

私の財務管理・ファイナンス教育を振り返って

松村 勝弘

(立命館大学)

【要約】

日本の財務管理・ファイナンス教育は、しばしば、輸入学問をそのまま論ずる傾向があった。私は日本の財務の現実を論ずるべきだと考えた。しかも、学部学生に教える場合、学生諸君は日本企業の現実をまったく知らないのが普通であるから、私は最初に日本企業の現実を教え、その後財務管理に導こうと考えた。アメリカの現代のファイナンス論を話しても、学生諸君には理解できないであろう。最初に企業におけるキャッシュ・フローを丁寧に教えるべきだと考えた。また私は、ビジネススクールでビジネスマンにファイナンス論を教える場合も、日本の現実に適した講義をすべきと考えて、教育を行ってきた。

キーワード：財務管理・ファイナンス教育、日本企業の現実、キャッシュ・フロー、資本コストから企業維持コストへ

はじめに

財務管理教育について、ずっと思い悩んできたことは確かだけれども、一番考えるきっかけとなったのは1993年度におけるカリキュラム改革論議のときではなかったか。それまであらゆる科目が通年4単位制だったものを、前後期制いわゆる Semester 制への移行が論議され、2単位化されたのであった。そのとき、それまで3、4回生配当として私が担当していた科目は「経営財務論」であった。この改革に際して、その前半入門部分2単位を2回生に配当し、後半部分を科目名称も「資金調達論」として3、4回生に配当するという事になった。

実は、この論議のさなか、以前から疑問に思い実践しつつあったことを、自分の講義の中でまとめていった。当時ほかの先生の講義内容をそれほ

ど見聞きしたことはなかったが、1回生配当の「経営学概論」のような科目の期末試験の試験監督をすることがあって、その試験問題を見て、呆れてしまった。「コーポレート・ガバナンス論について述べよ」というような試験問題だったように思う。それまでよくあったのだが、教員が今研究していることを講義で話すということがあったように思う。場合によっては、ある種の研究書をテキストとして学生に買わせるなどということが、全てではないけれども、行われていて、それが許されてもいたように思う。企業とは何か、株式会社とはどんなものか、その経営はどのように行われているのか、そういうことを高校を卒業して大学に入ってきた学生が知っているはずもない。ところが専門教育だからと言うので、最先端の経営学の議論が講義されるということがあったように思う。それにたいする疑問を抱いていたので、それならせめて、自分の科目を一部低回生に配当し

て、私の思うところの企業経営の実態から学べる科目として教育をしようと思ったわけである。

それが、つぎに述べる私のテキストの「はじめに」で言っていることがらの背景である。

1. 私の財務管理教育に関する基本的 考え方

1995年4月刊行の財務管理論（立命館大学では「経営財務論」という科目名称であった）テキスト松村 [1995]⁽¹⁾「はじめに」において、私の基本的な考え方を書いているので、まず、紹介しておきたい。それは以下の通りである。

(1) 「学」を教えるのか？

「本書は、経営財務論とか財務管理論と呼ばれている領域を学習するためのテキストとして、つくられている。従来、大学では『論』であるとか『学』であるとか、その名称に引きずられて、ややもすれば学説をただ紹介する、という講義が多かった。しかし、現実に経営学部や商学部で学んでいる学生諸君は、さしあたり、経営『学』そのもの、あるいは商『学』を学ぼうとして大学に入るわけではないだろう。企業経営とはなにか、企業とはなにかすら、これから学び、そしてその後さらに専門的な学習をしようとしていると言える」。

ここで注釈を加えておかなければならないだろう。「学」だとか「論」だとか言われて講義されているものの中には、しばしば輸入学問の紹介が多かったのではないかということである。日本企業の現実も知らない学生諸君に「学」を教えて何が分かるのだろうか。そういう疑問をここでぶつけているわけである。さらに「はじめに」の続きに行こう。

