

第3章

アメリカ経営財務論の現状と課題

1. はじめに

1970年代後半から1980年代にかけてのアメリカは、第4次企業合同運動の時代として特質づけられる。とりわけその後半期には、M&A（マージャーすなわち合併とアクイジッションすなわち買収）は、その件数、金額とも急増し、かつ大型化した。それは、買収対象の事業部門の資産を担保に負債を活用して買収をすすめるLBO（レバレッジド・バイアウト）、さらには買収対象の企業や事業部門が将来生み出すキャッシュ・フローを返済財源とするいっそう複雑なものへと発展していった。また、従来はリスクが大きくて買い手のつかなかったような、ジャンク・ボンド、すなわち、公開されて利回りは大きい¹⁾が、投資対象とはならなかったほど格付けの低い債券の市場が作られ、これを買収資金として利用したM&A・LBOが盛んに行われた。まさに「企業金融における革命」がおきたのである。このような新たな財務手段の開発、活用を後押ししたのは、ほかならぬ経営財務理論であった。

1990年代に入って、このようにいわゆる「財テク型M&A・LBOブーム」（松井〔2〕123ページ）も下火となり、これに対する批判も現われてきている。それと同時に、最近の経営財務理論に対する反省も生まれている。会社の売買で儲けたのはウォール・ストリートを中心とするひとにぎりの人たちであって、他面で、アメリカの製造業はその活力を低下させ、M&A・LBOの後のリストラチャリングが大量の失業を生み出したのではなかったか、というわけである。本章は、このような最近のアメリカ経営財務論の動向とその問題点を明らかにする。

2. 現代財務論の系譜とその問題点

(1) モディリアーニ=ミラー理論の登場

スミスによれば、「1950年代に、財務における根本的な変化が起こりはじめた。経済学に伝統的であった分析手法や分析テクニックが財務の問題に適用されはじめた。そして、その結果起こった変質は重大であった²⁾。「投資政策、資金調達政策、あるいは配当政策はどうあるべきか」といった規範的な問題から、「代替的な投資政策、資金調達政策、配当政策が企業価値にどんな影響を及ぼすか」といった問題を取り扱う実証的理論へと、財務論の焦点が変わった。このような現代のアメリカ経営財務論の出発点には、モディリアーニとミラーによるMM理論がある。『アメリカン・エコノミック・レビュー』1958年6月号に掲載された彼らの論文「資本コスト、会社財務、そして投資理論」は、アメリカの経営財務論を一変させ、その発展を促すことになった。彼らは、企業による設備投資などの投資と、株主による株式投資、社債権者による債券投資を一体的にとらえ、それまで別々に論じられていた設備投資の理論と証券投資の理論を一元的に論じることを可能にした。MM理論は、完全市場と投資家の合理的行動という前提のもとに、市場の裁定メカニズムに立脚して議論を展開するので、企業（経営者）の決定と、投資家の決定が一体的に考察されるのである。

あるプロジェクトは、その投資の結果増加するキャッシュ・フローの現在価値（每期流入するキャッシュ・フローを割引率あるいは切捨率たる資本コストで割ったもの）が当初投資額を超えていればこれを実施すればよい、ということになる。MM理論以前の財務論においては、この場合の資本コストは、他人資本と自己資本の最適ミックス（最適資本構成）のもとにおける資本コストと考えられる。一般に、負債は自己資本に比べ、課税上有利である点などから資本コストが低い、あまり負債を増やすと倒産の危険が高まるので、一定の自己資本は必要である。だから釣合のとれた

最適資本構成があると考えられた。ここでは、企業（経営者）がその最適ミックスを見つけだそうとする。

モディリアーニ=ミラーは、企業（経営者）と投資家とを一体としてとらえ、最適資本構成などないとする。今かりに予想営業利益は全く同一の次のような、無借金会社Uと負債のある会社Lとを考えてみよう。

表II-3-1 U社とM社の収益力と企業価値

	U社	L社
予想営業収益	900,000	900,000
利子	0	300,000 (=4,000,000×0.075)
純利益	900,000	600,000
企業価値 (E+L)	9,000,000	10,000,000
自己資本 (E) (資本化率10%)	9,000,000 (=900,000÷0.1)	6,000,000 (=600,000÷0.1)
負債 (L) (利率7.5%)	0	4,000,000

