

現代経営財務の考察対象と企業の意思決定*

小山 明 宏

目 次

- 1 現代経営財務の考察対象
 - 1.1 経営財務論の考察対象の変遷
 - 1.2 企業の財務的意思決定の構成要素
- 2 現代経営財務研究における考察方法
 - 2.1 伝統的方法と現代的方法
 - 2.1.1 伝統的方法
 - 2.1.2 現代的方法
 - 2.2 両者の相違点
- 3 企業の財務的目標と企業観
 - 3.1 企業の目標と組織
 - 3.2 人的集団がもつ財務的目標
 - 3.2.1 目標をめぐるコンフリクト, 調整と一致
 - 3.2.2 市場価値極大化をめぐる

1. 現代経営財務の考察対象

1.1 経営財務論の考察対象の変遷

どのような分野にも、通常独自の発展の歴史がある。現在の状態を分析するにあたり、その考察対象が過去にどのような歴史をた

* 本稿の取りまとめにあたっては、トリアー大学第Ⅳ専門学群経営経済学部門のラインハルト・H・シュミット教授（現・フランクフルト/メイン大学）からいただいた示唆によるところが大である。ここに記して感謝申し上げる次第である。

どって来たかを知ることは、作業としては大いに退屈なことが多いが、その現状が、相対的に、あるいはバランスとしてどのような位置にあるかを知るためには有益であることも少なくない。

経営財務と呼ばれる分野においてもまさしくこれが当てはまる。すなわち、いわゆる「学問的」な分類は別として、経営財務論がどのような経緯で現在のような考察対象を取り上げるに至ったのかを知ることは、それら考察対象自体の内容を理解するためにも多いに有用であろうと思われる。この点については、ラインハルト・H・シュミット教授による分類が非常に有益であり、以下、それに従って検討してゆくことにする¹⁾。

経営財務論がどの程度昔から存在していたのか、という問題は、論者によって諸説分かれているが、シュミット説では今世紀初頭の「伝統的」資金調達論が、その始まりということになる。

(1) 伝統的資金調達論

伝統的資金調達論では、所与の企業内資金需要を企業がいかに満たしうるかをまず扱い、個々の資金調達方法の長所・短所を議論して、「財務的均衡」の問題、特に企業の流動性の問題を考察する。そこではかなりの部分が記述的で、分類作業に費やされている。後々の財務論に比べると抽象化の程度はかなり少なく、また企業経営の実務への関わりは強調されるべきであろう。この2つの特徴は注目すべき結果をもたらしている。すなわ

ち、企業の資金調達可能性と財務的均衡の問題は今なお、モデル設定上の仮定（予想の確実性、資本市場の完全性）によって軽視されたり、無視されたりすることなく、そのまま取り上げられうるからである。このように、伝統的資金調達論は概念的な脆弱さにもかかわらず、資金調達実務にとってのみならず、理論的にも放棄されることはない。この分野に存在する問題の複雑性を十分に認識したものであるといえる。

このような伝統的資金調達論は、当然その視点が企業の「中」を向いている。これに対し、企業の「外」、すなわち資本市場に視点を向けた理論として、次の利子理論があり、これも現代財務理論の源（みなもと）のひとつとなっている。

(2) 利子理論

現代の財務理論における考察方法の中心的な概念、すなわち割引（資本換元）の考え方の理論的基礎は、経済学的な「利子理論」および「資本理論」に負うところが大きい。利子理論のおかげで、個人が保有する支払い（流列）の価値が、その支払いが発生する期間というものに依存するものだという事を知ることになる。とりわけ、時間的に異なった支払い（流列）というものが、なぜ、そしてどのように同列に、ある一時点へと換算されうるのか、を教えてくれる。利子理論は、投資理論のもっとも重要な理論的基礎である。そしてそれは、市場価値極大化という目的関数の根拠をも内包するものである。投資及び資金調達理論において最も継受されているのは、Irving Fisherの利子理論であり²⁾、そこにおける重要な市場均衡の概念は、後の資本市場理論に、より一般化されて現れている。

この利子理論から、市場志向的なトピックとして企業評価論、企業内部志向的なトピックとして投資理論が分化する。

(3) 企業評価論

将来利得の割引計算の基本思想は、資産評

価の理論へと一般化された。企業評価、あるいは持ち分評価と呼ばれる分野である。利得をもたらす資産（財）の価値は、将来その資産から得られると予想されるすべての利得（あるいはインフロー、より一般的には関連したすべての利益）の、ある評価時点における割引価値である。このような「経済的価値」が、利得価値であり、たとえば株式会社の自己資本コストの計算に適用され得る。

(4) 投資理論

投資理論は、前述の(2)と(3)、すなわち割引計算と利得評価の基本思想を経営上の投資決定へもっていったものである。そこでは個々の投資プロジェクトの収益性を決定する、実用的でかつ同時に理論的に正しい方法を追求する。現在価値法と内部利益率法の二つが、ここで重要な意味を持っている。それらは、ともに割引率の算出根拠、利益率の比較基準そして不確実性の問題など、多くの問題をかかえている。

投資理論の基本思想は第二次世界大戦後に特に進歩が見られ、それはさらに、資本コスト問題および不確実性の考慮の問題として、発展して行くことになる。

(5) 資本コスト問題

資本コストにまつわるトピックは、企業内部志向的な経営財務理論の最も代表的かつ重要なものとして指摘されるものである。資本コストの問題というのは、最適な投資決定をもたらす計算利率を見つけることであると言える。資本コストの概念は、「正しい計算利率を用いる」ということと同義である。資本コストの問題には形式的な面と、物質的な面の二つがある。前者は、当該投資によって排除された他の投資のうち最高の代替案の計算利率が、投資の計算利率とされるべきだ、ということである。しかしながら、不完全な資本市場においては、個々の投資プロジェクトの意思決定が成される時点においては、その投資の採用によってどの代替案が排除される

