

財務目的の特質

岡 部 政 昭

一、問題の所在

経営財務論の基本的な課題が、「資本の調達と運用の統一的処理」という問題に向けられているという点については、殆ど異論がない。それは、きわめて明瞭な問題意識の下に展開され、一般に、正当な論理として認知されたものである。しかし、この研究課題が共通認識として定着する過程では、「資本の運用」とか、「統一的処理」という問題をめぐっての論議は、必ずしも十分に尽くされた訳ではなかった。多くの論者は、「運用」の問題を資本支出の決定基準およびその評価問題に限定して論じているけれども、他方においては、「収益に影響を及ぼすあらゆる意思決定」をその内容に含めた広義の解釈に立つ研究も存在している。これは、所謂「財務管理論」という名称の下に展開された研究であって、企業総資本の調達と運用に関わる資本構造計画に加えて、費用と収益との相互関係を規制する利益計画をもその内容に包含する研究である。⁽¹⁾「財務管理論」への関心は、今日、必ずしも高いとはいえないが、それが提起した計画利益を通じての財務活動の統制という問題は、なお検討すべき多くの課題を残している。

財務目的の特質

財務目的の特質

ソロモン (E. Solomon) は、彼の『財務管理論』(The Theory of Financial Management, 1963) の中で、利益計画を広義における財務管理の一構成部分であるとしながらも、それが、本来、事業部もしくは工場レベルの現業部門の活動に関わることや、資金利用の増減に直接関連づけられるものではない点を指摘し、財務管理との相違を示した。「財務計画は、全般管理の一部であり、そこでは、業務の細目よりも、資本市場と企業内部の資金運用との関係に焦点が合⁽²⁾わされている。」ソロモンのこの見方は、今日の経営財務論の支配的立場を鮮明にするものである。しかし、彼の利益計画についての認識次元と内容は、幾分狭きにすぎ⁽³⁾る観があり、その主張はより広い見方と対比して再検討されてよい。利益計画の役割は、単に、費用と収益の相互関係を規制するに止まるものとしてだけではなく、更にすすんで、目標利益の設定を通じて企業総資本の管理という側面のあることを見過ごすべきではない。財務計画は、むしろ、この利益計画を通じて適切に統制されるのであって、財務計画が彼のように「全般管理の一部」となり得るためには、何よりも、この利益計画の存在が不可欠の前提となっている。ソロモンは、財務管理の課題を、(1)企業規模の決定、(2)投資プロジェクトの評価、そして(3)最適調達ミックスの決定、の三つの問題に求めた⁽⁴⁾。もし、利益計画の設定が前提にあるのなら、その利益計画の枠内で予定された企業規模の下で、投資決定と調達決定は統一的に処理されるであろうし、また逆に、計画利益の下での投資と調達の同時決定が、企業規模を決定することになるであろう。しかし、利益計画を財務計画の枠内から区別するソロモンの立場にあつては、企業規模の決定をはじめ、投資および調達の決定は、別の指導原理に求められねばならなかった。彼はそれを富の極大化原理、従つてまた株価極大化原理に求め、財務決定の核心的な指導原理に据えたのである⁽⁴⁾。そこでは、株価指標に照らして投資と調達の同時決定が計られ、その結果、株主の観点からみ

て適切な企業規模の決定が導かれることになる。

資本の調達と運用の統一的処理のための主要な指標としての「株価」の選択は、今日の経営財務研究の基本的立場として、また前提として、大方の意見の一致をみているものである。しかし、この目的の正当性は、一つには、近年の経営財務研究が新古典派経済学の概念や分析装置に依存して展開されたことの言わば必然的結果であって、その限りにおいてのみ保証されるものである。新古典派のフレームワークに依拠する限り、財務決定を企業（全体の）決定と同一レベルで論ずることには別段問題がないであろうし、財務目的と企業目的の性急な同一視も、何ら矛盾なく処理されるであろう。それは、新古典派の経済学に独特な企業観に由来するものであって、その企業モデルとの内在的な繋がりが遮断される場合には、その再検討がむしろ不可避とされているものなのである。伝統的企業理論とそれに立脚する分析視角は、現実的な財務決定の指針を提供するための準拠枠としては余りに狭く、また限定的な視野を提供するものでしかない。それはまた、所謂、財務管理論的研究の立場が暗黙裡に想定するような、公式的な管理システムによって形づくられた企業モデルについても、同様にいえることである。ここでは、株価に代えて投資収益率（ROI）を主要指標に据えているものの、この指標の抱える財務決定基準としての問題点は、株価極大化原理の場合と殆ど変わるところがない。株価といい、ROIといい、財務決定の指導原理としての従来の一元的指標は、その背後にある独特の企業観ともども再検討の必要に迫られている。財務決定のための適切な基準を導く企業分析の可能性として、企業を「制度」として捉える見方は、一つの興味深い分析枠を提供する（5）ように思われる。この独特の視座の中では、企業は複数の利害者集団から構成される社会結合体と理解され、その集団的価値を独自に体现した組織的存在と看做されている。かかる企業概念は、幾つ

財務目的の特質

かの新しい発展の芽を秘めているけれども、とりわけ、ここで留意しなければならないのは、各集団相互の利害調整の問題であり、またその調整過程を担う経営者職能の問題であろう。

企業が、本質的に、利害を異にする複数の集団から構成されるという事実は、株価やROIという従来の一元的な財務指標の強調とは、根本的に相容れないものであろう。例えば、株価目的については、証券市場の価格機構に委ねられたこの財務指標が、現実資本としての企業の行動を十分に評価し規制し得るか、という問題が古くからしばしば論ぜられている。曾て、ケインズ(J.M. Keynes)が言及したように、株式市場はその投機的性格の故に、現実資本としての企業の働きを十分に評価し得ないかも知れない。⁽⁶⁾しかし、株価指標の正当性を問題にする上で一層重要なのは、株式市場の機能上の問題よりも、むしろ、上述したような企業の抱える現実的な組織問題なのである。株価極大という一利害者集団の要求をのみ優先的に強調する見方は、私的企業および私有財産制度を統治する法的概念とは整合的であっても、現実の企業経営の実態を正當に反映するものではない。制度としての企業の存続と繁栄にとって必須のものは、何よりも、各利害者集団による企業活動への積極的な参加であり、協働である。組織均衡論的な見方を重視したこの包括的な立場に立つ限り、企業目的が、様々な利害グループの価値や要求を反映したものであり、また、その性格においても、法定的のみならず経済的、社会的、そして政治的インプリケーションをもつであろうことは、決して無視できない事実なのである。重要なのは、この複雑な性格の企業目的が、組織的な利害調整を通じて如何なる影響を受け、また、実際に、具体的な財務決定を如何に規制し得るか、ということであろう。かくして、財務目的論の検討にとって必要なことは、利害調整のメカニズムを理解し、そこで主体的な職責を担う経営者職能の役割を知ることなのである。

- (1) 古川栄一『財務管理』経林書房、昭和三十八年は、この観点からする重要かつ代表的な研究である。
- (2) Solomon, E., *The Theory of Financial Management*, New York: Columbia University Press, 1963. (別府祐弘訳『財務管理論』同文館、昭和四十六年) 邦訳一五頁。
- (3) *Ibid.* 邦訳二二―二三頁。
- (4) ソロモンは一九六三年の著書においては、財務管理の目的として、富もしくは純現在価値の極大化という表現を用い、その指針の目ざすところは、企業が最大限の経済的価値を生みだすように諸資源の最適な利用量と最適な組合せ方とを保証することであるとした(邦訳二三頁)。そこでは、財務目的を「特定の経済主体」に直接結び付けることを極力回避しようとする意図がみられたものの、内容展開においては、結局、株主の観点を一方的に強調する結果に終わったのである。彼のこのシレンツは、プリングル(J. J. Pringle)との一九七七年の共著 *An Introduction to Financial Management* (Santa Monica, California: Goodyear Publishing Company, Inc.) によつて、財務目的における所有者の観点を前面に出すことによつて一応の解決が図られた。しかし、それは、彼の当初の問題意識からすれば矛盾する解決策であった。
- (5) 経営財務と企業概念との関係については、拙稿「経営財務と企業理論(一)」(本誌第八十八号、八十九号、昭和六〇年三月、七月)にて取り上げた。
- (6) Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan, 1936. (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、昭和五十八年) ch. 12を参照。

