

タイトル	経営財務の基本的視座と株主価値創造経営
著者	赤石, 篤紀; Akaish, Atsunori
引用	北海学園大学経営論集, 9(1): 43-62
発行日	2011-06-25

経営財務の基本的視座と株主価値創造経営

赤 石 篤 紀

第1節 はじめに

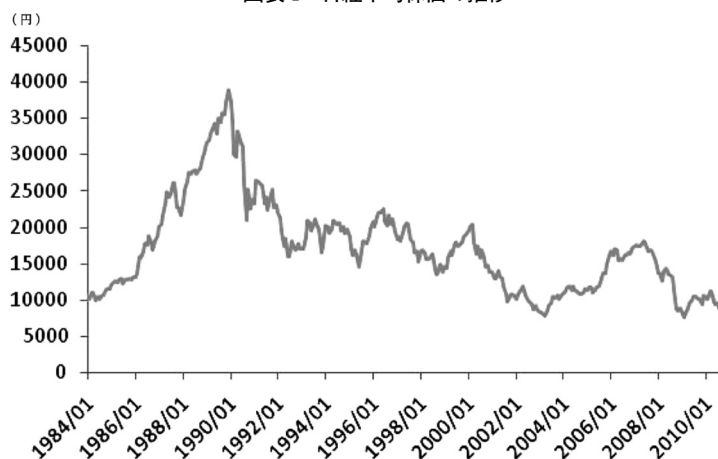
1990年を境に、日本企業を取り巻く環境は大きく変化する。右肩上がりの成長は終わりをづけ、企業業績は悪化、「Japan as No. 1」を自認した時代は過去のものとなっていった。1989年末に38,957.44円を付けた日経平均株価も、これ以降、下落の一途をたどることとなる(図表1)。後に、この時代を指して、「失われた10年」と呼ばれることとなる。

他方、日本企業の後塵を拝していた米国企業は90年代に躍進を果たす。80年代の業績悪化、株価の低迷の中で、敵対的な乗っ取りの脅威と機関投資家からの圧力に晒された米国企業の経営者は、株価に目を向けざるを得

なくなっていた。また、この時期に株主と経営者の利害を一致させるために導入されたストック・オプション制度が経営者の株価重視の姿勢をより鮮明なものとする。その結果、80年代半ばより、「企業価値の創造」、「株主価値の創造」が志向されるようになり、米国企業はダウンサイジング、アウトソーシング、リストラクチャリングを図り、株価の向上に励むこととなる。

そして、90年代半ばには、インターネットに集約されるニューエコノミーの勃興があり、米国経済を勢いづけた。株主価値重視の思想が色濃い時代に生み出されたこれら企業の創業者もまた、株主価値重視を標榜する(Kennedy, 2000)。株主価値重視の姿勢は、2001年のエンロン事件、ITバブルの崩壊に

図表1 日経平均株価の推移



よって幾分水を差されるものの、長らく続く好景気と株価上昇に支えられ、大きく揺らぐことはなかった（図表2）。

苦境に喘ぐ日本、躍進する米国という時代背景の下、日本企業の中にも米国に倣い、株主価値重視の経営を標榜する企業が現れるようになる。また、グローバリゼーションが進展し、外国人投資家の持ち株比率が年々増加していく中で、日本企業でも、望む、望まざるにかかわらず、米国発の株主価値重視の経営が求められるようになっていった。こうした中、日本でも、株主の立場から企業の資本調達や投資行動、配当政策を考える学問領域である経営財務（コーポレート・ファイナンス）に対する関心が高まっていった。

しかし、2008年、リーマン・ショックを契機とする金融危機、その後続く世界同時株安、景気後退の中で、状況は一変する。市場原理主義、株主価値重視の経営といった、これまで信奉されてきたパラダイムに対する不信と批判が高まり、株主価値重視の姿勢を理論的な面で支えてきた経営財務に対しても懐疑的な目が向けられるようになっていく。

本稿では、こうした時代背景を念頭に置きながら、経営財務の考察対象や企業観を概観

し、同理論を援用した形で展開された株主価値重視の経営、株主価値創造経営について再考することとする。

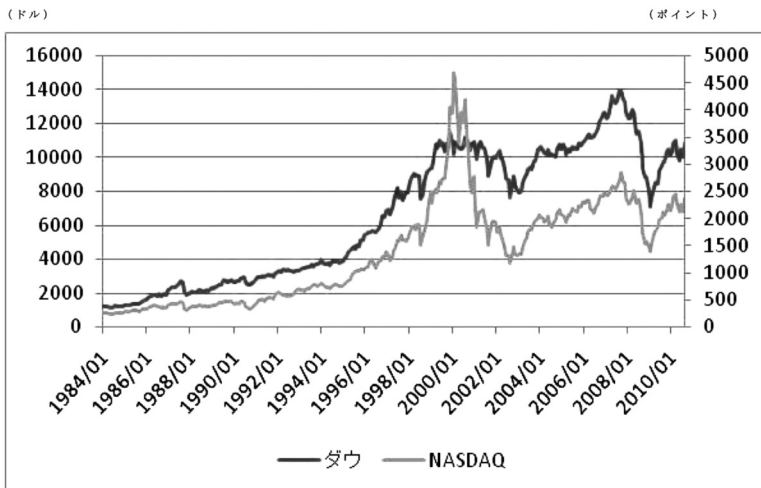
第2節 経営財務の理論展開

1. 経営財務における議論の対象

企業は存続と発展のために、激しく変化する環境の中で様々な意思決定をしなければならない。その中でも、広くカネに関わる財務的意思決定を議論の対象とするのが経営財務である¹。

さて、企業が事業を行い、成長していくためには、工場や設備などの有形資産への投資や、ソフトウェア、研究開発などの無形資産への投資が必要となる。そして、これらの投資によって、企業の事業内容が決まり、将来の利益構造が決まる。そのため、これらの投資決定が第一義的に重要な財務的意思決定となる。経営財務においては、投資プロジェクトの評価方法が議論され、正味現在価値（net present value：NPV）法が推奨されている。また、近年では、投資プロジェクトの柔軟性を考慮に入れて評価すべく、金融オプションの評価モデルを援用したりアル・オブ

図表2 米国の株価指数の推移



ション評価法 (real option) が展開されている。

次に、企業が考える投資プロジェクトを実行していくためには、資金が必要となる。株式を発行して株主から資本を調達するのか、それとも銀行借入や社債発行による他人資本を調達するのか、さらには株主資本 (自己資本) と他人資本をどのように組み合わせて調達していくのかなど、長期の資本調達決定が企業にとっての重要な意思決定となる。このような問題意識の中で、経営財務では、モジリアーニ&ミラーが提示する資本構成命題 (Modigliani and Miller, 1958, 1963) を軸に、最適資本構成に関わる議論が展開される。

加えて、企業の存続のためには、従業員や原材料納入業者、金融機関、国・地方公共団体などの様々な利害関係者に、約束した給料や代金を期日までに滞りなく支払うための短期の資本調達 (いわゆる資金繰り) も重要な財務上の意思決定となる。上記のような短期と長期の資本調達決定が、企業にとって、投資決定に次ぐ重要な財務的意思決定となる。

そして、種々の利害関係者への支払いを終えた後に、株主に残される純利益のうち、どれだけを株主への配当金として支払うのか、またどれだけを再投資のために企業内に留保するのかという配当政策もまた重要な財務的意思決定となる。また、近年では、株主への利益還元策として、自社株買いの効果についても議論されるようになってきている。

以上のように、経営財務の基本的なテーマは、大きく投資決定と資本調達、配当政策に分けることができる。そして、これらに付随するサブテーマが、適宜、取り扱われることになる。

2. 議論の前提条件

(1) 企業価値

先にみたように、経営財務においては、広くカネに関わる意思決定を議論の対象とする。

意思決定を議論の対象とするということは、種々の意思決定の是非を問うことに他ならないため、これらの判断を行うための基準、是非を決めるための基準が必要となる。

「企業における財務的意思決定は何を基準にしてなされるべきか」、さらに言えば「何を目的に財務的意思決定を行うべきか」は、企業目的とも密接に関わる問題となる。経営財務では、意思決定のよりどころとなる企業目的を、企業価値の最大化と考え、議論を展開している。