のかは、まだわかりはしない。資本コストの問題をこのようにして考えてくると、不完全な資本市場においては個々の投資プロジェクトに関する意思決定を別々に行うことはできないということがわかってくる。正しい計算利率は、投資計画を他の諸制約条件と考え合わせることから明らかになる。資本コストのひとつの決定要因は資金調達コストである。資本市場が完全ならば資本コストと資金調達コストは同じでさえる。そしてこれは、資本コスト問題の物質的な側面へと考察を進ませる。資金調達のコスト、特に自己資本のコストはどうすれば明らかになるであろうか。この種の文献においては、証券市場で期待配当金を割り引くのに使われる割引率を自己資本コストとして使うことがすすめられている。ただし、ここで、個々の資金調達手段のコストを概念的に、あるいは実務的にも決定したとなると、すぐに次の問題が起こる。すなわち、企業が自己資本と他人資本の両方を導入したときに、資本コストはいくらになるか、ということである。完全な資本市場を想定したとき、資金調達並びに資本コストのレベルについての「物質的」な疑問が発生することに気づくのである。このような資本コスト問題に関する議論は、1955年から1965年頃にかけて行われた。

(6) 資本予算論

不完全な資本市場においては、「正しい」計算利率あるいは資本コストがあらかじめ外生的には与えられないのであるから、ある投資の有利性を孤立的に決めることは、よほど何か特別な状況下でもないかぎり、可能ではない。だから、投資および資金調達の計画全体について同時に決定を行い、そのような問題を回避することになる。そしてそのための簡単な方法が「資本予算」である。それは、「同時決定」の考え方を具体的に説明するものでもある。すなわち、最適な投資、資金調達の計画があって初めてその時に「正し

い」計算利率がわかることになる。ただし、その、現実への適用については問題は多い。その最大のものは、資本市場の不完全性が十分に考慮されていないということである。

(7) 線形計画法

1960年代から、線形計画法 (Linear Programming, LP) の助けを借りた複数期間の投資・資金調達計画の同時決定についてのモデルが発表された。線形計画法は、線形式の目的関数を、やはり線形式の制約条件のもとで最大化するものである。線形計画法を経営学に適用する際に、そこでの制約条件式として理論的におもしろいのは、「流動性の制約」である。線形計画法の定式化の性質により、資本市場における複数期間の意思決定が明瞭に扱われる。そこでの問題点は目的関数であるが、無難なところで「投資家」にとっての収入流れが最適化される、という形で議論が進められた。

線形計画法がかかえる問題点は、そこでのいくつかの仮定の現実性である。特に、「現実性の仮定」は、まさしく現実性に欠けるし、経営学研究への影響力も、この点で限定されるものとなった。

(8) 市場価値基準と無関連性命題

不確実な期待と完全な市場という仮定のもとに、この分野でのめざましい発展が成し遂げられた。Franco Modigliani と Merton H. Miller (彼らの名字の文字をとって Modigliani & Miller, あるいは更に略して MM と呼ばれる) による「資本コスト、企業金融と投資の理論」³⁾ という名の論文における、新古典派に属する思考方式が、その最も重要な出発点である。彼らが最初証明した通り、自己資本および他人資本の市場の完全性というある一定の条件の下では、資金調達源の構成は、株式会社の総価値および (平均) 資本コストには全く影響を与えない。それゆえ最適な資本構成は存在しない。この「無関連性命題」は、完全な資本市場においては株式会社の資

金調達全体は、企業価値および株主の富とは無関連である、というびっくりするような結論にまで拡張されうるのである。これがもし正しいのであれば、形式的な資本コスト問題は解決される。この投資の意思決定問題は資金調達からは独立に成されうるであろうから、目立って単純化される。

MMの「無関連性命題」の証明は、株式会社の自己資本の市場価値を極大化することが株主の利益となるという前提に依存し、また自らもこの目標設定の利用を是認している。しかし同時に、市場価値なるもの、すなわち取引所での株式の価値が、一体何に依存しているかという疑問が提出される。この疑問に答えるためには、利益評価の基本思想だけでは不十分である。株主が株式のリスクをいかに測定するのか、そして評価するのかが説明されねばならない。

(9) 決定理論／ポートフォリオ・セレクション
投資決定は常に不確実性下の意思決定である。そして不確実性下の決定問題をいかに定式化し、解決するかというのは、決定理論の考察対象にあたる。決定理論には2つの重要な方法的出発点がある；

(a) 決定問題が正しく「結果の表（ペイ・オフ表）」という形で定式化されうること、そしてそれが決定原理の助けを借りて解決されうること。そこでの重要な決定原理は「ベルヌーイ基準」である。

(b) 考察の対象となっている行動可能性のそれぞれについて、「利得」および「リスク」の対数指標を付与することにより、決定問題を、場合によっては簡略化して、必ずしも正確にはなく定式化しうる。そして、その解の導出には、利得とリスクがお互いにかに比較考量されるかを示す評価ルールが必要となる。