二、株価目的の再吟味

経営財務論の基本的な前提として、株価極大化目的が広く受け入れられていることの背景には、それなりの理
財務目的の特質

財務目的の特質

由が存在している。ここでは、まず、この株価目的の正当性を積極的に主張し得る根拠を吟味することから始めよう。

企業目的としての株価が、伝統的経済理論の前提する利潤極大化目的の「焼直し」であり、本質的には何ら異なるものでないことは改めていうまでもないことであろう。即ち、それは、利潤概念のもつ曖昧性を払拭し、利益発生タイミングとその「質」を明確に考慮の内に入れることによって、利潤極大化原理の技術的難点を克服し、それによって概念の厳密な再規定と、操作可能性の飛躍的な増大に貢献したのである。⁽¹⁾しかし、以上の如き線に沿った利潤極大化モデルの精緻化の一方で、その目的に固有の基本的な問題は依然として手付かずのまま放置されている。今日、近代的企业の特質としてしばしば指摘される、(企業の大規模化に伴う)市場支配力の獲得や所有と支配の分離という傾向は、上述のような利潤極大化に連なる目的の是非を問うているのである。確かに、伝統的な枠内にあつては、企業の所有者であり、経営者である「企業家」(entrepreneur)にとって「合理的なもの」が何かということについての考察が、直截に利潤極大化目的の結果したことも十分首肯し得るところである。企業の全収入の帰属先たる企業家にとっては、利潤追求行動は、当然、他の何ものにも増して優先されるべきものであつた。実際、仮に、企業家が他の形態の企業目的を志向したとしても、伝統論の枠組みからは、競争市場の規制によって、利潤からの大きな逸脱は決して許されなかつたのである。

しかし、近代的企业に顕著な上述せる傾向の下では、企業目的を株主目的に一元的に従属するものとして理解することが必ずしも適當ではなくなっている。即ち、「市場支配力の占有および所有と支配の分離は、大企業にある程度の裁量権を付与し、またその裁量権が、株主ではなく経営者の要求に適った目的の追求の中で行使され

る可能性を開いている」のである。⁽²⁾ここでは、株主と経営者との利害の対立が、伝統的モデルにおける「企業家」概念の分化と絡めて問題にされている。

以上のような経営者裁量権の増大せる可能性にも拘わらず、今日なお多くの議論が、株主利害を強調する立場を容認している。現実的に、経営者支配型の企業と、所有者支配型の企業とで、前者への株式投資が株主にとって必ずしも不利となる証拠はないであらう。⁽³⁾もしそうなら、経営者裁量権を容認した場合でも、それが、株主利害を一概に損ねるものではない。株主は、もし自らが不利益を被る場合には、単に、株式の売却に訴えればよく、その結果生ずる株価の低落こそが、経営者裁量権の無制限の行使を抑止する制約として働くことになる。

株主利害の積極的な擁護は、むしろ、社会的、環境的諸要因の内に明確な根拠を見出すことができる。例えば、ストーンヒル (A. Stonehill) 等が行った財務目的についての国際比較は、⁽⁴⁾どの国の財務担当経営者もが、企業利益の成長の極大化に明白な選好を示す、としている。しかし、その場合、極大化されるものは、日本、フランス、オランダでは税引後利益、ノルウェーでは利子・税引前利益、そして米国では一株当たり利益と、そこに若干の相違が指摘されている。とくに注目されるのは、普通株市価および配当の極大化という財務目的は、米国においてのみ支持されたにすぎないという点である。米国と他の諸国とのこの差を、ビジネスあるいは経営システム上の、そして社会環境上の差として捉えることは、十分な理由のあることのように思われる。調査は、米国以外の他の諸国では、「株主志向の目的」の支持を欠くような種々の環境的要因の存在することに注目している。それによれば、所得分配に関する社会的価値観、株式市場の発達程度、会計ディスクロージャー、租税制度、それに銀行・債権者の対応といった諸要因が、財務目的の内容に大きな影響を与えている。⁽⁵⁾このことを、米国に

財務目的の特質

財務目的の特質

ついてなお詳しく見てみれば、責任・権限意識の明確化、業績重視の昇進システム、そして取締役会に占める（株主利害の代弁者としての）外部取締役の比重の大きさ⁽⁶⁾、等々、明らかに株価を重要な経営成績指標として経営者に意識させる契機が存しており、それらは、株価重視経営の十分な根拠を与えるものと思われる。この他、資本市場の機能の程度、四半期毎の決算、個人金融資産に占める株式の相対的な比重の大きさ⁽⁷⁾、それに後述するようなストック・オプション制度といったことも、株主あるいは株価を重視する積極的な社会的土壌を形成する重要な原因と考えられるのである。

以上の法的、社会的、そして経済的な諸制度、諸特質は、とくに、それらを全体としてみた場合には、米国企業の株価目的の正当性を一層強く確信させる背景となるものに違いない。これに対し、他の諸国の企業では、そのような制度的、環境的諸要因の欠如の結果、「株主の富極大化モデルが、アカデミックな世界でのその正当性の認知にも拘わらず、今後とも採用されることは殆どありそうにない」としているのである。⁽⁸⁾ その場合、経営者は、自律性をもつ企業実体という意識から、経営上の適応性と支配の維持を可能とするような目的を選択する、と考えられているのである。

ところで、以上の調査結果は、米国における株価重視の実態を指摘する一方で、同時にそれを疑問視するようなコメントをも付け加えている。即ち、「米国における経営者が、実践上、そのような目的（株価―引用者注）を用いるということについては、若干の疑問が残る⁽⁹⁾」と。これは、一見奇妙な指摘である。株価目的の正当性を主張する強固な理由（が存すると思われる）にも拘わらず、株価目的に懷疑な以上の指摘は、一体何に起因するものであろうか。この問題に対する理論的、実証的な検討が提起すると思われる一つの可能性は、再び、先に言及

したような経営者裁量権の増大についての認識であろう。即ち、経営者裁量権の増大と、それから派生する経営者職能の重要性は、そこに含まれる意味をどのように解するかによって、幾つかの解釈が可能となってくる。例えば、経営者職能を株主からの受託職能と考え、ドナルドソン(G. Donaldson)のいうような「相対的優先権」の概念を当て嵌めることも可能であろう。これは、「株主、従業員、一般大衆、政府、等々の対立する利害を互いに関係づけようとする際に、経営者によって用いられる概念である。経営と所有が一体化した場合にみられる株主利害の『絶対的優先権』の考え方を放棄した後も、経営者は、なお、他の利益以上に所有者に対する責任をより一層重視し続ける。」⁽¹⁰⁾ここで必要なのは、利害対立が生じた場合、株主に対して「より一層責任をもつ」ことが、他の利害グループに対しどれ程の犠牲を強いるか、ということを明白にすることである。ここでは、株主の相対的優先権があくまで前提にされている。かくして、この概念の理論的な一つの帰結は、機会費用と結び付けられた株主目的擁護のための積極的な論拠である。⁽¹¹⁾

しかし、同じく受託職能といっても、相対的優先権の概念を排して、「何らかの単一のグループ」に対する第一義的な忠誠を放棄する場合には、事情は変わってくる。これは、経営者を社会全体の受託者と看做す立場である。ここでは、株主は、他の利害グループと同列に扱われ、経営者は、「彼自身のものを含めて、すべての利害に共通の目的を追求しようとする。」⁽¹²⁾この場合、すべての利害グループに共通の対象は、「勿論、法的、経済的、そして人的実体としての企業それ自身」である。以上の文脈の中では、明らかに、株価目的は消極的な役割しか演じないであろう。しかし、この受託概念も、それを更に、株式市場の制約と結び付けて論ずるときには、再び、株価目的を補強する見解へと繋がることになる。株式市場は、競争的な製品市場と同様、経営者の自由裁量

