

# 「財務管理研究の回顧と前進」

## —財務管理研究に対する私的回顧を中心に—

日本財務管理学会第51回秋季全国大会  
2020年11月14日（土）（於：愛知大学）

### 1. はじめに

「財務管理研究の回顧と前進—学会創設 30 周年を機に、さらなる飛躍を—」という極めて大きくて漠然としたテーマでの報告を依頼され、どのように話そうかと考えた。やはり無理なく身の丈に合った報告がよいのではないかと思ひ、「財務管理研究に対する私的回顧を中心に」というサブタイトルをつけられるようなお話でご勘弁願いたいと思う。

まず第一に指摘しておきたいのは、財務管理論は経営学の一領域であるということである。決して経済学の一領域ではない。わたし自身が立命館大学に任用されたのは「経営財務論」という経営学系の科目の担当者としてであった。経営財務論は、財務管理論とかなりオーバーラップするもののやや違ったものともいえる<sup>1)</sup>が、当然これも経営学の一領域である。

私が教科書ではない単著を書いたのは『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』（中央経済社）で、1997 年だった。私がこの問題に関心を持って論文としてまとめたのは1994 年だった。すなわち、「バブル崩壊とコーポレート・ガバナンス論議の意義—日本型コーポレート・ガバナンスをめざして—」<sup>2)</sup>がそれである。私がこの問題を論じたのは日本ではかなり早いほうであったと思う。その後コーポレート・ガバナンス論が盛んに論じられるようになり、コーポレート・ガバナンスの制度化が進められた。

そうこうするうちにこの問題を論じる[新古典派]経済学者が増え始め、あるいはまた、経済学者でなくとも、経済学的、とりわけ新古典派経済学的にこの問題を論じる人がたくさん現れた。[新古典派]経済学でもコーポレート・ファイナンス論が最先端の領域になったように思われる<sup>3)</sup>。そこでの論じられ方に私は違和感を持たざるを得なかった。それは私が自分を経営学者だと思っていたことからくるものであった。その後わが国でもコーポレート・ガバナンスの諸制度が構築されるようになったけれども、そこでの論じられ方に

---

1) 財務管理論が戦後アメリカ経営学の流れに位置するのに対して、経営財務論は戦前のドイツ経営学、アメリカ経営学の流れに位置付く。前者が *Finacial Management* であるのに対して、後者は *Betriebsfinanzierung* ないし *Corporation Finance* である。後者は自己金融を含む資本調達面を重視し、また株式会社論をも研究対象としている（細井卓『経営財務原論』丸善、1975 年、第8章）。日本の研究者は海外の研究の流れに乗って研究をしているように思う。時代的には論者の意識は「経営財務論」から「財務管理論」へと推移し、さらに今日ではかなりが「ファイナンス論 (*Corporate Finance*)」へと移ってきているように思う。

2) 松村勝弘[1994]。

3) 日本で経済学者がコーポレート・ガバナンスを論じた初期のものは、小佐野広[2001]であろう。

も経営学的にはかなりの疑問を感じざるを得なかった。そのことが結果的に私が財務管理論を改めて大切に思うようにさせてくれた。このような立場から財務管理研究を今後どのように進めるべきかを論ずることの意味は大きいと思う。かくて財務管理研究の方向が見えてくるように思う。

## 2. 財務管理研究の流れ


まず、これまでのわが国における財務管理研究の流れを時代的に類型化しておきたい。かつきわめて大胆に類型化する。それは、①調達論型財務論、②調達論運用論両にらみ型財務論、③管理論型財務論、④ファイナンス論型財務論の4つに集約できるだろう。もちろんこれ以外の流れに位置づけられるものもあるが、我が国における財務管理研究の大きな流れとしてはこのように整理できるのではなかろうか。ただし、財務論研究の著書論文にはこのような類型が混在しているものも多い。大きな流れとしては、①→②・③→④といえる。②と③は同時期に併存していたし、これを別のものと類型化しないで、一つの類型として位置づけることも出来る。なお、財務管理研究という言い方をする場合、それは③管理論型財務論を指すように思われる。ここでは、研究論文ではなく、網羅的に論じられている単行本・教科書類を中心に翻訳以外のものを見ていきたい。

### ①調達論型財務論

日本における財務研究は、歴史的に見れば、「経営財務論 (Betriebsfinanzierung; Business Finance)」あるいは「会社金融 (Corporation finance)」と名付けられたような研究がはじめであり、それはいわゆる調達論型財務論であった。我が国における戦前の代表的な著書は上田貞次郎[1913]『株式会社経済論』であり、その上・中編は株式会社論であり、その下編株式会社の財政、はまさに財務論であった。下編「株式会社の財政」の目次(図表1参照)を見ればその内容が概観できるだろう。これに続くのが、増地庸治郎[1934]『経営財務論』であろう。その目次(図表2参照)を見てもその内容が分かるであろう。

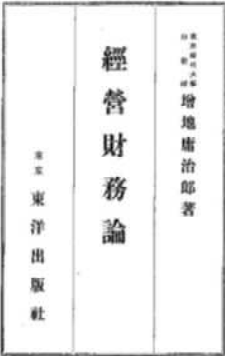
図表1 上田貞次郎『株式会社経済論』下編 株式会社の財政(1913年)目次

| 上田貞次郎『株式会社経済論』 富山房 |                |
|--------------------|----------------|
| 下編 株式会社の財政 目次      |                |
| 第1章 株式             |                |
| 第2章 会社の設立          | 株金払込、現物出資など    |
| 第3章 発起人の利益         | 功労金、現物出資の利益など  |
| 第4章 起業金融           | 独米起業金融の比較など    |
| 第5章 利益及び其の処分       | 利益の算定、利益金の処分など |
| 第6章 増資及び減資         |                |
| 第7章 社債             | 社債の種類、社債の発行など  |
| 第8章 会社の合併及び結合      |                |