MMはこのような不均衡状態は長続きしないという。すなわち、L社株を10%所有していた投資家は、60,000ドルの利益を得ていたことになる。しかし、この投資家は、①600,000ドルのL社株式を全て売却し、②L社の負債の10%相当額400,000ドルを借り入れ、さらに、③U社の株式10%900,000ドルを購入するだろう。L社株の売却（600,000ドル）と借入（400,000ドル）から、1,000,000ドル手に入れるだろう。これで、U社株900,000ドルと手元資金100,000ドルとなり、この手元資金は年利7.5%で運用されると、年々7,500ドル手にはいる。そこで、先のU社株からの90,000ドル（900,000×0.1）マイナス支払利息30,000ドル（400,000ドル×0.075）の60,000ドルと先ほどの手元資金からの受取利息7,500ドル、合計67,500ドルが手元にあることになる。この投資家の利益は60,000ドルから67,500ドルに増える。しかし、このような投資家の裁定行動は、他の投資家の同様の行動を誘発し、両社の企業価値が均衡するまで、L社の株価は下落し、U社の株価は上昇するであろう。ここでは、投資家も企業も同一の条件で借り入れることができるかと仮定されており、また、資本市場の完全競争が前提とされている。

モディリアーニ=ミラーはまた、もし企業の投資意思決定が所与であり、

したがって、そのキャッシュ・フローも所与であるとすれば、同じ考え方は、企業の配当政策を分析するためにもあてはまる、としている。配当用の資金が、新規証券発行でまかなわれるとする。企業は、証券発行によってファイナンスした金で配当を支払う、とするわけである。株主がこの配当を消費したくないと考えていれば、株主はこの配当をその会社の株式の追加購入にあてることによって、企業の決定をもとに戻すことができる。もし企業が配当を負債によってファイナンスすれば、その場合、投資家はこの配当を企業の負債を購入するのに利用して、企業の決定の影響を効果的に中和化することができる。投資家の機会は企業の配当政策に左右されないというMM第2命題がこれである。

MM第2命題は、企業が分配に利用できる合計リターンは財務意思決定に左右されないし、また、投資家は企業と同じ条件で証券を売買できると仮定すると、企業の配当支払政策は企業価値に影響を及ぼすことはできない、というものである。

MM理論は、その後さまざまな批判も行われ、修正されたが、今日の財務論の基礎となっている。とりわけ、企業（経営者）がどのような決定をしても投資家の裁定行動によって、中和化されると考える点は、その後の財務論に大きな影響を及ぼしたといえる。

(2) 資本市場の理論の展開

1950年以後の財務論は、おおよそ次のような順序で展開してきたといえよう。すなわち、①効率的市場理論、②ポートフォリオ理論、③資本資産評価理論（Capital Asset Pricing Model, いわゆるCAPM）、④エージェンシー理論である。①から③の理論はまた、資本市場の理論と総称できよう。このような資本市場の理論は、証券投資の理論として有効な理論であることから、もともとMM理論とは独立に開発されてきたのであるが、投資家の期待収益は企業の必要利益であると考えられ、資本コストを通じて企業の財務行動と結び付くのである。

すなわち、「ポートフォリオ選択の理論とその結果もたらされた資本資産

評価モデルは、証券の均衡価格の説明を提供しただけでなく、企業にとっての資本コストはいかに計算すべきかをも指示している。最後に、完全（もしくは効率的）市場仮説で増幅されて、その理論は経営者業績の評価の基礎を提供している³⁾。

1953年にケンドールによって提出されたペーパーで、株価は全くランダムな動きしかしないことが見いだされ、これが論争を呼び、やがて株価形成は効率的であるという効率的市場仮説へと発展していった。1960年代後半には、いわゆる効率的市場仮説に基づく実証研究が多数現れた。その主張によれば、情報は効率的に市場に反映されるので、公開されていて入手可能なデータにもとづいて投資をしても、正常以上の利益をあげることは困難である、ということである。ここでは、「第1に、投資家は合理的に行動する。第2に、この合理的投資家は、新しい情報にのみ従って行動する。決して、第六感や小姑のアドバイス、ましてや星の動きなどに左右されることはない。宣伝のようかもしれないが、言い換えれば、ウォール・ストリートには、企業の資産価値を適正に株価に反映させることのできる優秀なトレーダーが、数多く揃っているということになる。」⁴⁾

ポートフォリオ理論は、1952年の、マーコウィッツ「ポートフォリオ・セクション」が最初に論じたものである。これは、分散投資をすればリスクが小さくなるというものであるが、その考え方はそれ以後の資本資産評価モデルなどで活用されている。また、ポートフォリオ理論は次のように企業の経営行動とも密接に関係している。すなわち「ポートフォリオ理論は、投資家が証券を評価するのと全く同じ方法で企業がプロジェクトを評価するべきである、ということを含意している」⁵⁾からである。