決定理論というものは、投資決定だけでなく資金調達決定にも重要である。それは、投資を行うための資本を企業が取得できるか、

あるいはどういう制約条件の下かなどがとりわけ、資本提供者がそのリスクをどう測り、評価するかに依存するからである。そしてその際に次のような考察が非常に重要となる；

資本提供者は、自らの資本を様々な投資対象に分けて振り向けることにより、リスクを削減しうる。とりわけ株式会社の自己資本提供者にとっては、「分散投資（Diversification）」の可能性、すなわち投資対象の分散化・多様化によるリスクの減少化の可能性が与えられている。資本提供者の側での分散投資は、諸企業にとっての自己資本コストを低下させる。これがどのように起こりうるかは、証券混合論（ポートフォリオ・セレクション）の分野で探求される。ポートフォリオ・セレクションは証券市場における資本投資家のための特殊な意思決定理論として発生したもので、元来は投資や資金調達の理論と結びついたものではなかった。資本市場理論が初めてこの結び付きをもたらしたのである。ポートフォリオ・セレクションは、Harry Markowitzによる今や古典的な文献が1952年に刊行されたのが、その源である⁹⁾。

(10) 資本市場理論

すべての資本提供者が分散投資の可能性を系統的に利用するという仮定に基づいて、資本市場理論は、株式やその他の危険資産が資本市場でいかに評価されうるかという単純な基準を示してくれる。株式の市場価値並びに株式会社の自己資本の市場価値は、期待利益と、いわゆるシステムティック・リスクのみによって決定される。株式の市場価値を決定する際のリスク尺度は、株式収益率の分散ではなく、その収益率とマーケット・ポートフォリオの収益率との共分散、すなわち一般的な証券市場の傾向に対する感応度である。株式の市場価値の決定というこの理論によって、「市場価値の極大化」という目標設定は具体化される。William F. Sharpeによる1964年の論文は、資本市場理論の古典として名高い

ものである⁹⁾。

(1) 現代財務理論

現代の投資および資金調達理論は、資本市場理論において構築された、企業にとっての最適な投資決定および資金調達決定の基準に基づき記されたものである。現代の財務理論が顧慮しているものは次のとおりである；

- (ア) 投資決定は不確実性下で行われること
- (イ) 資本提供者は通常危険回避者であること
- (ウ) 株式に関する組織化された市場があり、投資家は分散投資によってリスクを小さくできること
- (エ) この市場での株価は、大量の投資家たちの期待および評価の結果を反映しているものであること

投資理論および資金調達理論の初期の発展段階全体にわたってなされていた誤りは、この4つの点が忘れられていたこと、それによって投資および資金調達問題が正しくないやり方で、あるいは不完全なやり方で取り扱われていたということである。なお、それにもかかわらず現代の財務理論にも欠陥はある。すなわち、それは今なお資本市場の完全性という非現実的な、きびしい仮定から出発していることである。その結果、とりわけ、伝統的な財務理論の対象になっている問題が正しく把握されえないということになってしまっている。これらの問題は現実に存在し、さきの4つの点を忘れることなく、今後は資本市場の完全性の仮定をゆるめて考察をつづけることに力をつくさなくてはならない。

例) 設備投資の問題

提案 → 検討（企業経営上、この設備投資は企業目的に照して妥当か）

妥当であるとき↓

その、内容を異にするいくつかの代替案のうち、どれが最も有効な資本運用のしかたであるか、の分析を行う

決定（必要とする資本額をいつ、どのような源泉によって調達すべきかを検討する）

1.2 企業の財務的意思決定の構成要素

企業の財務的意思決定について、一から考え直してみることは、実はとりもなおさず、「経営財務」あるいは「企業財務」の概念について問い直してみることに他ならない。すなわち、企業（株式会社企業、以下では単に「企業」とよぶ）において、その意思決定者（decision maker）を経営者あるいは企業家と考えた場合、資本市場を経由して企業へ資金を供給している投資家（個人投資家・機関投資家ともに）もあるし、また当然、後述の通り、別のルートもあるが、これを資金の流れそのものに注目して考察すれば「企業金融」という名称も当然可能となる。では、財務的意思決定とは一体どのようなものであろうか。ここで、企業の財務的意思決定の流れを、単純化された例を図式的に見ることにより、概観してみよう。（下の図を参照せよ）

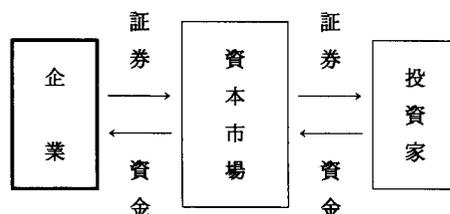
これを見ても明らかなおとおり、資本の運用と必要資本の調達という活動・意思決定は常に並存しているのである。このような例のほかにも、新しい地域への進出、新製品の追加、業務量の増大などに伴う資本の運用等々、枚挙にいとまがない。このようなプロセスが考察されるにあたっては、前記、経営財務理論の考察対象の変遷を思い起せば、理解しやすいであろう。すなわち、経営財務論は、その成立の初期には事実上、資金調達論を主な内容とするものだったが、その後、財務的諸活動の展開・重点の変遷とともに、資本運用論をも含む、とされるようになってきたのである。

ここで、呼称についても若干ふれておく必要がある。財務という単語は英語では一般に“finance”，ドイツ語では，“Finanzierung”にあたる。あるいはR. H.シュミット教授によれば⁶⁾，“die Finanzen”あるいは“die Lehre von den Finanzen”ということになる。このどちらも広く支払い手段の準備・蓄積・フローを意味しており、したがって、経営財務もしくは企業財務とよばれる“business finance”は、当然、経営における支払い手段、つまり貨幣の準備・蓄積ないしフローとの関連を持って理解するべきものといえる。R. H.シュミット教授によると、ドイツ語の，“Finanzierung”という単語は、この分野のうちの、ほんの部分領域を意味するにすぎない、ということであるが、その意味では“managerial finance”あるいは“financial management”，そして“business finance”等という単語も、一応通常はそれぞれ「経営財務」，「財務管理」，「企業財務」等という訳語が当てられることが多いものの、今ひとつその差異は明らかではないようである。さらにいえば、「企業金融」という訳語が当てられる“corporate finance”にしても、同様のことがいえる。以下ではこれらの用語の意味に対する若干の私見を述べ、概念整理に少しでも役立てたいと思う。