経営財務の文脈でいう企業価値とは、(1)式のように、企業が諸活動を通じて、将来的に資本提供者 (株主、債権者) にもたらすフリー・キャッシュ・フローを、資本提供者の要求利益率である加重平均資本コストで割り引いて合算することで与えられる¹⁾。そして、バランスシートの借方側に着目して、企業価値をとらえる場合、(2)式に示すように、①事業価値 (企業が営む事業が生み出すキャッシュ・フローの割引現在価値合計) と、②非事業用資産 (遊休資産や余剰現金や有価証券など) の価値の合計として定義される。図表3は、これら企業価値概念を図示したものである。

$$\text{企業価値} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

ただし、

FCF_t = t 期のフリー・キャッシュ・フロー

$WACC$ = 加重平均資本コスト

$$\text{企業価値} = \text{事業価値} + \text{非事業用資産の価値} \quad (2)$$

ここで、(1)式の加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital: WACC) は、目標とする自己資本比率と負債比率 (時価ベース) をそれぞれ w_D と w_E 、負債コストを k_D 、自己資本コストを k_E 、税率を τ とすると、(3)式で与えられる。

$$WACC = w_D \times k_D(1 - \tau) + w_E \times k_E \quad (3)$$

FCF_t^{Equity} = 株主に帰属するフリー・キャッシュ・フロー

(2) 企業価値の最大化 = 株主価値の最大化

企業がt期に生み出す FCF_t は、その帰属先（株主、債権者）によって、(4)式のように分解できる。図表4は、企業が資本を調達し、それを投資し、諸活動を行い、フリー・キャッシュ・フローを生み出すまでの流れ、さらには資本提供者への成果の分配までを示したものである。

$$FCF_t = FCF_t^{Debt} + FCF_t^{Equity} \quad (4)$$

ただし、

FCF_t^{Debt} = 債権者に帰属するフリー・キャッシュ・フロー

よって、(1)式の企業価値は、以下のように書き換えることができる。

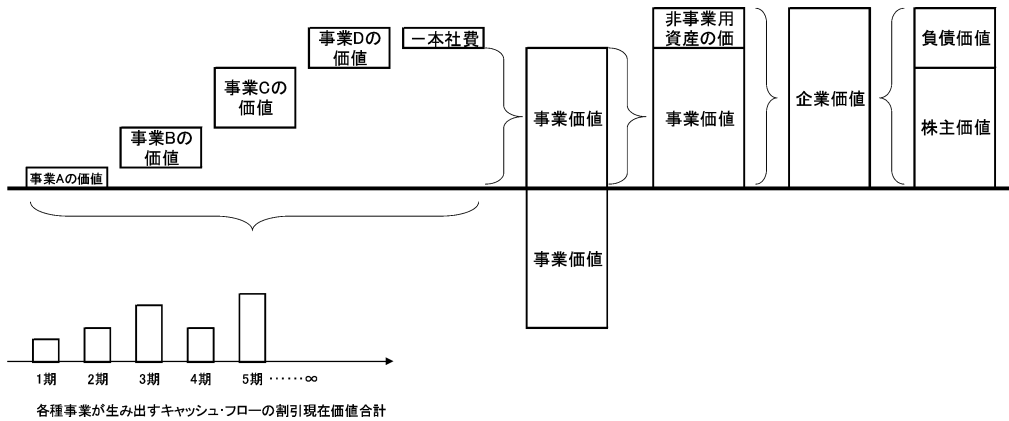
$$\text{企業価値} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k)^t} \quad (1)\text{再掲}$$

$$\text{企業価値} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t^{Debt} + FCF_t^{Equity}}{(1+WACC)^t} \quad (5)$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t^{Debt}}{(1+k_d)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t^{Equity}}{(1+k_e)^t} \quad (6)$$

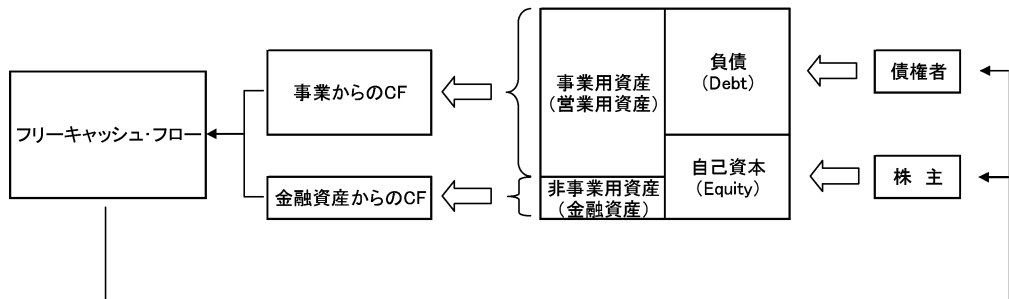
(6)式右辺1項目は、債権者に帰属するおカネの割引現在価値であり、負債価値と呼ばれる。そして、右辺2項目は株主に帰属するおカネ

図表3 企業価値概念



図表4 資本調達→投資→事業活動→成果の分配

貸借対照表



の割引現在価値であり、株主価値と呼ばれる。結果、企業価値は、以下のようにも表現できる。

$$\text{企業価値} = \text{負債価値} + \text{株主価値} \quad (7)$$

(7)式に示すように、企業価値は、負債価値と株主価値の総和として表現できる。そのため、企業価値の最大化といった場合、それは負債価値ならびに株主価値を最大限に高めることに他ならず、事業を通じて資本提供者に提供できるキャッシュ・フローの大きさと質を改善することを意味する。

このうち、負債については、あらかじめ契約により、分配されるキャッシュ・フローの大きさが、利息および元本償還という形で決まっている。そのため、負債価値はほとんど変動しない。これに対し、株主に帰属するキャッシュ・フローの大きさは、事業成果に依存する。したがって、負債価値がほとんど変わらないとするならば、企業価値の最大化は、結局のところ、株主価値の最大化を意味することになる。

3. 株主価値の最大化＝株価の最大化

(1) 株主価値と株価の関係

株主価値を発行済株式数で割ると、1株当たりの株主価値が得られる。また、1株当たりの株主価値は、1株を保有する株主が受け取るキャッシュ・フローの割引現在価値で表現でき、これが株式の理論上の価格(株価)ということになる。ここに、「企業価値の最大化＝株主価値の最大化＝株価の最大化」という関係が成立することになる。

ところで、ファイナンス理論に基礎をおく経営財務では、株式市場をはじめとする資本市場を、完全市場と考え、論を展開する¹¹⁾。完全市場が想定される場合、市場で観察される株価は、理論上の株価と一致する。それゆえ、企業価値は、以下の(7)式でも表現できることになる。

$$\text{企業価値} = \text{負債の時価総額} + \text{株式の時価総額} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \text{株式の時価総額} &= \text{株価} \times \text{発行済株式数} \\ \text{株価} &= 1 \text{株当たりの株主価値} \end{aligned}$$

ここに、株価が株主価値、企業価値の代理変数として捉えられることになり、いわゆる株価向上が企業の第一目的として主張されることになる。

(2) なぜ、企業価値の最大化なのか

では、なぜ経営財務においては、企業価値、さらにいえば株主価値の最大化が企業目的として与えられるのか。なぜ、株主の立場に立って意思決定を論じるのであろうか。

その1つの理由は、資本主義経済下での株式会社の究極的な支配権がその所有者にあり、所有者たる株主が取締役を選出できるからである。取締役によって構成される取締役会は企業経営の意思決定機関であり、取締役会において代表取締役社長や最高経営責任者(CEO)が任命される。株主は自分たちの利害を損なう人を取締役として選出することはなく、株主の視点に立った経営を行うことを、取締役やCEOに期待する。ここに、株主の立場に立って経営を論じる1つの理由づけがなされる。

そしてもう1つの理由が、株主が残余請求権者であり、残余リスク負担者である点に置かれる。従業員や供給業者、債権者といった利害関係者の貢献に対して支払われる対価は、契約により事前的に固定請求権(fixed claim)として確定している。よって、これらの支払いは企業の業績のいかんに関わらず支払われなければならない。これに対して、株主への配当は残余利益であり、これら固定請求権者への支払いが全て行われた後に、余りがあれば分配される。この残余利益が多い企業は資源をそれだけ効率的に利用している企業といえる。また、残余利益が存在すると

いうことは、株主以外の利害関係者に対する固定的な支払は完了しており、彼らの欲求は満たされた状態にあるともいえる。その上で株主をも満足させる残余利益を生み出せる企業は、株主を含めた全ての利害関係者の欲求を満たしているということになる。それゆえ、数ある利害関係者の中でも、特に残余請求権者である株主の視点に立った意思決定を論じようとするのである^{iv}。

また、企業が倒産した場合には、まず固定請求権者への支払いが優先的になされ、株主は最劣後の請求権者としての地位が与えられているにすぎない。株主は残余請求権者としての側面だけでなく、残余リスク負担者の側面も併せ持つ。そのため、株主を企業経営の最大のリスク負担者と考え、株主総会における議決権を通じて、企業経営への重要な監視権を与える。