資本資産評価理論は、1964年シャープによって、「資本資産の価格：リスクの条件下での市場均衡の理論」として発表された。さきのポートフォリオ理論では、分散投資すればリスクは小さくできるということであった。しかし、いくら分散投資しても市場全体が変動するとき、リスク回避は困難である。この回避困難なリスクをマーケット・リスクという。個々の銘柄の市場平均との関係をあらわしたものは、ベータ（証券の市場リスク）

と呼ばれる。銘柄によっては、市場の変動の方向と逆の方向に変動するもの（ベータがマイナス）もあろうし、市場以上に変動するもの（ベータが1より大）もあろう。CAPMアプローチによって、ベータを利用して、個々の企業の資本コストを計算することもできるのである。これには、このような市場の評価をシグナルにして、企業の財務政策を決定しなければならない、という意味合いがある。

資本市場の理論が、このような発展を遂げてきた背景には、アメリカにおける企業年金の発達があろう（井手〔5〕第4章参照）。投資マネジャー間の競争が投資パフォーマンス向上のための技法を必要としたし、それにもまして、1974年に施行された従業員退職所得保障法（ERISA）は、分散投資やリスク管理を制度化（法制化）するうえで重要な役割をはたしたといわれている。こうした投資家サイドの動向が企業の財務行動にも影響した。その究極ともいべき波が1970年代後半から押し寄せてきた。それが、第4次企業合同運動の波であり、これを理論的にも支えたのがエージェンシー理論などの経営財務理論であった。

3. エージェンシー理論による財務論の変化

エージェンシー理論は、経営者の利益と株主（さらには債権者）の利益は対立していると考え、そのような対立の分析を研究課題としている。エージェンシー理論では、経営者と株主ないし投資家との関係を、エージェント（代理人）とプリンシパル（本人ないし依頼人）の関係になぞらえる。その場合、従来の理論のように経営者（エージェント）は株主（プリンシパル）利益の極大化を目的とするだけではないと考える。さらに、依頼人が代理人の仕事ぶりを完全には把握し得ない、つまり情報の非対称性が存在していると考えるのである。

そこで、プリンシパルは、監査を行ったりしてエージェントの仕事ぶりを監視（モニタリング）する必要があり、エージェントとしてもプリンシパルの不信が募ってもまずいので、情報を提供して、たとえば、株主から

の出資を募るために公認会計士監査を付した財務情報を提供するなどを行って、自らの行動の信用性を保証（ボンディング）しようとするだろう。もちろんそれらを行うには費用がかかる、それらの費用をエージェンシー・コストというのである。それでも、エージェントの決定が、プリンシパルの利益極大化をもたらすとは限らない。このような場合、残余ロスが生じると考えるのである。このようなエージェンシー関係は、経営者と株主（ないし投資家）との間に生ずるだけではない。経営者＝株主と債権者との間でも生ずると考えるのである。社債所有者が社債契約の中に財務制限条項などを挿入して、経営者行動を制約しようとするなどはその例である。以下、エージェンシー理論の主唱者たるジェンセンらの考えをうかがってみよう。

ジェンセンは、経営者は株主の富極大化よりむしろ経営者権力の拡大をめざしていると述べている。たとえば、株主に配当を支払えば、それだけ留保利益は減少し、経営者支配のもとにある資源が減少し、それだけ経営者権力が減退すると考えるのである。株主は、資本市場のモニタリング機能を活用できるが、内部資金を利用すると、経営者はこのモニタリングを回避できるのである。

大企業経営者は、完全所有経営者ではない。経営者が100%以下の所有者であれば、かれらは単純に利潤極大化ないし株主の富極大化によってのみつき動かされるのではない、自らの金銭的・非金銭的効用を極大化させようとする、という。すなわち、本来株主の富極大化に充てられるべき資源が、経営者の役得に流用されたり、非金銭的な面でも、役職の任免、秘書の利用、従業員の懲戒、寄付の決定、名声などの獲得等々のメリットが経営者に与えられる。また、企業規模の拡大は、経営者にとって自らの支配下の資源を拡大し、その権力を強化せしめるだけでなく、そのことが自らの報酬引き上げにつながり、企業成長によりポジションも増えるので中間管理職に対して昇格によって報いることができるなどの経営者にとってのメリットがあるので、経営者は（株主にとっての）最適規模以上に企業を拡大しようとするかも知れない、という⁸⁾。このようにエージェンシー理論