(2) 企業の実態を教えるべきではなからうか

「そのような学生諸君に、まずもって、企業を知ってもらおう、本講義に即していえば企業と財務（ファイナンス）との関連を学んでもらおう、そういう立場に立って、まとめたのが本テキストである。これは教材であって、中身は講義で補う、そういう立場に立ってつくったのである。そして、講義の中で書き込みを入れ、皆さん自身の手でこれをテキストとして完成してもらおう、そういう意図でつくったものである。それだけに、素材をそのまま提供している部分も多い。皆さんが講義を聞きながら手作りでこのテキストを完成していただきたい。余白はそのために活用してもらいたいと思う」。

ここで言いたかったことは、まして「財務（ファイナンス）」という専門領域の学問体系を生で学生に話して分かるはずはない。だから、まずは企業の実態を丁寧に話し、そこにおいて財務がどんな役割を果たしているのかを理解させようとしているわけである。さらに「はじめに」を続けよう。

(3) 経営戦略との関係で財務を話す

「本テキストでは、第1部で企業の財務構造、財務戦略の基礎的・構造的な学習を行う。財務戦略は経営戦略の下位にある。あるいは、財務戦略は経営戦略を構成する重要な一部分である。経営戦略なくして財務戦略はない。企業経営のなんたるかが分からなければ、一体なんのために財務を学んでいるのか分からないであろう。だからまず、企業や経営戦略の学習から、本講義をはじめることにする。そのあとで、財務に関する学習を行う。資金運用表の学習を丁寧に行うのは、キャッシュの流れから企業を見られるようにするためである。『カネ』の流れが分からずして企業は語れないのである。『カネ』

の流れが分かれば、企業の全体像が分かるのである。『カネ』の流れがつかまれば、企業は即倒産するのである。これらのことを学習するのが第1部である」。

ここでは、財務戦略が経営戦略の下で行われることを述べようとしている。その際、最近のキャッシュ・フロー計算書に見られるような、営業キャッシュ・フロー、投資キャッシュ・フロー、財務キャッシュ・フローのようなことばを学んだだけでは、企業経営とキャッシュ・フローの関係が理解できるはずがない。企業経営の数値的表現である、貸借対照表を知り、比較貸借対照表から資金運用表を作成することで、企業におけるキャッシュの流れを体得してもらおうと考えたわけである。

(4) 投資意思決定と資金調達

「第2部では、日本企業の財務構造を学ぶ。トップは企業の将来を見通して、設備投資の決定をする。しかし、設備投資は巨額の資金を必要とする。これをどう調達するのかは、重大問題であるが、場合によっては、企業単独では決められない。巨額の資金が手元にないかも知れないからである。しかし、企業間競争で優位に立つためには、是が非でも設備投資をしなければならないかも知れない。そのようなとき、企業は銀行借入に頼ることになる。高度成長期のわが国企業は、そのような状態にあった。安定成長期にはいると、手元の資金も潤沢になるとともに、証券市場も活況を呈し、日本企業も株式や社債を発行して資金を調達できるようになった。ただ、それが行き過ぎたのがバブルであった。本講義を通じて、皆さんが日本企業のことに関心を持ち、さらに進んだ学習をしようと思ってもらえれば、本講義の目的は、ほぼ達成できたと思う。財務（ファイナンス）を通じて企業

をトータルに学べるよう配慮した講義を以後進めていきたいと考えている」。

ここでは設備投資の経済計算を簡単に述べ、戦後日本企業の資金調達が、高度成長期の借入金依存からその後証券市場を通じた資金調達が盛んになるという歴史的展開を紹介し、それが行き過ぎてバブルへと向かったという歴史的事象を、カレントな話題を交えて学生諸君の興味を惹きつけようと思つたのであった。さらに「はじめに」を紹介しよう。