第3節 経営財務の人間観および企業観の展開

経営財務では、「企業価値の最大化」を企業目的と置き、同目的を達成するような財務的意思決定を問題とする。ここでは、経営財務の議論の深化に影響を及ぼしている2つの学派、すなわち新古典派経済学と新制度派経済学（中でもエージェンシー理論）の企業観をみていくことにする。

1. 新古典派経済学の人間観および企業観

(1) 新古典派経済学における人間観

ファイナンス、そしてその脈絡の中で論じられる経営財務は、新古典派経済学から派生した領域であり、その特徴を色濃く残しながら展開されてきた。新古典派経済学では、様々な仮定を置いて、市場の役割やメカニズムについての理論展開がなされる。その中でも、特に人間の行動特性に関する仮定として、効用最大化仮説と完全合理性の仮定が重要な

役割を果たす。

前者の効用最大化仮説とは、全ての人間は自身の効用（満足）を最大化するように行動するというものであり、後者の完全合理性とは、全ての人間は完全な情報収集、情報処理、情報伝達の能力をもち、その能力を用いて完全に合理的に行動するというものである。これら2つの仮定により、「完全に情報を収集でき、収集した情報を完全に処理し、その結果を伝達できる完全合理的な人間が、効用を最大化するために行動する」という人間観が形成されることになる。そして、特に完全合理性の仮定が成立する世界においては、人間は他人をだまして自己利益を追求することはできなくなる。なぜなら、全ての人間は、相手の行動を完全に知ることができるためである。

(2) 新古典派経済学における企業観

さて、上記の仮定に従う人間により、企業が構成されるとしよう。そのような場合、各構成員はそれぞれ固有の目的を持っていたとしても、企業内でそれを追求できず、仮にそのような行動を取ったとすれば解雇されることになる。なぜなら、完全合理性の仮定のもと、株主（経営者）は、全ての構成員の行動を完全に監視できるからである。

ここに、企業の行動と株主の行動は同じものとなり、企業の行動や意思決定を考える場合に、その構成員の欲求や利害を考える必要はなくなる。そして、企業は、「完全合理的」に、「利潤最大化」する経済人として擬人化され、単純化されることになる。

この流れを汲み、1960年代半ばまでの経営財務においては、企業の所有者たる株主にとって最適な意思決定モデルが議論され、展開されることになる。とりわけ、投資決定においては、NPV法に代表される株主価値の創造目的に合致するような投資決定手法の精緻化が試みられる。なぜなら、完全合理性の

下、正しい意思決定モデルさえ提示できれば、正しい意思決定がなされると考えられたからである。また、資本調達決定や配当政策においては、完全合理性を前提とした完全資本市場を想定した議論が展開された。そして、その仮定を緩めた議論を行う場合にも、税金の存在や取引手数料の存在を加味するものであり、人間観や企業観そのものについての仮定が緩められることはなかった。

2. 経済人モデルへの批判

(1) 合理性に対する批判

上記のような経済人モデルに対しては、経営学の領域より批判が投げかけられる。例えば、サイモン (Simon, 1961) は、「人間は完全合理的な経済人ではなく、人間の情報収集、情報処理、情報伝達能力は限定的であり、人間は限定された情報の中でしか合理的に行動できない」と指摘し、限定合理性 (bounded rationality) に従って行動するとした。また、サイアート&マーチ (Cyert and March, 1963) は、企業は、株主や従業員、債権者や顧客、供給業者といった様々な利害を有する参加者の集合体であり、組織内では様々なコンフリクトが発生し、それをいかにして解決するかが重要な問題であるとした。

(2) 所有と経営の分離：経営者支配の問題

バーリ&ミーンズ (Berle and Means, 1932) は、巨大企業においては、所有と経営の分離 (separation of ownership from management) が起こっており、新古典派経済学が考えるように、利潤最大化行動が取られていないとした。

彼らによると、小規模企業では、企業を所有し、利益を得る権利、企業を経営する権利は、出資者 (株主) に集中する。しかし、企業が大きくなると企業経営は複雑となり、全ての機能を専門化することが効率的となる。このような状態では、単に出資者であるだけ

では企業を効率的に経営できなくなり、ここに専門経営者が登場することになる。とはいえ、出資者数が限定されたこの段階では、出資者が人事権を持っており、経営者は出資者の忠実な代理人に留まっている。しかし、企業がさらに巨大化すると、株式は広く多くの株主に分散し、いかなる単一の株主も企業を支配するだけの株式を十分に所有していない状態となる。この段階に至り、会社を実質的に支配しているのは株主ではなく、株式を持たない専門経営者となる。そして、所有者である株主と支配者である経営者との利害は互いに異なるために、経営者は単なる株主の代理人ではなくなるとバーリらは指摘した。

彼らのいうように、米国企業では、株式の高度分散化とともに、所有と経営の分離が起こり、経営者支配の現象が観察されるようになった。例えば、ポーモル (Baumol, 1959) は、経営者の報酬や名声が売上高に關係していることに着目し、売上高最大化仮説を展開する。また、マリス (Marris, 1963) は、経営者が、物的、人的、知的資源の蓄積に関心を持ち、成長率の最大化を試みるとする企業成長率最大化仮説を展開した。これらの研究に代表されるように、経営者はもはや株主の単なる代理人ではなく、株主とは異なる目的、利害を持った主体であることが証明されることになる。

3. エージェンシー理論

(1) エージェンシー理論の枠組み

以上のような時代背景から、完全合理性の仮定を緩めた理論枠組みが展開されることになる。その1つが、いわゆるエージェンシー理論と呼ばれるものである。エージェンシー理論では、人間行動について、①全ての人間は効用最大化行動を取るが、その利害は必ずしも同じではない (利害の不一致)、②全ての人間は情報収集、情報処理、情報伝達能力限界があり (限定合理性)、③相互に同じ情

報を持つとは限らない（情報の非対称性）、という仮定が導入される。

そして、同理論では、利害の異なる関係者間の関係を捉えるために、プリンシパル（principal：依頼人）とエージェント（agent：代理人）からなるエージェンシー関係という概念を導入する。ジェンセン&メックリングは、エージェンシー関係を、ある者が（プリンシパル）が他の者（エージェント）をして、彼らプリンシパルのために何らかのサービスを遂行させる契約と定義し、それはエージェントに対する意思決定権限の移譲を伴うものであるとした（Jensen and Meckling, 1976, p.308）。

（2）エージェンシー理論における企業観

エージェンシー理論の枠組みの下で、企業は、契約の束（nexus of contract）として捉えられる。この契約の束という概念は、組織を各種の取り決めおよび個々の組織成員相互の間の合意の集合、すなわち1つの法的擬制と捉える考え方である（Milgrom and Roberts, 1992, 訳書 p.21, p.367）。より具体的にいえば、企業を、経営者を中心とする個人間の契約関係の集合の連鎖として機能する法律上の擬制として捉えるものであり（Jensen and Meckling, 1976, p.310）、経営者と部品供給業者、従業員、株主、債権者、顧客と双務契約を交わす法的擬制として捉える企業観である^v。この概念の下、株主は経営者に企業の経営権を移譲し、経営者が株主の忠実な代理人として企業経営を行い、また経営者の忠実な代理人として、部門管理者や従業員が種々の業務を行うことになる。

新古典派経済学のように完全合理性の仮定を前提とする場合、企業は契約に基づき、株主の利害に即して動くことになる。なぜなら、完全合理性の下では、株主は経営者の行動を完全に監視することができ、経営者は全ての構成員の行動を完全に監視することができる

からである。よって、プリンシパルとエージェント間の利害が一致しなくとも、企業では契約に即して「株主価値の最大化」目的に合致した意思決定が行われることになり、株主以外の利害関係者の利害を考える必要はなくなる。

しかし、完全合理性の仮定を緩めると、プリンシパルたる株主の利害を理解するだけでは十分ではなくなる。なぜなら、プリンシパルとエージェントの利害は一致せず、両者の間に情報の非対称性が存在する場合、契約は存在するものの、エージェントがプリンシパルの不備に付け込んで、悪徳的に自己利益を追求する機会主義的な行動を取る可能性があるからである。この種の行動がもたらす非効率な資源配分現象としては、逆選択（adverse selection）やモラル・ハザード（moral hazard）が知られ、総じてエージェンシー問題と呼ばれる。ここに、企業経営において、どのようなエージェンシー問題が存在するのか、またこの新しい企業観に立った場合に、従来までの議論がどのように修正、展開されていくのかが新たな問題として提起されることとなった。

