

【創設 30 周年記念招待論文】

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 —

松 村 勝 弘
(立命館大学)

年報 財務管理研究 第 32 号 2021 年 5 月 (抜刷)

日本財務管理学会

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 —

松 村 勝 弘
(立命館大学)

【要 旨】

財務管理学会趣意書がいうように、今日「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、日本企業の生産性を上げることが望まれている。財務管理を研究する際、私は、会社はそれ自体として存在すると考える。その会社で働く経営者や従業員は、社外の「雑音」に惑わされてはならない。彼らが主体的に経営することが望ましい。その結果として、経営にイノベーションをもたらし、経済を活性化させることが望ましい。我々は今こそ財務管理研究を通じて、日本企業・日本経済の活性化を促すべきではなからうか。

キーワード：財務管理研究、コーポレート・ガバナンス、日本的経営、資本コスト、企業価値

本研究は、令和元年度～令和3年度科学研究費助成事業基盤研究(C)(一般)課題番号19K01821「事業内容や企業文化がコーポレート・ガバナンス構造に与える影響に関する実証研究」の研究成果の一部である。

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い、「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。ところが最近論じられているコーポレート・ガバナンス論はむしろ経済学を基礎に論じられている。すなわち、近年こ

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、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。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。それは、①調達論型財務論、②管理論型財務論、③ファイナンス論型財務論の3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。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、当初はいわゆる調達論型財務論であった。わ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』や増地庸治郎 [1934]『経営財務論』であり、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。また調達論運用論両ならみ型財務論もあった。細井卓 [1975]『経営財務原論』や細井卓 [1975]『経営財務原論』などを挙げるができる。

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』を挙げる事が出来る。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。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

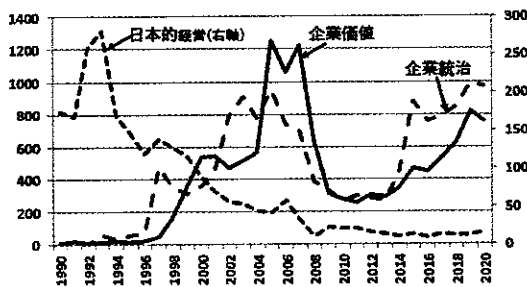
かれたものであるが、上記と同様実務的によくまとまったものであり、よく網羅されているといえる。また、入門書として書かれているが、村松司叙 [1981]『財務管理入門』もよくまとまっている。同書「はしがき」にその意図が要領よくまとめられているので、紹介しておこう。すなわち、「現在のアメリカ財務論は、近代経済学のうち、新古典派経済学に基礎をおいたきわめてファッショナブルな学問として展開されているが、アメリカの大学における経営学部のカリキュラムをみると、保守的とも思われるほど伝統的な財務管理論に固執し、これをまず徹底的に学生に学ばせ、その基礎の上に立って、当世流行のファイナンス論に向かうようにしていることが分かる。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。

③ 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。

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に思われる。いちいち挙げる時きりが無い。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。資本予算、投資決定、そして資本コストが論じられている。さらに時代が下った榊原茂樹 [1986]『現代財務理論』は極めて投資論的な内容になっ

ている。まさに投資論型財務論である。これらではCAPM（資本資産評価モデル）、さらにはWACC（加重平均資本コスト）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。井手正介・高橋文郎〔2000〕『経営財務入門』は株主価値重視という立場が鮮明であることが分かる。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1参照）。



(備考) 日経テレコンより作成。

図1 各項目の日経4紙記事事件数の推移

まとめると、おおむね(1)(2)が経営者の立場からの財務論研究であるのに対して、(3)は株主・投資家の立場からみた財務論であるといえる。

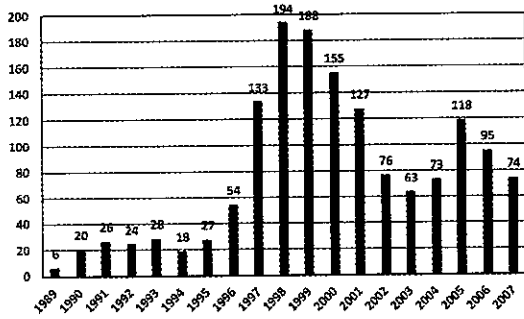
④ これらの経緯から私が感じたこと 第3番目に挙げたファイナンス論型財務論がそれまでの財務論と決定的に異なることは、いわば企業経営

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り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。

1990年に設立された、本学会の設立趣旨を振り返りながら、私見を述べたい。1990年は株主視点重視の勃興期であった。図2からわかるように、「株主重視」記事事件数は1990年に前年の6件から20件に増え、97年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、これにさおを差す如く、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



(備考) 日経テレコンより作成。

図2 「株主重視」日経4紙記事事件数の推移

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③ファイナンス論が流入してくる中で、機関投資家を筆頭とする金融資本から、日本企業の経営を護る「防波堤」として財務管理学会が設立されたと理解したい。

今後、株主重視・投資銀行支配の経済が行き詰まると、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」⁽⁴⁾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

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。先の図1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」などという用語の出て来る記事の件数を数えたものでもある。それがパラレルに出現し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。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)や企業価値に注目させる結果になっているわけである。