(5) 双方向型講義

「皆さんの質問は大いに歓迎するところである。巻末に質問用紙をつけたのは、毎回、皆さんの質問を聞き、これに答えながら、本講義を豊かにして行きたいと考えているからである。皆さんとともに考えていくという姿勢をとり続けたいと思っている。その意味で皆さんの参加がなければ本講義は成り立たない。そんなつもりで本講義に参加していただきたい」。

日本におけるこれまでの講義スタイルは教員からの、目一杯教えるという一方的講義であったのではなかったか。日本の教室では学生諸君が講義中に質問するという習慣がない。日本人にはそれがなじまないようである。若いころは私も従来型の講義を行っていた。しかし、ある時、某若手教員から、いくら10教えても、学生が理解できたのが2とか3だったら意味がない。たとえ6程度の講義であっても、4とか5理解させることができたら、その方がはるかに有効であったといえるだろう、という言葉聞き、なるほどと感心したものである。『現代企業の財務戦略』を使って講義しはじめた時、その点も特に意識し、毎回学生諸君から「質問カード」を提出させた。これに対する回答を口頭で行ったらとても時間が足りない

ので、次回講義で回答をまとめてプリントし配布するというスタイルをとった。いわゆる対話型講義である。質問カードに書かせると、学生がどの程度理解しているかが手に取るように分かる。これは質問カードを整理するのが大変である。TAにそれをさせ、回答を急ぎ作成して、印刷に回すという、とても忙しい講義を続けた。質問カードからいかに学生諸君が理解できていないか、また誤って理解しているか、ということが分かり、これが学生の理解度を知るのに大変役立った。

2. キャッシュの流れを実感することが大切

再度簡潔に述べておくと、上記テキストを使つての、私の講義の進め方は、下記順序で進めた

(図1参照)。見られるように資金運用表の作成を重視している。これによって企業におけるキャッシュの流れを実感できると考えたからである。とりわけ文系の学部教育では企業を知ること、戦略を知ること、そこでの財務・キャッシュの流れを知ることが大切であるという考えから、下記順序で講義をしてきた。そしてしばしば試験問題において資金運用表を作成させた。

見られるように、いわば財務論上最先端といわれているコーポレート・ファイナンス、いわゆるアメリカ財務論には触れていない。この点村松教授の次の叙述が参考になった。「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

図1 目次

PART I 経営財務の基礎を学ぶ	
第1回～第5回	経営戦略と財務戦略を考える
ウィンドウ1.	株式会社、上場会社、コーポレート・ガバナンス —株式会社とは、コーポレート・ガバナンスはどうあるべきか—
ウィンドウ2.	企業における財務数値・財務戦略の重要性 —トップの意志表明、全社的フォーカスのための財務数値—
ウィンドウ3.	アサヒ・スーパー・ドライ戦略と財務戦略 —具体的な事例から企業の財務戦略を学ぶ—
ウィンドウ4.	経営戦略、経営計画、財務戦略—経営戦略を支える財務戦略—
ウィンドウ5.	トップが決める設備投資—設備投資の経済計算から予算レベルへ—
第6回～第7回	戦略を支える資金源泉を考える
ウィンドウ6.	設備資金はどこから来るか(その1 内部資金) —「借金経営」から金余りへ、でもまずは内部資金から—
ウィンドウ7.	設備資金はどこから来るか(その2 外部資金) —銀行からの借入か証券市場の利用か—
第8回～第10回	資金の流れから企業を見る
ウィンドウ8.	おカネの流れをつかもう(その1)—簡易資金運用表の作成—
ウィンドウ9.	おカネの流れをつかもう(その2) —資金運用表の作成、そしてそこから何を読みとるか—
ウィンドウ10.	勘定あってゼニ足らず —大沢商会はどうして破綻したか、そして管理不倒産と銀行倒産—
PART II 日本企業の財務構造の変化を学ぶ	
第11回～第13回	経営者の投資意思決定を考える
ウィンドウ11.	トップの大切な意思決定—設備投資の経済性計算—
ウィンドウ12.	戦後日本企業の財務戦略
ウィンドウ13.	キャッシュ・フロー経営ブームを考える