第4節 エージェンシー理論に基づいた議論の深化

1. 企業におけるエージェンシー問題：利害関係者間の対立

（1）所有と経営の分離…株主と経営者の利害対立

企業内のエージェンシー関係の中で最も重要で、最も着目されるのが株主と経営者の関係である。経営者のエージェンシー問題は、経営者と株主の間に利害の不一致、情報の非対称性が存在するために生じる問題であり、所有と経営の分離が進展する中で、より顕著なものとなっている。先にみた売上高最大化仮説、企業成長率最大化仮説以外にも、以下

のような問題が指摘される。

1つは、経営者自体が利益を生み出すような企業ではなく、より大きな企業を経営したいという帝国建設の選好を持っており、この選好により過大投資が助長されるというものである (Williamson, 1964; Donaldson, 1984; Jensen, 1986, 1993)。また、帝国建設の選好は、経営者が自身の帝国が立ち行かなくなるリスクを低減するための、不必要な多角化などの形でも現われる (Amihud and Lev, 1981)。

2つめは、交差助成 (cross-subsidization) 問題である (Scharfstein and Stein, 2000)。交差助成問題とは、好業績を上げている部門が、撤退すべき不採算部門に補助金を与える非効率な資本配分問題をいう。経営者が株主に忠実なエージェントである場合、効率性の観点から資本配分を行うので、この種の非効率な資本配分問題は生じない。しかし、経営者が株主の忠実なエージェントではなく、不採算部門への資本配分に個人的なコストを感じない場合、不採算部門が補助金を受け、保持されることになる。

3つめは、コミットメントの段階的拡大 (escalation of commitment) である。全社レベルでの資本配分に責任を持つ経営者には、業績や将来の見通しが悪い事業部門にも投資を行い続けるインセンティブが存在する。なぜなら、経営者の評判や地位は、彼らが承認し決定する各事業部門への投資がどの程度成功するかにかかっているからである。そのため、経営者は、「不採算部門でもいつかは業績が回復して、自分の当初の意思決定が正しかったことが証明されるであろう」との希望的観測に基づき、業績の悪い事業部門への投資を継続してしまうことが多い。

(2) 負債の導入…株主と債権者の利害対立

株主と経営者の関係に次いで取り上げられる機会が多いのが、債権者と経営者のエー

ジェンシー関係である。債権者と経営者の間に生じるエージェンシー問題を理解するために、まずは両者の利害の相違点を確認しておく。

債権者は企業資産に対して株主よりも上位の請求権を有するが、将来、請求できる金額は、あらかじめ契約で定められた利息と元本に限定されている。そのため、企業が高利益を生み出したとしても、受け取ることができる金額は変わらない。よって、債権者は自身の提供する負債資本をハイリスク・ハイリターンプロジェクトに投資されることを嫌う。

一方、株主は負債に対して自身の出資額を限度とする有限責任を負うが、債務弁済後に残る資産に対しては無制限の請求権を有する。このため、株主は、負債資本をハイリスク・ハイリターンプロジェクトに投資することを好む。なぜなら、プロジェクトが失敗し、企業が倒産しても、株主は有限責任であり出資額にのみ責任を負うだけであるのに対し、ハイリスク・ハイリターンの投資が成功すれば、より多くの利益を得ることができるからである。

そして、企業経営において、企業に関する情報をより多く持ち、実質的な意思決定を行うのは、経営者である。経営者が株主の忠実な代理人と想定し、株主と経営者の利害が一致すると考えると、負債が導入された場合、経営者が実施プロジェクトを相対的にリスクの高いものに変更する、資産代替 (asset substitution) 問題が提起されることになる (Galai and Masulis, 1976)。

負債の導入により、資産代替問題が提起される一方で、NPV がプラスのプロジェクトが不採用となるという、過少投資 (underinvestment) 問題も提起される (Myers, 1977)。この問題は、負債が存在する場合、新たな成長機会への投資意欲が減退される可能性があるために生じる。

負債が存在しない場合、新たに自己資本を調達し、成長機会への投資によって、企業価値は増大する（条件により、企業価値＝株主価値）。そのため、NPVがプラスの案件は実行されることになる。他方、既に企業内に負債が存在する状況の下で、当該投資に必要な資金を全て自己資本によって賄う場合でも、この投資の実行により、負債がないときと同じだけ企業価値は増大する（条件により、企業価値＝負債価値＋株主価値）。通常、企業価値が増大すれば、倒産の可能性が減少するから、負債価値は上昇する。すると、成長機会への投資が企業価値の増大をもたらしても、負債価値の増大をもたらすのみで株主価値の増大をもたらさないようなケースも考えられる。そのような場合には、当該投資が実行されず、負債がゼロであれば行われたであろう有利な投資が採用されないことも起こりえる。これがマイヤーズのいう過少投資問題である。

2. エージェンシー問題の抑制

(1) エージェンシー・コスト

上記のようなエージェンシー問題の発生によって生み出されるコストは、エージェンシー・コスト（agency cost）と呼ばれる^{vi}。ジェンセン&メックリングによると、エージェンシー・コストは、大きく3つに分けられる（Jensen and Meckling, 1976, pp.308-310）^{vii}。

1つめは、プリンシパルによる監視費用（monitoring cost）である。これは、エージェントの行動を観察し、コントロールするためにプリンシパルによって支払われる費用であり、より具体的にいえば、モニタリング制度、インセンティブ制度の導入に関わる諸費用が該当する。

2つめは、エージェントによる保証費用（bonding cost）である。これは、エージェントがプリンシパルに損害を与える行動を取らないことを自らが保証するために支払う費

用である。監査や特定の外部報告手続きを経た財務諸表の公開や、銀行からの役員の受け入れなどがこれに該当する。

3つめの残余損失（residual loss）は、プリンシパルがエージェントと同じ情報と能力をもっていたら行っていたであろう意思決定と異なる決定を、自己利益を追求するエージェントが行うことによって、プリンシパルが被る価値の損失をいう。

そして、エージェンシー問題の緩和、これらエージェンシー・コストの削減が論じられることになる。

(2) 株主と経営者のエージェンシー問題の緩和

株主と経営者の間に利害の不一致があり、情報の非対称性が存在することを前提にすれば、経営者の非効率な行動を事前に抑制し、効率的な経営を行わせるためには、何らかの仕組みが必要になる。そのために、どのような仕組みや制度が有効かを考察することが、近年のコーポレート・ガバナンスの重要なテーマであった。そして、エージェンシー理論、とりわけ同理論を援用する経営財務の脈絡の中で、ガバナンス問題を取り上げる場合には、プリンシパルとして株主を置き、エージェントとして経営者を置き、株主の存在を最重要視するという前提を置くことになる。

株主と経営者の情報の非対称性を緩和し、両者の利害を一致させるために取りうる方法は、以下の2つに大別される^{viii}。1つは、経営者を監視し、けん制することで、経営者をコントロールする方法であり、敵対的買収と株主行動主義（shareholder activism）を通じた株主による直接的な規律付けや取締役会を通じた規律付けが含まれる。もう1つは、株主と経営者の利害を一致させるために、経営者にインセンティブを付与し、自己コントロールさせる方法である。ストック・オプション制度に代表される報酬システムの導入

や、自社株の保有などがこれに該当する。

(3) 株主と債権者のエージェンシー問題の緩和

先述したように、株主（経営者）と債権者の利害は、原理的には一致しないし、債権者と経営者との間には情報の非対称性も存在する。そのため、債権者が自身の提供する資金を効率的に利用させるためには、両者の情報の非対称性を緩和し、両者の利害を一致させる必要がある。そのための仕組みとして、以下のような制度の存在が、理論的に支持されることになる。

1つは、特定の債権者（銀行：メインバンク）による大量の資金の供給である。経営者が債権者を刺激し、債権者がモニタリングの度合いを強めると、その費用は高い資本コストになって返ってくる。少量の資金提供ならば影響も少ないが、多量の資金提供を受けている場合にはそうはいかない。そのため、経営者は、資本コストを節約するための保証行動を採ることになる。つまり、自らの潔白を証明するために、自発的に自分自身を抑制しようとするのである。例えば、経営者が積極的に財務諸表を公開したり、自発的に銀行から役員を受け入れたり、取引口座を集中したりするといった行動がこれにあたる。