図表2 増地庸治郎『経営財務論』（1934年）目次

|      |                              |                     |
|------|------------------------------|---------------------|
| 第1章  | 総論                           |                     |
| 第2章  | 財産及び資本                       |                     |
| 第3章  | 財務の静態的考察（1）－財産の構成－           |                     |
| 第4章  | 財務の静態的考察（2）－資本の構成－           |                     |
| 第5章  | 財務の動態的考察（1）                  |                     |
| 第6章  | 財務の動態的考察（2）－景気及び貨幣価値変動と経営財務－ |                     |
| 第7章  | 資本調達                         | 出資者資本の調達、債権者資本の調達など |
| 第8章  | 株式                           | 普通株、優先株、後配株、無額面株など  |
| 第9章  | 利益享有証                        |                     |
| 第10章 | 社債                           | 償還、借換、転換など          |
| 第11章 | 証券の発行                        | 株式の発行価格など           |
| 第12章 | 財務整理                         |                     |



戦後は岡村正人[1950]『株式会社金融の研究』、岩田巖雄[1962]『企業財務の研究』、などがある。それらの目次を見るとその内容が非常によく分かるものとなっている。また、上田[1913]の上編が「株式会社の歴史」、中編が「株式会社の本質及び組織」であったこと、増地には別に『企業形態論』があったこと、また岡村[1950]の第1章「企業形態の金融的吟味」、第4編「株式会社金融と企業支配論」というタイトルからも分かるように、これらは企業形態論ないし株式会社論とセットで論じられる傾向があった。

## ②管理論型財務論

通常「財務管理論 (Financial Management)」と名付けられた著書は、いわゆる管理論型財務論である。そしてより実践的な内容となっており、また調達論をも含んでいる。初期のもので代表的なものとしては古川栄一[1953]『財務管理組織』森山書店を挙げることが

| 図表3 古川栄一[1953]『財務管理組織』目次 |  | 図表4 河野豊弘[1960]『財務管理』目次 |  |
|--------------------------|--|------------------------|--|
| 第1章                      | 財務管理組織論の展開と課題<br>米独の伝統的経営財務論ほか           | 第1章                    | 財務管理の意義<br>第1節 財務管理の研究対象<br>第2節 資本収益性と財務流動性<br>第3節 資本収益性・財務流動性と企業の目的 |
| 第2章                      | 財務管理の本質<br>財務と会計(経営計算制度)ほか               | 第2章                    | 投資の一般理論  |
| 第3章                      | 財務管理の計算体系<br>経営計算制度、財務報告計算制度、内部統制体系の成立ほか | 第3章                    | 売上債権への投資   |
| 第4章                      | 財務管理の組織<br>トップ・マネジメント、財務管理の部門組織ほか        | 第4章                    | 在庫投資   |
| 第5章                      | コントローラー制度                                | 第5章                    | 設備投資   |
| 付録                       | 管理会計の展開と課題ほか                             | 第6章                    | 資金計画   |

出来る(図表3参照)。河野豊弘[1960]『財務管理』は、売上債権、在庫投資、設備投資、さらにはこれらの資金調達手法などをバランスよく論じている(図表4参照)。さらに、国弘員人[1970]『財務管理の知識』は、日経文庫の中に入れられた実務書ともいえるが、管理論型財務論が要領よくまとめられている。西沢脩[1979]『財務管理』も中小企業診断士

| 図表5 西沢脩「1979」『財務管理』目次 |                      | 図表6 村松司叙[1981]『財務管理入門』 |              |
|-----------------------|----------------------|------------------------|--------------|
| 第I部                   | 総論                   | 第1章                    | 企業の財務        |
| 第II部                  | 経営分析<br>財務諸表、収益性分析など | 第2章                    | 資本の運用        |
| 第III部                 | 資本管理<br>資本調達、資本運用など  | 第3章                    | 資本の調達        |
| 第IV部                  | 利益管理<br>利益計画、予算管理    | 第4章                    | 財務諸表         |
| 第V部                   | 原価管理                 | 第5章                    | 財務分析         |
| 第VI部                  | 資金管理                 | 第6章                    | 利益計画と損益分岐点分析 |
|                       |                      | 第7章                    | 財務計画と予算管理    |
|                       |                      | 第8章                    | 原価計算と原価管理    |
|                       |                      | 第9章                    | 資金管理         |

の受験勉強用に書かれたものであるが、上記と同様実務的によくまとまったものであり、よく網羅されているといえる(図表5参照)。また、入門書として書かれているが、村松司叙[1981]『財務管理入門』もよくまとまっている(図表6参照)。同書「はしがき」にその意図が要領よくまとめられているので、紹介しておこう。すなわち、「現在のアメリカ財務論は、近代経済学のうち、新古典派経済学に基礎をおいたきわめてファッションナブルな学問として展開されているが、アメリカの大学における経営学部のカリキュラムをみると、保守的とも思われるほど伝統的な財務管理論に固執し、これをまず徹底的に学生に学ばせ、その基礎の上に立って、当世流行のファイナンス論に向かうようにしていることが分かる。本書にはファッションナブルなものは何も含まれていないが、上述のような意味で財務管理論研究の基礎固めとして必要な事項は全部網羅したつもりである。」(i頁)これは傾聴に値する。実は私もこれにならって、学部段階ではこのようなことに留意して講義し、ビジネス・スクールではファイナンス論にシフトして教育したものであった。われわれは、研究者であると同時に、教育者でもある<sup>1)</sup>。