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、こ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⁽²⁾。

最初に述べたように、さらにアドバンストな講義は「資金調達論」という講義で3、4回生配当で教えた。その後「投資戦略論」という講義も設けて、これは別の担当者に担当してもらった。

3. MBAでファイナンス論に関する講義を担当して

その後私は、MBAにおいて「経営財務」を担当することになって、松村 [2007]『企業価値向上のためのファイナンス入門』を執筆し、これによってMBAでの講義を行った。ここではコーポレート・ファイナンスに触れないわけにはいかないと考えたが、ここでもさきの村松教授の言葉を踏まえて、やはり基本を重視しようと考えた。ここでは次のような順序で講義を行った。ここでは、設備投資の経済計算からさらに資本コスト論を含む講義をすることにした。ただ、資本コスト論は言うまでもなく経営側の論理ではなく、資本市場側の論理が貫かれている。MBAの社会人受講生の多くが事業法人で仕事をしている人たちである。

この人たちが資本市場の論理を学ぶことが必要であるとしても、企業価値を生み出す現場で役立つことを学びたいはずだと考えた。そこでそれを意識した講義を最終講義で行った。参考までに目次を簡潔に以下に示しておこう。「第8回 企業価値向上戦略（企業価値向上戦略、そして社内組織を構築する）」がそれである。資本コスト、すなわち貸借対照表右側からではなく、資本の運用、会社組織、つまり貸借対照表左側ではじめて、企業価値が生み出されるのだという私の考え方を講義した。

そこにはアメリカ型の資本コスト論を振りまわしてそれで日本企業の経営がうまく行くのであろうかという疑問が含まれている。最近私は「ファミリービジネスとコーポレート・ガバナンス」というテーマで科学研究費をいただいて研究を進めているが、ファミリービジネスの経営者にインタビューすると、「自分の代でこの会社を潰すわけにはいかない」という回答を得ることが多い。100年企業が日本では世界に類を見ないほど多い⁽³⁾。日本企業においては企業それ自体を重視し企業の存続・継続性を重視する傾向が強い。このような実態を財務管理論、コーポレート・ファイナンス論として理論化することはできないだろうか。単なるWACCではない、いわば「企業維

図2 ファイナンス入門目次

- | |
|--|
| 第1回 M & A時代の日本企業の財務戦略を考える
(イントロダクション) |
| 第2回 財務データの収集・利用・分析 — 投資対象としての企業、企業分析
(資本の運用と調達の関係を見る) |
| 第3回 資金運用表からキャッシュ・フロー計算書へ
(運用と調達の増し分・フローを見る) |
| 第4回 経営者に求められているもの — 日本企業の成長戦略と資本コスト —
(資本コストを考える) |
| 第5回 キャッシュ・フローを生み出すプロジェクト — 「見えざる資産」の構築
(将来のキャッシュ・インフローを考える) |
| 第6回 資本調達とコーポレート・ガバナンス
(調達源泉の選択をコーポレート・ガバナンスと関連して考える) |
| 第7回 企業価値評価とM & A (M & Aと企業価値評価、そして企業価値創造) |
| 第8回 企業価値向上戦略 (企業価値向上戦略、そして社内組織を構築する) |

