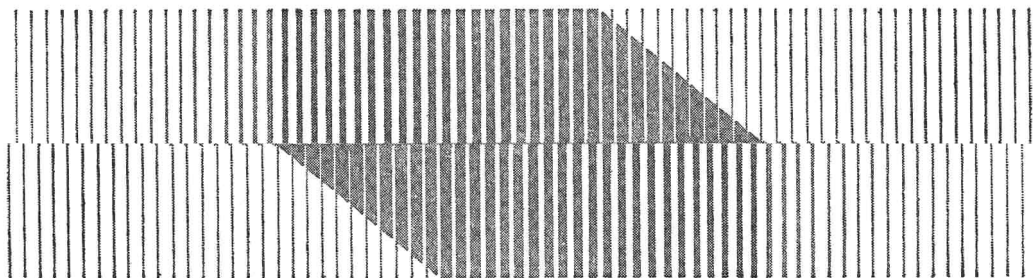


日本的經營財務論

東洋大学教授

小椋康宏著



〈著者略歴〉

小椋康宏（おぐら やすひろ）

1945年 岐阜県に生まれる

1967年 愛知大学法経学部経済学科卒業

1969年 一橋大学大学院商学研究科

修士課程修了

1978年～1980年 米国フロリダ大学にて在外研究

現在 東洋大学経営学部教授

担当科目 経営財務論

〈主要著書〉

「経営財務」（増補版）同友館，1984年。

日本的経営財務論

昭和59年6月1日 初版発行

平成2年12月25日 第4刷発行

著 者 小 椋 康 宏

発 行 者 山 本 時 男

発行所 (株) 中 央 経 済 社

〒101 東京都千代田区神田神保町1-31-2

電 話 (3293) 3 3 7 1 (編集部)

(3293) 3 3 8 1 (営業部)

振 替 ・ 東 京 0-8 4 3 2

印刷所 真 珠 社

製本所 美 行 製 本

©1984

Printed in Japan

頁の「欠落」や「順序違い」などがありましたらお取り替えい
たしますので小社営業部までご送付ください。(送料小社負担)

ISBN 4-502-31043-3 C3034

序 文

日本における企業体は、いまや新しい変革の時代に入ったといえる。そして、21世紀へのこの10数年間には、現在予想もできないような企業体制、経営体制が確立するであろう。企業体の国際化は、マネジメント（経営や管理）の面で新しい概念づけを必要としてきているし、日本の経営学の位置づけを明確にする必要性も現われてきている。そのことは、われわれ研究者にとって、未来思考をふまえた真の経営学を構築する責務が生じていると考えるのである。

最近では、「財務の時代」という言葉が使われる。その言葉の中には、いくつかの意味内容をもっていると考えられるが、それを経営の問題に関連させるならば、財務が今日の企業体にとってかなり重要な職能となっており、その遂行には困難ないくつかの課題を担っているところにあることからその言葉が生じてきていると考えることができよう。

さて、著者は、1978年から1980年にかけて、フロリダ大学（University of Florida）にて在外研究する機会に恵まれた。その在外研究中、もっとも感じた問題点は、日本的経営論（日本的経営財務論）といわれるものの具体的内容を米国研究者に提示する必要性であった。以来、その問題解決のためには、日本における企業体の財務問題を少しでも明らかにしたいということが、その後の著者の研究上の基本的考え方であったのである。

本書は、以上のような問題意識から、テーマを「日本的経営財務論」として上梓することにした。著者の日本的経営財務論に対する理解は、日本の企業体の中にある経営財務問題を国際的一般原理として展開しつつある経営財務原理と比較・検討しながらその中にある問題点を明らかにし、次いで経営主体の立場から、経営者の実践活動にその中身を適用し、応用できうる原理を開発することである。それは、日本経営学を成立させる研究過程を意味している。本書の立場は、著者がすでに展開してきた実践経営学的方法に基づいている。それ