### ③調達論運用論両にらみ型財務論

その後、上記①の流れから派生してきたとも見られるが、管理論型財務論も盛んになってきたので、調達論一辺倒ではなく、運用論にも目配りをしたのが見られるようになる。高橋正三[1971]『経営財務論』、馬場克三・片山伍一編[1971]『経営財務論』、細井卓[1975]『経営財務原論』などがそれである(図表7～9参照)。高橋[1971]によれば、アメリカでは戦前からその流れはあったが、調達論型が主流であったと言われている。これらの目次を見れば概ねどのような内容であったか推測できるだろう。細井卓[1975]『経営財務原論』序文でも「本書の狙いは、経営財務の基礎理論を展開すると共に、伝統的財務論と新しい財務研究との橋渡しの役目を少しでも果たしたいことにある」(iv頁)と言われており、その目次概要からもその内容が伝わってくるであろう。

| 図表7 高橋正三[1971]『経営財務論』目次 |                   | 図表8 馬場克三・片山伍一<br>[1971]『経営財務論』目次 |          |
|-------------------------|-------------------|----------------------------------|----------|
| 第1章                     | 経営財務の基礎的諸問題       | 第1章                              | 経営財務論の方法 |
| 第2章                     | 株式会社金融の基本問題       | 第2章                              | 資本の調達    |
| 第3章                     | 設備投資の経済計算         | 第3章                              | 資本の回転    |
| 第4章                     | 不確実性下の投資決定基準      | 第4章                              | 資本の運用    |
| 第5章                     | 資本構成と資本コストをめぐる諸問題 | 第5章                              | 資本の管理    |
| 第6章                     | 投資決定論と株価極大化原理     |                                  |          |

1) 森嶋教授曰く「私は大学への進学率が高くなればなるほど、大学の質が悪くなるという私の持論とともに、特別な幾つかの大学以外は大学教授の業績など問題にするな、先生の論文の数が少々多くなったからといって、教育の水準など上がるものでない。研究など無視して教育に専念せよと述べた。……

当時は英語の論文を書いて外国の雑誌に発表することだけを業績と考える風潮が強かったし、教育だけに専念している先生は軽蔑されていた。

研究と教育は別である。一方で優れていたら他方でも優れているという関係にあるのではない。……大学は教育より研究に熱を入れるところであり、教育は充分には行われていないと私は見ていた。」(森嶋通夫[2010]120頁)

|       |                      |  |  |
|-------|----------------------|--|--|
| 第I部   | 現代企業論－序説的展開－         |  |  |
| 第2章   | 現代企業生態論ほか            |  |  |
| 第II部  | 経営財務の基礎理論            |  |  |
| 第6章   | 企業ファイナンスと非企業ファイナンス   |  |  |
| 第8章   | ドイツ財務論のフィナンチールンク概念ほか |  |  |
| 第III部 | 財務職能論の秩序的展開          |  |  |
| 第11章  | レーマンの財務転換概念          |  |  |
| 第12章  | 古川教授の広狭二義の財務活動ほか     |  |  |
| 第IV部  | 組織構造と財務職能論           |  |  |
| 第16章  | 総括財務担当者としての資本担当トップほか |  |  |
| 第V部   | 経営財務理論の発展            |  |  |
| 第19章  | 近代的財務管理論の検討ほか        |  |  |
|       | 2 ソロモンの財務管理論ほか       |  |  |

ただし、高橋[1971]は、次のファイナンス論型財務論ないし投資論型財務論をも視野に入れて、これらをも俯瞰するものともなっており、単に両にらみ型以上の内容を持っている。そのためここに分類してよかったかどうか迷うものである。

#### ④ファイナンス論型財務論ないし投資論型財務論

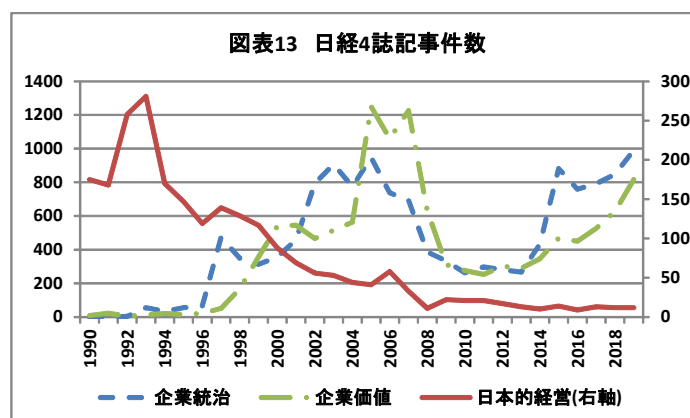
MM理論をはじめ近代経済学、とりわけ新古典派経済学を基礎にした財務論はファイナンス論型財務論ないし投資論型ということが出来る。「ファイナンス論(Corporate Finance)」もしくは「投資論(Investment)」ともいわれ、内容はアメリカにおけるコーポレート・ファイナンスを内容としている。これはまた①とはちがっているが、「経営財務論」と称されることもある。さらにこれは M & A 全盛期以後「企業評価論(Valuation)」という形に「発展」することになる。

| 図表10 諸井勝之助[1979]『経営財務講義』目次 | 図表11 榊原茂樹[1986]『現代財務理論』目次                 |
|----------------------------|---|
| 第1章 「経営財務」の性格と基礎概念         | 第1部 ポートフォリオ選択と資本市場の理論                     |
| 第2章 資本予算                   | 第2部 CAPMの検証と拡張                            |
| 第3章 不確実性下の投資決定             | 第3部 現代ポートフォリオとCAPM                        |
| 第4章 ポートフォリオ理論              | 第4部 CAPMの再検討                              |
| 第5章 資本市場理論                 | 図表12 井手正介・高橋文郎[2000]『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門』目次 |
| 第6章 企業評価と資本コスト             | 第1部 価値の創造とその評価                            |
| 第7章 モジリアーニ＝ミラーの理論          | 第2部 投資、資本構成、配当の決定                         |
| 第8章 配当政策と利益留保              | 第3部 財務政策の各論                               |
| 第9章 長期資本調達(1)－増資           | 第4部 株主価値経営                                |
| 第10章 長期資本調達(2)－社債発行        | 第5部 日本企業の財務課題                             |
| 第11章 運転資本管理                |   |