企業の経営者の財務的意思決定を考察対象とする、という意味で、経営財務論はやはり経営学の一分野である。これに対し、企業金融論という名称は、経済学、特に金融論において家計の金融行動と対比されてとりあげられる経済学の一分野と考えることができる。両者の違いを挙げて挙げるとすれば、前者の方が実務の適用への意識・配慮が強い、ということ、すなわち、ヒト・モノ・カネといった場合のカネの流れをどのような目で、どのような立場で見ると、ということによる違いである、といえる。このような多方向のフロー、そして行為主体の行動を並立的・

客観的に眺め、検討するのが経済学としてのアプローチであり、行動主体としての企業、ということで企業を中心に据えて、その周りのフローを見るのが広い意味での企業金融論である。

これに対して、企業の経営者という、より現実的な立場に立ち、完全に企業の側から資金のフローを見るのは経営学の一分野としての経営財務論の立場である。その場合、企業にとって最適な意思決定はどのようなものであるか、ということに常に念頭におきつつ、対象を見つめるといのが根本思想である。ただ、その場合にも、たえず資本市場と企業



を同時に考えているのが経営財務論であるが、これに対し、財務管理論という呼称の場合には、多くの場合、純粋に企業内部での資金フローにかかわる手続き、あるいは処置などを検討の対象としていることが多いようである。いずれにしても、企業における財務問題を、管理論的立場で見ると、あるいはそのような管理者が行う財務的意思決定を扱うという意味では、経営財務論も財務管理論も同じだが、管理論的立場に立っての考察が経営学的考察のすべてではありえないと思われるし、両者の関係は

経営財務≒財務管理

と考えるのが無難であると思われる。

最も広義に解釈すると、経営財務、あるいは企業が実行しなくてはならない財務的意思決定には最低限、次の3つが含まれなくてはならない。

- ① 投資の意思決定
- ② 資金調達の意味決定
- ③ 配当の意思決定

ただし、昨今の傾向としては、様々な隣接分野との関係、および実務的な必要性などとの関連から、よりコンポーネントをしぼり、むしろ前述の①と②を中心に据えて、いわば経済学的アプローチにより、問題に切り込もうとする方法が数多く見られる。若杉教授は、

「企業財務とは投資と資本調達にかかわる活動であると定義することができる。……別の角度から見れば、企業財務とは、投資家の貯蓄が資本市場のメカニズムをとおして、企業に配分されるプロセスである。（若杉（1988），p. 2 および p.14）」

と述べ、また、

「ビジネス・リスクに対し資本構成（自己資本対負債の構造）をコントロールすることによって対処する意思決定問題を、「資本のリスク負担構造」の問題とよび、資産の回転期間に対応して調達資本の満期構成を調整する意思決定問題を「資本の期間構造」の問題とよんで、この2つの問題をいかに解決するか企業が財務の課題である。（同書，pp.4-5）」

と述べている。そして、

「現実中存在するさまざまな資金調達方法をいかに利用するかが企業財務の問題であり、それを経済理論の観点から分析するのが企業財務論である。（同書，p. 5）」と定義している。

経営財務のトピックをどの程度まで広げるか（あるいはせざるか）には諸説存在するものの、ここではやはり前述の①、②を中心として、③はこれらに付随して存在するものとする。

2. 現代経営財務研究における考察方法

2.1 伝統的方法と現代的方法

財務理論の対象領域、および投資と資金調達の基本概念として何が問題となるのかについては、毎日の経済生活を考えてみれば、思

いつくものが数多くあるであろう。たとえば、ある企業が特別な機械を購入し、その後5年間ある特定の製品を作り出すとしよう。この機械の代金支払いのため、この企業は資金の借入れを行うものとする。この時、機械の購入は投資であり、資金の借入れは資金調達である。

投資によって将来期間における効用および利得の可能性が創造され、一方、資金調達は、後々での利子および元本返済の義務の履行を余儀なくする。こうして、投資も資金調達も、その経過において、2つの重要な共通点を保有している。

(1) それらはともに支払いを伴う。

(2) それらはともに時間的な広がりを持ったものである。

では、一体経営財務理論においてはどのような問題が、どのような方法で考察されねばならないのかを考えてみよう。R. H. シュミット教授の考え方によると、まずその際には経営財務論という分野の境界が正しく認識されなくてはならない。そして、重要なことは、この境界というものは、まわりの分野との間に「引かれる」ものではなく、境界という概念の存在ゆえに初めてお互いの関係が認識される数々の、投資および資金調達関連の叙述がまとめあげられる「手段」そのものだ、ということである。そして、ここでは「考察方法」という表現が使われることになる。すなわち、重要な概念の提示により対象領域とその境界を観察する方法と手段が提供され、そのような考察方法の下で、この領域の基本的概念がわかりやすいものになる。