2 序 文

は、経営体の主体的立場からの経営財務研究でもある。

本書の構成と概要は、次のとおりである。

第1章は、日本的経営財務論の意義と課題とし、本書を通じての著者の基本的考え方を示した。ここでは、アメリカ経営財務研究をベースにしながら、実践経営学的財務論の基本的考え方を展開した。また、日本的経営財務論の意義として、①日本的経営財務論の独自性、②資本市場・金融市場等の国際化に伴う環境変化の問題、③「人」「もの」「かね」の資源利用の問題、④財務戦略の問題、⑤資本コスト概念の問題を提起した。著者は、実践経営学的方法にたつと同時に、いわゆるアメリカ経営財務研究における伝統論としての資本コスト論をこの日本的経営財務を考えるうえでもっとも基本的でかつ重要な考え方にしたわけである。

第2章は、経営財務組織とし、アメリカ型経営財務組織をベースにして、日本型経営財務組織の機能と役割を展開した。ここでは、財務部と経理部をトレジャラーとコントローラーに対応させ、その職能の中身を検討することによって日本的経営財務組織を考えたわけである。なお、経営機関として必要な取締役会、社長、会長、常務会などの組織原理についても日米企業体の比較において若干の私見を展開した。とくに日本的経営財務組織は、今後、その中身を変貌し、もっと整理された組織になることが期待される。

第3章は、資本調達と資本コストとし、著者の「資本調達論」に対する位置づけを強調した。とくにファイナンス・ミックスの問題を新しい角度から考えることが必要である。また、資本コスト論の学説上の理解をなすために、MM仮説を援用して、資本コスト論の理論的側面を整理した。基本的には、この資本コスト論を財務的意思決定基準として、日本企業に導入する提言を行ったのである。この資本コスト論の日本企業への導入、一般原理化については、経営の国際化の中で、早急に明示化されなければならないであろう。

第4章は資本構成とし、財務体質としての自己資本の問題に論及した。また、レバレッジ比率としての自己資本比率に焦点をあわせ財務体質を測定する手掛りとした。他方、財務理論的には、営業レバレッジの理論と財務レバレッジの理

論を通じて資本構成に伴う問題を資本コストとの関連で検討したわけである。この章で重要な点は、財務管理者の最適資本構成に対する意識構造から、最適資本構成は、実践家にとっては、財務基準として有効性をもっていることを指摘したわけである。

第5章は配当政策とし、配当政策の理論面と実践面を検討した。ここでは、「株価極大化論」とも関連させながら、経営主体と環境主体の問題を明らかにした。続いて、分配論としての配当政策の意味内容を明らかにし、株価極大化と配当政策の関係の問題を、MMモデルとも関連させて検討した。また、最適配当政策に関する若干の検討を試み、その展望をみた。とくに日本の配当政策論としてはいわゆる安定配当政策から配当性向主義による配当政策への転換が行われる必要性を論じたわけである。

第6章は、80年代日本企業の資金調達に関する調査研究とし、日本企業の財務管理者の意識構造が現在どのようなものであるかを明らかにした。この章は、著者が行った日本企業の財務管理者に対するアンケート調査をもとにその結果を集約したものであり、日本的経営財務論を構築するうえでの一つの手掛りを与えているものである。この調査結果から、日本的経営財務論の課題と方向として、①財務部と経理部の組織上の位置づけの問題、②最適資本構成の問題、③資本コスト論の問題、④配当政策の問題、⑤財務戦略の問題、の5点を提起した。これらの問題のうちいくつかは第2章から第5章で展開しているが、今後、なお一層の理論展開を図りたいと考える。

本書は、実践経営学的方法を拠り所とし、日本的経営財務を論じたものである。しかしながら、著者は、この日本的経営財務をもっと明確にするためには、現在のところ国際的経営財務の研究が必要であると考え。近い将来に、国際的経営財務を論ずる機会を得たいと念じている。

ところで、本書がこのような形で出版できたのは、ひとえに、一橋大学名誉教授山城章先生の御指導、御鞭撻によるものである。山城章先生からは、実践経営学の学問方法論を学び、また先生の日本経営学成立への意図を理解し、それが、また本書の「日本的経営財務論」のテーマ設定への刺激剤ともなったの

4 序 文

である。山城章先生からいただいている学恩に対し、心から感謝の意を表わすものである。また、著者の経営財務研究のうゑで学会、研究会等を通じて御教授いただてきた東洋大学教授亀川俊雄先生、南山大学教授細井卓先生、成蹊大学教授村松司叙先生に対しても心から感謝の意を表わしたい。愛知大学教授大石岩雄先生については、学生時代から公私にわたり御指導いただており、心から感謝の念をいただているのである。なお、フロリダ大学での在外研究中、お世話いただたヘグスタード教授 (A. A. Heggstad)、ブリガム教授 (E. F. Brigham) にも心から感謝の意を表わすものである。