もう1つは、債権者が同時に株主となる方法である。これにより、債権者であると同時に株主でもある存在により、経営者は株主と債権者の調整された利害に従うことになる。例えば、株式や社債を購入できる機関投資家や、株式を扱うと同時に融資もできるドイツのユニバーサルバンクのような制度がこれにあたる¹⁸。また、株式への転換権を付与した転換社債の発行も、債権者と株主の利害対立から生じるエージェンシー問題を緩和する1つの方法とされる。

3. エージェンシー・コストの存在を考慮に入れた財務的意思決定

さらには、エージェンシー問題、エージェンシー・コストの存在が意思決定に与える影響についても論じられることになる。

(1) 資本構成問題：トレード・オフ仮説

「資本コストを最小にするような、最適な資本調達の見合わせはあるのか」という企業の資本構成問題に対して、モジリアーニ&ミラーは、①完全市場では、資本構成は企業価値に何ら影響を与えず、最適資本構成は存在しないということ、そして②税金が存在する世界では、負債比率を高めるほど、企業は負債の節税効果を楽しむことができるので、企業の総資本コストは低くなり、その分だけ企業価値が高まるという理論的帰結を導いた（Modigliani and Miller, 1958, 1963）。

これに対して、ジェンセン&メックリングは、エージェンシー理論を援用した形で、最適資本構成に関わる議論を展開する。先にみたように、負債利用に伴い、債権者と株主との間の利害対立は深刻なものとなる。そのため、債権者は、負債比率の上昇とともに、債券の価値を低く評価し、エージェンシー・コストを負債コストに転嫁するようになる（Jensen and Meckling, 1976, pp.334-337）。結果、負債利用に伴い、ある水準までは負債の節税効果が働いて企業の総資本コストが減少するものの、一定の水準を超えて負債利用を進めると、負債の節税効果以上にエージェンシー・コストの上昇度合いが大きくなり、負債コストが上昇、企業の総資本コストも上昇する。このように負債利用には、節税効果というプラスの面だけでなく、エージェンシー・コストの発生というマイナスの面があり、両者はトレード・オフの関係になっていることが示される。これを、トレード・オフ仮説という。

このように、エージェンシー問題を考慮に

入れると、最適な負債利用のあり方、企業の総資本コストを最小にする最適資本構成の存在が示唆されることになり、多くの企業が自己資本と負債の利用度合いのバランスに目を向けながら資本調達を行っている現実を理論的に裏付けられるものとなる。

(2) 配当政策：フリー・キャッシュ・フロー仮説

エージェンシー理論を援用したものに、配当支払が支持されるという仮説、フリー・キャッシュ・フロー仮説と呼ばれるものがある。例えば、ジェンセン（Jensen, 1986）は、経営者が裁量権を有するフリー・キャッシュ・フローを多く有する企業ほど、配当政策をめぐって経営者と株主の利害対立が深まる傾向にあることを指摘する。なぜなら、経営者は、株主への配当支払いを減らし、使用や処分当たって特別の拘束を受けない内部留保を増やし、それを種々の投資に振り向けようとする動機づけを持つ。それは、場合によっては、不採算投資につながる可能性も有する。そのため、株主の側に立てば、配当と内部留保による効果に違いがなくとも、また税務上のマイナス効果を考えると配当は好ましくはなくとも、エージェンシー・コストを減じるため、配当を求めることになる。

また、類似の考え方に、負債の規律付け効果と呼ばれるものがある。つまり、負債の発行により、利息支払いが求められるので、その分だけフリー・キャッシュ・フローを減らし、経営者による機会主義的な行動を制限する効果が見込めるとする。

第5節 株主価値創造経営

所有と経営の分離、それに続く経営者支配の下、1970年代から80年代にかけて、経営財務の領域ではエージェンシー理論の枠組みに基づいた議論が展開された。同時期、現実

世界では、米国企業の株価が低迷し、敵対的な乗っ取りや株主行動主義と呼ばれる現象が起こった。こうした中で、企業活動の新たな推進目的として、企業が相次いで「株主価値」を採用するようになった（Kennedy, 2000, 訳書 p.6）。いわゆる、株主価値創造経営の始まりである。

1. 株主価値創造経営の嚆矢

株主価値創造経営の嚆矢は、ラパポート（Rappaport, 1986）にある。彼は、1970年代に事業戦略や企業の評価尺度として支持されていた1株あたり利益（EPS）や総資本利益率（ROA）、自己資本利益率（ROE）に代表される会計上の利益にもとづく評価尺度が、株主価値の最大化目的に合致せず、株価低迷の一因であると指摘する（*Ibid.*, p.19）。なぜなら、会計上の利益は、①会計処理方法により利益額が変わるために真の意味での業績を反映しておらず、また②自己資本の利用対価として株主が要求する自己資本コストを考慮していないという問題を有しているからである。そのため、会計上の利益を意思決定の基準とした場合、利益額は増えているものの、株主価値が破壊され、株価が低迷するという事態が起こりえるとした。

こうした問題意識の下、ラパポートは会計利益を用いた従来の評価尺度に代わるものとして株主価値アプローチを提唱した。彼のいう株主価値アプローチとは、各戦略計画を、それが将来にわたって生み出すキャッシュ・フローを資本コストで割り引くことで求まる価値創造額にもとづいて評価するもので、いわゆる割引キャッシュ・フロー（discounted cash-flow：DCF）法を戦略計画の事前評価および業績評価に援用したものである。そして、彼は戦略計画の実行が、販売価格や売上原価や資本コストなどの財務変数を通じて、価値創造額にどのような影響を与えるのかを簡潔な数的モデルで表現した。

これにより、ラバポートは、これまで設備投資などの個別の投資プロジェクトにのみ適用されていたDCF法を事業戦略の評価・選択に適用できるモデルを提示した。そして、自己資本コストという会計上認識されることがなく、それがゆえに無視されがちなコストを企業経営者にはっきりと認識させ、自己資本コスト以上の利益率をあげてはじめて株主に対して新たな価値が創造されることを明示したのである。こうしたラバポートの問題意識は、その後、EVA® (economic value added) や経済的利益 (economic profit) といった指標に関する議論、あるいは事業評価、企業評価に関する議論に引き継がれていく(例えば、Stewart, 1991, Copeland, Koller and Murrin, 1994)。

2. 株主価値創造経営の展開

ラバポートに代表される経営指標に関する議論は、意思決定基準や評価尺度に焦点を当てたものであり、暗黙的に株主を重視する経営者を前提とし、彼らがどのような指標を用いれば株主に報いることができるのかを考察する。つまり、株価の低迷の原因を、経営者が戦略の評価、意思決定に用いる指標が誤っていることに置き、用いる指標を正せば、株価は向上するとしたのである。

しかし、こうした議論は、価値創造を企業内部の組織成員の行動の帰結として捉える視点を欠いたものであった。エージェンシー理論も、経営者支配の下、経営者と株主の利害が必ずしも一致せず、コンフリクトが生じる可能性があることを示唆している。そのため、株価の低迷が単に意思決定基準や業績評価の指標上の問題にあるのではなく、組織成員が価値創造の観点に立って行動しておらず、そのような行動を規定する管理プロセスの欠如にあるという問題意識に立った議論が展開されるようになった。これが、いわゆる株主価値創造経営と呼ばれるものである。

3. 株主価値創造経営の枠組み

一口に、株主価値創造経営といっても、それを論じる論者によって様々な意味内容、方法論が示されているが、概ね以下のような3つの特徴を見出すことができる。ここでは、図表5に示すマックタガートら (McTaggart, Kontes and Mankins, 1994) の株主価値創造経営の枠組みに即して、この3つの特徴をみておこう。

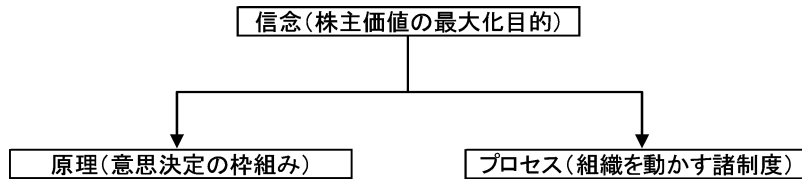
1つめの特徴は、株主価値の創造という目的の下に、企業自らの内部評価による価値の創造額の最大化を志向することである。かかる目的は、経営財務において設定されてきた企業目的である。そのため、株主価値創造経営では、経営財務において蓄積されてきた意思決定の議論を大きく援用し、企業を「株主価値を生み出すためのシステム」として捉える企業観をもつことになる。