持コスト」のようなものが日本発のコートレート・ファイナンス論として発信できないだろうか。

資本コストを意識した経営として、EVA（経済付加価値）を目標とした経営を行うべきだといわれたことがある。その算式は下記の通りである。

EVA（経済的付加価値）＝支払利息控除前税引後利益－資本コスト額、または

EVA＝（投下資本事業利益率－資本コスト率）×投下資本額

これを大まかに図解すると図3のようになるだろう。なお、この経済的付加価値はつまるところ

株主の取り分になるだろう。日本でEVAが盛んに論じられたのは1990年代半ば以降である。これはまた株主価値や企業価値重視が叫ばれた時期でもある。そして事実、付加価値に占める株主等資本側への分配率がこの時期から高まり、労働分配率が低下しはじめている（図4参照）。かえてこのことが日本企業の維持を困難にしたのではなかったか。[企業の現実をないがしろにしたまま]資本コスト（別の言い方をすれば貸借対照表右側）は考えたけれども、企業維持（貸借対照表左側）への配慮が足りなくなったのではなかったか（図5参照）。第8回目に企業価値向上戦略を論じているのは、私のそのような想いを表して

図3 経済的付加価値の図解

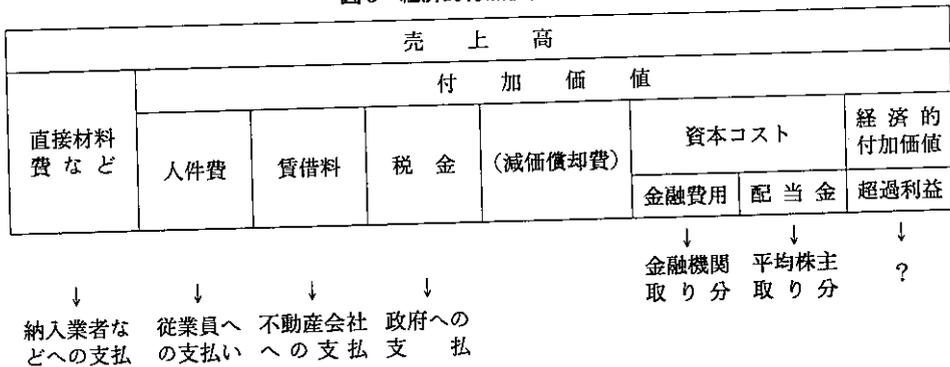
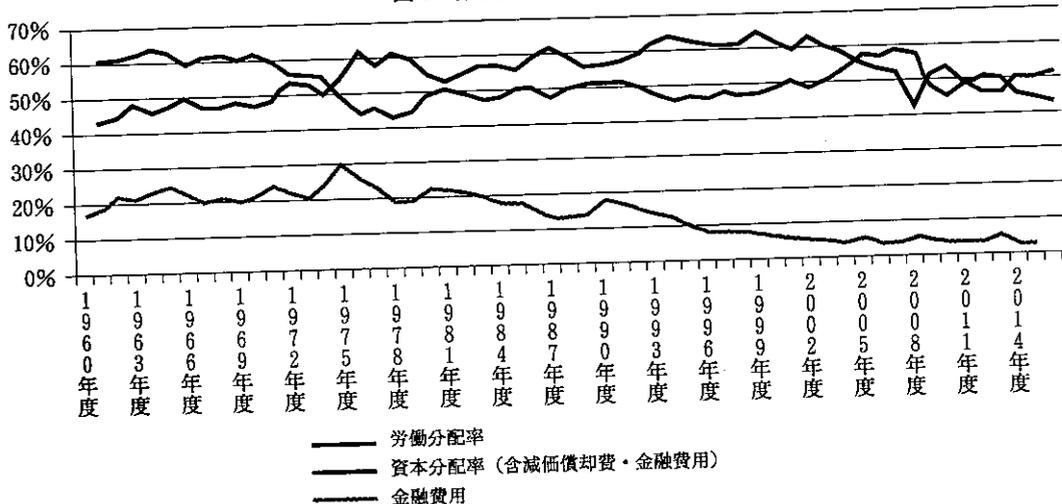
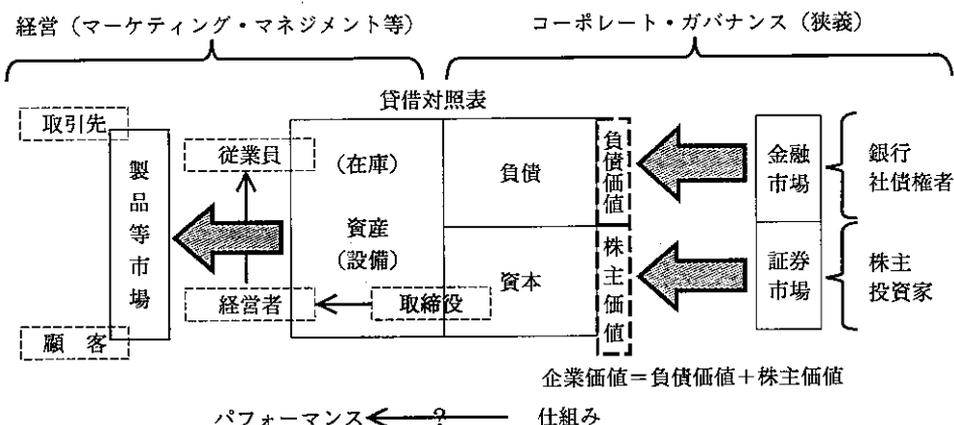