では経営者と株主の利害対立を認識し、経営者が単純に株主の富極大化を追求するものではないとしている。しかし、株主がこの状況を放置しているわけでもないとも主張している。

すなわち、株主は、エージェンシー・コストを負担してでも、自らの利益を図ろうとする。経営者をして株主利益のために行動させる諸手段・諸要因が発達してきている、という。エージェンシー理論のもとでは、ストック・オプションやボーナスや役得といった適切なインセンティブが経営者に与えられる場合のみ、また経営者の役得を審査し、財務諸表を監査し、経営意思決定を明示的に制限して経営者を監視（モニタリング）する場合のみ、プリンシパルたる株主はエージェンツたる経営者をして（株主にとって）最適な決定をせしめることができる、と考えられている。もちろんこのようなモニタリング活動はコストがかかる。経営者の持ち株比率が低ければ低いほど、経営者は株主の富極大化と一致するように行動する可能性が低まり、外部の株主が経営者の行動を監視する必要性が大きくなる⁹⁾。

しかし、外部株主も分散投資することによって、特定企業の業績不振によって生ずるリスクを回避することができる。そうすると、株主も特定企業の経営者の活動を詳細に監視しようとしなくなるかも知れない。そこで考えられるコントロール・メカニズムとして、敵対的買収（テークオーバー）を含む、外部経営者からの攻撃がある。ファーマは、経営者の監視は所有者が直接にするのではなく、経営者労働市場を通じて行われる、という¹⁰⁾。そのようなものとして、次節で述べるようなM&AやLBOが支持されるのである。だからこそ、「これまでのところ、株主（債権者を含めてエージェンシー）は、会社形態をとることに付随するエージェンシー・コストがかかるにも関わらず、その成果に失望してはいないのである¹¹⁾」、といえるようになるわけである。

4. M & A ブームとエージェンシー理論

(1) M & A ブームの到来

アメリカにおいて、1970年代後半から、60年代のコングロマリット型の合併運動とは違った形で、再び合併運動、いわゆるM&Aブームが高まってきたが、とりわけ80年代にはいと史上空前の超大型合併が続出するようになった。RJR ナビスコ、ガルフ石油、RCAなど世界的に著名な大企業ですらこれに巻き込まれた。ソニーによるCBSレコードとコロンビア映画買収、松下電器による巨大映画会社MCA買収なども記憶に新しいところである。

この時期のM&Aについてその特徴をあげてみると次の通りである。第1に、過去の企業合同運動の場合と同様、直接的には金融的利得の獲得がその短期的な目標であった。この時期の投資銀行や投機家などの利得がいかに巨大であったかは言うまでもない。ジャンク・ボンドの立て役者、マイケル・ミルケンは、1987年だけで、自らが働くドレクセルから5億5千万ドル、それに加えて自分自身の勘定で数億ドル以上稼いだと言われている。第2にそれは、しばしば、所有権の移転を伴ったということである。M&Aは、テークオーバー（会社乗っ取り）ともいわれるが、この時期敵対的なテークオーバー、すなわち、標的となる企業の経営者に有無を言わず、その会社の株式を買い占めることによって、乗っ取りようとする動きも目立った。そのために、経営者から恐れられ、経営者はその防衛策をとろうとしたのである。法律的にもその防衛は容認された。第3に、さまざまな新しい合併手法、財務手段が利用されたことである。これには、LBO（レバレッジ・バイアウト）、MBO（マネジメント・バイアウト、経営者によるLBOないし自社株買収）などなどがあり、財務手法として負債が利用され、さらにはジャンク・ボンドといわれる低品位の社債が活用された。第4に、上記と関わって、企業の負債比率が上昇したことである。第5に、時には

そこで働く従業員のことが省みられず、企業、ないし事業部門がまるでひとつの商品のように売買されたことである。LBOが増えると同時に他方で、合併後の資産売却（ダイベスチャー）が盛んに行われた。