また、本書の出版に関し、かねてからおすすめていただていた中央経済社常務山本時男氏ならびに編集部江守真夫氏に対し心から御礼を申しあげる次第である。本書は、日本的経営財務を明らかにしたいという野心的試みをもってまとめたものである。先学諸兄をはじめ同学の学徒からの忌憚のない御意見と御教示をお願いする次第である。

1984年3月

小 椋 康 宏

目 次

第1章	日本の経営財務論の意義と課題	1
第1節	経営財務研究の流れ	1
1	企業金融論的財務論	2
2	管理論的財務論	5
3	意思決定論的財務論	8
4	実践経営学的財務論	10
第2節	国際的経営財務論の台頭	11
1	経営の国際化と多国籍企業	11
2	国際的経営財務論の課題	13
第3節	実践学的経営財務論の方法	14
1	実践学的経営学の方法	14
2	実践学的経営財務論の方法	16
第4節	日本の経営財務論の意義と課題	19
1	日本の経営論の生成と本質	19
2	日本の経営財務論の意義と課題	21
第2章	経営財務組織	27
第1節	アメリカ型経営財務組織の機能と役割	27
1	トレジャラーの役割	29
2	コントローラーの役割	30
3	経営者の役割	31
第2節	日本型経営財務組織の機能と役割	32
1	経営体における経営組織の基本	32
2	経営の機関	33

2 目 次

(1) 取締役会	33
(2) 経営委員会, 財務委員会, 監査委員会	34
(3) 社長, 会長, 常務会	35
(4) 日本的経営論としての経営組織	36
3 日本企業における経営財務組織	37
4 国際財務組織	39
第3節 財務部と経理部の職能	42
1 財務部と経理部の実態	43
2 規模別(資本金区分)による実態	46
第3章 資本調達と資本コスト	51
第1節 資本調達の原理	51
1 資本調達の本質	51
2 企業金融論的財務論の経営学的位置づけ	52
3 借金経営と無借金経営	53
第2節 資本コスト論——学説上の整理——	56
1 純利益アプローチ(NI)と純営業利益(NOI)アプローチ	56
(1) 純利益(NI)アプローチ	58
(2) NOIアプローチ	60
2 モジリアーニとミラーの仮説	61
3 MM仮説の証明	64
4 MM仮説の批判	65
5 法人税を伴う場合のMMの見解	66
6 倒産コストの追加	70
第3節 日本企業に対する資本コスト論導入への提言 ——財務的意思決定基準として——	71
第4章 資本構成	77
第1節 自己資本と財務体質	77

1 自己資本の意味	77
2 財務体質の意味と自己資本比率	79
3 財務管理者の自己資本比率に対する意識構造	82
第2節 営業レバレジの理論と財務レバレジの理論	83
1 営業レバレジの理論	83
2 財務レバレジの理論	88
第3節 資本構成の理論	90
第4節 財務管理者の最適資本構成に対する意識構造	97

第5章 配当政策105

第1節 経営体と株主	105
1 企業体と経営体	105
2 経営体と株主体	107
3 アメリカにおける株価極大化論	107
第2節 分配論としての配当政策	110
1 配当政策と環境主体	110
2 わが国企業体の配当政策	113
第3節 株価極大化と配当政策	116
1 配当政策無関連説	116
(1) M-M株式評価モデルの基礎	116
(2) 株式評価モデルに対するキャッシュ・フロー・ アプローチ, 利益アプローチおよび配当アプ ローチの一致	118
(3) 配当政策と株価モデル (確実性下)	122
2 最適配当政策	123
第4節 配当政策に関する若干の整理	125

