社観の修正をうながすものである。現代社会の実態は、直接的には、企業の組織そのものがリスクに対する保険機構を有しているばかりでなく、債権者（銀行）もまた、リスクの担い手として登場するのである。リスクとリターンの関係は依然として有効である。しかし、資源の効

率的配分と公正な資源分配を問題とするならば、財務目的は、企業に対するコントロールビリティの観点から再検討されねばならない。

近年、経済における大企業の優越性を認識し、企業の組織としての側面を重視することによって、新たな企業の理論を構築しようとする試みが注目されている。代表的なものに、組織の取引コスト削減機能に注目したウィリアムソンの「内部組織の経済学」<sup>(8)</sup>、協調ゲームの理論を使った、青木の「経営参加モデル」<sup>(9)</sup>等がある。これらの理論と財務論との関連についての検討は、別の機会に行なうとして、以下では、「エージェンシー理論」<sup>(10)</sup>を参考として、これをコントロールビリティとの関連で整理してみよう。「エージェンシー理論」は、情報の非対称性に着目して、委任者（プリンシパル）と代理人（エージェント）との間の対立から生ずる情報コスト、及び契約コストが企業行動にもたらす影響を分析したもので、財務論に大きなインパクトを与えたものである。

#### ① 株主と経営者のエージェンシー関係

エージェンシー関係とは、プリンシパルがエージェントに仕事を代行してもらう契約関係をいう。現代株式会社では、大多数の株主は直接的には経営にタッチしないから、株主と経営者の関係はエージェンシー関係の典型といえるであろう。問題は、エージェントがプリンシパルの利益を最大化するように常に行動するとは限らない点にある。エージェントは彼自身の（金銭的、非金銭的）効用を最大化するように行動するかもしれないからである。エージェンシー理論によれば、エージェントをプリンシパルの利益に合致するよう行動させるためには、監視コストや誘因（incentive）のための保証コストを必要とし、プリンシパルは、エージェンシー関係から生ずる残余コストまでも負担しなければならない。これらのエージェンシー・コストは企業価値を確実に低下させる。

#### ② 債権者と株主のエージェンシー関係

米国では一般的な無担保社債のように、貸倒れリスクのある負債では、債権者もまた企業のビジネス・リスクを負担する。したがって、債権者は貸し出し

にあたって企業に情報の開示を求めるであろうが、貸し出し後の企業行動の変更は予測できないから、これを利用して経営者は、株主に有利なように政策変更を行うかもしれない。この意味で、債権者と経営者のエージェンシー関係は債権者と株主のエージェンシー関係と言ってよい。債権者はこうした事態を避けるために、より一層の情報開示を求めるばかりでなく、貸出にあたって企業行動を拘束する財務制限条項を設定したり、リスクを見込んでより高い利子率を請求するかもしれない。これらにもとづくもろもろのコストは、結局株主が負担することになる。これらのエージェンシー・コストは、負債利用の税節約効果を相殺して、企業の負債利用に一定の制約を課すことになるであろう。

以上が、エージェンシー理論の骨子であるが、情報の非対称性と、これに起因するコストの存在は、確実性下の完全競争市場にもとづく理論をかなりの程度変更させることが明らかとなった。しかしながら、エージェンシー理論は、組織そのものがこれらのリスクを回避し、契約関係を内部化することによって取引コストを節約する機能を持つことに触れていない。さらに、債権者もリスクを負担することは認めているが、リスク負担者としての債権者の影響力を過小評価している。なぜならば、株式の有限責任制と所有の分散化が、株式所有者のリスク負担を著しく軽減しているのに対して、債権者（特に銀行）のリスク負担は相対的に大きいと考えられるからである。換言すれば、債権者の経営者、及び企業経営に対する関心の程度は、株主のそれに比してはるかに大きいということである。これはまた、裏返せば、経営者の行動は、株主よりは債権者に対して、より強く影響されるということでもある。

結局、資源の効率的配分問題を、財務論の立場から、リスク分担とコントローラビリティにもとづいて整理すれば、次の二点に集約される。

- (1) リスク負担に伴うコストをなるべく組織内に吸収して、コスト削減を図る。
  - (2) 債権者のコントローラビリティを認めて、その積極的な導入を図る。
- この現実的な姿は、経営者の所有経営者化（株主と経営者のエージェンシー・