このような考察方法には2つの異なったものが存在し、しかもこの2つは互いに競合するものであることから、この節ではこれらについてまず言及することとする。

2.1.1 伝統的方法

R. H. シュミット教授による分類では、伝統的方法において用いられる4つの重要な基

本概念がある。それは、(1)資産、(2)資本、(3)投資、(4)資金調達の4つである。伝統的な考察方法においては、それら4つの概念は次のように使用されている。

(1) 資産

企業が処理し、はたらきかけるものすべてが資産である。それは、固定資産（土地・建物・機械 etc.）と流動資産（原材料・仕掛品・売掛金 etc.）に分類されることもあるし、また、ある時は、実物資産と金融資産という分類がなされる場合もある。名声、特許権、市場での優勢な地位、優れた従業員などの、いわゆる非物質的な資産の分類をどうすべきかについては、多くの論争がなされて来ている。そして、一方では、これらの「モノ」は、つかみどころのないものであり、しばしば個別的には表現できないものでもある。それは通常は、数値化しえないものである。とはいっても、それらはやはり意思決定のなされる経営上の資源であって、経営活動の首尾よい遂行には、たとえば機械と同様に重要であろう。それゆえ、伝統的な考察方法においては、資産というものを広い概念としてとらえることを推奨している。

(2) 資本

伝統的な考察方法では、資本は次のいずれかの表現で記されている。

- ① 企業が中期あるいは長期的に使用する資本（カネ）
- ② 他の企業に対する請求権、権利、期待という意味での消極資本
- ③ 資金、あるいはその他のものに結びついた財産処理権

伝統的な経営財務理論では、資本はこの3つの意味すべてで現われる。ただし、基本的には第1の意味、すなわち利用可能な資源、とくに「カネ」としての意味である。資金は企業内に流入し、企業は支払い不能に陥らないように、それを保有しなくてはならない。また、たとえば機械を獲得するために企業は

「カネ」を使い、資本提供者は自らが投入した「カネ」に対し、必要な場合には利子・元本返済としての「カネ」を要求する。長期的に委ねられた資源という意味での資本の概念が狭すぎるかどうかは、消極資本としての資本の概念で言及されている権利・請求権・期待をも、理論の対象とするかどうかによって決まる。また、R. H. シュミット教授によると、3番目の意味での資本概念は、とりあえず考察の対象からはずして差し支えなく、今の議論にとっては混乱を招くだけである。私見では、とくに、財産処理権（Verfügungsmacht, Propertyright）の議論に足を踏み入れることは、経営財務論における本来の議論の論点がぼけてしまう可能性が強く、ここでは捨象して差し支えないと考えられる。

(3) 投資

投資の概念を確定すると、資産の概念もはっきりとさせることができる。通常理解されているところによれば、投資とは、貨幣資本が実物資本へと変ること、あるいはより良い表現として、貨幣が他の形の資産へと変わることを、ということになっている。時間の経過とともに、投資の概念はだんだんと拡張されてきた。しかし元来は、投資の意味は、実物投資資産の獲得のための資金の利用ということだったのである。その後、金融資産や流動資産の獲得も投資という概念のもとで理解されるようになった。そして、研究開発、広告宣伝、教育 etc. への支出も、長期的には実物資産の獲得と同様に重要であることが知られるようになり、投資の概念はこの点でも継続的に拡張された。

(4) 資金調達

伝統的な考察方法における資金調達の概念は、すべて、資本の概念と関係がある。資金調達を資本の獲得（元来は自己資本の獲得のみだったが、のちに長期資本、そしてついには他人資本すべての獲得をも含むようになった）と関連づけるならば、この定義は、資本

の第1の定義の基礎となる。資本の第2の定義は、R. H. シュミット教授によると、シュマーレンバッハら（およびK. ハックス、エンゲルハルトなど）が用いているもので、資金調達を、貸借対照表の貸方を変えるすべてのものとみなしている。資本の獲得に限定した概念においては、資金調達理論からきている資本償還を除外している。消極資本に限定した概念においては、たとえば、トラックの購入の資金が、土地の売却によって融通される、というケースなども除外している。これは、貸借対照表の貸方を変えない、単なる再投資であるが、土地の売却は信用買いに対する代替案としては、資金調達には含まれていない。

ハックスらの研究者たちは、貸借対照表に対応した概念に対して、貨幣的な資金調達概念を対照させている。それは、企業の取引プロセスを念頭に置いた概念であり、経営に必要な投資の遂行に要する資本の獲得が、資金調達である、ということになる。このハックスの定義では、資本とは、中期および長期に利用されるべくある資源、という意味での貨幣資本を意味している。投資と資金調達は、「補助する機能」をもっているといえる。すなわち、伝統的な考察方法では、投資は「経営上必要」とされ、資本の獲得が「要される」と、考えられることになる。

2.1.2 現代的方法

以上のような伝統的方法に対し、現代的方法では次のような特色を挙げることができる。

㉑ 投資と資金調達が、異時点の利益の間の選択にあたる、という認識の明確化

現代的方法では、投資と資金調達は意思決定であるとみなされ、そこでは現時点での確実な利益と、将来の不確実な利益の間での選択が重要なのである。その比較のための方法として、割引計算に始まり、将来価値の計算や、さらに、不確実性をも考慮した意思決定原理の探求の行われるのが、現代経営財務理論の特徴である。