最近の財務論のテキストないし研究書の多くがこの類型に属するようと思われる。いちいち挙げるときりがない。さしあたり初期のもの、代表的なものを挙げる。まずは諸井勝之助[1979]『経営財務講義』を挙げる事が出来るであろう(図表10参照)。資本予算、投資決定、そして資本コストが論じられていることが分かるであろう。さらに時代が下った榊原茂樹[1986]『現代財務理論』の目次を見ると極めて投資論的な内容になっていることが分かる(図表11参照)。まさに投資論型財務論である。CAPM、さらにはWACCにより資本コストが、しっかりと資本市場に結び合わされたのである。諸井[1979]では資本予算の章で正味現在価値法などが論じられ、資本コストの章でCAPMも論じられてお

り、平均資本コストも論じられている。このように資本予算と資本コストが別のところで論じられているのである。しかし、結果的に資本予算が資本コスト、言い換えれば資本市場に規定されていることは明らかである。

それ以後のテキストを見ても分かることはますます株主視点からの財務論になっていることが分かるであろう。井手正介・高橋文郎[2000]『経営財務入門』の目次でも株主価値重視という立場が鮮明であることが分かるであろう(図表 12 参照)。日本で 1990 年代半ば以後コーポレート・ガバナンスが声高に唱えられ、それと同時に株主価値、企業価値、株主重視が叫ばれたことは周知の通りであるが、これとは対照的に日経 4 紙記事事件数で見ても、従業員を重視する日本的経営という言葉が退潮しているのである(図表 13 参照)。



先に私はビジネス・スクールではファイナンス論にシフトして教えていると述べた。けれどもファイナンス論が素晴らしいから教えたというわけではなく、仮に経営者になった場合、投資家、とりわけ機関投資家に会社の状況を説明する時、相手はいわばファイナンス論で「武装」しているのであるから、彼らが何を考えているか知った上で、対処しなければならないと思うからである。「敵を知り己をしらば百戦あやうからず」と思うから、それを教えたのであった。後でも述べるように、私は経営者が経営を行うにあたり、ファイナンス論を基礎にして経営を行ってはならないと考えているからである。企業経営に当たっては、財務管理論こそ大事にすべきであると考えている。ファイナンス論は投資家の立場を理論化したものであると考える。かつての村上ファンドなどの投資銀行が内部留保を吐き出して配当に回すことを求めたり、自社株買いを求めて、株主還元を要求するのをよく目にする<sup>1)</sup>。しかし、投資家、つまり企業外部者からの目で企業を経営することは

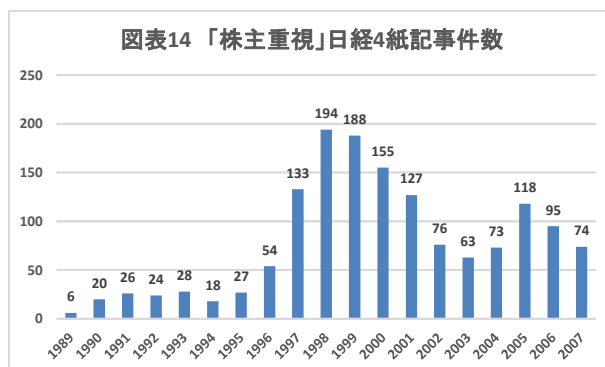
1) 松村[2007]第1章、第7章参照。

きないと考えている<sup>1)</sup>。まとめると、①、②、③が経営者の立場からの財務論研究であるのに対して、④は株主・投資家の立場からみた財務論であるといえる。

#### ⑤これらの経緯から私が感じたこと

第4番目に挙げたファイナンス論型財務論がそれまでの財務論と決定的に異なることは、いわば企業経営を見る眼が経営者から株主ないし投資家に移行していることである。設備投資の経済計算において割引率をいくらにするかは実務的にも大きな関心事である。いわゆる資本コストである。利率にするのか、内部利益率にするのか、などなどである。通常経営者はこれを主体的に選択して目標利益を設定して経営を行うであろう。ところがファイナンス論的財務論からすれば、資本コストはWACC（加重平均資本コスト）であり、株主資本コストの計算ではCAPM（資本資産評価モデル）が重要であり、株主資本コストはベータ値を用いて計算される。そしてこれを基礎に主張されているのがEVA（経済付加価値）である。これは資本コスト以上に稼がなければ株価が下落するので、資本コスト以上に稼いでえられるEVAを目標として経営すべしというものである。ここでは資本コスト以上に稼ぐことが至上命題となっている。WACCやCAPMや企業価値評価が論じられるとき、その理論的整合性には目を見張るものがある。設備投資はいわばバランスシート左側、借方側の問題であり、資本コストはバランスシート右側、貸方側の問題である。これが総合されるようになったわけで、まさにその理論的整合性には感心したものである。しかし経営者がそれに縛られるようになると、経営の自主性が失われるのではないかという危惧を抱くのである。

本学会は1990年に設立された。その設立趣旨を振り返るとわれわれがいま何を論ずべきかの参考になる。私見を述べたい。1990年は株主的視点重視の勃興期であった。図表14からわかるように、「株主重視」記事件数は1990年に前年の6件から20件に急増し、97年