財務目的の特質

的な判断の行使に対して制約を課す。例えば、株価指標は、その上昇が経営者手腕の優秀性を世間にアピールし、それによって、経営者に満足すべき金銭的、心理的報酬を結果する点で、重要な役割を演じている。とくに、欧米のストック・オプション制度のように、経営者に株式所有を奨励し、彼らの金銭的利害を株主のそれとします緊密に関係づけるような状況があれば、それは、株価目的の正当性を強く支持する証拠となり得よう。大多数のトップ・マネジメントが、実際に株主であり、しかも、その持株からの所得が、彼らの個人的な富のかりのウェイトを占める、ということは、ルーウェレン(W. G. Levellen)の研究によって観察されている。⁽¹³⁾ やや古いデータであるが、彼は、米国における一九四〇—六三年の期間について、経営者の報酬と株価との相互関係を調べている。そして、経営者がその意思決定に際して、株主の利害に反する可能性は少なく、また、例え所有と経営者職能の分離に関する顕著な傾向があったとしても、彼らの金銭的利害の実質的な乖離はない、と結論づけたのである。彼の研究は、専門経営者による株価極大化目的の追求を示唆するものである。そして、この株価極大化へのインセンティブは、今日ますます強くなっているとさえいわれている。⁽¹⁴⁾ しかし、だからといって、ルーウェレンの研究を直ちに株価目的擁護論に短絡化させることは、やや皮相な解釈との観を免れないものである。経営者目的論の立場からは、そこになお別の解釈も成り立ち得よう。しかし、ストック・オプション制度が経営者目的を株主目的と一致させる傾向にあることは、一般に広く容認されているのである。

ところで、株式市場の制約についてみる場合には、そこで、委任状争奪戦やテンダー・オファーによる乗っ取りの脅威について触れることが是非必要であろう。曾て、マン(H. G. Manne)や、バーリー(A. A. Berle)の見解を批判する中で、株式市場を「企業支配のための市場」と呼び、とくに乗っ取りのもつ「効率と収益性に対する

刺激としての役割」に注目した。⁽¹⁵⁾ 即ち、「株式市場を離れば、我々は、経営上の効率についての客観的基準をもたない。ただ乗っ取りだけが企業経営者間の競争的な効率の若干のものを提供する。それは、莫大な数の小規模の非支配的な株主の利害を強力に保護する。このメカニズムに比べれば、政府の努力や、受託義務概念の展開と株主原告訴訟を通じて株主を保護しようとする裁判所は、全く些細なもののように見える」⁽¹⁶⁾と。ここでは、乗っ取りは、経営者行動に対して、製品市場の競争力が曾て企業家に対して演じたような役割を果たすものとみられている。しかし、株式市場の規制力に対するマンの信奉は、やや極端な感じがしなくてもない。とくに、市場の完全性の前提、とりわけ適切な情報フローについて勘案するときには、企業支配のための市場の役割には自ずと一定の限界が生ずることであろう。実際、ウィリアムソン (O. E. Williamson) が以前に論じたように、株主の完全な知識、パワー、それに行動力を前提として、初めて、資本市場は企業行動に厳しい制約を課すことが可能なのであって、それがうまく働かないような状況下では、資本市場の規制は、予想される程の効果を発揮するとは考えられないのである。⁽¹⁷⁾

経営者職能における受託概念を、株主利害への完全な忠誠とみる立場も、社会全体への完全な忠誠とみる立場も、いずれも結局一つの極端な見方を表明したものに違いない。従って一方の極にある「株主利害への完全な忠誠」という立場を支持することは、全く推測上のものでしかない。ドナルドソンの指摘するように、現実には、受託概念は、完全な忠誠からますます逸脱する傾向にあり、また、個人株主の声がもはや届かないような大会社の中で、多くの経営者によって受け入れられている。⁽¹⁸⁾ 彼のこの指摘は、経営者職能を正当化する受託概念をより明快に示すものとして注目されてよい。即ち、受託概念は、プリンシパル―エージェント関係としての「受託

財務目的の特質

職能」の他に、経営政策に関わる「専門職能」の観点を含んでいる。受託経営者という考え方は、「経営者の職業化の観点と、その責任についての強調を反映している。そして、更に重要なことは、現代企業における責任の複雑性や、対立する利害の均衡に際して経営者に要求される調停の役割に関する認識によって、それが理解されている」ということなのである。⁽¹⁹⁾

受託概念における「受託職能」については、それが、株主利害への完全な忠誠から社会全体へのそれへと、広い範囲をカバーする形で変質を迫られたとしても、いま一つの要素たる「専門職能」そのものの観点については何ら変化はない。経営者職能の理解とそれへの関心は、正しく、この「専門職能」の観点から積極的に主張される根拠をもつものである。この点に即してみれば、従来の財務目的論の議論は、きわめて限定的な、片手落ちの議論であったといわねばならないであろう。何故なら、それは、受託職能が誰からの信託かということについては議論しても、それを専門的な経営者職能と結び付けて検討することを著しく怠ってきたからである。「従来の企業の財務目的についての考察は、利潤極大化目的を含めて、余りにも一般化されたレベルに止まっている。その結果、財務政策という一層特定のレベルの問題を取り扱う明白な必要が生じている」というドナルドソンの指摘は、真に核心を衝いたものといわなければならない。問題は、財務目的を企業全体の目的として検討することではなく、具体的な財務政策の問題として、従って、経営者職能の内容と絡めて一層詳細に検討することである。⁽²⁰⁾

(1) Solomon, E., *op. cit.* 邦訳二四—二五頁。

(2) Bridge, J. and J. C. Dods, *Planning and the Growth of the Firm*, London: Croom Helm Ltd, 1978, p. 12.

- (3) 企業支配のタイプと収益率との関係を取り扱った実証研究は過去ごくつか行われたが、はっきりした結論はまだ出していない。例えば、カーンシェン(D. R. Kamarschen)は「経営者支配型企業と所有者支配型企業との間で、収益性について統計上有意な相違を認めなかったが、モンセン(R. J. Monsen)等の研究では、自己資本利益率について、経営者支配型で七・三パーセント、所有者支配型で二二・八パーセントというように差違が見られた。また、レーデース(H. K. Radice)の実証結果では(英国のデータではあるが)所有者支配型企業の方が、収益率と成長率のいずれにもより勝っている。Kamarschen, D. R., "The Influence of Ownership and Control on Profit Rates", *American Economic Review*, 63 (June 1968), pp. 432—47, Monsen, R. J., J. S. Chiu and D. E. Cooley, "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 82 (August 1968), pp. 435—51, Radice, H. K., "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms: An Empirical Study", *Economic Journal*, 81 (September 1971), pp. 547—62. また、Lawiwsky, M. L., *Corporate Structure and Performance*, London: Croom Helm Ltd., 1984, ch. 2 を参照。
- (4) Stonehill, A., T. Beekhuisen, R. Wright, L. Remmers, N. Toy, A. Pares, A. Shapiro, D. Egan and T. Bates, "Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five Countries", *Financial Management*, 4 (Autumn 1975), pp. 27—41.
- (5) *Ibid.*, P. 32.
- (6) 近藤正幸稿「ゼロ・サム経済下のトップマネジメント——通産省「新しい経営力指標」から——」(週刊東洋経済、昭和五十八年六月一八日号)によれば、アメリカでは、株主の代表としての社外取締役が相当数存在する、という。
- (7) 個人の金融資産に占める株式の比重は、日本が七・三パーセントであるのに対し、アメリカでは二四・七パーセント

