

# 現代企業の財務問題

岡 部 政 昭

## 1. 問題の所在

近年、日本の企業財務をとりまく環境は極めて厳しい状況にある。90年代に入ってからの株価暴落を受けて、それまで隆盛にあった企業のエクイティ・ファイナンスは一転して極めて難しい局面にぶつかった。株式市場は完全なマヒ状態となり、とくに発行市場はその機能を4カ月に亘って停止せざるを得ない事態にすら陥った。こうした厳しい環境のなかで、株価はその後も一本調子の低落を続け、最近では株式ブーム以前の水準にまで落ち込んでいる。発行市場は、エクイティ債について市場が再開された後も依然不調を脱しきれず、とくに時価発行増資に関しては、2年後の92年7月になってようやく再開の目途がたった有様である。

他方、実物経済の方も、「平成景気」とも呼ばれ長期にわたって持続した好景気が株式市場の混乱の煽を受ける形で反転し、ようやくかげりを見せはじめた。現在、企業は資金の調達並びに運用の両面で、全く見通しの立たない状況に置かれている。

以上の経営並びに財務上の困難に加えて、企業が熟慮しなければならない一つの問題に、最近にわかにか高まってきた企業の配当政策に対する批判がある。株式市場の活況時には、高株価の下でのエクイティ・ファイナンスによって、企業は低コストの資金を大量に調達することができた。その意味で、企業は近年の株式市場のブームから大きな恩恵を受けてきた。しかしその反面で、過去の配当政策に見られるように、日本企業の株主に対する利益還元は総じて全く不十分な状況にあった。最近の株価急落の下

で、そうした配当政策に対する不満が、日本企業の株主軽視の姿勢として批判を浴びる原因となったのである。

企業の配当政策が資本市場によって受け入れられなければ、資本市場を通じての資金調達の手も閉ざされる。企業の配当政策に関する理論的評価は、必ずしも投資家による現実的な投資判断と一致する保証はない。それに関わらず、投資家の利益に貢献し得るような企業の配当政策の意味が理論的に検討される必要があるだろう。問題の正しい認識がなければ、企業にとっての財務的困難は依然解消されることはないからである。

本稿は、最近の日本の企業財務が直面する問題を検討し、制度論的な観点からその現代的な課題と将来の展望を試みようとするものである。

## 2. 財務スラックと財務前提

まず初めに、日本の企業財務の発展段階を、「財務前提」と「財務スラック」という二つの概念を中心に考察することから始めよう。

企業の意思決定や政策決定は、全くの白紙状態や真空状態のなかで行われるのではなく、何らかの条件や環境状況がその前提にある。それら諸条件や環境条況は、企業によって異なり、また経済状態や時代背景によっても相違するであろう。しかし、ここでは多くの企業に共通し、同時にある一定の期間に互って企業行動を支配するような、一般的、支配的な諸条件・諸状況を考えたい。それら意思決定の背後にあって、当該意思決定を制約するような一般的な諸前提を「財務前提」と呼ぼう。この財務前提は、多くの企業の財務行動を支配し、また規制する財務規範としての役割を演ずるものと考えられる。

財務前提は、当然、時代背景や環境条件とともに変化する。そこで、企業の財務政策のあり方が、この財務前提との関係でどの様に変化してきたかを検討する必要がある。企業財務の基本問題の一つは、資金調達に際してのリスク（この場合、リスクとは、資金調達の条件、金額、それにタイミング

が、経営者の必要を十分に充足しない危険を意味している)を回避し、安定、確実な資金調達のを確保することである。そうした課題を達成するため、企業は、環境変動に対処するべく、内部的に一定の財務的余裕を維持し、財務能力の向上を図る努力をすると考えよう。ここでいう財務的余裕のことを「財務スラック」と呼ぶ<sup>1)</sup>。財務スラックは、環境の変動を吸収し、不確実性を最小化するための財務的工夫である。このやや抽象的な財務的資源を具体的に把握する方法は必ずしも容易ではないが、ここでは便宜的に「手元流動性と借入(調達)能力」の合計として、財務スラックを測定できるものと考えよう。

さて、企業は資金調達リスクを最小化するため、財務スラックをどのような形で構築してきたであろうか。この問題を検討するため、つぎに、企業の財務行動を時代背景に留意しながら発展段階的に整理し、財務前提と財務スラック構築との関係について簡単なスケッチを試みることにしよう。

戦後の日本の企業財務の発展を振り返るとき、とくに1950年代後半以降について、10年ごとに四つの発展段階を区分できると考えよう。10年ごとの各時代、即ち各発展段階には、それぞれの段階に特有の財務前提が対応しているはずである。