1) 投資家と経営者の利害対立の最近の一例として、投資家的視点に立つ投資会社と経営者視点に立つ麒麟HD取締役との下記対立をあげることができる。

麒麟HDは「2019年2月に発表した長期経営構想『キリングroup・ビジョン2027(KV2027)』では、健康関連や医薬などに経営資源を集めて成長を目指す方針を掲げた。これに麒麟HD株の2%以上を持つというFP[英国の投資会社フランチャイズ・パートナー]が反発している。企業価値を最大化するには他の世界大手のようにビール事業に集中することが必須とのスタンスを取る。／今年1月中旬には、FPが推す社外取締役の選任と6000億円規模の自社株買いなどを求める株主提案を麒麟HDに提出。社外取締役には経営戦略を客観的に検証できる高い独立性が必要だと訴えた。自社株買いの原資としては、麒麟HDが過半数を保有する製薬企業の協和麒麟株、約1300億円を投じて33%分を昨年取得したファンケル株を売却するよう求めている。／2月14日の取締役会でFPの株主提案を拒否することを全会一致で決めた」(吉岡・奥[2020]22頁)

からさらに急増している。以後ファイナンス論全盛期となるが、これに棹を差す如く、このとき、財務管理学会が設立された意味を考える必要がある。

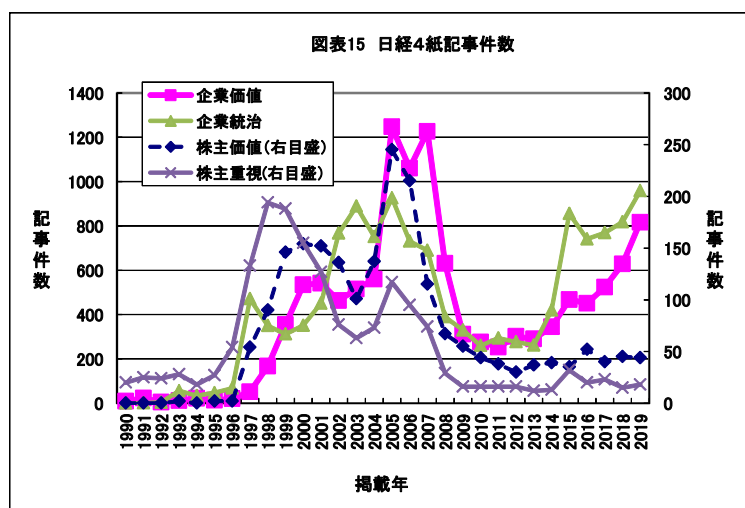
財務論研究史をここで再考したい。さきの①調達論型財務論の時代を、前史と考えたい。その後経営者・従業員共同体としての日本企業の成長と共に②管理論型財務論、つまり財務管理論が一般化した。その後アメリカから④ファイナンス論が流入してくる中で、その「防波堤」として財務管理学会が設立されたと理解したい。なお③調達論運用論両にらみ型財務論は①の流れの派生物と見なしたい。

今後、株主重視・投資銀行支配の経済が行き詰まると、日本においては経営者・従業員共同体としての企業が見直されるのではないか。アメリカにおいても、「米主要企業の経営者団体、ビジネス・ラウンドテーブルは[2019年8月]19日、『株主第一主義』を見直し、従業員や地域社会などの利益を尊重した事業運営に取り組むと宣言した」<sup>1)</sup>と報じられている。こんななかでは改めて、財務管理論が重要になるのではないか。

### 3. コーポレート・ガバナンス研究から見えてきたこと

#### ①株主重視、コーポレート・ガバナンス論台頭

私は近年コーポレート・ガバナンス論の研究を続けてきている。そこでの論じられ方に疑問を持つものである。下記は、近年の日経記事で「コーポレート・ガバナンス(企業統治)」と「企業価値」「株主価値」などという用語の出て来る記事の件数を数えたものである。それがパラレルに出現していることがわかる。これに「株主価値」や「株主重視」の出現回数を加えると、これらがパラレルに出現していることがわかるであろう。さらによく見ると、「株主重視」の波がさきに高まり、「企業統治」や「企業企業」、「株主価値」が後を追って高まっていることがわかる。「株主重視」や「株主価値」は今や定着しているので、それらの出現回数は近年低下しているが、「企業統治」や「企業価値」は最近改めて出現回数が増えていることがわかる。言いかえると株主重視の風潮がコーポレート・ガバナンス(企業統治)や株主価値に注目させる結果になっているわけである。



1) 『日本経済新聞』2019年8月20日号夕刊。



コーポレート・ガバナンスは最近のコーポレート・ファイナンスのテキストでも一つの大きなトピックとして取り上げられている。コーポレート・ガバナンスが株主重視の視点から論じられるものであることは明らかである。いわゆるエージェンシー理論に基づけば経営者は株主の代理人であり、株主は経営者の行動をチェックするのが当然であるとされている。近年、[新古典派]経済学＝株主主権の視点から現場の経営を監視し、その思う方向へと導こうとする動きがよく見られる。とりわけ日本でこれを唱導する人たちはアメリカ的経営監視の仕組みを日本に導入しようとする。そこではアメリカの現状を抽象化した経済学、ファイナンス論がある種の普遍性をもっていると考えられている。アメリカのファイナンス論者はそう考えているし、日本のファイナンス論者もそれを当然のこととして受け入れている<sup>1)</sup>。日本のファイナンス論者は、上から目線の演繹的経営「改革」をめざそうとしている。そして何よりも経済学が拠って立っている基盤は個人主義であり、会社観としては会社を契約の束として考えるものである。会社は株主としての個人が契約関係で結ばれた存在だと考えるわけである。法人たる会社はフィクションだと考えられている。前述のように、そこでの経営者は、株主の単なる代理人だと位置づけられる。いわゆるエージェンシーである。この考えがいわゆるエージェンシー理論である。現代のファイナンス論はまさにこの理論の上で成り立っている。コーポレート・ガバナンス論もつまるところ、株主による経営者監視の立場から論じられている。当然、そこでは会社それ自体を実在的に存在するものとは考えない。