さらに、マックタガートらによれば、多くの大企業では管理者に財務的な目標から戦略的な目標、顧客満足度までの多岐にわたる目標を課しており、複数の目標間のコンフリクトやトレード・オフが増加し、事業単位レベルでの意思決定基準が明確ではなくなっているという (*Ibid.*, pp.18-21)。それゆえ、株主価値の最大化目的を唯一最善の目的とすることにより、大企業の管理者が抱える意思決定上のトレード・オフ問題の解決を図ることができることも指摘する (*Ibid.*, pp.9-10)。

2つめの特徴は、価値創造が単なる個別の意思決定の問題としてではなく、戦略を策定し、それを実施に移して最終的に財務的な成果となって表れるまでの一連のプロセスとして理解されている点にある。そのため、株主価値創造経営の枠組みでは、戦略変数および組織変数の変化が、売上高や費用といった財務変数に与える影響、さらには株主価値に与える影響を表わすモデルが描かれることになる。

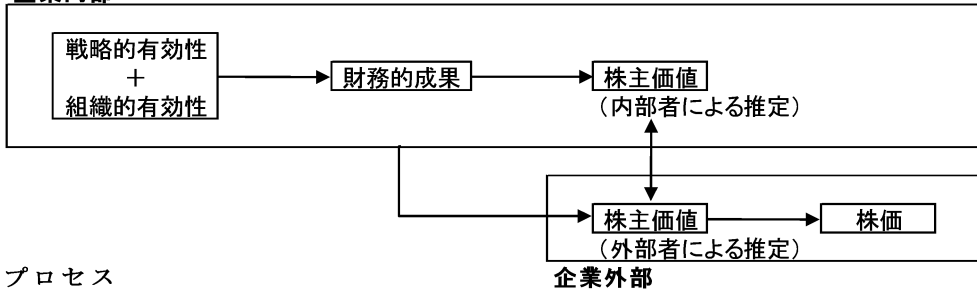
3つめの特徴は、以上の一連のプロセスの

図表5 企業価値創造経営の枠組み

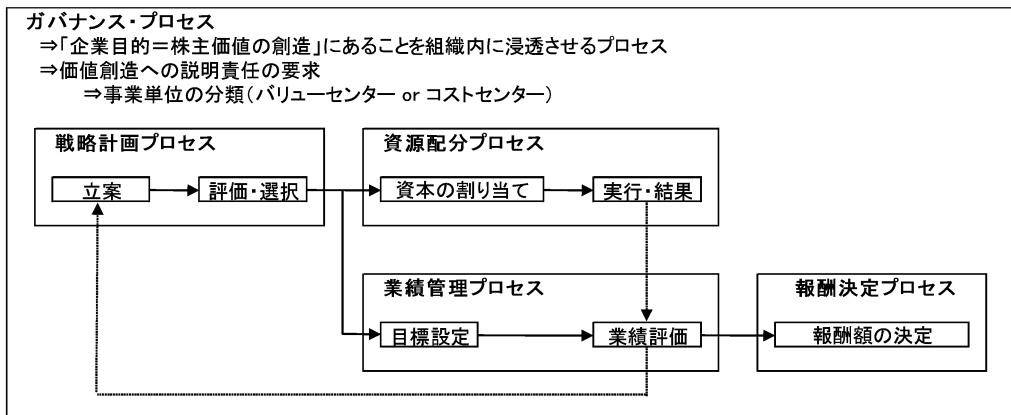


原理

企業内部



プロセス



(出所：McTaggart=Kontes=Mankins, 1994, p.49, pp.201-297 より、著者作成)

中に、価値に基づく業績尺度を組み込み、それによって種々の意思決定の一貫性を保ち、価値重視の考え方を全社に徹底させていることを重視している点である。また、株主重視の企業文化を醸成することの重要性も説いている。つまり、価値創造は、企業内部の全ての組織成員の行動の帰結であるから、価値を創造するように組織内のあらゆる人を巻き込み、動機づけ、報酬を与えるもの (Slater and Olson, 1996, p.48) でなければ、真の株

主価値の創造は期待できないとする。図表5に示すように、マックタガートらの枠組みでは、ガバナンス、戦略計画、資源配分、業績管理、報酬決定の5つのサブ・プロセスからなるマネジメント・プロセスが明示されている。

第6節 株主価値創造経営の再考

米国企業では、1980年代半ばから2008年

のリーマン・ショックとそれに続く金融危機まで、株主を重視する姿勢がみられた。この株主重視の姿勢は、多くの論者が指摘するところである (Drucker, 1991; Thurow, 1992; Yoshimori, 1995)。しかし、一方で、株主を最重要視することへの批判も、数多く存在する。ここでは、株主重視の経営に対するこれらの批判を整理しておく^{xi}。

1. 所有権の変質からの批判

バーリ&ミーンズは、所有と経営の分離により、近代企業の株主は自ら企業の経営に従事せず、投資利益の単なる受取人と化しており、所有に伴う支配と責任を放棄した結果、株主は自らの利益のためにのみ企業を営む権利をも放棄したと指摘する。そして、このような株主は、企業の運命とも一体化していないため、中心的利害関係者としての正当性を欠いているとする。

この指摘に従うと、中心的利害関係者としての株主の正当性は、近年になって、著しく減退していることになる。経営財務の議論の上で、想定される株主は、企業経営に従事しないものの、自らの投下した資金が企業活動を通じて中長期的に運用され、リターンを生むことを願う株主である。さらに、現実の株式市場の主たる参加者である米国機関投資家の株式保有期間は短く、1年足らずであり (Rappaport, 2006, p.68)、ファンド・マネジャーの多くが資産増加をベースとした短期的なインセンティブという形で報酬を与えられている。したがって、市場には、もはや自ら企業の経営に従事するような株主はおらず、そればかりか経営財務の理論で想定されるような中長期的な視点をもった株主すら存在せず、短期的な利益を志向する株主が多くを占めるようになってきている。バーリ&ミーンズの時代以上に、所有の質は変わってきており、中心的利害関係者としての正当性はますます失われているといえよう。

事実、こうした状況の中で、株主を最上位に置いたガバナンスの構築は、経営者の利己的行動を抑制するものの、経営者を近視眼的な経営に誘うことになり、中長期的な価値創造にとっては悪影響を及ぼすという指摘もある (吉村, 2007)。例えば、短期的な利益を重視するあまり、資本コストを下回る投資を行ったり、企業価値創造の機会があるにもかかわらず投資を控えたりする事態が生じている (Rappaport, 2006, pp.68-69)。

2. 公平性からの批判

株主を中心的な利害関係者として重視する1つの論拠は、株主が残余請求権者であり、企業経営のリスクを最も負担しているというものである。しかし、こうした論理に対しては、株主以外の利害関係者も企業経営に関わるリスクを負担しており、場合によっては株主以上に企業経営に関するリスクを負担しており、株主を最重要視することは公平性を欠いているという批判がなされる。

株主のリスクについては、①株主の責任が有限責任であり、企業が倒産してもその損失は株式の取得価額を超えることはない、②株主の投資リスクの回避は、株式の売却や他の株式との分散投資によって容易に図ることができるといった理由により、限定的であると考えられる。

これに対して、経営者や従業員は、企業の業績悪化による失業というリスクを負う。そして、経営者や従業員は失業に際しては、企業に長年務めることによって投資した自分自身の時間と労力、それによって培われた技術や知識、経験という人的資本 (human capital) を失うことになる (Law, 1986)。特に近年では、資本や有形資産の相対的重要性は低下し、代わりに特許や商標、サービス、技術革新能力、新製品開発能力といった無形資産の重要性が高まっている。また、顧客の要求が厳しくなり、グローバル化しつつある競

争の中で、従業員の専門的能力や技術がより重要な要素となっている（Prahalad, 1993）。このような時代背景により、従業員には、企業に固有の技術の修得、向上のための投資を行い、自身の人的資本を形成することが求められるようになってきている。そのため、その企業では価値があるが他企業ではその価値が大きく減少する企業特長的な技術や能力に投資をする従業員は、株主と同様に、また株主以上にリスクを負うことになる（Blair, 1995；伊丹, 2000）。

供給業者も、多くのリスクを負担する。供給業者の中には、特定企業への部品供給に特化した設備の導入といった企業特長的な投資を行っていることがある。こうした企業特長的投資は、部品供給企業が特定企業との取引関係を維持し、競争優位を確立していく上で不可欠なものであるが、その優位性の発揮には、部品供給先企業との長期的な関係とともに、供給先企業の存続・発展が前提となっている。そのため、供給業者もまた、供給先企業の経営に対してリスクを負うといえる。