#### (1) 第一段階：メインバンク制と間接金融体制(1955~64年)

戦後の高度成長期は主に50年代後半から60年代初までの時期と考えられるが、ここでは1964年の不況に終る10年間を一括りにして、一時代を区切ることにしよう。この時代、日本の企業財務は、いわゆる間接金融システムのなかに組込まれ、メインバンク制<sup>2)</sup>およびそれと密接に結び付いた有担保原則を前提に機能してきた。メインバンク制および有担保原則は、この段階の財務前提の中核を占める重要な概念であり柱であった。企業は、この財務前提の下に、メインバンクとの間に密接な組織間関係を維持し、借入(調達)能力の向上を実現、ついで手元流動性の増大を図る形で財務

スラックを構築した。

## (2) 第二段階：市場指向型企業財務への準備段階（1965～74年）

65年の証券恐慌に始まり、74年のオイル・ショックに終わる10年は企業財務発展の第二段階である。内需主導型の高度成長が終焉し、資本自由化要請と証券恐慌で明けたこの段階は、旧来の閉鎖的かつ非市場的な企業財務が、オープンでかつ市場重視の企業財務へと移行するためのいわば準備期であった。この時期、企業財務を巡る重要な動向として、時価発行の本格化と株式持合いの急展開をあげることができる。額面割当増資の矛盾、それに自己資本充実と低コスト調達 の要求から時価発行増資に対する関心が急激に高まった。また資本自由化移行への秒読みとともに外資進出の対抗手段として、株式持合いをテコとした安定株主工作が活発化する<sup>3)</sup>。

時価発行と株式持合いによって特徴づけられた財務前提の下で、企業は低コスト資金調達ばかりでなく、結果的に内部資金の蓄積とさらには含み益構築の基盤をつくり上げた。財務スラック構築は、ここでは自己金融重視の企業財務を意図して進められたのである。

## (3) 第三段階：金融自由化・国際化の展開（1975～84年）

オイル・ショックの克服と、日米円・ドル委員会報告に象徴されるこの10年は、企業財務にとっても環境激変の、まさしく新しい時代の到来であった。金融自由化や国際化のための制度的準備が進み、企業財務が市場の評価あるいは競争原理にさらされる状況を前にして、企業も新しい対応を迫られた<sup>4)</sup>。即ち、財務スラック構築の前提となる財務前提が著しく変貌したのである。高度成長による資産形成、低成長下での減量経営への取組み、そして自己金融指向の財務スラック構築の結果、この時期、企業内部には豊富な余剰資金が蓄積されていた<sup>5)</sup>。70年代後半以降、日本の企業財務における自己金融比率の上昇はきわめて顕著であり、財務スラック構

築の上で余剰資金の果たす役割と意味合いは非常に大きかった。

財務スラック構築は、まず手元流動性の増大、次いで持株や土地の含み益など、バランスシートの資産価値をテコにした借入（調達）能力の向上の形となって表われ、その結果、手元流動性も十分厚くなった。

なお、第一段階に形成されたメインバンク制は、この段階に至っても依然維持されている。ただ、企業は他方で、資産価値をベースとした借入能力の向上も図ることによって、財務スラックのより多様で弾力的な活用を目指すようになったのである。第三段階の財務前提は、明らかに高度成長期のそれとは違った新しい局面に移行したのである。

### 3. 新しい「財務前提」

以上の企業財務の発展段階について、恐らく経済的な観点からは「財務コスト」の低下といった要因が働いていることは想像に難くない。メインバンク制を維持するコストが大きいことが、財務自立化と自己金融への傾斜を強めたとする解釈は大変魅力的なものである。財務コストとは、金利や配当のような資金利用の直接的な対価としての資金調達コストだけでなく、各種の不便コストや機会コストを含む広義の取引コストを意味する。それは、財務スラックを構築し、維持するコストともいえる。その種のコストを具体的に測定することは極めて難しいが、企業財務のあり方がそれによって影響を受けるであろうことは十分に予想されることである。