第6章 80年代日本企業の資金調達に関する

調査研究	131
第1節 日本企業における資金調達論の課題	131
第2節 調査対象と調査方法	132
第3節 調査結果の概要——全体結果——	136
1 企業の財務組織の実情と自己資本について	136
2 企業の資金調達の実情について	141
3 今後の企業の資金調達について	145
第4節 調査結果の概要——製造業の結果——	149
1 企業の財務組織の実情と自己資本について	149
2 企業の資金調達の実情について	168
3 今後の企業の資金調達について	175
第5節 調査結果の概要——非製造業の結果——	188
1 企業の財務組織の実情と自己資本について	188
2 企業の資金調達の実情について	200
3 今後の企業の資金調達について	206
第6節 日本的経営財務論の課題と方向	215
〔資料〕	219
索引	225

第1章 日本の経営財務論の意義と課題

第1節 経営財務研究の流れ

1980年代におけるわが国の企業経営は、新たな変革の時代の中にあり、現在、新たな環境変化に対応すべく経営者は具体的課題に対し積極的な行動をなしつつあるといわなければならない。それは、「経営の国際化 (Internationalization of Management) の言葉で表現されるビジネスやマネジメントの国際化から生じている問題であると考えられる。とくに今後の10年間は、企業体にとって企業体自体の存亡をかけた厳しい戦いが展開されるであろう。

企業経営のうち、とくに経営財務の領域において、制度面や理論面におけるいくつかの新しい課題が提起され (たとえば、単位株制度や株式分割の導入、転換社債やワラント債等の普及、資本コスト論の精緻化等)、それにつれて実践面でいくつかの問題を生ずることになった。これらの問題の解決のためには、実践面では、経営者の力量によるところが大であるが、理論面でも、それらの問題がどのような意味をもっているのかを明らかにしておく必要がある。そこで、まず経営財務研究の流れを整理することによって、これらの問題を明らかにしてみたい。

さて、経営財務研究の流れとしては、次のように四つのものをあげることができる^①。この分け方は、アメリカ経営財務研究の流れを基本とするものであるが、それと同時に、わが国の経営財務研究の流れを整理するうえでも役立つことになる。

- ① 企業金融論的財務論
- ② 管理論的財務論

2 第1章 日本的経営財務論の意義と課題

③ 意思決定論的財務論

④ 実践経営学的財務論²⁾

また、この四つの財務論の歴史的展開は、図1-1のようになる（なお、図1-1では、企業金融論的財務論をA、管理論的財務論をB、意思決定論的財務論をC、実践経営学的財務論をDとする）。

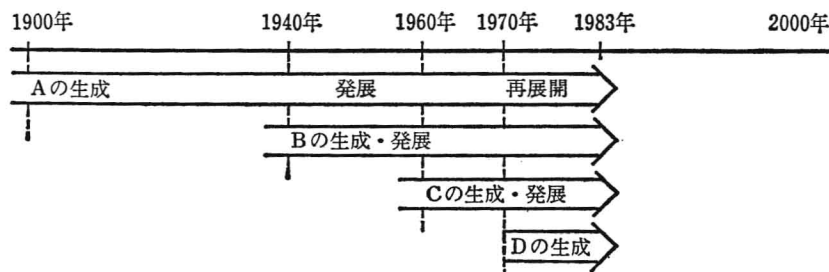


図 1-1 経営財務研究の流れ

1 企業金融論的財務論

企業金融論的財務論は、アメリカにおいては、1900年前後から生成したコーポレーション・ファイナンス (corporation finance) をさし³⁾、主として、長期資本調達 (long-term financing) の問題に研究の中心点がおかれてきた。当時、これは、経営財務が一研究領域として出現したとき、合併、合同、新会社の設立および会社によって発行される各種の証券の型といった法律問題に関心が払われたこととも関係する。またこの時点において、会社が直面する決定的に重要な問題は、企業拡張のための資本を獲得することであった。それには、とくに、資本調達手段としての株式 (stock) と社債 (bond) を取り上げる必要があった。他方ここでは、主として企業（資本主義的企業）と株主、企業と社債権者との関係領域が会社財務（コーポレーション・ファイナンス）の主要領域となった。したがって、当時の経営者や財務管理者（トレジャラー, treasurer）にとっては、財務職能 (finance function) の中身は資本調達問題であり、対株主、対社債権者への対応が主な仕事であった。もちろん、銀行を中心とする金融機関は、長期借入金（あるいは短期・中期借入金）の提供者として重視された点は見