財務目的の特質

財務目的の特質

トである。伊丹敬之『日本の経営論を超えて——企業経営力の日米比較』東洋経済新報社、昭和五十七年、一四三頁。

- (8) Stonehill, A., *et al.*, *op. cit.*, p. 32.
- (9) *Ibid.*, p. 32.
- (10) Donaldson, G., "Financial Goals: Management versus Stockholders", *Harvard Business Review*, 41 (May-June 1963), pp. 116—29, in Andrews, V. L., C. W. Young and P. Hunt, eds., *Financial Management: Cases and Readings*, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1982, p. 582.
- (11) ロビチェック＝ロビヤーク (A. A. Robichek and S. C. Myers) は「いろいろな直接の利害者集団の間で、公平で有効な均衡を達成する問題を」、「それに関する制約条件の下で、株主にとっての企業価値を最大化すること」と定式化し直している。株主にとつての価値最大化方針がとられた場合、それが他の利害者集団の利益をどれだけ損ねるかどうかわからないの見積りは、利害者集団間での「有効な均衡」を達成するために不可欠の情報と考えられる。Robichek, A. A. and S. C. Myers, *Optimal Financing Decisions*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc., 1966. (別府祐弘、古川浩一訳『最適資本調達』東洋経済新報社、昭和四十六年) 邦訳四—五頁。バンホーン (J. C. Van Horne) もまた「機会費用の測定と絡めて、株主目的の最大化を積極的に容認している。Van Horne, J. C., *Financial Management and Policy*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc., 1977 (柴川林也、寺田徳、仁科一彦、古川浩一、若杉敬明監訳『企業財務(上)』野村証券株式会社、昭和五十三年) 邦訳九頁。
- (12) Donaldson, G., *op. cit.*, in Andrews, V. L., *et al.*, *op. cit.*, p. 583.
- (13) Lewellen, W. G., "Management and Ownership in the Large Firm", *Journal of Finance*, 24 (May 1969), pp. 299—322.

- (14) Brigham, E. F., *Financial Management: Theory and Practice*, New York: The Dryden Press, 1985, p. 10.
- (15) Manne, H. G., "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73 (April 1965), pp. 110—20.
- (16) Kempner, T., K. Macmillan and K. Hawkins, *Business and Society*, Harmondsworth: Penguin Books Ltd., 1974, p. 149.
- (17) Williamson, O. E., *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc., 1964 (井上薫訳『裁量的行動の経済学』千倉書房、昭和五十七年) (但し、邦訳書は一九七四年のカーシヨウ版) 邦訳三三頁。
- (18) Donaldson, G., *op. cit.*, in Andrews, V. L., *et al.*, *op. cit.*, p. 584.
- (19) *Ibid.*, p. 582.
- (20) *Ibid.*, p. 579.

三、経営者職能と目的

経営者職能の独自性を知る上での一つの手掛りとして、株式市場のもつ規制力の中身を更に検討しておくことが必要である。近年、米国の株式市場についてしばしば指摘されるのは、個人株式所有の分散と相俟っての機関所有の集中という現象である。「機関の手への証券の集中は、証券市場に対する機関の支配の強化をもたらしている。一〇年間をとってみれば、ニューヨーク証券取引所の出来高総額のうちにおける機関投資家の占有率は、一九六一年の二九・二パーセントから、一九七一年には五二・四パーセントに上昇している⁽¹⁾」という。同じ傾向

財務目的の特質

財務目的の特質

は機関の持株比率についても指摘でき、それは、一九四九年の約一五パーセントから、一九六〇年の一七・二パーセント、そして一九八〇年代には三五パーセントを上回る上昇を示している。⁽²⁾このように急速に上昇する機関所有の集中が企業支配に対して如何なる影響を与えるかは、恐らく意見の分かれるところであろう。しかし、ここで重要なのは、機関投資家が実際に企業支配力をもつか否かということではない。何故なら、仮に機関投資家が支配力を行使せずとも、単にその持株の大量売買だけでも企業経営に対する重大な牽制となるからである。その意味で、機関投資家は支配の意図なくとも企業経営に潜在的な影響力をもつことになる。それ故、問題にしなければならぬのは、現実意思決定を担う経営者の判断が、そのような職業的な機関投資家の疑惑と一致するか否かであろう。この両者の目的や動機の異同を検討することの重要性は、ドナルドソンによって夙に指摘されたところである。即ち、「経営者が、今日、株主の目的に故意に背いているかどうか、が重要なのではない。問題はむしろ、専門経営者が、彼らが考えるような企業の最善の利益を追求する際に、企業所有者の最善の利益を追求する一層よい情報をもった職業的投資家の提案するのと同じ財務決定の基準を遵守するかどうかである。」⁽³⁾

ドナルドソンの以上の指摘は、財務目的や財務決定基準を検討するにあたって、きわめて示唆に富む問題提起を与えている。職業的な投資家にとっての関心事は、彼らの提供する種々のファンドが将来実現する売上である。それらは、過去に達成された業績にかなりの程度依存する。顧客となる個人投資家は、「企業のバランスシートの複雑さを理解できなくとも、種々のファンドの相対的なパフォーマンスは、平均株価指数の動きを比較して簡単に理解できる。」⁽⁴⁾従って、「株主は、組織化された証券市場で、配当並びに資本利得を通じて彼の個人的な金融上の利得を全く唯一の目的として追求している、情報能力のある合理的な投資家と看做されている。彼ら

は、様々な投資機会に接近でき、また普通株（そして種々の確定利付証券）の分散ポートフォリオを通じてその投資機会を利用できる。⁽⁵⁾ かくして、株主利害の絶対的優先権を採用した経営財務論の立場からは、企業の財務政策は、「普通株ポートフォリオを通じて、その個人的な金融目的の最大化を意図する、移り気で分散可能な投資家の醒めた目を通じて評価される」ことになる。⁽⁶⁾

他方、専門経営者の観点からすれば、彼にとっての唯一の利害は、既に述べたように、「企業それ自身」である。この場合、「この特殊な事業の経済的および財務的強み、継続性、そして成長が重要な考慮となるべきものと考えられる。」⁽⁷⁾ 即ち、職業的株主は、もし特定企業の経営方針に不満があれば、株式ポートフォリオの分散化によって、その企業の所有比率を低下させるか、若しくは排除すればよい。しかし、経営者にとって自らの企業との関わりは、そのように一時的、限定的なものではない。かくして、ここでは、企業努力の向けられるべき目的の観点について、経営者と職業的株主との間かなりの相違があることは明白である。ウィリアムソンによる次の指摘は、経営者と職業的株主との視点の相違を明瞭に示したものとして注目されてよい。「投機家は、企業経営よりも証券取引に卓越している。だから、彼らは現在の経営による価値の過小評価よりむしろ現在の経営を手件とした価値の過小評価に関心がある。彼らは企業の株式状態に多大の注意を払っているが、彼らの関心は好機に取引することだけに限定されている。そして、証券投機のためにその企業の内部状態に注目するが、それはとかく財政状態（例えば、企業の流動性状態）に限定され、経営上の意思決定や目標にはたいして影響されない⁽⁸⁾」と。

以上のような経営者と職業的株主の間での立場の相違は、財務決定基準やリスクに対する態度にも明瞭な影響を及ぼすことになる。ドナルドソンは、財務基準に関しては、経営者の関心の焦点は、一層キャッシュ・フロー

財務目的の特質

財務目的の特質

の方に向けられる、という。その理由は、第一に、専門経営者は、一時点において一つの企業体にしか雇用され得ず、従って、ある一時点には、彼の全生涯が一つの企業体の運命にのみ結び付いているかのように行動すること、第二に、ある一つの限定された企業体への関わりは、主として、「特定の物的および財務的資源の集積」に対する経営者の基本的態度および行動に関係すること、そして第三に、経営者の基本的役割は、それら物的、財務的資源に対する彼らの支配に依存すること、である。⁽⁹⁾以上の如き専門経営者に固有の基本的な問題は、必然的に、経営者をして財務問題を絶えずキャッシュ・フローの管理問題として認識させることになる。他方、職業的株主の立場からは、配当利得と株式売買を通じての資本利得こそがその究極の関心事であり、それは典型的に一株当り利益(EPS)によって評価される。経営者行動がキャッシュ・フローに及ぼす影響に焦点を合わせることに、必ずしも、企業の財産価値に対する個人株主の持分を損うものではないが、時として、企業の内部的運用のためのキャッシュ・フローの増加が、配当やEPSによって測定される財産価値の成長を阻害することも起こり得る。財務決定は、個々の企業体に特有のリスクおよび経営者自身の個人的なリスク選好に照らして行われるのであって、分散化により、その大幅な緩和を期待し得るような株主のポートフォリオ・リスクに関わるコンテクストの中で行われるのではない。⁽¹⁰⁾