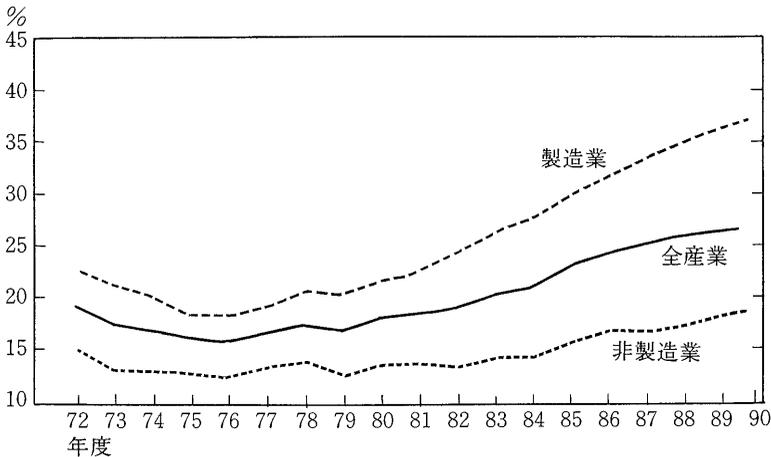
さて、企業財務の第四の発展段階は、80年代後半、それもとくに、株式市場の異常なブームとその崩壊を契機に台頭したと考えられる。80年代後半の「右肩上り」ともいわれた株価の一本調子の高騰は、90年代に入ってから急変、金融当局による政策スタンスの変化の煽も受けて急落に転じた。そして、1990年には、株式相場は遂に戦後最大の下げ幅を記録することになる。

この劇的ともいえる変化が企業財務に与えた影響を考える上で、とくに

重要なのは既存の財務前提の見直しの問題である。仮に財務前提の大きな変化を前提とした場合、そこで生まれる新たな財務前提は、内容的にいかなるコンセプトと特質をもち、旧来の財務前提といかに相違するであろうか。また企業財務をいかに規制していくであろうか。

70年代後半以降の日本の企業財務の状況を一瞥するとき、とくに注目すべき動向として、自己資本比率の顕著な上昇傾向をあげることができる(第1図を参照)。前述の企業財務の発展段階の少なくとも第二段階までは、日本の企業財務は間接金融システムとメインバンク制をはっきりと意識し、過度の銀行借入に依存した財務体質を構築していた。しかし、1974年のオイル・ショックを一つのきっかけとして、75年以降の新しい段階に入ると、日本の企業財務は従来の負債依存型経営を転換し、脱負債、エクイティ化への展開を積極的に推進する方向を摸索し始めた。その結果、自己資本比率は年をおって上昇し、最近では、かなりの企業が、欧米とりわけ米国企業と肩を並べるか、あるいはそれを超える水準にまで達している。こうした自己資本比率の上昇の意味を考えると、その展開は、企業財務

第1図 自己資本比率の推移



(資料) 「日本銀行月報」1992年3月号より作成

における新たな財務前提受容の動きを象徴したものと捉らえることができる。

そこでまず、自己資本比率上昇の背景にある幾つかの変化に注目しながら、企業にとって自己資本のもつ意味を検討することにした。なお、論議に先立ってつぎのことを確認しておこう。それは、企業に対して自己資本充実を要請する声はかなり以前からあった、という事実である。しかしそれにも関わらず、自己資本比率の上昇が本格化したのはようやく70年代後半以降になってからであった。このことのもつ意味については十分な考慮をする必要がある。

さて以下ではまず、70年代のオイル・ショック以降の新しい変化として、財務環境におけるつぎの三つの動向に注目しよう。

- ① 金融の自由化
- ② 企業財務の国際化
- ③ M&A の新展開

以上三つの動向はいずれも70年代後半以降、日本の企業並びに経済が直面した新潮流である。この時期、まず外にあっては、生産基盤の海外移転に象徴されるように日本企業の国際化がいよいよ本格化した。さらに金融機関の国際金融市場での活動も急激に拡大しつつあった。また内にあるのは、不況克服のための国債大量発行を機に、証券市場活性化の要求が俄かに高まってきた。加えて経営支配権の争奪を巡る様々な制約が「日本的経営」の特徴とも絡んで問題となった。そうした内外の諸条件が上記三つの動向と相互に関連し合いながら、企業の財務行動を根底から揺さぶり、大きな変革を迫る引き金となったのである。そうした目立った潮流のなかで、企業財務のあり方としては今後、メインバンク制の見直し、資本市場の活性化と調達源泉の多様化、格付および財務内容の透明性ないし公正性の確保、それに株主利益の重視など、従来の財務前提とはかなり異なる枠組みや発想を要求されることになった。