3. 効率性からの批判

さらに、株主重視の姿勢、株主価値、企業価値の最大化を企業が追求すべき単一の目的とする考え方には、効率性の観点から批判がなされる。

1つは、株主重視の姿勢が、企業を短期的志向にしてしまうことである。株主価値および株価それ自体は、理論的にみれば企業が将来的に生み出すキャッシュ・フローの割引現在価値合計であり、価値創造を重視することが短期的な志向を意味するわけではない。しかし、現実の株価には短期的な変動性があり、企業の生み出す短期的な利益によって株価が左右されてしまうことは否めない。そのため、株主が株価の短期的値上がりに関心を持つような環境の下で、株主価値の創造を考え、とりわけ価値創造の代替変数として、市場で

日々取引される株式の価格に焦点を当てた経営を行うと、中長期的な企業の存続・発展が歪められる可能性が生じる。株主価値重視の姿勢が株価重視の姿勢となり、将来の利益よりも現在の利益だけを考えるようになるのである。短期的な利益を過度に重視するようになると、その効果が正確に、かつすぐに表れるコスト削減に向かう。そして、短期的な利益の達成、高株価の達成のために、人員削減や研究開発、教育研修、組織開発に関わる投資の削減、取引先の安易な変更を行うことになる。こうした株主重視の姿勢による株主以外の主要な利害関係者との関係の崩壊と、それに伴う競争優位の低下は、多くの論者に指摘されるところである（例えば、Ellsworth, 1985; Drucker, 1991; Porter, 1992; Minzberg, 2008）。

もう1つは、株主価値創造目的が、組織成員に企業経営の指針を与えないことである。株主価値創造という経済的な目的に対して、ビジョン（vision）というものを、企業が果たすべき目的とする企業が存在する。ビジョンとは、企業が将来社会でどのような存在意義を見出すかについての理想像を簡潔な言葉で示したものであり、企業は、ビジョンを通じて、組織成員に仕事の社会的意義を教え、進むべき道を示す。ビジョンの明示により、組織成員はその行動に正当性を与えられることになり、動機づけられることになる。そして、ビジョンが組織内に浸透し、文化として根付いているならば、ビジョンに従った戦略はそうでないものよりも成功する可能性が高くなるとされる（例えば、Collins and Porras, 1994）。むろん、企業価値創造、株主価値の創造という目的によっても、組織成員に対する正当性の付与、動機付けが可能であるが、株主という所有者に対する忠誠や経済的な報酬だけではその効果は限定的なものとなろう。また、株主価値創造目的は、立案された戦略計画を取捨選択するため基準とはなり

えるが、ビジョンのような「何を行うべきか、どの方向へ進むべきか」といった戦略立案に対して指針を組織成員に示すものではなく、戦略代替案を新たに生み出すものではない(Slater and Olson, 1996, p.52)という問題も有する。コリンズらのいう「経営者のアイデアに社員を巻き込むうえで効果的である」目標にはほど遠いのである。

第7節 むすび

1. 理論の定点, 現実世界の揺らぎ

本章では、経営財務における議論の前提条件たる企業観、人間観を中心にみることにより、その基本的視座を捉えてきた。その基本的な特徴は、企業が果たすべき目的として、株主価値の最大化、企業価値の最大化を置いた議論を行うことであり、さらに60-70年代の経営者支配を受けて、株主と経営者の利害対立が企業の財務的意思決定にどのような影響を及ぼしているのか、さらにその利害対立をいかに緩和するかが主たる論点となっている。研究者が論文執筆に際して数的モデルを構築する際に、企業(経営者)が最適化すべき“関数”として株主価値を選んできたという側面がある^{xii}にせよ、経営財務の理論体系において、株主を中心に置く姿勢に何ら揺らぎはない。このように、基本的にある特定の利害関係者の観点に立って論を展開するのは、何も経営財務に限ったものではない。経営財務では、資本を中心に扱うために株主や債権者の視点に立って論を展開することになるが、人的資源管理であれば従業員の視点に立って、マーケティングであれば顧客の視点に立って論を展開することになる。

一方、現実世界に目を向けると、米国企業においては、経営者支配から株主重視の姿勢への回帰がみられた。また、従業員重視といわれる日本企業においても、株主重視の姿勢がみられるようになってきた。そして、金融

危機以降、株主以外の利害関係者の重要性に、これまで以上に目を向けるようになってきている。企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility: CSR)などもこの流れの中で注目されている考え方である。このようにみても、企業を取り巻く環境によって、重要視されるものが変わり、企業に対する見方や経営スタイルにも、流行り廃りが出てくるようである。そして、どの利害関係者が重視されるようになるかは、そのときどきの各利害関係者の重要性に規定される交渉力の大きさにも影響される。

2. 理論の実践に際して

理論的にみた場合には何ら誤ったものではなくとも、理論を実践に適用していく場合には、現実世界における複雑さが様々な歪みを生じせしめる。特に、それぞれの領域での理論構築にあたっては、それぞれの視座に基づき、特定の利害関係者の立場を中心に論を展開しているため、特定の分野の価値観、パラダイムに立った議論のみを是として、それを安直に企業経営に取り入れることは、企業を誤ったところに導く可能性が高い。

例えば、株主価値創造経営を考えると、株主価値を生み出しているという事実は、全ての利害関係者の利害を満たしていることと同義であるので、考え方としては間違っていないが、企業を危険な罠に導いてしまった(Kennedy, 2000, 訳書 p.289)。アメリカ産業界を中心に、株主重視の名の下に、短期業績を重視した近視眼的な経営がなされたことは、既にみたように、多くの論者が指摘することである。

むろん、同様の歪みは、顧客のみを重視した場合や、従業員のみを重視した場合にも生じるであろう。顧客重視の名の下に採算度外視のサービスが提供されるような場合や従業員重視の名の下に余剰人員を抱え続けるような場合には、利益が圧迫され、株主の利益が

損なわれることになるであろう。経営者支配の下、あるいは日本企業においては従業員重視の名の下に、株主が軽視されてきたこともまた事実である。

では、どのように企業経営を考えていけばいいのか。少なくとも特定の利害関係者を重視するという訳ではなさそうである。とりわけ、株主重視ではなさそうである。例えば、ドラッカー（2006）は、経営者が最優先すべき判断基準は「事業にとって有益か否か」であり、経営者が自身や株主の利益を考え始めたら事業がうまくいくことなどありえず、株主価値の最大化を至上命題とする株主資本主義という考え方は、事業における優先順位に混乱を生じさせると指摘する（pp.151-152）。そして、とかく人気を博している株主資本主義であるが、有能な経営者の多くが非常に近視眼的な考え方であることに気付いており、彼らは「事業にとって有益か否か」を考え抜く習慣を貫く姿勢こそ、長期的にみれば株主にとって最も大きな利益につながることを熟知しているという。また、ポーターも、事業や戦略策定の目標は高い資本利益率の達成にあるとしながらも、株主にとっての利益（株価）を重視することは誤っており、高株価は優れた業績の結果に過ぎないと指摘する^{xii}。

事業にとって何が有益か。それは、企業を取り巻く利害関係者と良好な関係を築くことである。そのためには、それぞれの利害関係者の利害について考える、それぞれの研究領域の議論の成果を、バランス良く収斂させていく必要がある。ただ、株主の利益とはあらゆる関係者を尊重するという経営の一成果にすぎないのである（Peffer, 2009, 訳書 p. 134）。

注

ⁱ 経営財務の基本的文献として、Ross, Westerfield and Jaffe (2005) や Brealey, Myers and

Allen (2006) などがある。

ⁱⁱ なお、企業の価値といった場合には、経営財務でいう文中(1)式の形ではなく、様々なニュアンスが含まれることがある。例えば、企業で働く組織成員によって生み出された価値や社会全体からみた場合の公器的側面からみた価値といったようにである。そのため、企業価値といった場合には、どのような文脈の下で使われているかに留意する必要がある。もちろん、本章では(1)式を持って企業価値とする。

ⁱⁱⁱ 例えば、完全な資本市場は、以下の5つの仮定によって定義される（Ogden (2003) 訳書 pp. 42-43）。

- ①非摩擦的な市場
- ②全ての市場参加者の期待は同質的である
- ③全ての市場参加者は孤立的である
- ④企業の投資計画は固定的であり、かつ既知である。
- ⑤企業の資本調達に固定的である。

^{iv} アルチャン&デムゼッツ（Alchian and Demsetz, 1972）は、残余利益を受け取る人物により多くの決定権を与えることにより、複数の組織成員による協働において生じる怠慢というインセンティブ問題の解決策となることを指摘する。