日本でコーポレート・ガバナンスが広く論じられ始めたのは先の図表 13 からわかるように、1990 年代後半である。その嚆矢となる論文は、渡辺・山本[1992]「日本企業のコーポレート・ガバナンスー戦後最低の ROE から (90 年代資本市場への提言②)」であり、これは野村総合研究所の刊行している雑誌『財界観測』に掲載されたものである<sup>2)</sup>。以後コーポレート・ガバナンス論が一世を風靡し、今日に到っている。先の論文が野村証券の関連する機関からの雑誌に掲載されたことからわかるように、これはまさに株主的視点に立ったものである。ここでいわゆる「負債の規律から市場の規律へ」ということが叫ばれ

---

1) マルクス・ガブリエルの次の言葉を敷衍すれば、ファイナンス論者は株主によるアメリカ的な監視を普遍的なものと考えている。しかしそれは実のところアメリカの「普遍」なのであって、それを日本で通用させるべきなのだろうか。

「マルクス・ガブリエル ドイツ中心の普遍性も似たようなものです。わたしたちは同じようなことを経験し、何度も失敗しました。アメリカが現在、同じ愚を犯そうとしています。アメリカは第二次世界大戦以来、ドイツ中心の普遍性を模倣してきたのです。彼らは『アメリカの普遍性』があるとじつに素朴に考えています。普遍性は『アメリカの』とは言えるはずがないものですがね。

差異の存在を否定しているため、差異があることにさえ気づかずに、普遍性を手に入れたと思っている。彼らは、ほかの誰もが基本的にはアメリカ人だと考えているのです。」  
(マルクス・ガブリエル、中島隆博[2020]180 頁)

2) 松村[1994]参照。

た<sup>1)</sup>。渡辺・山本[1992]論文のインパクトがいかに大きかったことか。コーポレート・ガバナンス論は経営学的視点、法学的視点からも論じられているが、財務論・ファイナンス論的に日本においてコーポレート・ガバナンスに注目すべきだと論じられた最初の論文が渡辺・山本論文であったことを覚えておこう。「負債の規律から市場の規律へ」というファイナンス論的視点はこの論文から始まっている。この視点から翌年1993年7月27日に1993年版経済白書(年次経済報告)が「バブルの教訓と新たな発展への課題」と題して公表され、「マーケット・ディシプリン(「市場の規律」)の必要性」が謳われた<sup>2)</sup>。渡辺・山本論文は実はジェンセンの論文<sup>3)</sup>に触発されて書かれたものである。ジェンセンの論文は、当時のアメリカでジャンク・ボンドを発行してLBOにより会社を買収しその後買収して統合した会社はその負債の元利返済のためにいわば一生懸命働かざるをえなくなるので、負債が経営を規律づけることになるとして、LBOを合理化したものであった。当時のアメリカにおけるLBOの現実を合理的に説明しようとするものであった<sup>4)</sup>。これを換骨奪胎して、これまで日本ではメインバンクが負債の規律を働かせていたが、いまや株式市場が企業を規律付けるべきだと唱道しているわけである。それは株主重視を印象づけるために論じられたものであり、その後共著者のひとりが『ROE(株主資本利益率)革命—新時代の企業財務戦略』<sup>5)</sup>という著書を出版したことから、その意図は読み取れるであろう。同書の「はしがき」でいう。「資本市場の自由化と株主資本の充実という今日の現実を直視すれば、株主の視点の導入が不可欠である。」(1頁)このように述べて「株主の視点の導入」を訴えられている。まさに、株主重視の風潮の一環をなしているのである。ジェンセンがアメリカの当時のLBOを合理化しようとする意図で執筆したのと同様、山本氏は株主重視の風潮を盛り上げようという意図で論じられているのである。しかし、ジェンセンのコーポレート・ガバナンス論がアメリカの現実をある種説明し合理化しようという意図で論じられていたに対して、日本のコーポレート・ガバナンス論は日本の現実を説明・合理化するためではなく、アメリカをモデルにした仕組み作りを意図して書かれていたといえるのではなかろうか。

確かにアメリカでは会社は株主のモノというのが現実であるのに対して、日本では会社を経営者従業員共同体と考える論者も多く、また会社それ自体論も根強く存在しているが、そういう理論的な対立もさることながら、われわれがインタビューした[大企業ではなく中小企業ではあるが]経営者は、あるいは多くの実際の日本企業の経営者の考え方としてよくいわれているのは、会社は存続すべきもの、永続するものと考え、経営者はその地位を一時的に預かっているにすぎないと考えていて、その地位を次世代にいかに引き継ぐかを考

---

1) 松村勝弘[1997]第10章参照。

2) 経済企画庁[1993]169頁。今日これはネットでも入手できる(<https://www5.cao.go.jp/keizai3/keizaiwp/wp-je93/wp-je93-00205.html>)。

3) Jensen[1989]邦訳[1990]。

4) 松村[1995]参照。

5) 渡辺[1994]。

えている。アメリカのコーポレート・ガバナンス論では株主のための経営が志向され、会社は売買の対象とされるのに対して、日本では企業の存続が重視される。

それにもかかわらず、今日に到るまでコーポレート・ガバナンスを強化すべきだと言われ続けている。近年のアベノミクスでもコーポレート・ガバナンスは成長戦略の一環に位置づけられている。さらに、コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードが制定され、会社法では社外取締役が制度化された。果たして、「コーポレートガバナンスを強化したら何か良いことがあるのだろうか。

## ②安倍内閣成長戦略におけるコーポレート・ガバナンス唱導の問題点

安倍内閣の成長戦略の代表的文書「日本再興戦略改訂 2014 -未来への挑戦-」冒頭「改訂戦略における鍵となる施策」では、企業が変わらなければならない、生産性の向上が必要だとし、そのためにコーポレート・ガバナンスの強化が必要だとし、成長戦略におけるコーポレート・ガバナンスの重要性を訴えている。すなわち、「日本企業の『稼ぐ力』、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民（家計）に均てんさせるには何が必要か。まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&A などに積極的に活用していくことが期待される。」<sup>1)</sup>