金融の自由化は、金融収益の機会や金融コスト引下げを巡って様々な革新や機敏な対応を誘発し、金利選好の意識を強めた。その結果、企業財務は絶えず高リスクの環境にさらされることになる。加えて、企業財務の国際化が大々的に進めば、金融取引の増大とも相俟って、企業財務の信用度に関するチェックがいっそう厳しいものとなる。さらに、内外の M&A に対する関心の高まりにより、既存株主の利益を主張する声が一段と強まってきた。リスク回避の効果的な手段を用意し、企業の信用を高め、さらには株主利益の増大を図るために必要なことは、結局、企業財務の原点に立ち戻って、企業の自己資本のもつ重みを再認識すること以外にない<sup>6)</sup>。新しい財務前提の下での企業財務は、いずれにしても、自己資本充実と株主利益の増進を十分に意識した行動を採らざるをえなくなったのである。

こうした新しい時代に対応して、財務スラックの再構築を図ろうとする場合、それは新しい財務前提の枠組みに適合的な、しかも財務スラック構築に要する財務コストを最小化させる方向での選択が指向されなければならない。現在、企業を取り巻く資金調達環境はきわめて厳しい。実務界では、内部留保の厚みがこれまで以上に企業間格差につながるという厳しい認識すらでている。従って、今後とも、財務スラック構築にはいっそう神経を使わざるを得ない。しかしながら、ただ単に内部留保を厚くするだけでは新しい事態に対応できない。むしろ本業の収益力の如何が経営能力や財務体質の高い評価に連動し、結果的に資金調達コストの高低に繋がるといった点が考慮されなければならない。要するに、自己資本（株主資本）および自己資本利益率を重視する方向での企業財務再構築への努力が肝要なのである。

#### 4. 企業財務の課題

新しい「財務前提」が、自己資本重視の枠組みと整合的でなければならないとする要求を一応承認するとすれば、企業財務の現代的課題として基

本的に考えられることは、つぎの三つの問題である。

第一に、レバレッジの有効利用の問題。いわゆるレバレッジ効果の観点から、資本構成における負債利用の有効性について再検討が必要である。自己資本（株主資本）利益率の向上という観点からは、節税効果も含めて「適正な」負債利用の問題を考えなければならない。エクイティ債による株式がらみのファイナンスが短期的に一定の意義をもったことは確かであるが、ブーム期における過度のエクイティ・ファイナンスが、負債利用の効果を100パーセント引き出し、さらには自己資本利益の増大に貢献したファイナンスであったかどうかきわめて疑わしい。冒頭述べたように、株式市場のブーム崩壊後は、エクイティ・ファイナンスも急速に萎み、代わって企業は普通社債の発行に意欲的な取組みをしている。近年、普通社債市場の制度改革についての論議<sup>7)</sup>が活発であるが、これは社債市場の活性化という視点ばかりでなく、資金調達バランスを考えるという意味でも、企業財務の将来にとってきわめて有益といえる。

つぎに、企業財務情報の積極的な公開をあげることができる。株主利益の重視という立場から、企業資産の効率的活用を求める声は今後ますます強くなっていくであろう。そうした要求に応えるため、市場メカニズムによる裁定と評価の役割が一段と強化される必要がある。企業の真の経営能力を市場に正しく伝達し、また投資家の投資判断に役立つような情報開示の必要性が高まる。以上の観点から、最近多くの方面で議論されているIR (Investor Relations) 活動などは今後ますます注目される動きといえる。

最後にあげなければならないのは、資本コストを巡る問題である。資本コストは、企業財務の観点から、理論的には株主利益の増大に必要な最低利益率の意味で用いられる。株主利益（自己資本利益）が重視され、それに伴って企業の配当政策の変更、見直しが不可避となれば、少なくとも従来以上に資本コストへの配慮が必要となる。資本コストへの配慮は、現段階では配当政策の問題と関連してとくに重要な意味をもつ。

最近、大蔵省は、エクイティ・ファイナンスを実施する企業に対して、配当性向を厳しく監視していく旨の発表をした。しかし、配当性向の上昇は、株主利益の増大という点では、ほとんど実質的な意味をもたない<sup>9)</sup>。配当性向は、単純に一株当りの配当と利益との比率にすぎず、仮に配当は不変としても、利益が減れば、配当性向は高まるからである。

株主資本（自己資本）配当率<sup>9)</sup>の尺度を用いて問題を考えてみよう。株主資本（自己資本）配当率は、(配当÷自己資本)によって算出できる。この式をさらに展開して、

$$\text{株主資本配当率} = (\text{純利益} \div \text{自己資本}) \times (\text{配当} \div \text{純利益}) \quad \dots(1)$$

のように書き改めよう。右辺の第一項は自己資本利益率（ROE）を表わし、第二項は配当性向を意味する。(1)式はさらにつぎのように展開できる。

$$\text{株主資本配当率} = \text{総資産利益率} \times (1 \div \text{自己資本比率}) \times \text{配当性向} \dots(2)$$