㉒ 財務理論が関連を持つ企業内意思決定の範囲を、恣意的に限定しないこと

前述のとおり、投資と資金調達を、異時点における利益の間の比較・選択と考えることにより、「投資」と「資金調達」は、実は一組の財務的意思決定を、表と裏から見ていることになるのだということに気づく。そして、投資と資金調達を別々に考えず、このように併せて考えることは、すなわち個々の投資計画、資金調達計画を別々にながめるのではなく、投資と資金調達の意思決定を全体として、しかも同時にとりまとめて考えて決定することを意味している。そうすると、ひとりでにそのような意思決定が行われる際に設定される目標が、個別的なものではなく、企業全体にわたるものになってゆかざるをえないことになる。そして、不確実性への考慮が明確に行われる結果、この、投資と資金調達の意思決定が、自ずから個々の経営プロジェクト、経営領域、経営活動の相互依存性を媒介し、繋ぎ留める「ピン」の役を果たさざるを得ないのであることがわかる。言い換えれば、財務理論の対象領域は、部門別（あるいは部門的）機能に関わる問題ばかりではなく、企業の経営政策全体にわたるものになる、ということである。

㉓ 投資と資金調達にかかわる不確実性と資本市場の不完全性を無視しないこと

もし一方で、投資理論においてよく見られるように、将来に関して確実な予測をもって計算ができるとしたならば、計画モデルに関しては、現金在高が負になることが絶対ないように、顧慮をなしうるし、また、そうでなくてはならない。しかし、それだけでは流動性の問題というものは、十分に考慮に入れられたことにはならない。それは、無条件に、予想外のこと、すなわち不確実性と結びついているのである。そして、もう一方で、現代財務理論における基礎的な諸研究に見受けられるように、予想の不確実性にもかかわら

ず、資本市場は完全である、という前提に基づくのであれば、流動性の問題は把握されたことにはならない。完全な資本市場においては、企業が十分な利益獲得の見込みがあるならば、流動性に関する隘路は常に信用創出、あるいは資本の獲得によって克服することができる。現代的方法においては、究極的にはこの不完全性も考慮することをめざしている。

伝統的考察方法、現代の考察方法のいかんにかかわらず、投資が利子を生むかということと、資金調達に「安く」できるという意味で有利かどうか、ということは、財務理論における重要な基本問題であり、また、一方で、支払い能力の維持も、基本問題として重視される。現代的方法においては、収益性に関する要求は、ほとんど理想的な方法で、考慮に入れられる。それは、そこにおいては企業全体としての営みが、包括的な支払流列の集まりとみなされるからであり、それらはその際、財務的な見地からは最適に、すなわち利子を生むべく形成されるからである。適正な流動性の維持に関する要求も、現代の考察方法の枠組みにおいては重視される。それにもかかわらず、実際には流動性に対するかわりは、より少ないものとなっている。それは、おそらく現代の考察方法の中に発展してきた概念及びモデルが、流動性の保証というものを、実は、問題として把握することを、従来はしていなかったことに起因するといえるだろう。

2.2 両者の相違点

この節では、財務論における2つの主要な方向を、その内容について、そして各々における基本的概念の説明によって、特徴づけ、また対照させた。伝統的考察方法と現代の考察方法では、R. H. シュミット教授によると、次の6つの点で違いがある。

① 対象に対する立場

伝統的方法では、資本獲得の制度と手段を

記述している。それは、まず第一に記述的に進められている。これに対し現代的方法では、何よりもまず合理的かつ目的論的な意思決定の原理を述べることをめざしている。それは、まず第一に規範的に進められている。

② 企業内において対象となる領域

伝統的方法は、経営職能論に対応している。そこでは、企業内における経営上の部門領域、すなわち財務部門の課題と種々の可能性とが取り扱われ、部門領域のパースペクティブで議論されている。一方、現代的方法では、企業全体にわたって適用される考察方法が記述されている。

③ 投資と資金調達の地位

伝統的方法では、投資と資金調達は、本来重要であるところの生産と販売という機能を実現し、混乱化から守るという補助機能を果たすとされている。これが現代的方法では、投資と資金調達の意思決定自体が、究極的に重要な意思決定とみなされる。投資と資金調達の手段が、そこでは企業政策の核である。

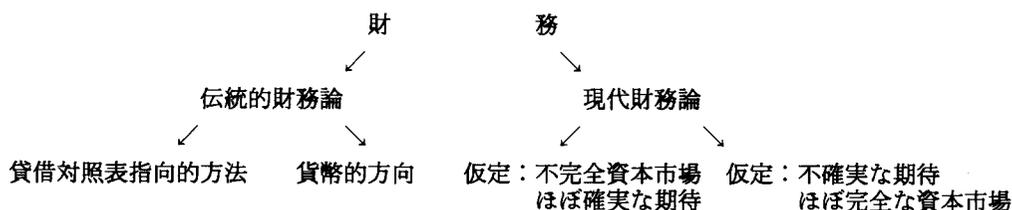
④ 貨幣や資本の役割

伝統的方法においては、基本的に財貨経済を志向した見方になっている。そこでは、企業は生産の場として理解され、貨幣や資本というものは、それらが財の生産や販売に使われるがゆえに、あるいはその範囲内でのみ重要であるとされる。これに対し、現代的方法では、貨幣経済的にすすめられる。企業は投資の対象、あるいは支払流列として理解され、生産と販売は支払流列の決定要因としてのみ重要とされる。

⑤ 流動性と収益性に対する考え方

伝統的方法では、投資計画にあたり流動性に重さがおかれ、収益性目標は二義的なものとして考慮されたただけだった。一方、現代的方法では、何よりもまず収益性が、財務的有利性という意味で取り扱われる。流動性も無視できない制約条件ではあるが、問題として議論されることは希である。

⑥ 企業観



(R. H. シュミット [1986], 21頁の図による。一部改変)

伝統的方法では、企業は固有の目標を持った組織体という概念 (entity 概念) に基づいているのに対し、現代的方法では、企業というものはもっぱら人間がその目標をなしとげるのに利用する道具であるとされる。