日本企業の「稼ぐ力」（中長期的な収益性・生産性）を高めるためには、まずコーポレートガバナンスを強化し ROE 達成を目標に経営すべきと説いている。それと同時に内部留保を投資にまわすことが期待されている。これは、コーポレートガバナンスを強化すれば中長期的に企業業績が良くなるということを前提にしている。しかし、コーポレート・ガバナンスの強化とパフォーマンスとの関係は、実証研究も行われているが、必ずしも成果が上がっていないのが実情である。逆に、業績の良い会社は、資金的な余裕があるためコーポレートガバナンスについても熱心という傾向があるとも指摘されている<sup>2)</sup>。

『平成 28 年度年次経済財政報告』でも「コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業では、投資機会の拡大や収益性の向上が図られる可能性が指摘できる」<sup>3)</sup>といわれているが、まさに可能性であって、それが実現しているわけではない。実際日本経済はこの 30 年間、「失われた 30 年」と言われている。コーポレート・ガバナンスによって企業業績を向上させ経済成長を図りたいという意図はわかる。こうあってほしいと思うことがそのままそうなるだろうという論理の飛躍になっている。

安倍政権の三本の矢の成長戦略(2013 年) でいわく、図表 16 で見られるような企業がため込んだ 300 兆円を超える内部留保を吐き出させ、投資に向けさせ経済成長を図ろうと主張している。これはまったく逆転した発想であると言わざるを得ない。実際、企業が内

---

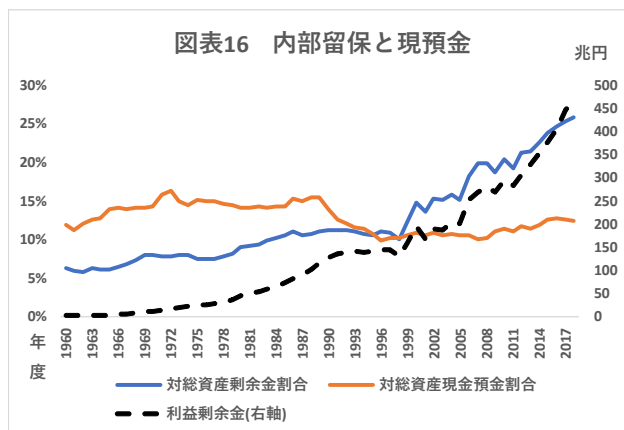
1) 「日本再興戦略改訂 2014 -未来への挑戦-」 (2014 年 6 月)、4 頁。

2) 「株式会社 Biz サプリ Biz サプリ 通信 ( vol.38 2016.10.06 ) 」  
<http://biz-suppli.hatenablog.com/entry/2017/02/28/131514>

3) 内閣府[2016]『平成 28 年度年次経済財政報告』117 頁。

部留保をため込んでいるように見えるが、それがキャッシュとして手元にあるわけではないことは統計数値を見ればすぐわかるはずである。

企業が投資をしないのは投資機会が見つからないからであって、かつリスクの大きな今日、リスクに備えようという企業経営者の思いの反映でもあるのである。グラフを見てもわかるように、現預金の割合は高度成長期の方が高いのである。



もし投資を促したいのであれば、投資環境を整えるとか、財政主導で需要を喚起することが先決なのである。政府が何もしないにおいて、コーポレート・ガバナンスを強めることにより市場に任せれば成長ははかれると考え、いわば投資をしない企業経営者に責任をかぶせるのはまったくの思い違いだといえようがない。コーポレート・ガバナンスを声高に叫ぶ投資銀行は新たな価値を生み出すのが仕事ではない。既存の価値をいわば横取りすることを業としている。新たな価値を生み出しているのは企業、企業家、そして、経営者、従業員なのである。彼らに頑張ろうと思わせる政策を考えるのが政府の役割であるはずである。

#### 4. 新しい財務管理研究を目指して

株主重視、コーポレート・ガバナンスによる ROE 達成目標は独り歩きし、とりわけ上場企業の経営者への圧力となっている。大企業はコーポレート・ガバナンスなどの株主圧力に屈して雇用を削減し、人件費を削減して利益率を向上させようとしている。かくして、図表 17 に見られるように、大手企業は従業員への配分を減少させて、利益を増やし、配当としての株主への配分を増やしている。政府は、ガバナンスを強化して ROE を向上させようとしているが、実際は企業に剰余金を吐き出させて株主に自社株取得や配当で剰余金を流出させているのであって、投資にまわさせていない。だから生産性は上がっていない。