この式は、株主資本配当率が結局、総資産利益率（ROA）、資本構成政策、それに配当政策の総和として決定されることを意味している<sup>10)</sup>。

新しい財務前提が自己資本指向の枠組みによって構築されるとすれば、(2)式の分母、自己資本比率は相対的に大きくならざるを得ない。この場合、(2)式からは、総資産利益率（ROA）を一定とする限り、配当性向を高めることが、イコール株主資本配当率の増大に繋がるのである。しかし、株主資本配当率は、本来、総資産利益率、資本構成政策、それに配当政策という三つの条件の総和に依存しており、配当政策単独で決まるものではない。自己資本重視の財務前提の下では、株主資本配当率の増大は、配当性向だけでなく、総資産利益率（それは即ち本業活動の成果でもあるが）の成果にもまた大きく依存している。要するに、自己資本の規律が、本業の業績に対する厳しい制約となり、同時にまた配当性向引き上げを促す強い条件となるのである。

自己資本の規律は、企業資産の運用効率に対する厳しい要求となり、投資の必要最低収益率、即ち資本コスト基準の充足を強く促すであろう。日

本企業はいま、資本コスト概念を正しく認識し、それを真剣に受止めるべき段階に入っている。以上の状況からは、配当政策に関する議論も、まず本業の業績と資本コストの関係を問題にし、その上で配当性向のあり方を検討するの でなければならない<sup>11)</sup>。

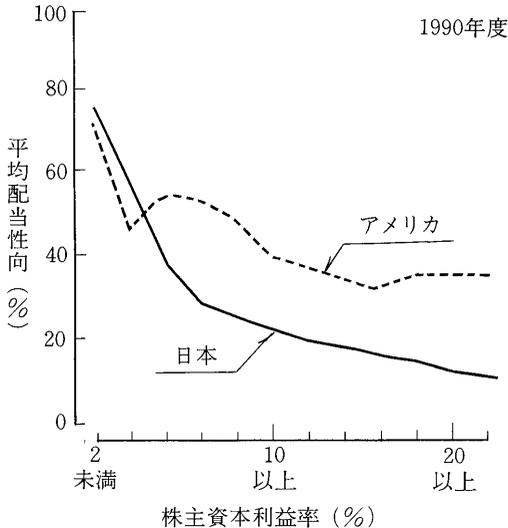
## 5. ステイクホルダー理論の視点

新しい財務前提が自己資本重視のものになるというのは、株式会社制度の本質に照らせば、一見きわめて奇妙な話である。今日の財産権制度の下では、株式会社の所有者は当然に株主であり、従って株式会社の経営も株主の利益に忠実に運営されるのが当然であって、改めて株主利益云々をいうのは全く理屈に合わないからである。それにも関わらず日本企業の場合には、周知の通り、いわゆる「日本的経営」の問題や株式持合いの関係もあって、株主の観点に立つ経営という側面は希薄になり、株主の問題は多分に曖昧さを残している。しばしば、日本企業は従業員共同体組織であるとする指摘がなされるのも、日本企業の本質が株式会社本来の要件と必ずしも整合的には捉えきれない側面があるからに他ならない。こうした状況下では、日本の企業財務において、自己資本の意味は従来決して大きかったとはいえ、従って、資本コスト概念の認識もきわめて乏しかった。

以上のような日本企業の資本コスト軽視の状況は、つぎの幾つかの傾向に明瞭に読み取ることができる。

まず、株主構成に占める個人株主の割合の時系列的な低落傾向を指摘できる。即ち、所有者別持株比率の時系列的な推移を見ると、戦後40年以上に亘って、個人株主の後退と事業会社並びに金融機関の持株比率上昇という顕著な傾向が読み取れる。こうした状況のなかで、日本独特の株式相互持合いがどのような役割を演じ、また企業財務にどのような影響を与えたかが、重要な意味を持つであろう。その場合、一つ言えることは、株式相互持合いが安定株主工作という意味を強化し、外部のとりわけ一般個人株主

第2図 株主資本利益率（ROE）と  
平均配当性向（全国上場会社）



(出所)「東証要覧 1992年版」東京証券取引所

反対に ROE が低いほど配当性向は高い。米国の場合は、ROE の上昇につれて配当性向は下がるものの、その低下傾向は日本ほどでなく、大体 40% 弱の水準で落ち着いている。日本の場合、平均配当性向は 30% 前後で推移しており、米国に比べて低位安定配当の傾向が顕著である。さらに、日本企業の場合、ROE も、配当性向も、ともに趨勢的には長期低落傾向にあった。ROE はこの 10 年間で見て、9.04% (1981 年) から 7.16% (1990 年) へと 2% ポイント近くも低下した。また配当性向は、最近若干の改善は見られるものの、一時は 27.6% (1989 年) にまで下がるなど、長期低落傾向は明らかである<sup>12)</sup>。