これら2つの考察方法は、また、2つの方向へと区別される。伝統的な財務論では、貸借対照表指向論が、分類のメルクマールであり、現代財務論では、資本市場の完全性、および期待の確実性に関する仮定が分類のメルクマールである。R. H. シュミット教授は、このような4つの方向を、上のような図に要約している。このうちの貸借対照表指向を除く3つについて、R. H. シュミット教授はその著書でとりあげ、論じている。彼の所説において注意すべきことは、伝統的、あるいは現代的、という呼称に価値判断が含まれていないことである。つまり、現代的考察方法が伝統的考察方法を凌駕するものであるとか、後者はすでにつまらない、衰退したものだ、等の軽々しい言辞を弄しておらず、むしろ、その一部が今後、財務論の一部として議論されていくであろうと予想している。

ところで、この図でも明らかな通り、現代財務論の分類に際しては、資本市場が完全であるかどうか、および、不確実性が存在するかという2つの次元が念頭に置かれている。すなわち、不完全資本市場、不確実性下の決定問題という、より現実に近い状況が考察さ

れるべくある、ということであり、R. H. シュミット教授の著書における章別構成も、それを意識したものとなっている。私見では、現代的考察方法にしたがった彼の問題設定の順序は、基本的に明快で、かつ合理的であると思われる。言うまでもなく、不完全資本市場や不確実性の存在を考慮した財務的意思決定については、すでにアメリカ財務論におけるすぐれた多くの研究成果が数多く存在しており、それらをも含めた包括的な検討がなされなくてはならない。

3. 企業の財務的目標と企業観

3.1 企業の目標と組織

企業の経営政策が何らかの目標に向けられなくてはならないとき、それがいったいどのような目標なのか知られなくてはならない。伝統的考察方法では、「企業自体」の目標が即座に議論の対象となっていた。そしてそこでは、企業は単一の目標を持った、人工的な人間 (エンティティ概念) としてとらえられていた。しかし、現代的考察方法では、目標を達成すべく活動する自然人が利用する「道具」として企業を扱っている (エージェンシー概念)。そして、そこではさまざまな人間、あるいは集団の目標が過度に一致させられる必要はない。企業目標という議論は、現実の利益に関するコンフリクトをとりまとめ

ることだからである。

大企業（株式会社）には8つの異なった重要な利益グループがあり、それらが持っている、投資や資金調達に関する目標というものは、決定的に重要であろう。典型的には、彼らの間では目標や利益に関してコンフリクトが存在するからである。そこでのグループとは、次の8つである。

- ① 大株主、あるいは、より一般的に言えば、会社の経営に直接の影響を持った株主
- ② 小株主、あるいは、より一般的に言えば、会社の経営に直接の影響を持たない株主
- ③ 企業経営を導く者、すなわち経営者
- ④ 労働者、従業員
- ⑤ 債権者、特に銀行
- ⑥ 顧客、取引業者
- ⑦ 収税者としての国家
- ⑧ いわゆるその他の公衆

これらのグループでは、グループ間だけではなく、グループの内部においても利益をめぐるコンフリクトが発生している。この点については、後により詳しく検討する。

さて、ここでは企業というものを、まず「所有者目標」への到達のための道具として考えてみよう。このような立言はどの程度正当、あるいは必要であろうか、そしてどの程度制約的なものであろうか。まず、それは、財務的意思決定が有益たらしめる限りにおいて正当であろうし、同時に、企業内で意思決定を行う人々のうちのできる限り多くにとって関連を持った有益性であるべきであろう。資本所有者というのは、原則として企業の意思決定に関与するはずだし、彼らの利益は重視されるべきものである。ただし、財務理論の発展の結果、企業内の様々な利害集団に対しての考察の枠組みとして利用可能な体系がもたらされるようになり、また、昨今の実情を見ても、資本提供者の利益だけを考

て財務的意思決定が行われるわけでもないであろう。こういう意味で、前記の立言は制約的なものであると言えることになる。

そしてこの制約は、そこでの財務理論が一面的なものになったとき、大いなる制約となって来るのだが、幸運にも現代財務理論は、従業員や地域住民などまで含めた人々の利益に注目しなくてもよい、などと前提してはいない。すなわち、利益に関するコンフリクトは財務理論に関した分野では、2つの形式で整理される。まず一つめは、たとえば株式会社における取締役会などの会議における討議にしたがった調整という形式である。そしてもう一つは、契約・定款および法制化による調整である。この方法によると、意思決定者の行動の可能性・裁量性は制限され、また、直接的には意思決定に参加してはいない人々の利益をも、少なくとも部分的には保護することになる。このような契約・定款および法律によるコンフリクトの調整の例として挙げられるのは、個人が行うクレジット契約、商品購入契約、労働契約や、株式会社における定款（つまり会社としての契約）、商法における債権者保護規定、ドイツにおける共同決定法や経営組織法、さらには環境保護法や租税法まで含められよう。

そしてまさに、所有者目標の存在が、契約や定款・法律を経由して自己資本提供者以外の利害関係集団の利益を保護する前提になると考えることができる。

3.2 人的集団がもつ財務的目標

3.2.1 目標をめぐるコンフリクト、調整と一致

このようにして企業が広い意味で人的集団であると考えたとき、まずそれがもつ財務的目標はどのようなものであろうか、まず、単一の人間にとっての財務的目標は、時間の経過に伴った「消費」であるということになるであろう。それは、消費所得の流列として測