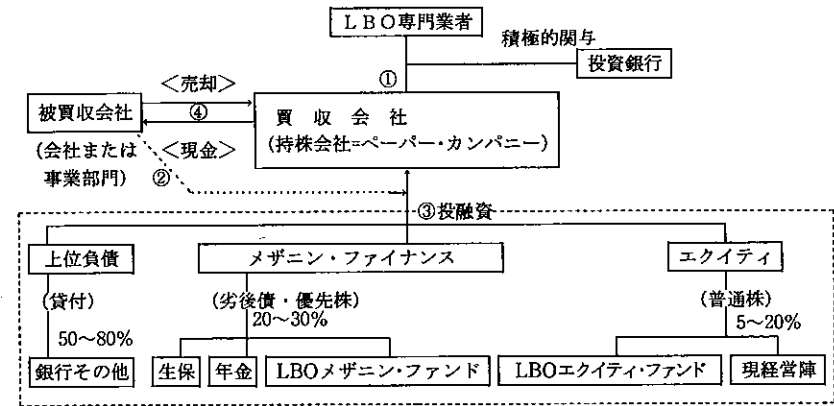
(2) LBOの仕組みと動機、これによる利得

M&Aの目的ないし動機、そして機能がなんであるかは、それぞれに異なっているであろうが、一般的には、合併によって生産・流通の両面における物的・人的資源の効率的配置が可能になり、それら資源の効率的活用による利益の増進が望めることであろう。また、組織変更を伴うために、組織の活性化を図ることができ、経営効率が改善し、このこともまた、利益の増進に貢献するであろう。しかし、それだけにとどまらず、負債活用などの財務的側面を無視しては、M&Aの現代的特徴を論じ尽くせない。

最初に述べたように、1970年代後半以後、とりわけ80年代後半には、それ以前と比べて大型化すると同時に、経営のまずさなどから過小評価されている相手企業の資産が標的となった。それは、当初買収対象の事業部門の資産を担保に負債を活用して買収をすすめるLBO、さらには買収対象の企業や事業部門が将来生み出すキャッシュ・フローを返済財源とするさらに複雑なものへと発展していった。従来はリスクが大きくて買い手のつかなかったような、ジャンク・ボンド、すなわち、公開されて利回りは大きい、投資対象とはならなかったほど格付けの低い債券の市場が作られ、これを利用したM&A・LBOが盛んに行われた。

ここでLBOの仕組みを略述する。図II-4-1にみられるように、①LBO専門業者が何ら実体のないペーパー・カンパニーたる買収会社を設立する。②これが被買収会社の資産（あるいは将来のキャッシュ・フロー）を担保にして、③負債など（場合によっては一部株式利用）によって買収資金の調達を行い、④これにより調達された資金で標的会社を買収する。⑤買収後、場合によっては、被買収企業の一部部門を売却（ダイベスチャー）して、負債の一部返却を行い、金利負担を軽減する。⑥時期をみて、他の企業に買収してもらったり、株式を公開して巨額のプレミアムつきで投下資

図II-3-1 LBOの仕組み



(出所) 松井和夫「アメリカにおけるLBOブームとフィナンシャル・イノベーション」『証券研究』第90巻、1989年11月、37ページを参考に作成。

本の回収を行う。

①のLBO専門業者が単独にこれを仕組んで、利益をあげる場合もあるが、被買収会社の経営者が業者の助力をえながらこれを行う場合、これはMBO（マネジメント・バイアウト）ということになる。③の資金調達については、当初、外部資金は銀行からの借入のみによっていたのが、その後ジャンク・ボンドをはじめ、メザニン・ファイナンスといわれる、中間形態が間に入れられ、より複雑化・大規模化していったのである。かくて、わずかの自己資本をもとにして巨額の資産の買収が可能になったのである。

このような買収によって、利得をえるのは誰であろうか。またその利得（プレミアム）はどこから由来するのか。LBO専門業者や投資銀行は、巨額の手数料をえる。買収専門弁護士も手数料を稼ぐ。企業乗っ取り屋は、買収した企業を転売することによって利得をえる。MBOの場合のように買収志向の企業幹部が、一旦買収後企業を非公開にし、その後再び公開するときに利得をえる。LBOに利用される巨額のファンドに投資した投資家達は、平均40%の投資収益をえたといわれている¹³⁾。標的会社の株主は、さしあたり現在の株価より高い価格で、プレミアムつきで買収に応じることができる。こうしてみれば、みんなが利得をえることになる。確かに、まず

い経営により低評価されていた会社が合併により活性化するのであるから、これはプラス・サム・ゲームであるかもしれない。また、これが、M&A主唱者の主張するところでもある。