日本企業による資本コスト軽視の第三の兆候は、株主資本（自己資本）配当率の低落傾向に見出すことができる。最近 10 年の数字を見ても、3.58% (1981 年) から 2.24% (1990 年) へと一貫して低下を辿っている。これに対して、米国は大体 7~8% 台を維持しており、ビジネス・ウィーク誌のラ

の発言力を封じるといって機能してきたとすれば、それが与えた影響は功罪合わせて大きかったといえる。

つぎは、自己資本利益率 (ROE) と配当性向である。第 2 図は日米企業について、株主資本利益率と配当性向の関係を比較したものである。一見して分かるように、日本の場合、ROE が高くなるほど配当性向は低く、

ンキングによる上位383社平均で見ても8.9%と高い数字を示している<sup>13)</sup>。ちなみに、日本は同誌ランキング245社平均で2.5%にすぎない。株式投資の利回りは、確かに配当利回りだけでなくキャピタルゲインを含めた総合利回りで判断すべきであろう。しかし、先の配当性向の状況とも併せて考えてみると、少なくとも配当政策の観点からは日本企業に株主重視の姿勢は見られない。確かに、最近の株価ブームにより大きなキャピタルゲインの機会を得た投資家はいる。しかし配当利得を目指す投資家はほとんど報いられることはなかった。

自己資本重視の問題が単に配当政策の数字上の課題として解決されるなら、問題はそれほど複雑ではない。留意すべきなのは、資本コストが企業の国際競争力の観点から意味をもつ場合である。過去何度か行われた日米企業の経営比較において、資本コスト格差を日米企業間の競争力の差であるとする指摘がしばしばなされている。例えば、マイケル・ジェイコブス (Michael Jacobs) は、その著書 *Short-Term America* において、テキサス・インスツルメンツ社の J・ジャンキンス (Jerry Junkins) 会長の言葉を引用しながら、「日本の半導体企業は、その資本コスト上の優位性の結果、米企業より10億ドルも多くの投資を、R&D、工場、それに設備に費やすことができた。日本はアメリカから世界のマーケット・シェアの約10%を奪った」と指摘し、「日米企業の資本コストの間には確かにギャップがあり、日本の資本コストは米企業のその約半分にすぎない」と述べている<sup>14)</sup>。また、最近の IBM の減益決算の話題のなかでも、日本企業と比べた場合の配当負担の大きさ、即ち資本コストの大きさが IBM 苦戦の大きな原因であると指摘された<sup>15)</sup>。

仮に、資本コスト格差が本当に日米企業の競争力の差であるなら、日本企業はそのコスト優位を引続き維持しようとするであろう。即ち、従来の姿勢を転換する可能性は、恐らく短期的には全くないといってよい。もしそうだとすれば、自己資本重視の財務前提に直面して、日本企業は従来の

方向をいかに転換できるであろうか。あるいは、自己資本制約の前で、日本企業の国際競争力は相対的に低下せざるをえないのであろうか。以上の矛盾を解消する理論的な手掛かりとして、ここではステイクホルダー理論のアプローチによりながら、問題解決の緒を探ることにしよう<sup>16)</sup>。

企業行動を変革する力としては、資本市場の審判や外国からの圧力といった、いわゆる外圧だけでなく、企業の内部的な自己変革力にもまた留意しなければならない。内部的な自己変革力として、経営者リーダーシップ、取締役会、内部監査、それに企業文化、等々の諸要因が考えられる。そういった内部要因のどれが最も有効かを一義的に決めることは難しいが、企業行動を変革する力としては、それらの内的要因の働きにより大きな実効性が期待できる。

ステイクホルダー理論によれば、企業は、利害関係者がもつ相互に対立する各種権利（要求）の集合体である。それら権利（要求）は、配当、利子、税金、給与などの明示的なものから、企業の評判、品質期待、昇進期待のような暗黙のものまで様々である。それら対立する権利（要求）を調整していく過程で、各要求間にバーゲニング・メカニズムが働き、一つの均衡が実現される。配当性向の決定は、本質的にそうしたバーゲニング均衡の結果を反映したものと見なすことができる。

以上の議論のなかで、利害関係者ならびに彼らの要求はすべて企業の内部要因と見なされる。ここでは、バーナードが言う意味での「組織に対する貢献」の如何を基準に、組織の境界線を考えることが重要である。