定されうるが、その時間的な構造と確実性についてははっきりと提示されなくてはならない。すなわちそれらが、個々の消費所得流列プログラムの特性として示されるのである。しかし、これはあまり操作的な目標とは言えない。そこで、このような個人の消費所得の流列に置き換えられるものとして、「資産」および「経済的所得」というものを考えることができる。前者は将来における消費可能性の尺度であり、後者は将来における全期間での平均的に可能な消費の尺度として考えるものである。両者とも、いわば貨幣的尺度で考えた、抽象化された尺度にあたる。

しかしながら、複数の利害関係者からなる集団、現代の大規模な株式会社などにおいては、そこでの利益にまつわるコンフリクトは非常に複雑なものになるであろう。個々の株主が好む消費所得の流列の時間的な構造は、互いに異なるであろうし、不確実性に対する好みにも差異があるであろうと思われるからである。

しかしながら、実はこのようなコンフリクトは、理論的には避けられうる。なぜなら、株式というものは売却が可能だからであり、消費支出がその売却代金から支出され得るからである。そのような売却によりいくらの資金が得られるかは、株式相場に依存している。そしてその際に、重要となる基本的原理が、企業経営の目標としての「株式の市場価値の極大化」という原理である。すなわち、目標をめぐるコンフリクトを調整し、それらを一致させるのは、市場の存在であり、そこでの合理的な取引である。企業が事業を営み、それに伴って資本提供者に行う利益分配には、自ずから時間的、および形態上のパターンがあり、株式相場というものも、本質的にはそれらに対する将来の期待によって形成される。そして、企業経営が株式の市場価値を極大化するべく行われるのであれば、それは一応、すべての株主の利益のために行動しているこ

とになる。当該企業が行う利益分配政策の時間的構造やリスクが自らの好みに合わない株主は、その株式を売却することができる。その対価として得られる代金が多ければ多いほど、株主にとっては望ましいのは自明である。なぜなら、それらの売却代金が多いほど、自らの時間およびリスクに対する好みに応じた所得流列の幅が広げられるからである。それゆえ、いわば、前記のコンフリクトに関する調整に際しては、株主は、市場価値を極大化するような計画に「投票」するであろうということになる。では、ここでいう「市場価値極大化」のために必要なものは何であろうか。

3.2.2 市場価値極大化をめぐる

市場価値極大化行動が一致して弁護されるために満たされねばならない条件、および、資本市場が、前記の意味での「乗り換え」を望む株主に、そのためのチャンスを与えるために必要な条件は、「資本市場が完全でなくてはならない」ということである。資本市場の完全性に関する議論は、実は大変膨大なもので、ここに詳しく取り上げることはできないが、そのアウトラインを示すと以下のとおりになる。

- (1) 有価証券の売買の際の取引費用（手数料、情報取引費用など）が、わずかであること。
- (2) 資本市場において、「乗り換え」を希望している株主が求めている条件（時間的構造、不確実性）を備えた投資機会が存在していること、あるいはそのような、求められた条件が、複数の投資機会の組合せによって、新たに創られうること。
- (3) 条件（特性）が同一であるような利益分配政策を持った企業は、同一の評価、したがって等しい市場価値を与えられること。
- (4) 株式相場が、企業の利益分配に対する期待およびリスクを、おおよそ正しく反

映すること、さもなければ、「乗り換え」を希望している株主は、自らの株式を、過度に安く売ってしまうのではないかと恐れてしまうことになる。その場合は、彼は自らの望む消費パターンに合った所得流列を得られなくなる。

このような、「市場価値極大化」という目標設定の重要な長所は、企業と株主の消費計画との関係が、完璧にはないにしても、分け放たれることがないということである。株式を売却するという可能性は、不確実な予想のもとで存在している。そして実は、アメリカの財務論の文献で支配的なのが、前記の可能性に関する楽観主義、および予想が不確実ではあっても、市場の完全性を更に強く前提した理論であり、それは現代財務理論における市場指向的議論なのである。しかし、市場価値極大化は、企業目標としての一般的な財務的目標として考えられるのではなく、前述の調整に際しての、比較的むずかしくない、一致の手段と考えることができよう。そこでの、理論的に重要な概念が、「一致」なのである。であるから、実はある種の資本市場の不完全性のもとでは、市場価値極大化を行わないことによって、一致が達成されることもありうる。それゆえ、以下でも我々は、市場価値極大化は、目標としてではなく、資本市場の完全性という仮定が無難な場合、あるいはそのような仮定なしには議論が全く進まない場合にのみ、言及することにしよう。そしてそれは、資本市場で不確実な所得流列が、い

かに評価されるか、に関する議論、すなわち評価理論において、問題となるものである。

註

- 1) 以下の本稿での叙述は、R. H. Schmidt [1986] に、その多くを負っている。
- 2) I. Fisher [1930, reprint 1965] を見よ。
- 3) F. Modigliani & M. H. Miller [1958] を見よ。
- 4) H. Markowitz [1952] を見よ。
- 5) W. F. Sharpe [1964] を見よ。
- 6) R. H. Schmidt [1986], S. 3ff.

参考文献

- Fisher, I. : The Theory of Interest, New York 1930 (reprint New York 1965)
- Markowitz, H. : Portfolio Selection, in Journal of Finance, Vol. 7 (1952) S. 77-91
- Modigliani F./Miller M. H. : The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in American Economic Review, Vol. 48 (1958) S. 261-297
- Schmidt, R. H. : Grundzüge der Investitions und Finanzierungstheorie, 2. Aufl. Wiesbaden, 1986
- Sharpe, W. F. : Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in Journal of Finance, Vol. 19 (1964) S. 425-442
- 若杉 敬明：企業財務，東京大学出版会，1988