(3) エージェンシー理論などの財務論の影響

徹底的なLBO擁護論者はエージェンシー理論の立場にたつジェンセンであろう。彼の主張は以下のようなものである。

キャッシュが豊かで低成長もしくは衰退している分野では、キャッシュ・フローを組織のたるみや健全性を欠くプロジェクトへの投資など、無駄使いに振り向けようとする圧力が抵抗し切れないほどの強さとなって経営者に押し寄せる。そこで、経営者に圧力をかけるための新しい組織が必要になる。理論的に言えば、こうした新しい組織が必要になるはずはない。公開企業の経営者は3つの主要要因によって管理されていると言われている。製品市場、取締役会が指導する内部統制制度、資本市場である。しかし実際には、製品市場も取締役会も十分その役割をはたしておらず、資本市場がいちばんその役割をはたしている。実際乗っ取りやLBOのプレミアムが平均して市場価格より50%以上だという事実は、どれほど多くの価値を無駄使いしても公開企業の経営者は経営不安という深刻な脅威に直面しないか、ということを実証している。だからこそ、これら企業を機関投資家等にバックアップされた買収企業がLBO等で買収し、これを非公開化し、「実力投資家(active investors)」の監視下においたほうがよい。効果的な監視が行われていないので目に余る非能率が生じ、その結果、新世代の実力投資家が台頭して失われた価値を取り戻そうとしている。こうした投資家は会社全体を買い取り、負債と多数の株式所有を利用して、力づくで自ら実効ある監視をし、時代遅れの法規制のために増したコストに対処している¹⁴⁾。

エージェンシー理論は、要はLBOはエージェンシー・コストを低減させるとして、これを擁護しているのである。第1に、MBOに典型的にみられるように、経営者が自社株を買収して、これを非公開化(ゴーイング・プライベート)する場合、経営者がみずから大株主となるのであるから、

株主の監視がなくとも、つまりモニタリング・コストを浪費しなくとも、経営者は株主価値極大化に力を注ぐと考えられる。第2に、LBOに参加した投資家は群小株主ではないので、その会社との利害関係が大きいので、経営者の監視を十分行くと期待でき、経営者は株主利益極大化を図らざるをえなくなる。第3に、LBOは多額の負債をかかえることになるので、金利負担が大きくなり、経営者は自由度を制約されるが、それだけに、キャッシュ・フローを増やす努力をせざるをえない。いわば、負債のディシプリンが働く、というわけである。第4に、M&Aが活発になると、経営者市場が活性化され、無能経営者は更迭され、経営者は企業価値極大化に邁進せざるをえなくなる。第5に、標的企業のフリー・キャッシュ・フローの経営者による浪費を防止できる。

以上は、ゼロ・サムではないかという疑問に対して、プラス・サムである(あるべきだ)し、またそれを保証する〔市場〕機構が整っている、という指摘である。たしかに、M&A、LBOは経営効率を高めるのに役立ったであろうが、そうでない場合も多い。いわゆる「財テク型M&A・LBO」が横行したのも事実である。株主は短期利益を追求しがちである。企業もこれに応えざるをえないのが現実である。また、LBOで利用された負債が重荷になって、金利負担に苦しむ企業や、借入金返済のために研究開発をストップした企業、遂には倒産に至った企業もあった。

5. 短期的視野に立った財務志向の経営への反省とわが国への教訓

(1) 短期的視野に立った財務志向の経営への反省

ハーバード・ビジネススクールのコリヤー・クラム教授は、アメリカの信用制度は第二次大戦後から約40年かけてゆっくりと、しかし着実に“レーションシップ・バンキング”から、“プライス・バンキング”に移行してきたと述べている。ここで注目すべきことは、プライス・バンキングの

1つの象徴的な現われが、ジャンク・ボンドという得体の知れない市場の成立を可能にしたことである。最近の大型のTOB合戦では、しばしばキャスティング・ボートを握る立場に置かれる機関投資家のファンドマネジャーは、何のためらいもなくテnder・オファに応じてしまう。もはやリレーションシップは何の効力も持たず、プライス・バンキングが全てを支配する世界と化してしまっただのである(井手[5]180, 187, 190ページ)。企業、経営者、投資家、債権者などの関係が、長期的継続性を失い、利得のためには企業ですら簡単に売り買いするという短期的な関係になってしまったわけである。