^v 企業を契約の束とみなす企業観については、Fama and Jensen (1983a, 1983b) にも詳しい。
^{vi} エージェンシー問題は、企業が株主の最善の利益となるように行動しないであろうことを意味するのではなく、そのように行動するにはコストがかかることを意味しているという指摘もある（Ross and Westerfield, 1988, p.14）。

^{vii} Jensen (2000) では、これら3つのコストに加えて、プリンシパルとエージェントの契約コストが指摘されている。

^{viii} 株主と経営者の利害を一致させるための種々の方法については、鳥邊・川上・赤石 (2008), pp. 21-29 を参照されたい。

^{ix} 日本では銀行が保有できる株式は全株式の5%以内に制限されている。

^x ラパポート自身、米国において企業は株主利益のために存在するという基本原則が広く認められており、いかにその目的を達成するかに関して異論があるだけだとし、企業の唯一の責任は株主利益を合法的に創出することとしている（Rappaport, 1986, p.1）。

^{xi} 株主重視の姿勢に対する批判の整理は、吉森 (1998) を参考にしている。

^{xii} 日経ビジネス 2005年11月28日号「賢人座談会——株主は革新の親にあらざり長期思考で常識破

れ」における C. Christensen の発言より。

^{xiii} Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー、第 33 巻第 2 号、3 頁「株主志向のリスク」より。

参考文献

- [1] Alchian, A. and Demsetz, H. (1972), "Production, Information Cost, and Economic Organization," *American Economic Review*, Vol.62, pp.777-795.
- [2] Amihud, Y. and B. Lev (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics*, Vol.84, No.2, pp.605-617.
- [3] Baumol, W. J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, Macmillan. (伊達邦春・小野俊夫訳 (1962) 『企業行動と経済成長』ダイヤモンド社, 1962 年)
- [4] Berle, A. A. and G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Commerce Clearing House. (北島忠男訳 (1985) 『近代株式会社と私有財産』, 文雅堂書店)
- [5] Blair, M. M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brookings Inst Pr.
- [6] Brealey, R. A., S. C. Myers and F. Allen (2006), *Principles of Corporate Finance* 8th ed, McGraw-Hill Companies, Inc. (藤井眞理子・国枝繁樹監訳 (2007) 『コーポレートファイナンス第 8 版』, 日経 BP 社)
- [7] Collins, J. C. and Porras, J. I. (1994), *Built To Last*, Harper Business. (山岡洋一訳 (1995) 『ビジョナリー・カンパニー』日経 BP 出版センター)
- [8] Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. (1994), *Valuation 2th*, John Wiley & Sons. (伊藤邦雄訳 (1999) 『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社)
- [9] Cyert, R. H. and J. G. March (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall. (松田武彦監訳・井上恒夫訳 (1967) 『企業の行動理論』ダイヤモンド社)
- [10] Donaldson, G. (1984), *Managing Corporate Wealth*, Praeger.
- [11] Ellsworth, R. R. (1985), "Capital Markets and Competitive Decline", *Harvard Business Review*, Vol.63, No.5, pp.171-183.
- [12] Fama E. F. and M. C. Jensen (1983a), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp.301-326.
- [13] Fama E. F. and M. C. Jensen (1983b), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp.327-350.
- [14] Galai, D. and R. W. Masulis (1976), "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.1-2, pp.53-81.
- [15] Gertner, R. H., D. S. Scharfstein and J. C. Stein (1994), "Internal Versus External Capital Markets", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.109, No.4, pp.1211-1230.
- [16] Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329.
- [17] Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control systems", *Journal of Finance*, Vol.48, No.3, pp.831-880.
- [18] Jensen, M. C. (2001), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.14, No.3, pp.8-21.
- [19] Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp.305-360.
- [20] Kennedy, A. A. (2000), *The End of Shareholder Value*, Perseus Publishing. (奥村宏監訳・酒井泰介訳 (2002) 『株主資本主義の誤算』ダイヤモンド社)
- [21] Law, W. A. (1986), "A Corporation is More Than Its Stock", *Harvard Business Review*, Vol.64, No.3, pp.80-83.
- [22] Marris, R. (1963), "A Model of the 'Managerial' Enterprise", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.77, No.2, pp.185-209.
- [23] McTaggart, J. M., Kontes, P. W. and Mankins, M. C. (1994), *Value Imperative*, Free Press.
- [24] Milgrom, P. and Roberts, J. (1992), *Economic, Organization & Management*, Prentice-Hall. (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳 (1997) 『組織の経済学』NTT 出版)
- [25] Mintzberg, H. (2008), *Rebuilding, Companies as Communities*, *Harvard Business Review*

- Review*, Vol.87, No.7-8, pp.140-143. (有賀裕子訳 (2009), 「コミュニティシップ経営論」, 『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』, 第34巻第11号, 58-70頁)
- [26] Modigliani, F. and M. H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol.48, No.3, pp.261-297.
- [27] Modigliani, F. and M. H. Miller (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, Vol.53, No.3, pp.433-443.
- [28] Myers, S. C. (1977), "The Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol.5, No.2, pp.145-175.
- [29] Ogden, J. P., F. C. Jen and P. F. O'connor (2003), *Advanced Corporate Finance*. Prentice-Hall. (徳崎進訳 (2004), 『アドバンストコーポレートファイナンス：政策と戦略 上・下』, ピアソン・エデュケーション)
- [30] Ross, S. A. and R. W. Westerfield (1988), *Corporate Finance*, Times Mirror/Mosby College Publishing.
- [31] Ross, S. A., R. W. Westerfield and J. F. Jaffe (2005), *Corporate Finance* 7th ed, McGraw-Hill Companies, Inc. (大野薫訳 (2007) 『コーポレートファイナンスの原理 第7版』, きんざい)
- [32] Pfeffer, J. (2009), "Shareholders First?," *Harvard Business Review*, Vol.87, No.7-8, pp. 90-91. (二見聡子訳 (2009), 「ステークホルダー資本主義の再来」, 『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』, 第34巻第11号, 132-135頁)
- [33] Porter, M. (1992), "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System", *Harvard Business Review*, Vol.70, No.5, pp.65-82. ((1993) 「アメリカ経済再生の処方箋 投資システム変革への提言」, 『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』,)
- [34] Prahalad, C. K. (1993), "Corporate Governance or Corporate Value Added: Rethinking the Primacy of Shareholder Value", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.6, No.4, pp.40-50.
- [35] Rappaport, A (1986), *Creating Shareholder Value*, Free Press. (岡野光喜監訳 (1989) 『株式公開と経営戦略』東洋経済新報社)
- [36] Rappaport, A. (2006), "Ten Ways to Create Shareholder Value", *Harvard Business Review*, Vol.84, No.9, pp.66-77. (山本冬彦訳 (2007) 「長期的な価値創造への10原則 悪しき株主価値経営からの脱却」, 『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』, 第32巻第2号, 24-37頁)
- [37] Scharfstein, D. S. and J. C. Stein (2000), "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, Vol.55, No.6, pp. 2537-2564.
- [38] Simon, H. A. (1961), *Administrative Behavior: A Study of Decision-making Processes in Administrative Organization*, 2th ed., Macmillan. (松田武彦・高柳暁・二村敏子訳 (1965) 『経営行動』ダイヤモンド社)
- [39] Slater, S. F. and Olson, E. M. (1996), "A Value-Based Management System", *Business Horizon*, Vol.39, No.5, pp.48-52.
- [40] Stewart, G. B. III (1991), *The Quest for Value-The EVA Management Guide*, Harper Business. (川田剛・長掛良介・須藤亜里訳 (1998) 『EVA 創造の経営』東洋経済新報社)
- [41] Thurow, L. C. (1992), "Who Owns the Twenty-first Century?," *Sloan Management Review*, Vol.33, No.3, pp.5-17.
- [42] Williamson, O. E. (1964), *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in Theory of the Firm*, Prentice Hall.
- [43] Yoshimori, M. (1995), "Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and West", *Long Range Planning*, Vol.28, No. 4, pp.33-44.
- [44] 伊丹敬之 (2000), 『日本型コーポレートガバナンス』, 日本経済新聞社。
- [45] 鳥邊晋司・川上昌直・赤石篤紀 (2008), 『戦略財務マネジメント』, 中央経済社。
- [46] ビーター・ドラッカー (2006), 窪田恭子訳 『ドラッカーの遺言』, 講談社。
- [47] 吉村典久 (2007), 『日本の企業統治 神話と実態』, NTT 出版。
- [48] 吉森賢 (1998), 「企業は誰のものか——企業概念の日米欧比較 (1)アメリカ, イギリス」, 『横浜経営研究』, 第19巻第1号, 42-54頁。