さて、問題はバーゲニング均衡と企業価値との関係にある。企業は営利追求の経済主体であるから、企業行動を変革する力となり得るのは、企業価値に影響を及ぼす要因だけである。その場合、ある一時点のバーゲニング均衡状態を問うだけではあまり生産的とはいえない。バーゲニング均衡は多様な要因の相互作用の結果決まる。そして、その過程は複雑かつ動的な性格をもつ。従って、特定の時点におけるバーゲニング均衡の状態を問

題にしても意味がない。むしろバーゲニング均衡の過程や仕組みにもっと注目して、それが企業価値にどう影響するか十分に見定めるべきであろう。

ステイクホルダー理論の意義としてここでとくに指摘しておく必要があるのは、企業価値に影響を与えるバーゲニング均衡が、単に資本市場との均衡関係だけを問題にしているのではないという点である。バーゲニング均衡の形成には、株主以外にも、顧客、従業員など多くの利害関係者が参加する。それら内部の多様な利害の調整の如何が、企業価値を左右する要因なのである。この考え方を進めれば、つぎのような議論が成り立つ。即ち、企業価値は、期待キャッシュ・フローと資本コストの関係によって決まる。仮に資本市場の条件が一定であつても、バーゲニング均衡の如何が期待キャッシュ・フローの水準を左右する可能性がある限り、企業価値は影響を受けるのである。

以上の議論をそのまま受け入れる限り、例えば資本コスト基準をただ単に充足しただけでは、企業価値の向上には繋がらない。企業価値の真の向上のためには、企業の利害関係者全員の権利と要求について公正かつ適正なバランスを求め、安定的なバーゲニング均衡の実現に努める必要がある。短絡的な株主利益の追求は、却て株主の利害を損ねるだけである。

ステイクホルダー理論の観点から日本企業の現状を考えると、恐らくつぎの二つの問題が再検討されなければならないであろう。

- (1) 日本企業では、これまでバーゲニング均衡が一方に（とくに一般株主側と対立する方に）偏り過ぎ、しかもそれが余りに硬直的、固定的であり過ぎたのではないか。
- (2) 国際化の進展のなかで、利害関係者のメンバーが大きく変わることが予想される場面になれば、バーゲニング均衡の硬直性の問題が顕在化する。従って、今後、バーゲニング・メカニズムが自律的、弾力的に働くような仕組みを企業内部にセットする必要がある。

要するに、株主利益の増大という今日的課題にとって大事なのは、企業

全体の観点からは、単に配当性向を高めることではなく（それはシンボリックな意味をもつかもしれないが）、むしろバーゲニング・メカニズムが常に有効に働くような仕組みを企業内部にセットすることである。これはコーポレート・ガバナンスという一段と大きなフレームワークのなかで検討されるべき問題である。ただ企業財務の観点から、政策的提言としてもしえることがあるとすれば、とくに資本市場との関係では、株式持合いの再検討、格付けへの配慮、企業財務情報の一段の開示、M&A 環境への対応、といった要件が、企業価値そして株式利益への貢献という意味で今後ますます重要な課題になると思われる。

- 1) 企業財務における財務スラックの意義と役割については、拙著『現代の経営財務』同文館、平成2年を参照されたい。
- 2) メインバンク制とは、企業と銀行との間の緊密な金融取引関係を指す言葉として使われる。この関係のなかでは、メインバンクは企業に対してしばしば、融資順位で筆頭銀行の立場にあり、しかも金融取引だけでなく、資本結合や人的結合の面でも緊密ないわば「組織的關係」を維持している。こうしたメインバンク制が成立する事情には、金融市場における情報の非対称性や、企業の側での財務的逼迫に対する回避動機がある。
- 3) 資本自由化は、当時、財務体質の脆弱な企業にとって、とくに外資の攻撃目標にさらされるという意味で脅威であった。しかし、企業買収のターゲットとなるのは、いつの時代でも常に経営内容の良好な優良企業である。その意味で、外資に対抗するため真っ先に安定株主工作に乗り出したのが、自動車産業であったことは大変興味深い。
- 4) オイル・ショック前後の各5年間について、企業の財務行動を比較すれば明確な変化の様子を読み取れる。つぎの表は、1975年を界とした前後5年について、わが国企業の資金調達の違いを見たものである。