アメリカのシステムが何よりもまず第1に優先するのは、自分の株の目の値上がりであって、そのためにはアメリカ企業の長期的な業績すら犠牲にしてよいと考える、といわれる。その背景には、株式保有の短期化、機関化があらう。平均の株式保有期間は、1960年には7年以上であったが、今日では約2年まで短くなったと、報告されている。また、アメリカの上場会社は、年金基金や投資信託、マネー・マネジャーなどの機関投資家によって構成されている短期株主という基盤にますます依存するようになってきている。1950年にはこのような株主は全株式の8%を占めるだけだったが、1990年には60%に達した。その結果、アメリカ企業はますます短期的視野に立った経営を行うようになった。経営財務理論も、このような所有構造と企業の経営行動を結び付けるのに貢献した。

ポートフォリオ理論によれば、企業のファンダメンタルの如何を問わず、分散投資をするのがよいということになる。インデックス・ファンド、つまりわが国の日経225のような株価指数に連動するように、多くの株に分散投資するほうがリスクが回避できるからよい、といわれる。リスク回避はまた、投資にブルーデント・マン・ルールを求める法的規制にも規定されている。このような投資家が個々の企業の運営に深い関心をもつはずもない。また、投資家が短期的な投資収益に強い関心をもつようになり、かつ情報も非対称で、投資家が短期的な利益業績など収集しやすいものを評価して、株価にこれが反映することになると、経営者も短期的にこのような

株価上昇につながるような企業行動をとりがちである。将来有望な新技術への投資などは投資家が評価しにくいので、経営者もあえてそのような投資を行おうとしなくなる。経営財務理論によれば、経営者は資本市場のメッセージを読みとって行動するべきだ、ということになっている。

以下のニコルスの経営財務理論に対する評価は、辛らつであるが適切である。すなわち、

「投資家行動を予測する理論は、投資計画からCEO〔最高経営責任者〕の報酬額にいたるまで、すべての意思決定に影響を与えている。この結果、現代ファイナンス理論の使命である『株主に報いる』ことを、企業経営の主義とした人々が生み出された。マネジメントの現場では、まるでファイナンスの教科書を読んだ学生のように、これらの理論が刷り込まれ、まさに経営の根幹として機能している。……CAPMの意図したことは、株式市場における合理的投資家の行動を予測するとともに、企業経営者にとっては、ウォール・ストリートがプラス評価するだろうプロジェクトとは何かを教え、投資の際の意思決定を助けるツールの提供であった。¹⁶⁾」

(2) 短期的視野の典型「財テク型M&A・LBO」への反省

短期的視野に立った財務志向の経営戦略の典型が、いわゆる「財テク型M&A・LBO」であろう。ジェンセンはM&A・LBOを評価して、「ウォール・ストリートには今や著しく進んだデータ、力量、技術が備わり、競争企業間に資金を配分したり、経営者を監視し姿勢を正させたりする点では、一般多角化企業の最高経営責任者や本社スタッフより効率よくできるのだ¹⁷⁾という。はたして財務は万能であろうか。前述のような財務志向の経営に対する反省も見られる。ポーターは財務志向の「上級経営者は会社の多くの事業にほとんど知識や経験を持ち合わせず、製品や工程の実体を理解できるほどの経歴や経験がないことが多い。その一因はそうした知識はたいの意思決定のプロセスには必要ないからである¹⁸⁾」と述べている。

M&A・LBOは、確かに被買収企業や投資銀行などにインスタントな利益をもたらしたであろう。しかしこれを行った企業が、その後負債の

重さに苦しみ、倒産に至った例も多い。すべての M&A・LBO がうまく行ったとか、全て失敗したというわけではない。理論上はうまく行くはずのものが、失敗した事例が結構多いこと、うまく行ったとしても犠牲もあったということ、これが問題である。小売業のキャンポウ＝フェデレーティッドは、テークオーバーからわずか18カ月で破産し、この間8,000人がレイオフされた。だから、テレーは「テークオーバーとLBOは米国の経済生活の基本構造と精神に深刻な影響を及ぼした。それらは、たいていの場合、責任とか必要とかいったことにほとんど配慮することなしに、報酬と犠牲の配分を組み替えることとなった¹⁹⁾」という。また、ラポポートは「公開企業は取引されたり、あるいは一時の利益を求めて非公開化される資産の集合体以上の存在なのである。」²⁰⁾顧客、サプライヤー、従業員にとって欠かせない存在である、²¹⁾といている。