図4 付加価値の分配状況の推移



(注) 資本金10億円以上の全産業の数値である。法人企業統計調査 時系列データより作成。

図5 貸借対照表右側のコーポレート・ガバナンスより重要な左側



いる。まだまだ成功してはいないけれども、この点をさらに深めていきたいと思っている。

4. 日本のコーポレートファイナンス論の問題点とも関わって

財務管理論、コーポレートファイナンス論教育を振り返って、私の考え方を述べてきたが、要約しておきたい。一言で言うと、いわゆる理論[それも輸入理論]から出発するのではなく、[日本の]現実から出発して、これを理論化したいという思いがある。

①まず基本として、財務管理論の対象は資金の調達と運用である。これを簡潔に教えることが必要である。その際、比較貸借対照表から資金運用表を作成させると、キャッシュの流れが構造的に分かる。さらに資金繰表にまで論を進めればよい。ただそこまで進むと、説明が長くなり、受講生の理解が及ばなくなるのではないかというおそれもある。いずれにせよ、キャッシュ・フロー計算書からだけでは企業経営の構造まで論じられない。

②先に経営「学」を教えることへの疑問を述べたが、それは「学」が輸入学問でしかないのではないかという点にも関わっている。アメリカ型・

アメリカ的仕組みをよしとする考え方への疑問でもある。たとえば「間接金融から直接金融へ」という主張に疑問を禁じ得ない。それはアメリカ型の直接金融こそが進んだ金融システムであるという思いこみが前提になっているからである。戦後日本の高度成長がそれによってもたらされたとは到底言えないであろう。そこで、日本の実態を丁寧に説明するという講義スタイルをとってきた。

これと同工異曲の主張は「負債の規律」から「市場の規律」へ、という最近のコーポレート・ガバナンス論にも見られる。それで日本の企業経営がうまく行くのであろうか。疑問を禁じ得ない。経営者の利益と株主の利益を同じうすることによって株主に利益をもたらそうとするストック・オプションにも同様の問題があろう。

学問論としてしばしば言われるように研究は具体から抽象へと言う流れで行ない(下行法)、叙述は抽象から具体へと展開すべき(上行法)だと言われるが、アメリカのファイナンス論はアメリカの現実を抽象化したものである。しばしばアメリカのファイナンス論を日本の現実に適用しようとする論述が見られる。輸入学問を日本に適用することは下行抜きの上行であると言える。これでは日本の現実を説明できないであろう⁽⁴⁾。

③株主主権の立場から企業価値を向上すべしと

言う最近のコーポレート・ガバナンス論が果たしてそれで日本企業の企業価値を本当に向上させるのだろうかという疑問を抱く。日本では「株主権論」よりむしろ「企業公器論」が根強い。ステークホルダー論にもそれが含意されていると思われる。