コストの削減）と、負債の高度利用、及び債権者の企業経営への関与（債権者と株主のエージェンシー・コストの削減とコントローラビリティの強化）である。後者は、戦後日本の経済発展の原動力となった企業経営が経験してきたことであり、今まさに米国で行なわれている LBO (Leveraged Buy Out) は、前者と後者を同時に達成する手段にはかならない<sup>(11)</sup>。

以上、企業経営の効率性をもたらす方法を、リスク分担とコントローラビリティの観点から検討した。リスク負担者としての組織の役割については、本稿の範囲を越えるテーマであるが重要である。ここで明らかにされたことは、もはや、財務目的を「株主の富の最大化」のみに求めることはできないということである。そもそも、目的の設定は、それをどのような観点から行なうかに依存する。資源の効率的配分と、資源分配の公正性の見地からは、リスク負担とコントローラビリティによって財務目的を設定すべきである。これらは、究極的には「利潤最大化」目的に包含されるものかもしれないが、財務論を経営学の一環として捉える立場からは、企業財務実践と結びついた、具体的、個別的なものでなければならない。そして、それらに一貫する考え方は、リスク削減、ないしはリスク・ヘッジの財務戦略の提示にあると考える。

#### 四 結びにかえて

株式会社は、制度的には株主がその所有者であり、株主は会社に対する支配権を有していることになっている。したがって、株式の拡散にともなって「所有と経営の分離」がなされていても、経営者は所有者の単なる代理人であり、株主は事業に伴うリスクを負担するがゆえに会社支配の正当性を主張することができるのである。しかしながら、現代社会においては、リスクを負担するのはもはや株主だけではない。会社支配の実態は、所有者支配の企業観から演繹される「株主の富の最大化」を一義的目的とする現代財務論の修正を余儀なくするものである。

財務目的は、リスク負担行為をなす主体間の関係に応じて、コントローラビ

## 経営財務論の方法と課題（白銀）

リティの観点から設定されねばならない。主眼は、種々のリスクに適応した財務的ヘッジ戦略の提示にあり、そこでは、解析的、実証的な数学モデルの構築に加え、資源配分プロセスや、意思決定プロセスの記述が行なわれる。そして、このような財務目的の修正は、高度に抽象的な現代財務論を実践的な内容を持つ学問へと飛躍させることになるだろう。ただし、これは市場メカニズムの重要性を認めないということではない。「市場の失敗」から生ずる経済効率性の低下を補完するための制度的枠組みの研究もまた重要である。現代企業論の成果を取り入れつつ、財務論の再構築を図ることが今後の課題である。

1970年代後半から米国で猛威を奮った M&A の嵐は、米国企業の活性化に役立った半面、株主及び監督官庁の介入を嫌った企業を、非公開化（going private）へと走らせた。連日、新聞紙面を賑わせている日米構造協議問題では、米国産業の競争力低下の要因として、短期的収益動向に過敏に反応する株価ゆえに、長期的展望を欠く米国企業経営の短期指向が指適される一方で、圧倒的な国際競争力を持つに致った日本企業の経営スタイルを支える、日本特有の安定的株主構成の実態が論争の的になっている。

たしかに、日本の経営者は、情報偏在下における組織の重要性を直感的に理解し、長期的な契約取引（対金融市場、対労働市場、対顧客等）を結ぶことと相まって、組織拡大を通じて市場取引の一部を取り込み、保険機構を形成していったとみることもしる。しかしながら、株主主権の希薄化が、日本の企業経営をして、あまりにも企業の論理に偏り過ぎさせた結果、豊かな国であるはずの日本の国民が、家一軒まともに買えない状況を生み出したと考えるのは、筆者だけであろうか。米国企業の日本化と日本企業の米国化がもたらすものは何か、経営学の体系を構成する財務論研究の充実が、ますます要求される時代となっている。