逃せない。

このようなコーポレーション・ファイナンスは、アメリカにおいて1920年代から1940年代にいたるまで、大きな発展を遂げることになる。とくに、この財務論が、企業体制の発展に力を貸した点は忘れることはできない。また、企業体の大規模化あるいは企業体の成長は、量的にも質的にも、この財務論の研究が大きな援助になったことはいうまでもない。他方、このような財務論は、ハント (P. Hunt) がこの財務論に対する批判論文⁽⁴⁾で示したように、投資銀行 (investment bankers) の主体的役割を通じて展開してきたことにも注意しておかなければならない。ハントは、それらの状況を次のように述べている⁽⁵⁾。

「証券資本主義 (finance capitalism) の最盛期というような環境のもとでは、会社財務 (corporation finance) における研究内容は、事業会社の財務部長にとってよりも、あるいは象牙の塔の中の観察者よりも、むしろ投資銀行にとって最大の関心事を強調するであろうということが、ただ予想されるはずである。」

さて、このような財務論は、アメリカにおいては1940年代を境にして、次に示す管理論的財務論の挑戦を受けることになり、相対的地位が幾分弱くなる。しかしながら、1970年代以降、国際的な意味で、この財務論の再展開が始まっていることは注目に値する。つまり、企業体の多国籍化、財務の国際化がそれをもたらしている。たとえば、わが国では、時価発行増資の普及、転換社債 (convertible bonds) の一般化、最近ではワラント債 (新株引受権付社債, warrants) の発行もみられるようになった。そして、それらは、わが国企業体の国外での資金調達形態としても重要な位置を占めるようになってきている。もちろん、今後は、外国企業が、わが国でこれらの資金調達手段を使って資金調達することが増大するであろう。このようなことは、まさしく企業金融論的財務論の現代的意味を示している。今後、わが国で予想される無額面株の普及、株式分割 (stock splits) の問題はまさしくこの財務論の課題となろう。

ところで、このような企業金融論的財務論を代表する文献は、アメリカでは、デューイング (A. S. Dewing) の「会社財務論」⁽⁶⁾と、ガスマンとドゥーゴール (Guthmann, H. G. & H. E. Dougall) の「会社財務論」⁽⁷⁾がとりあげられるであろう。このうち、デューイングのものは、この財務論における最初のアカ

デミックな取扱いを受けたとハントは記述し^⑧，またアーチャートダンプロシオは，この書物は，発刊以後30年間の財務文献の型を確立したと述べている^⑨。また，ガスマンとドゥゴールの文献については，ケッチャム (M. D. Ketchum) やドナルドソン (G. Donaldson) の文献解題^{⑩⑪}において，その業績が高く評価されたものである。そこで，次にガスマンとドゥゴールの財務職能の概念規定をみておこう。

ガスマンとドゥゴールは，財務職能に関し，次のように述べる^⑫。「経営財務 (business finance) は，概していえば，経営において使われる資金 (funds) の計画，調達，統制，処理に関する活動として定義されることができる。……第一義的な重要点は，企業体が経営するのに必要な資金 (funds) や財産 (property) をいかにして獲得するかにある。……一般に資金の獲得とは証券の販売 (selling of securities) ——これは，すべての経営のうち少数に関係するものであるが，大会社には大多数に関係するものである——だけでなく，経営内で使われる現金需要ならびにその他の諸資産を調達するためのすべての手段をも含むものである。……資本供給の長期的型——株式，社債，長期の手形，留保利益——と一時的・短期的資金源——銀行，取引業者などが——研究される。」

ガスマンとドゥゴールの叙述からも理解できるように，資本調達の問題を財務活動の中心におくことになる。また，ガスマンとドゥゴールは，財務担当経営者の職務に関し，「財務担当経営者は，主に，企業体の循環する長期・短期の必要な資金の計画，調達の問題に関係しているけれども，合併とか財務的再建といったような頻繁には起こらないけれども，等しく重要な問題は，十分な注意を必要とする。実際，財務担当者の熟練と能力が，もっとも強く試されるのは，こういったより複雑な問題の処理にある」^⑬とし，以上の問題での財務担当経営者の職務を重視するのである。

また，わが国では，その代表的文献として，増地庸治郎博士の「経営財務論」^⑭，岡村正人教授の「株式会社金融の研究」^⑮，およびいわゆる批判経営学の立場を貫く馬場克三教授の「株式会社金融論」^⑯をあげることができる。ここでは，岡村正人教授の文献から，わが国の企業金融論的財務論の一端をみてみよう。