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。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わけである。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トである。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1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——戦後最低のROEから（90年代資本市場への提言^⑫）」であり、これは野村総合研究所が刊行していた雑誌『財界観測』に掲載されたものである⁽²⁾。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。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た⁽³⁾。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は上記渡辺・山本論文であった。「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⁽⁴⁾。渡辺・山本論文は実はジェンセンの論文⁽⁵⁾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⁽⁶⁾。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、その後共著者の一人が渡辺 [1994] 『ROE（株主資本利益率）革命——新時代の企業財務戦略』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。」⁽⁷⁾ このように述べて「株主の視点の導入」が訴えられている。まさに、株主重視の風潮を先導していたのである。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ようという意図で論じられていたのに対して、日本のコーポレート・ガバナンス論は日本の現実を説明するためではなく、アメリカをモデルにした制度作りを意図して書かれていたといえるのではなからうか。

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。そういう理論的な対立もさることながら、多くの実際の日本企業の経営者は、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か引き継ぐかを考えている。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、日本でも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・コードやスチュワードシップ・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。

『平成28年度年次経済財政報告』はいう。「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。」⁽⁸⁾ 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願望がそのままそうなるだろうと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)では、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にわかるはずである。対総資産現預金割合はじつは高度成長期の方が高いのである。法人企業統計によれば、それは1960-79年度平均14.0%に対し、1999-2018年度平均11.2%であった。

企業が投資をせず内部留保を蓄積する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。もし投資を促したいのであれば、投資環境を整えとか、財政主導で需要を喚起することが先決なのである。政府が何もしないでにおいて、コーポレート・ガバナンスをいうことにより市場に任せれば成長がはかれると考え、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

ようがない。投資銀行は新たな価値を生み出すのが仕事ではない。既存の価値を横取りすることをいわば業としている。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。彼らが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

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るのに対し、財務管理論は会社はそれ自体として存在し、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、といえるのではないだろうか。

日本企業の経営者は会社は、存続させるものであり、決して自分の所有物であると考えているのではなく、事業を後継者に託すことを考えている。事業の存続を極めて重視していることがわかる。これはまた、ファミリー企業でなくても、かなりの日本企業の経営者に共通した考え方である。政府もガバナンスの強化ではなく、企業力の強化を図るべきである。論者たちはガバナンスを強化してROEを向上させるべしといっているが、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。投資にまわさせていない。

大企業はコーポレート・ガバナンスなどの圧力に屈して雇用を削減し、人件費を削減して利益を向上させようとしている。だから、「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」⁽⁹⁾といわれており、大企業を中心に、ガバナンスの圧力で人件費を削減し利益を押し上げようとしている。生産性を高めることはしていない。かえって、大企業における生産性の低迷と中小企業における生産性

の向上という実態が見られる。

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。今こそ財務管理研究を深めて、日本企業・日本経済の活性化を促すべきではなかろうか。

(注)

- (1) 『日本経済新聞』2019年8月20日号夕刊。
- (2) 松村 [1994] 参照。
- (3) 松村 [2001] 第10章参照。
- (4) 経済企画庁編 [1993] 169頁。
- (5) Jensen [1989] 邦訳 [1990]。
- (6) 松村 [1995] 参照。
- (7) 渡辺 [1994] 1頁。
- (8) 内閣府 [2016] 117頁。
- (9) 中部圏社会経済研究所調査部 [2020] 1頁。

参考文献

- 井手正介・高橋文郎 [2000] 『ビジネス・セミナー 経営財務入門』日本経済新聞社。
- 岩田巖雄 [1962] 『企業財務の研究』中央大学生協。
- 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。
- 国弘員人 [1970] 『財務管理の知識』日本経済新聞社。
- 経済企画庁編 [1993] 『平成5年 年次経済報告』大蔵省印刷局 (<https://www5.cao.go.jp/keizai3/keizai/wp/wp-je93/wp-je93-00205.html>)。
- 河野豊弘 [1960] 『財務管理』ダイヤモンド社。
- 榑原茂樹 [1986] 『現代財務理論』千倉書房。
- 中部圏社会経済研究所調査部 [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 (2020年4月15日) (http://www.criser.jp/bunnseki/documents/24_report_rodoseisansei.pdf)。
- 内閣府 [2016] 『平成28年度年次経済財政報告』 (<https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je16/index.pdf.html>)。
- 西沢脩 [1979] 『財務管理』泉文堂。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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 [2001] 『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス』[第2版]中央経済社。
- 村松司叙 [1981] 『財務管理入門』同文館。
- 諸井勝之助 [1979] 『経営財務講義』東京大学出版会。
- 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②)」『財界観測』第57巻第9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。

My History of Financial Management Study

Katsuhiro Matsumura

(Ritsumeikan University)

Abstract

As the Prospectus of Japan Financial Management Society says, it is desired to increase the productivity of Japanese companies by utilizing “traditional management systems such as budget control, cost management, and productivity analysis” today. When studying financial management, I consider the company to exist as itself. Managers and employees working for the company should not be fooled by external “noise.” It is desirable for them to manage independently. As a result, it is desirable to bring innovation to management and revitalize the economy. Shouldn’t we now promote the revitalization of Japanese companies and the Japanese economy through financial management research?

Keywords: financial management, corporate governance, Japanese style management, capital cost, corporate value