ドナルドソンの主張の骨子は、要するに、所有の観点に立つ財務目的を逸脱した、企業の成長と存続に関わる企業利害の絶対的優先権である。それは、複数の競合する投資機会に対して機敏に対応し得る職業的株主に比べ、ある一定の企業体に完全にそして恒久的にコミットせざるを得ない経営者の立場からの必然的要請なのである。

経営者が自ら最善と考えた決定が、仮に、株主の利害を犠牲にする意図がなくとも、結果的に株主の観点からの決定と矛盾することがあり得るとした以上の指摘は、専門経営者論の立場を支持し、また経営者動機の優先性を言及し得る合理的な根拠を呈示したものと見て興味深い内容をもったものである。かかる「動機の乖離」に対する明示的な一つの説明は、当事者間での情報較差に注目するものであろう。近年、正統派の枠内からも、そのような視点に立って、株価目的とそれに従う財務決定の意味を理論的に再検討しようとする幾つかの試みが提起されている。

例えば、グロスマン・スティグリッツ (S. J. Grossman and J. E. Stiglitz) やラドナー (R. Radner) 等の株主全員一致性 (unanimity of stockholder) の公準に関わる議論⁽¹⁾は、とくに、不確実性下の世界において、企業体内部での新たな生産計画の変更が、既存のすべての株主を利することのきわめて稀なことを述べている。これは、フィッシャー (E. Fisher) 流の分離定理が明らかにした「企業内の生産計画決定からの投資家選好の独立性」を疑問視し、そのような文脈の中で予定されている株主全員一致性の公準は、もしそれが成立するためには、きわめて厳しい前提条件の必要性を明らかにしたのである。⁽¹²⁾ 理論的にすべての株主を共通に利することができなければ、企業内部の決定に関してより有利な情報に接することができ、しかも、専門的熟練をもつ経営者の役割が正当化される根拠が生じたことになる。

他方、近年、経営者の目的とその行動について最も関心を集めているテーマは、株主—経営者間のエージェンシー関係の理論 (theory of agency relationship) である。⁽¹³⁾ これは、基本的に株主目的を前提としながらも、その枠組みの中に経営者目的をなお配慮し得るような拡張を試みたものである。株主と経営者の間に存する動機の較差

財務目的の特質

が経済システムに如何なる調整をもたらすか、ということを解明したこの理論は、単に、株主―経営者問題だけでなく、債権者―経営者問題にも及ぶことによって、財務的な利害調整の理解への一つの手掛りを与えたものとして注目される。

しかし、以上の正統派財務理論の枠内での株価目的修正論は、どれも、経営者職能の理解を深めた上での企業目的ないし財務目的の解明という意図に乏しく、その意味で、内容の限定された形式的論理への偏向との観を免れないものであった。そのような問題の背景の一つに、企業についての狭隘な見方、概念が存することは否定できない事実であろう。この点については、既に古く、企業を行動科学的な立場から考察する人々によって、しばしば批判の的となったところである。行動科学者は、企業を社会的な制度あるいは社会学的制度として観察し、とくに人間どうしの相互関係のために設定される状況に即してそれを認識しようとした。経営者行動を検討する場合、企業内で生起する多くの相互依存関係を考慮に入れた総合的な企業モデルの必要性は、今日、広く受け入れられた見解である。一般に、バーナード＝サイモン(C. I. Barnard and H. A. Simon)以来の近代組織論の立場からは、経営者職能は、組織メカニズムとの関係において究明されてきた。それは、行動科学的な見方の先駆でもあるバーリー＝ミーンズ(A. A. Berle, Jr. and G. C. Means)によって提示された利害調停者としての受託経営者概念を、「専門職能」の観点から理論的に詳細に分析するものであった。

企業の行動や政策に影響を与えるものとして、企業の内部組織要因に着目する視点から、企業の行動理論は、企業内の意思決定過程を説明し、組織「連合体」内部のすべてのグループの相互作用を研究することに注意を向けた。彼らの問題意識は、価格や生産の水準を説明しようとした経済学者のそれとは明確な相違をもつものであ

り、企業目的についても、ユニークな独自の性格をもつ見解を結果することになった。一つは、不確実性下で、しかも、情報制約が存在する中では、企業目的の「極大化」は実現できず、ただ、欲求水準との関係での「満足化」目的を達成し得るにすぎない、とした周知のサイモンの主張であり、他は、目標設定に際しての経営者以外のグループの役割を強調するサイアート＝マーチ (R. M. Cyert and J. G. March) の主張であった。⁽¹⁵⁾ 彼らの企業目的論は、今日なお大きな影響力をもつものであるが、サイモンとサイアート＝マーチとは、その目的論の間に微妙な差が存在している。サイアート＝マーチは、目的は、経営者ばかりでなく従業員や他の利害者集団を含めた組織のバーゲニング・プロセスを通じて達成される点を強調した。それは、「経営者の」というよりは「組織的」な目的観に言及したものであった。サイド・ペイメントや逐次的な要求の充足により、組織連合体の対立を解消することによって、組織は存続し、併せて、そのような調整過程の結果、企業の目的は決定されると見たのである。彼らの目的観は、「組織体に目標があるのではなく、人間が目標をもつにすぎない」とするものである。行動科学者の間でほぼ共通するとみられるこの目的観は、サイモンの場合、必ずしも厳格に当て嵌まらないような幾分微妙な表現で説明されている。彼は、「大部分の公式組織に典型的な階層構造に照らせば、組織目標を、とくに、上級レベルでの役割を規定する制約集合および探索基準の意味で用いるのが適切である」として、やや限定された意味ではあるが、利潤を企業の主要な目標と看做している。ここでは、組織の上級レベル・トット・マネジメントの役割の重要性と絡めて目的が理解されている。実際、対立する利害者集団の間のコンフリクト解消は、交渉過程を通じて自動的に結果すると考えるよりは、利害調停者による意識的な調整を通じて解決されると考える方が自然であろう。そして更に、この利害の調和は、利他的な動機というよりも、むしろ調停者た

財務目的の特質

財務目的の特質

る経営者の利己的な動機の高揚から生ずるものと考えられるのである。この点は、むしろ、業務的な意思決定問題の性格を強くもつサイアート＝マーチの理論に対して、戦略的な意思決定を強調するアンソフ(H.I. Ansoff)の議論⁽¹⁷⁾の中で一層明確化されることから明らかであろう。

ところで、サイモンが企業の全般的な目標として利潤について言及したからといって、そのことが、直ちに、サイモン目的論と伝統的な企業目的論とが同一次元で論じられるということを勿論意味するものではない。サイモンの目的論にみられる最も興味深い問題は、組織目標の理解に関わる側面である。彼は、組織目標を、「意思決定者の動機と間接的にしか関係しないような組織的役割を課された制約、或いは制約集合を意味するものとして使用するのが便利であろう」と述べている。⁽¹⁸⁾ ここには、企業目的論に関して、二つの興味深い問題が提起されている。第一に、サイモンは、大部分の企業が営利追求の行動コースの探索に関連した意思決定過程のネットワークを通じて活動し、多くの副次的な制約を伴う利潤の追求を志向する、と論じている。⁽¹⁹⁾ ここでは、利潤目的は、意思決定メカニズムの中の多くの制約の一つにすぎない。即ち、彼の目的論は、手段―目的の連鎖として把握される複合的な目的階層論に他ならない。サイモン目的論について第二に注目すべき点は、「組織的な決定については、我々は、満足すべき行動コースを規定する制約の殆どではないが多くが、組織的役割に関係し、それ故に、その役割を引き受ける個人の動機とは間接的にしか関係しない」という点である。⁽²⁰⁾ 経営者の決定は彼が組織内で引き受ける役割から派生するが、その役割は、彼の動機と限定的に結び付くにすぎない。従って、組織的役割との関係で問題となる経営者動機を理解する際に、包括的な動機を前提にする必要は何らなく、ただその部分集合のみを問題にすればよい。この意味で、組織的決定における制約集合、即ち組織目的は、組織的役割