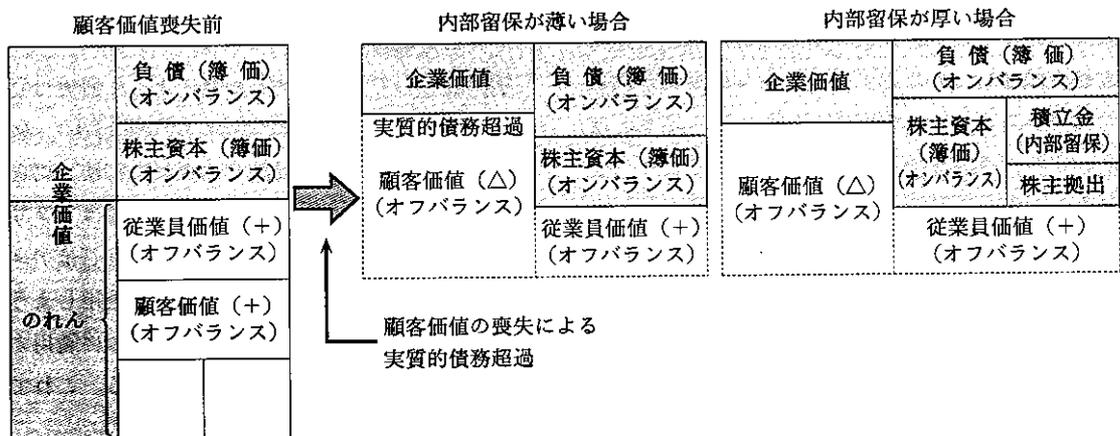
④上記と関わって、WACCに見られる、資本コスト論がコーポレート・ファイナンス論の主流であるが、それで本当に企業価値が向上するのだろうか。資本コストを理解しておくことは必要であるし、教育上も資本コスト論を説明する必要性はある。経営者としても外国人アナリストへの説明原理をもっておく必要があるからである。とはいえ、前述したように、資本コストを意識しすぎて、企業維持がなおざりにされたのではなかっただろうか。企業経営においては、企業維持コスト（企業の現実）に配慮する必要があるのではなかろうか。

企業価値向上を先に述べたEVA（経済的付加価値）の考え方で言い換えると、資本コスト＝株主の期待収益率で割り引いたのが現在の株価（現在の企業価値）であるから、EVAはその資本コストを超える利益を上げて、企業価値を上げるべ

きだと言うことになる。そしてまた、企業価値維持のための投資を超えるキャッシュ・フロー＝フリー・キャッシュ・フローが更なる企業価値向上につなげることができないのなら、積立金として企業内に留保しておかず株主に還元すべきだという主張にもつながる。コーポレートガバナンス・コード策定の過程で言われていた「企業は内部留保を過剰に積み上げている」という主張も同旨である⁽⁵⁾。かつて村上ファンドやスチールパートナーズが主張していたのもこれである。積立金、内部留保は果たしてそのようなものなのであろうか。それは企業維持のためのリスク・バッファーではないのか⁽⁶⁾。

企業はオンバランスされた負債価値や株主価値だけで成り立っているのではない。オフバランスの従業員価値や顧客価値があるからこそ将来があるのである。雪印乳業が子会社雪印食品共々相次いで不祥事を起こし破綻したことは周知の所である。それは一気に顧客に見放されたから起こったことであった。企業はこのようにレピュテーション・リスクにさらされている。これを図解したのが次の図6である。企業はレピュテーション・リスクによって一気に債務超過、破綻へと突き進