被買収会社の株主は目先の高い株式買付価格につられて、株式を売ったかも知れないが、なにも会社全体、国民経済全体のことを考えて売ったわけでもなからう。敵対的買収を仕掛けられたのは、無能経営者によってまずく経営されている会社だけではなく、優良会社もまた標的になった。このような優良会社が敵対的買収により活力を低下させ、株主、債権者、従業員が不利益を被った例も見られる。これは国民経済的にも資源の浪費になるであろう。最近、アメリカでも財務やマーケット至上主義のアメリカ的システムに疑問を提示する論者も多い。そういった論者は、むしろ、ドイツや日本のような、企業、経営者、投資家、債権者の長期的、安定的関係を高く評価している。現に1990年4月施行のペンシルベニア反テークオーバー法は、テークオーバーに際し経営者が従業員、顧客、納入業者、²¹⁾地域社会を考慮に入れることを容認している。最近のわが国で、規制緩和、市場機能強化を叫ぶ論者は、アメリカのこのような動向をどう評価するのであろうか。

注

- 1) William Taylor, "Crime? Greed? Big Ideas? What Were the '80s About?" *Harvard Business Review*, January-February 1992, p.41. [鈴木靖爾訳「バブルの時代か? 金融革新の時代か?」『DIAMOND ハーバード・ビジネス』1992年5月, 112ページ]。

- 2) Clifford W. Smith, Jr. (ed.), *The Modern Theory of Corporate Finance*, 2nd ed., McGraw-Hill Publishing Company, New York, 1990, p.3.
- 3) Paul Milgrom and John Roberts, *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1991, pp.448-9.
- 4) Nancy A. Nichols, "Efficient? Chaotic? What's the New Finance?" *Harvard Business Review*, March-April 1993. [山崎彰三訳「決定打なき現代投資理論のジレンマ」『DIAMOND ハーバード・ビジネス』1993年7月, 61ページ]。
- 5) Smith, *supra note 2*, p.6.
- 6) Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol. 76 No.2, May 1986, p.323.
- 7) Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3 No.4, Oct. 1976, p.312.
- 8) Jensen, *supra note 6*, p.323.
- 9) James C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, 6th ed., Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1983, p.7.
- 10) Eugene Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol.88 No.2, April 1980, pp.288-307.
- 11) Jensen and Meckling, *supra note 7*, p.357.
- 12) Milgrom and Roberts, *supra note 3*, p.488.
- 13) John Brooks, *The Takeover Game*, E. P. Dutton, A Division of Nal Penguin Inc., New York, 1987, p.206. [東力訳『アメリカのM & A』東洋経済新報社, 1991年, 199ページ]。
- 14) Michael C. Jensen, "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October 1989, pp.64, 66. [邦訳「LBO アソシエーション」『DIAMOND ハーバード・ビジネス』1990年1月, 51-52, 53ページ]。
- 15) Michael E. Porter, "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System," *Harvard Business Review*, September-October 1992, pp.68, 69. [中辻萬治訳「投資システム改革への提言」『DIAMOND ハーバード・ビジネス』1993年3月, 69ページ]。なお、機関投資家保有割合の計算根拠はここでは示されていない。Flow of Funds Accounts などから判断すると、90年の60%という比率はやや高めの推計値であるように思われる。
- 16) Nancy A. Nichols, "Efficient? Chaotic? What's the New Finance?" *Harvard Business Review*, March-April 1993, pp.50, 51. [山崎彰三訳「決定打なき現代投資理論のジレンマ」『DIAMOND ハーバード・ビジネス』1993年7月, 59, 61ページ]。
- 17) Jensen, *supra note 14*, p.68. [邦訳, 56ページ]。
- 18) Porter, *supra note 15*, p.71. [邦訳, 11ページ]。
- 19) Taylor, *supra note 1*, p.44. [邦訳, 116ページ]。
- 20) Alfred Rappaport, "The Staying Power of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, January-February 1990, p.96. [邦訳「公開企業再生の4つの原理」『DIAMOND ハーバード・ビジネス』1990年5月, 27ページ]。
- 21) Robert J. Shiller, *Who's Minding the Store? The Report of the Twentieth Century Fund Task Force on Market Speculation and Corporate Governance*, Twentieth Century Fund Press, New York, 1992, p.81.

参考文献

- [1] 奥村 宏『企業買収—M&Aの時代—』岩波新書, 1990年。

- [2] 松井和夫『M & A——二〇世紀の錬金術』講談社現代新書, 1991年。
- [3] 野間敏克・花枝英樹・米澤康博『基本テキスト6 企業金融』東洋経済新報社, 1992年。
- [4] 高橋昭三『経営財務論』森山書店, 1971年。
- [5] 井手正介『アメリカのポートフォリオ革命』日本経済新聞社, 1986年。

[松村勝弘]