を媒介にして、個人的動機と間接的、部分的に結び付くにすぎないのである。

企業の行動理論の枠組みから導かれる重要な帰結は、企業目的を制約集合として議論することの必要性であり、一元的、究極的な企業目的にのみ関心を寄せることが必ずしも適当でないという認識である。市場レベルでの企業行動を検討する場合のように、全般的な経営的意思決定が問題となる場合はともかく、独特の具体的な政策決定、とりわけ財務決定のような重要ではあるが、「より特定のレベル」の政策決定を問題にする場合には、このことはとくに留意すべき点であろう。更に、特定の政策決定を論ずるにあたって問題になる目的が、組織的役割に対応した個人的動機の部分集合のみに関係するという指摘は、経営者の観点からの目的理解を一層容易にするのに役立っている。経営者の動機面から企業行動を研究しようとする「経営者理論」の多くが、しばしば、企業の存続や成長を主要な目的として分析の中に組み込むのも理由のないことではない。

- (1) Blumberg, P. L., *The Megacorporation in American Societies*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc., 1975
〔中村瑞穂監訳『巨大株式会社——その権力とアメリカ社会』文真堂、昭和五十五年〕邦訳二二五頁。
- (2) 山下竹二『日本はなぜ株価が高いのか』東洋経済新報社、昭和六〇年、五八頁。
- (3) Donaldson, G., *op. cit.*, in Andrews, V. L., *et al.*, *op. cit.*, p. 579.
- (4) Kemper, T., *et al.*, *op. cit.*, p. 152.
- (5) Donaldson, G., *op. cit.*, in Andrews, V. L., *et al.*, *op. cit.*, p. 580.
- (6) *Ibid.*, p. 581.
- (7) *Ibid.*, p. 583.
- (8) Williamson, O. E., *op. cit.* 邦訳二九頁。

財務目的の特質

財務目的の特質

- (9) Donaldson, G., *op. cit.*, in Andrews, V. L., *et al.*, *op. cit.*, pp. 584—586.
- (10) *Ibid.*, p. 598.
- (11) Grossman, S. J. and J. E. Stiglitz, "On Value Maximization and Alternative Objectives of the Firm", *Journal of Finance*, 32 (May 1977), pp. 389—402. Radner, R., "A Note on Unanimity of Stockholders' Preference Among Alternative Production Plans: A Reformulation of the Etern-Wilson Model", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 5 (Spring 1974), pp. 181—84.
- (12) 例えば「スパンニング (spanning) の条件」と断言されるのがよくある。これは、取引が行われず、また、企業が生産計画が他企業の生産計画の一次結合として成立する、という必要を満たさぬ。Grossman, S. J. and J. E. Stiglitz, *op. cit.*, p. 390.
- (13) Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (October 1976), pp. 305—60. Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5 (July 1977), pp. 147—75.
- (14) March, J. G. and H. A. Simon, *Organizations*, New York: John Wiley & Sons, Inc., 1958 (十回改訂版『ノー・ホーリィー・シモンズ』、昭和五十一年)° ただし Simon, H. A., "On the Concept of Organizational Goal", *Administrative Science Quarterly*, 9 (June 1964), pp. 1—22, in Ansoff, H. I. (ed.), *Business Strategy*, Harmondsworth: Penguin Books Ltd., 1969, pp. 240—61.
- (15) Cyert, R. M. and J. G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall, Inc., 1963 (松田武彦、井上恒夫訳『企業の行動理論』、シモンズ社、昭和四十一年)°
- (16) Simon, H. A., *op. cit.*, in Ansoff, H. I. (ed.), *op. cit.*, pp. 259—60.

- (17) Ansoff, H. I., *Corporate Strategy*, New York: McGraw-Hill, Inc., 1965 (広田寿亮訳『企業戦略論』産業能率短期大学出版部、昭和四十四年) 邦訳四六頁において、アンソフは、「サイアートIIマーチの目的論は戦略的な問題よりも、むしろ業務的な問題に限定されていると述べている。彼の意図するところが、管理者の観点からする企業の目標であることはいふまでもない。

(18) Simon, H. A., *op. cit.*, in Ansoff, H. I. (ed.), *op. cit.*, p. 259.

(19) *Ibid.*, p. 260.

(20) *Ibid.*, p. 259.

四、財務目的論の展開

ウィリアムソンの経営者裁量の理論⁽¹⁾は、以上の経営あるいは企業目的論に対する行動科学的アプローチよりする重要な一つの展開と看做することができる。彼の議論は、ボーモル (W. J. Baumol)、マリス (R. Maris) 等とともに、所謂「経営者理論」の系譜に属する研究として、しばしばみられがちである。しかし、その内容に即してみれば、それは「経営者論的」というよりは、はるかに「行動理論的」な性格をもつ議論である。彼はまず、企業を一つの「連合体」として取り扱うことの正当性を承認し、その連合体メンバー間のコンフリクトの解消、調整こそが、企業存続の必要条件と考えている。しかし、サイアートIIマーチは連合体メンバーを互いに対等と考えたのに対し、ウィリアムソンは、「存続が当面の関心事でない場合」という条件を付けながらも、経営者を連合体メンバーの中でのドミナントな存在として、むしろ、そこに焦点を合わせた論を展開している。⁽²⁾「経営者は情報に優先的に接近でき、調整を計り、イニシアチブをとる代理としての役割から、ごく当然に、経営者がこの

財務目的の特質

財務目的の特質

第一の位置を占める⁽³⁾ことになる。彼の経営者論的観点の強調には十分な根拠があるように思われるが、その主張はなお控え目な推測との感じがしないでもない。企業が存続を前提とする限り、経営者職能の意義は、企業存亡の危急の際にもなおその重要性を失うものではないであろう。

ウィリアムソンの提起した一層重要で興味深い問題は、経営者の動機とその行動とを、「経営スラック」概念を軸として結び付けようとする問題意識である。⁽⁴⁾経営スラックは、サイアートIIマーチの「組織スラック」の単なる表現装い上の代替物にすぎないものである。しかし、ウィリアムソンとサイアートIIマーチとの間には、その意図において、若干のズレが感じられる。サイアートIIマーチは、「過程のリアリズム」に注意しすぎる余り、行動の背後にある動機づけの問題を直接取り扱っていない。これに対し、「動機のリアリズム」を重視するウィリアムソンの場合には、経営者動機と一層密接な関連をもった概念として経営スラックが論ぜられている。しかし、そういった若干のズレがみられるものの、この概念によって、彼の理論は、「行動理論」との絆を明示的に強めているのである。

さて、動機は組織的役割と関連し、その意味で部分的に問題となるにすぎない。もしそうであれば、その部分的関連の中から、各動機あるいは目標のリストを識別し、特定化することは、比較的容易であろう。いま、組織と環境との間の相互作用に着目し、その連関や態様を組織のコンテキストと呼ぶことにすれば、組織的役割がこの「コンテキスト」から直接、間接に影響を受けることは避け難い。あるいはまた、そのコンテキストを操作することが、組織的役割であるといえなくもない。利害調停者としての経営者の動機をこの組織的コンテキストと結び付けて考える場合には、(1)組織的コンテキストがどのような欲求の充足を必要としているか、また(2)組織的