以 上



【注】

- (1) もっとも、ここで言う「株価」とは投資家を得る期待将来収益の現在価値であって事後的な株価ではないから、これをいかに計測するかは重大な問題である。
- (2) 参考文献(5)～(10)を参照のこと
- (3) 計量的分析法の採用は、実証的理論の特長である。近年、統計学的処理の有効性に対する批判は、計量経済学の凋落と相まって、しだいに強まる傾向にあるが、理論モデルの統計的特性の悪さ（たとえば、回帰分析における決定係数の低さ等）を理由に、理論アプローチそのものを批判する議論には組みしない。ただし、原データの統計的特性を無視して、安易に統計手法を適用することの危険性については強調されるべきである。特にサンプル・データが小規模である場合には、異常値(outlier)の存在は、検証結果を著しく歪める可能性がある。
- (4) フィッシャーの分離定理は、米国の大学で利用されている代表的な財務論(Corporate Finance)のテキスト（たとえば、参考文献(11)）には必ずと言って良いほど掲載されているものである。ただし、株主の富の最大化を主張する背景について、これ以上の説明が記載されているものは見当たらない。米国における新古典派経済学の影響力の強さを示すものか、あるいは、米国の経営者が常に株主の利益を念頭に置かざるを得ない状況によるものかは定かではないが、この問題は自明の事として受取られているようである。
- (5) 米国の証券アナリストに対する社会的評価は高く、その情報の範囲と速報性は、企業行動を十分に監視しうるとする説もあるが、経営の専門的知識を持たない一般投資家が、（特に長期的視点にたった）効率的資源運用といった観点から、これらの情報を合理的に解釈するとは考えにくい。
- (6) 参考文献(12)、株主の全員一致は、スパンニング(Spanning)条件と、市場が完全に競争的であるという条件が満たされる場合にのみ成立する。この問題に関する解説は、参考文献(1) pp. 85—88、及び参考文献(2) pp. 27—47を参照のこと
- (7) 株価最大化目的と利潤最大化、企業価値最大化、及び株主の効用最大化に関する議論については、参考文献(2)に詳しい。
- (8) 参考文献(4)
- (9) 参考文献(1)
- (10) 参考文献(14)(15)
- (11) 最近、エージェンシー理論の提唱者でもあるジェンセンがこの問題に関連して、興味深い論文を発表している。詳細は参考文献(16)を参照のこと

【参考文献】

- (1) 青木昌彦「現代の企業」 岩波書店 昭和59年
- (2) 井上薫「企業目標の基礎理論」 千倉書房 昭和62年

## 経営財務論の方法と課題（白銀）

- (3) 宮沢健一「制度と情報の経済学」 有斐閣 昭和63年
- (4) O. E. ウィリアムソン「エコノミック オーガニゼーション」 井上薫, 中田善啓監訳 晃洋書房 平成1年
- (5) 諸井勝之助「現代経営財務論の基本的性格」 日本経営財務研究学会編「現代経営財務の本質」 中央経済社 昭和60年 1-16
- (6) 森昭夫「経営財務の理論と資本市場の理論」 日本経営財務研究学会編「現代経営財務の本質」 中央経済社 昭和60年 17-31
- (7) 高橋昭三「経営財務論の方法と体系」 日本経営財務研究学会編「現代経営財務の本質」 中央経済社 昭和60年 81-95
- (8) 高橋昭三「『経営者資本主義』と経営財務」 日本経営財務研究学会編「企業金融と経営問題」 中央経済社 平成2年 3-16
- (9) 柴川林也「エージェンシー理論と経営財務」 日本経営財務研究学会編「企業金融と経営問題」 中央経済社 平成2年 17-29
- (10) 亀川雅人「経営者資本主義と企業目標の再考察」 日本経営財務研究学会編「企業金融と経営問題」 中央経済社 平成2年 83-96
- (11) Copeland T E, and J. Fred Weston (1988) "Financial Theory and Corporate Policy 3 ed." Addison-Wesley Publishing Company
- (12) Grossman, Sanford, and Joseph Stiglitz (1977) "On Value Maximization and Alternative Objectives of the Firm", Journal of Finance 32, 389-402
- (13) Rothschild, M. (1973) "Models of Market Organization with Imperfect Information: A Survey", Journal of Political Economy 81
- (14) Jensen, Michael C., and Meckling, W. E., (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, October, 305-360
- (15) Ross, Stephen (1973) "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", American Economic Review 63, 134-9
- (16) Jensen, Michael C. (1989) "Eclipse of the Public Corporation", Harvard Business Review 5, 61-74