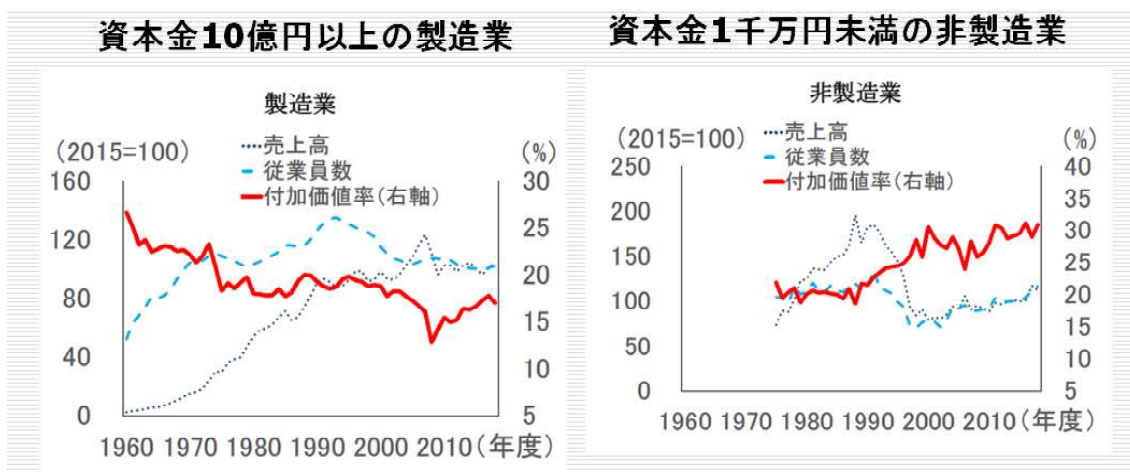
|         | 1986-89年増加率 |       |       | 2001-2014年増加率 |        |        |
|---------|-------------|-------|-------|---------------|--------|--------|
|         | 全企業         | 大企業   | 小企業   | 全企業           | 大企業    | 小企業    |
| 売上高     | 19.7%       | 8.2%  | 5.8%  | 2.6%          | 19.4%  | -2.5%  |
| 付加価値    | 25.4%       | 9.3%  | 16.8% | 5.1%          | 22.6%  | -3.2%  |
| 役員給与+賞与 | 14.7%       | 20.8% | 13.3% | -6.6%         | 28.7%  | -4.4%  |
| 従業員給与   | 11.5%       | 14.0% | 10.1% | -16.1%        | -26.9% | -8.7%  |
| 配当      | 37.9%       | 5.9%  | 73.6% | 256.2%        | 322.3% | 181.2% |

(注) 「法人企業統計年報」より作成。

図表 18 を見るとそれがわかる。「大規模製造業は雇用削減、非製造業と小規模企業は付加価値率向上が労働生産性を押し上げた」<sup>1)</sup>のである。

1) 中部圏社会経済研究所[2020]1頁。

図表18 大企業における従業員削減と非製造業小企業の生産性向上



(注) 中部圏社会経済研究所[2020]8～9頁より。

問題を単純化しすぎかもしれないが、ファイナンス論は会社を株主の致富の手段と考えるものであり、株主の力によって市場が活性化するから社会は豊かになるというのがあるが、日本では実際はそうはなっていない。むしろ株主の圧力の弱い小企業のほうが生産性を向上させている。財務管理学会趣意書がいうように「予算統制、原価管理、生産性分析などの伝統的管理システム」を活用して、生産性を上げることが望まれている。財務管理論は会社はそれ自体として存在すると考え、経営者従業員の豊かな生活と主体的な取り組みを促してイノベーションをもたらし、経済を活性化させようとするものである。このように考えている。

参考文献

岩田巖雄[1962]『企業財務の研究』中央大学生協。  
 井手正介・高橋文郎[2000]『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門』日本経済新聞社。  
 上田貞次郎[1913]『株式会社経済論』富山房。  
 岡村正人[1950]『株式会社金融の研究』有斐閣。  
 小佐野広[2001]『コーポレートガバナンスの経済学—金融契約理論からみた企業論』日本経済新聞出版。  
 マルクス・ガブリエル、中島隆博[2020]『全体主義の克服』集英社新書。  
 経済企画庁[1993]『平成5年 年次経済報告』大蔵省印刷局。  
 国弘員人[1970]『財務管理の知識』日本経済新聞社。  
 河野豊弘[1960]『財務管理』ダイヤモンド社。  
 河野豊弘[1968]『新版財務管理』ダイヤモンド社。  
 小宮隆太郎・岩田規久男[1973]『企業金融の理論』日本経済新聞社。  
 榊原茂樹[1986]『現代財務理論』千倉書房。  
 Michael E. Jensen[1989] "Eclipse of the Public Corporation," Harvard Business Review, September-October ; 邦訳[1990]「LBOアソシエーション」『DIAMONDハーバード・ビジネス』1月。

高橋正三[1971]『経営財務論：株式会社金融と企業の投資理論』森山書店。

中部圏社会経済研究所[2020]「法人企業統計調査を用いた労働生産性の要因分析」『中部社研経済レポート』No.24。

西沢脩[1979]『財務管理』泉文堂。

馬場克三・片山伍一編[1971]『経営財務論；講座現代経営経済学第3巻』中央経済社。

古川栄一[1953]『財務管理組織』森山書店。

細井卓[1975]『経営財務原論 経営学全書33』丸善。

増地庸治郎[1930]『企業形態論』千倉書房（商学全集；第6巻）。

増地庸治郎[1934]『経営財務論』東洋出版社（会計学全集；第7巻）。

松村勝弘[1994]「バブル崩壊とコーポレート・ガバナンス論議の意義—日本型コーポレート・ガバナンスをめざして—」『立命館経営学』第32巻第4・5号a, 1994年1月。

松村勝弘[1995]「アメリカ経営財務論の現状と課題」（角野信夫・生駒道弘編『現代株式会社と経営財務』文眞堂, 第II部第3章所収）。

松村勝弘[1997]『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』中央経済社、その第2版は2001年刊行。

松村勝弘[2007]『企業価値向上のためのファイナンス入門』中央経済社。

松村勝弘[2019]「現代日本のコーポレート・ガバナンス制度を考える—ガバナンス機構の主體的選択について—」『立命館経営学』第58巻第2号。

村松司叙[1981]『財務管理入門』同文館。

森嶋通夫[2010]『なぜ日本は没落するのか』岩波書店岩波現代文庫。

諸井勝之助[1979]『経営財務講義』東京大学出版会。

吉岡陽・奥貴史[2020]「時事深層・キリンHDと英FP、対立したまま株主総会へ 社外取締役の資質が争点に」『日経ビジネス』2020年3月16日号。

渡辺茂・山本功[1992]「日本企業のコーポレート・ガバナンス—戦後最低のROEから（90年代資本市場への提言⑫）」『財界観測』第57巻第9号1992年9月号。

渡辺 茂[1994]『ROE(株主資本利益率)革命—新時代の企業財務戦略』東洋経済新報社。