コンテキストはどのような欲求をつくり出すか、といった点が判断の根拠を与えることになる。ウィリアムソンは、経営者動機を以上の観点から、俸給、安全性、優越性、そして専門的能力の四つに求めている。⁽⁵⁾ そのような動機の確認は、他の多くの論者の観点とほぼ共通するものである。ただ、ウィリアムソンにあっては、企業目的としての存続を、むしろ各動機充足の手段と看做している。しかし、それは、「視点の相違」に関わる問題であらう。経営史家のチャンドラー(A. D. Chandler, Jr.)は、経営者の役割に関する彼の歴史的研究から、「職業的経営者は、経営上の意思決定において、どちらかというと、現在の利潤を極大化する政策よりも、企業の長期的な安定と成長に有利な政策を愛好する」と述べている。⁽⁶⁾ 企業の長期的な存続能力の維持という目的(動機)は、ウィリアムソンの主張にも関わらず、経営者の計画と行動の指針として、むしろ積極的に、その主要目標に含めて考えるべきであらう。企業の存続は、それ自体一つの目的として、組織的コンテキストの整序と規制のための必須の条件をつくり出している。それは、経営者の役割に課された主要な責任であり、任務である。

以上のような分析上の基本的視点や概念から、具体的な財務目的の内容を明確化することが可能となろう。中心的な検討課題は、経営者動機に関連した存続、安全性、優越性等の抽象的で相対的な概念を、一つの操作可能な概念(代理変数)に置換することである。ウィリアムソンは、経営者動機が経営者の「費用選好」の中に反映されると説明し、この費用選好の結果、経営スラックが生ずることを明らかにしている。⁽⁷⁾ 彼の問題提起は、財務目的論にとってもきわめて示唆に富む議論を提供している。費用選好の糸口を与えたサイアート・マーチの組織スラックの場合、それは、連合体メンバー間のバーゲニング・プロセスを通じて自然発生的に蓄積され、環境の変化に応じて増減する一種の緩衝機能を果たすものとして認識された。⁽⁸⁾ しかし、ウィリアムソンにあっては、む

財務目的の特質

しろ、そのような組織スラックのある部分が、経営者の動機と密接に結び付いた費用選好の結果、主体的、意識的に実現されるものとして解釈されてくる。これは、経営者の観点を強調するウィリアムソンの立場からすれば、ごく当然の論理展開といえる。そこで、そのような問題意識の延長線上で、費用選好の概念を更に財務目的論に適用し、展開することは可能であろう。財務目的論の範疇でウィリアムソンの経営スラックに関係づけ得る概念は「財務スラック」である。これは、企業—環境間の緩やかな結合の結果、企業活動の効率的運営に必要な以上に準備された財務的資源を意味する。組織と環境とが緩やかな結び付きに立つというごく自然な前提の下では、組織的コンテキストの様々な程度の不安定性や不確実性が、経営者動機の充足とも絡んで当面する重要課題として自覚されている。財務スラックがそのような不安定性や不確実性を回避し得る安全弁として機能し得るなら、それは、企業の存続ばかりでなく、とくにコンテキストがつくり出す安全性の欲求を充足するものとして注目されることになる。財務スラックは、組織的コンテキストの調整の過程で、自然に、無意識的に創出される。しかし、ここでは、経営者独自の立場から、コンテキストの制御を通じて、意図的、政策的に形成される側面に注目する必要がある。それは、経営財務戦略の一環として、独特な役割を演ずるものと認識される。

しかし、この財務スラックを中核的な概念とした財務目的論の展開にとって、なお粗上りのせなければならぬ困難な問題が残っている。それは、経営者の視点が如何に強調されるからといって、経営者の立場で組織的コンテキストがすべて規制され、整序されることはないという点である。ウィリアムソンが経営者の役割に対して注意深く限定を加えたように、組織のバーゲニング・プロセスは、潜在的に絶えず有効に働いており、危急の場合には、いつでも激しいコンフリクトの発現を顕在化させる可能性を孕んでいる。それ故、戦略的目標としての

財務スラック、即ち財務的資源の蓄積は、社会結合体としての組織の内部的利害調整と無関係には論ぜられない。この議論の最後の結びの輪は、近年、ドナルドソン等の展開した問題解決のための有用な一連の研究によって与えられた。⁽⁹⁾それは、一言でいえば、組織メンバーの対立する利害調整を資金の需給関係の均衡問題として理解することである。これは、財務政策の範疇からする「組織的問題」への解決の試みとして注目される。

財務目的あるいは指導原理は、企業を各種利害者集団から構成される社会結合体とみる以上、何よりも、対立する利害、価値観の調和を可能にし、実現しなければならぬという制約を受ける。ここで利害者集団という場合、それは、ドナルドソンとローシュ(D. Lorsch)⁽¹⁰⁾に倣って、資本市場、製品市場、それに組織という三つのグループに分類しておくことが便利であろう。これら三つのグループは、それぞれ独自の目的や価値観をもって企業活動に貢献している。彼らの貢献が企業の存続や成功にとって必須のものであればある程、彼らの要求する各種の目的や価値観は、調整過程を通じて統一された企業目的の中に色濃く反映されることになる。この調整過程は、利害者集団相互間での交渉過程を通じて自動的に進行するとみるよりも、むしろ、調整過程の責任を主体的、意欲的に担う経営者の役割に一層傾注するというのがここでの基本的立場である。

経営者職能の専門化は、近代的企业における主要なメルクマールの一つである。その役割は、曾て、パーリとミーンズが論じたような「社会的な利害調整責任」と内容的に必ずしも同一視することはできないものである。企業の一構成母体としての組織グループの中には、経営者自身が重要な構成メンバーとして含まれている。経営者自身が利害者集団の主要メンバーである以上、彼らの手による利害調整が、完全に公平に行われる保証はない。むしろ、経営者の目的ないし価値観は、企業目的の統一化過程で重要な役割を演ずるものと予想される。セ

財務目的の特質

ルズニク (P. Selznick) は、(組織の) 価値を創造し保護するのに、エリートが重大な役割を演じる、と述べている⁽¹¹⁾。ここにいうエリートとは、専門職業集団と同義であり、ここで問題にしている経営者 (集団) それ自身を指す。彼らは、組織内部の権力関係を、環境からくる圧力との融和を計りながら均衡させねばならず、更には、彼ら自身の創造になる価値や独自性の維持に関して積極的な役割を演じなければならない⁽¹²⁾。このような経営者職能のもつ本質的な特徴は、財務決定の具体的内容や性格に重大な影響を与えるものであろうし、またそれを基本的に規定するものであろう。

ところで、この経営者職能の内容が、単なる利害調整機能とは異なる一層主体的な性格のものであるとするなら、その経営者職能の意味が改めて問われなければならない。この点で、ドナルドソンが示した定義は、とくに注目に値する。彼は経営財務的な問題意識に即して、経営者職能を、「現在および将来の企業戦略に適合するように裁量可能な資金のインフローとアウトフローを管理する能力」と規定した⁽¹³⁾。彼のこの定義は、財務目的の何たるかを既に想定した議論としてきわめて重要かつ積極的な意味をもっている。ドナルドソンにあっては、企業の究極的な目的は、株主の富ならぬ企業の富の極大化に求められる。企業の富とは、「ある一定の計画期間を通じて経営者が戦略目的のために利用し得る購買力の全体」である⁽¹⁴⁾。その現実的な形態は、現金、信用それに財・サービスを統制し得る購買力の全体である。要するに、ここでは経営者にとって自由裁量の余地の大きな資金量の増大こそが、究極的な経営財務の目的、即ち指導原理として採用されたのである。企業の富は、資金フローの適合維持を通じて実現される。従って、この財務的決定ルールは、資金需給の時間的、金額的適合関係の維持を論じた旧来の財務的均衡の原理に類似する考え方といえる。しかし、ドナルドソンが構想したのは、資金フロー

の単なる金額的な収支均衡ではなく、資金フローの収支管理を通じて、同時に、各種の利害調整の実現をも計ろうと意図する点で優れた問題意識をもっている。利害者集団のそれぞれの要求は、各種の財務指標（投資収益率、留保率、負債比率、あるいは売上成長率など）の中に具体的に反映される。それら複合的な財務指標は、更に、資金需要関連の指標（売上成長率）と資金供給関連の指標（投資収益率、留保率、負債比率）に分類され、相互の関連を明確に定式化された上で、⁽¹⁵⁾ 包括的な財務指標として取り扱われる。この統合的な財務指標に含まれる各種の財務比率は、資金収支的な相互調整を通じて、全体の均衡を左右する。それは、究極的に、企業の富の極大化を志向し企業行動そのものに影響を及ぼすと考えられている。