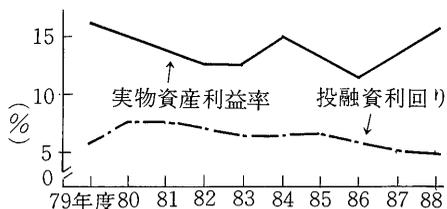
	1970～74年	1975～80年
株 式	3.1%	5.4%
社 債	1.3	3.0
長期借入金	18.5	12.2
短期借入金	21.1	25.2
内 部 資 金	23.8	43.6
そ の 他	32.2	13.2

一見して分かるように、オイル・ショック後の企業の財務行動は、自己金融依存型になっている。この他、株式、社債による直接金融への傾向が若干見られるのと、長期借入金の減少に見られるように対銀行関係の変化の様子が感じられる。

- 5) この時期、財務体質の改善の決め手となったのは、徹底した合理化による経費節約であった。人件費削減、在庫圧縮、それに金利負担の軽減などを中心とした固定費削減努力により、内部資金の蓄積が図られたのである。拙稿「日米企業の資本構成比較」(『産業経営』第14号、早稲田大学産業経営研究所、昭和63年)を参照。
- 6) 近年、エクイティ・ファイナンス盛況のなかで、とくに海外市場でのエクイティものの起債が目立った。手続きが簡単なことや、発行コストが安いことが大きな理由であったが、そうした海外起債が可能であるためには、企業の財務体質の健全性や経営内容の良好さが重要な要件であった。そこで、例えば起債条件の決定などの場合、自己資本比率の大きさはかなり重大な意味をもったのである。
- 7) 拙稿「社債発行市場と制度改革」(成城大学経済学部創立四十周年記念論文集『経済と文化』新評論、1992年)を参照された。
- 8) 日本証券業協会は、このほどエクイティ・ファイナンスを実施する際のルールとして、新しい利益配分ルールを発表した。新ルールでは、発行企業は、配当性向を30%以上か、またはROE 8%以上でしかも株主資本配当率2.4%以上を、どちらの場合も少なくとも3期間に互って維持すべきことを義務づけている。配当政策に関するルールで、単に配当性向だけでなく、ROE や株主資本配当率にまで言及したのが興味深い点である。
- 9) 株主資本配当率の概念は米国には見当たらない。ここではキャピタル・ゲインを考えず、企業財務の立場を強調するために用いた。株主利益を企業の配当政策の観点から考えるための代理変数として有効である。
- 10) ROA については、分子に純利益、分母に総資産利益率をとっている。対応関係はないが、新しい「財務前提」の下で純利益が重視され、また企業財務の課題としてレバレッジの有効利用が図られることを前提にして、この尺度を採用した。
- 11) 80年代後半について、企業の資産構成の変化を見ると(全産業ベース)、固定資産2.27倍に対して有価証券は2.37倍と最も伸び率が大きい。同じ時期、例えば87、88年という株式ブーム期の実物投資需要と資金調達との関係は、87年が資金需要100に対し資金調達159、88年は資金需要100に資金調達192と、いずれも実物投資を大きく上回る資金調達が実施されている。

上の数字と照らし合わせてみれば、超過調達分のかなりの部分がいわゆる財テクに回わされたことは確かである。他方、つぎの図から明らかなように、過去10年間の実績で見ても、実物投資の収益率は絶えず投融資（財テク）利回りを上回っている。以上見る限り、最近の企業行動は資金運用の効率化からはほど遠い状況にあった。

製造業の実物資産利益率と投融資利回りの推移



(注) 東証1部上場の製造業が対象。合併などでデータに連続性のない企業を除く。年度換算。

(出所) 日本経済新聞、1990年5月3日。

- 12) 『東証要覧 1992年版』東京証券取引所、62～65頁。
- 13) *Business Week*, 1992年7月31日号。
- 14) Micheal Jacobs, *Short-term America*, Harvard Business School Press, 1991, pp. 176～177。プレストウィッツも、その著書『日米逆転』のなかで、日米逆転の最も重要な理由を資本コストの差であると指摘している。C. V. プレストウィッツ Jr. 著／国弘正雄訳『日米逆転』ダイヤモンド社、昭和63年、240頁。
- 15) 日本経済新聞、1991年4月12日。なお、1991年度決算ではIBMは大幅減益、純収益は赤字に転落したが、それでも配当利回りは5.3%と、富士通1.5%やNEC1.0%など日本のライバル企業とは比較にならない高水準にある。
- 16) スタイクホルダー理論については、拙稿「企業財務とスタイク・ホルダー理論」(『産業経営』第16号、早稲田大学産業経営研究所、平成2年)を参照されたい。

(付記) 本稿は、財団法人石井記念証券研究振興財団より助成を受けた研究「我が国の証券制度と企業金融」(平成2年度)における研究成果の一部をなすものである。