岡村教授によれば、前掲の著の序文において、次のように述べられる⁴⁰⁾。「株式会社金融の特色は、資本の証券化により企業資本の高度集中を実現するところに求められる。すなわち、証券金融が株式会社金融の特色を表示するといえるのである。……また、株式会社における証券金融は、自己資本と他人資本との両面において発展される。自己資本の証券化の具体的表現は株式であり、他人資本の証券化のそれは社債である。……そして、株式会社が資本主義的生産の進展に伴い企業資本の増強化要請を昂めるにつれて、株式金融も社債金融もともに複雑化し高度化してゆく。

……、証券金融の分析において重要な点は、企業支配との関係面である。証券金融は、株式会社をして資本集中の目的を高度に具現せしめるというただ単なる企業金融的意義を有するに止らず、企業支配との関係においても極めて重要な意義を包含するのである。」

岡村教授にみられるように、これらの財務論では、株式会社金融の特色としての証券金融から、自己資本と他人資本との問題を株式金融と社債金融として展開してきたわけである。

2 管理論的財務論

管理論的財務論は、アメリカにおいては、1940年前後から生成したビジネス・ファイナンス(business finance)にみることができる⁴¹⁾。そして、前述のハントの論文の発表以来、いわゆる管理的側面（いいかえれば管理者的観点）を強調した財務論が展開することになった。この財務論は資本の運用過程がその研究対象の中心をなし、主として運転資本管理⁴²⁾の問題が長期資本調達問題とともに中心的なものとなる。ここでは、財務に対する管理論的接近から、財務計画、資金調達、財務統制が三つの主要活動となる。しかしながら、この財務論は会計数値を媒体として内部統制を行ったり、財務分析や予算統制を中心におくところから、企業金融論的財務論とはかなりの性格を異にするものであると考えることができよう。したがって、この財務論では、財務管理者としては、トレジャラーよりはむしろコントローラー(controller)が主体的役割を演ずることになる。

ところで、1940年代および1950年代を通じて、財務論は、記述的・制度的主題として教えられ、経営者の見地よりはむしろ外部者の見地からみなされ続けてきたといえる。これに対して1950年代後半を通じて、会社の利益や株価極大化に役立つよう設計された財務分析の方法に関心がもたれはじめたのである。そこでは、初期において貸借対照表の貸方（負債および資本）が関心をもって受け入れられたが、しかし主要な強調点は資産分析（asset analysis）に移り始めたのである。また、数学モデルが開発され、それは在庫、現金、受取勘定および固定資産に应用されることになった。会社内での財務的意思決定（financial decision）が会社財務論における決定的問題として認識されるにつれて、財務論の焦点は次第に、外部者の見地から内部者の見地に移ったのである。

このようにして、管理論的財務論はアメリカにおいて、1940年代、1950年代を通じてコントローラー制度の発展とともに展開することになる⁹⁴。また1960年代以降、コンピュータの発展によって、経営内における財務管理問題、たとえば会計システム、予算システム、財務分析、運転資本管理の面で新しい展開を遂げることになる。また、事業部制などにみられるコントローラーの役割、管理会計や内部監査の仕事の面でのその役割はとくに重要なものとなっている。

ところで、このような管理論的財務論を代表する文献は、アメリカでは、ハワードとアプトン（Howard, B. B. & M. Upton）の「財務管理論」⁹⁵をあげることができる。これは、ケッチャム、ドナルドソン等が、前掲の文献解題において、その業績を高く評価したものである。

ハワードとアプトンは、彼らの基本的立場は、その序文からも明らかとなり、まず何よりも経営者の観点からなされなければならないとし、従来のいわゆる伝統的会社財務論（traditional corporation finance）の欠陥を次のように指摘する⁹⁶。

第1に、この伝統的会社財務論は、一般の大学生の経験に不適當であり、大学の経営教育の目的にも一致しないものである。第2に、その主題を大会社の財務に限定していたことによって、本質を誤らせる傾向にあるということであり、また、これらの一般的テキストと課程が、会社財務の制度と手段に集中することによって、経営財務（business finance）よりも、むしろ一般の投資問題