ドナルドソン等が提起した資金フローの管理的調整問題については、少なくともここで次の二点について論及しておく必要がある。まず、彼の示した企業の富という概念は、企業の直接の支配下にあるような技術的、市場的、人的、そして財務的資源を含む全体としての企業の富である。それは、企業の市場ポジションや技術、製造過程、マーケティングおよび流通、そして事業運営における従業員の知識や熟練を含むため、慣習的な財務報告によって測定される富を超えている。⁽¹⁶⁾ 要するに、企業の富は、所謂「経営資源」とほぼ同一のものである。企業の購買力の総体をこの経営資源と結び付けて論じたドナルドソンの主張は、従来の財務理論の枠組みを超えた卓見といわなければならない。それは、経営者の資質を企業の借入能力を規定する重要なファクターと捉えたベンローズ（E. T. Penrose）の見方と同一の問題意識に立つものである。⁽¹⁷⁾ 金銭的には容易に捉えがたいその種の定性的財務要因は、組織—環境間のタイトな結び付きと、対称的合理性の世界観に依拠する正統派の財務理論の枠組みには馴染みにくいものであった。経営者職能、従って財務職能の理解は、企業および企業コンテキストの認識の

財務目的の特質

財務目的の特質

程度に深く関わっているのである。

さて、ドナルドソンの分析の中核に据えられた企業の富は、先に言及した財務スラックと類似する概念ではあるが、その範囲において広く、かつ包括的である。企業の富によって提起された企業の購買力における意味内容の拡張は、企業と環境との関係、とりわけ企業のコンテキストの重要性を改めて認識させた点で興味深いものである。しかし、それは、やはり、経営者の動機に重点をおいた全般的な戦略目的論の範疇での議論であった。これに対し、財務スラックを軸とした分析視点は、(目的) 制約集合に含まれる特定の具体的レベルの問題に対応するものであり、また、経営者動機の側面を重視しながらも、なお、その目的の生成過程にも関係づけた展開を志向するものである。

次に、ドナルドソン理論の枠格ともなる一層重大な問題は、利害者集団の様々な要求と複合的な財務指標との一義的な関連性の是非に関わるものである。選択可能な指標の範囲は広く、それに対応した資金需給均衡式も複雑多様であり得る。また、時間的な変動要因もその種の関連性に無影響ではない。以上のような限定を排除した場合でも、しかし、種々の対立する要求、価値観を、ドナルドソンの各種指標によって適切かつ完全に調整しきれぬものかどうか、という一層の疑問が残るであろう。ドナルドソンは、各種指標が、経営者の志向性と強調のシグナルである、と論ずることによって、この問題に対する答を準備した。⁽¹⁸⁾ この財務指標のシグナル効果については、ロス (S.A. Ross) による経営者インセンティブと絡めた興味深い研究がある。⁽¹⁹⁾ 情報の非対称性を前提とする場合、資本構成は、企業の収益分布について、市場に何らかの合図 (signal) を送るべく機能する。即ち、投資家は、経営者が期待効用を極大化する中で、未知のものとしての経営者の期待を推量することによって、その合

図Ⅱシグナルを解釈する。ロスインセンティブ・シグナル理論は、全体を貫いて、完全市場という特定のコンテキストを前提にしている点や、また、ロス自身認めるように「経営者の行動選択の可能性」を含めた理論的普遍化の必要など、問題はなお残っている。⁽²⁰⁾しかし、より重要なのは、連続的な時間経過の中での「有意義なシグナル」の伝達可能性である。この一層の情報問題への取り組みは、従来、「情報効果」という観点からやや曖昧な意味関連しか与えられていなかった財務問題を、より説明力のある枠組みの中で再構築するためにも必要である。

財務シグナル理論については、未だ十分な理解は得られていない。しかし、それにも拘わらず、財務指標が「シグナル」あるいは「シンボル」効果をもち、何らかの意味作用を果たすとする見解は、十分説得力のあるもののように思われる。もしそうであれば、各種財務指標は、経営者インセンティブと利害者集団の諸要求とを結ぶ媒介項として意味のある操作変数となるに違いない。一方における資金フローの需給均衡と、他方における利害調整との統合の必要が、このような財務指標のもつシグナル効果に関連づけて論じ得るものとすれば、以上の財務シグナル理論は、既述した財務スラック概念とともに、財務目的論の中核的な概念装置を提供する。

(1) Williamson, O. E., *op. cit.* において展開された理論を(二)ではとくに念頭においている。彼の理論のヒュッセンスはまた、サイアート＝マーチの前掲書、第九章に収められた彼の論文の中にもみられる。

(2) 彼の「経営者理論」は、従って、経営者の動機を重視することになるが、それは、売上収入のような単一の変数というよりも、経営者の効用関数と呼ばれる合成関数に結び付けられるものとしている。

(3) Williamson, O. E., *op. cit.* 邦訳四五頁。

財務目的の特質

財務目的の特質

- (4) 「経営スラック」という言葉は、サイアー・トーマー・前掲書に所収の彼の論文の中で明示的に用いられた概念であり、一九六四年の彼の著書の中では、費用選好という概念によってより一般的に説明されている。
- (5) Williamson, O. E., *op. cit.* 邦訳三九頁。
- (6) Chandler, A. D. Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1977 (嶋羽敏一郎・小林袈裟治訳『経営者の時代』上・下、東洋経済新報社、昭和五十四年) p. 10.
- (7) Williamson, O. E., *op. cit.* 邦訳四〇—四五頁。
- (8) Cyert, R. M. and J. G. March, *op. cit.*, p. 38.
- (9) Donaldson, G. and J. W. Lorsch, *Decision Making at the Top: The Shaping of Strategic Direction*, New York: Basic Books, Inc., 1983, 445頁。Donaldson, G., *Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goals System*, New York: Praeger Publishers, 1984.
- (10) Donaldson, G. and J. W. Lorsch, *op. cit.*, pp. 37—40.
- (11) Selznick, P., *Leadership in Administration*, New York: Harper and Row: Publishers Inc., 1957 (大野稔信訳『新訳 組織とリーダーシップ』ダイヤモンド社、昭和四十五年) 邦訳二二頁。
- (12) *Ibid.* 邦訳八四—八五頁。
- (13) Donaldson, G., *op. cit.*, p. 4.
- (14) *Ibid.*, p. 3.
- (15) 各種財務比率は、自立的成長方程式 (the self-sustaining growth equation) と呼ばれる公式の中に定式化され、統合された。この自立的成長公式は、各比率を資金フロー方程式の形に改めたものであり、次のように示される。

$$g(S) = r[RONA + d(RONA - i)]$$

但し、 $g(S)$ は売上成長率

r は留保率

$RONA$ は税引後純資産利益率

d は負債比率

i は利子率

な⁴⁶。左辺は資金需要関連の目標、右辺は資金供給関連の目標である⁴⁷。Donaldson, G. and J. W. Lorsch, *op. cit.*, pp. 57—58, Donaldson, G., *op. cit.*, pp. 64—66.

(16) Donaldson, G. and J. W. Lorsch, *op. cit.*, pp. 162—63.

(17) ペンローズは「会社の経営者の能力は大部分、会社が使っている企業者の用役の資質の関数である」とし、この企業者の能力と会社がつくり出す資金との間にはある関係があるとした。即ち、「資金不足に起因すると称せられる困難が、しばしば適切な企業者の用役の欠如にも起因するということである。なぜなら同様な環境において、企業者を異にする企業者の間で異なる結果が得られるからである」(Penrose, E. T., *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford: Basil Blackwell, 1959 (末松玄六訳『会社成長の理論(第二版)』ダイヤモンド社、昭和五十五年) 邦訳四七五—五二二頁。

(18) Donaldson, G., *op. cit.*, p. 30.

(19) Ross, S. A., “The determination of financial structure: the incentive-signalling approach”, *The Bell Journal of Economics*, 8 (Spring 1977), pp. 23—40.

(20) *Ibid.*, p. 38.

財務目的の特質