図6 実質的企業価値とレピュテーション・リスクによる実質的債務超過と内部留保によってそれを免れる場合のイメージ



(出所) 田尾 [2013] 187頁をさらに筆者が拡張して作成。

むことになる(図6中図)。その場合でも、手厚い内部留保を持っていれば、債務超過を免れることもあろう(図6右図)。もちろん顧客価値喪失のみならず、社内の混乱により、有力な従業員の離脱や従業員のモラル喪失などによる従業員価値喪失の場合でもそれは起こり得ることである。その場合でも、内部留保が手厚ければ、債務超過を免れ、時間をかけて社内問題を修復することができるかもしれない。企業はその他の様々なリスクに備えなければならないのである。まさに「従業員、取引先、金融機関にとって最も大きなリスクは、企業の経営の持続を危うくするリスク」⁽⁷⁾なのである。

近年の日本においては、コーポレート・ガバナンス論でも株主主権型の主張が跋扈している。しかしステークホルダー型のコーポレート・ガバナンス論も日本ではそれなりの存在感はある。日本における企業公器論の根強さは各所で見られるところである。資本コストとは株主の期待収益である。日本でこれが心から受け入れられるであろうか。われわれは企業維持コストすなわち顧客、従業員、地域社会、株主、金融機関、取引先、等々の期待に十分配慮することによって、はじめて日本企業の存続が図れるのではないかと考える。図6の右側すなわち投資家が期待したからといって企業価値が向上するわけではない。企業価値の向上は、図6の左側、すなわちあらゆるステークホルダーに配慮し、とりわけ顧客の愛顧や従業員の働きがあって初めて可能なのである。資本コストを考慮したからといって企業価値は向上しない。まさに企業維持コスト=全ての利害関係者の期待に応じてはじめて、企業価値は向上するのである。「長期にわたって持続するサステナブルな優秀企業になるためには、経営者や従業員に使命感や倫理観といったお金以外の規律が作用していることが鍵になるということである」⁽⁸⁾という主張にもこれが含意されているのであろう。私が、ファ

イナンス論を講義する際、最後にこのような企業価値向上戦略を論じるのは、そのような考えを持っているからである(図2第8回講義のタイトル参照)。

〈注〉

- (1) 本書は1995年の初版のあと、アップトゥデートな講義を心がけたので、第2版(1997年4月)、第3版(2000年4月)、第4版(2004年4月)、第5版(2009年4月)と改訂を続けた。
- (2) 村松[1981]はしがき、i頁。
- (3) 「世界で200年以上の老舗は5,586社(合計41か国)ある中で、その3,146社(全体の56パーセント)は日本にあり、日本は断トツの世界ナンバーワンの老舗大国である」(田中[2015]10-11頁)。
- (4) 輸入学問を日本に当てはめることの問題性を比喩的に言えば、次のようにも言えるだろう。すなわち、メジャー・リーグのホームラン王、ペーブ・ルースの一言に「『昨日のホームランで今日の試合は勝てない』」(福田[2011]115頁)というのがあるがこれにならえば、「昨日のサンフランシスコ・ジャイアンツ、バリー・ボンズのホームランで今日の読売ジャイアンツの試合は勝てない」と言い換えることができるだろう。
- (5) 松村[2016]2-12-2参照。
- (6) 田尾[2013]239頁以下参照。
- (7) 田尾[2013]185頁。
- (8) 新原[2003]224頁。

参考文献

- 田尾啓一[2013]『リスク・ガバナンス——企業価値経営から持続的経営へ』中央経済社。
- 田中真澄[2015]『百年以上続いている会社はどこが違うのか?』致知出版社。
- 新原浩朗[2003]『日本の優秀企業研究』日本経済新聞社。
- 福田健[2011]『人の心を動かす話し方』三笠書房知的生きかた文庫。
- 松村勝弘[1995]『現代企業の財務戦略』サイテック。
- 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[2016]「コーポレートガバナンス・コードと証券市場」『証券経済学会年報』第50号別冊84回秋季全国大会学会報告論文。
- 村松司叙[1981]『財務管理論入門』同文館。