

# ファイナンスの本質

——経営者の意思と生産活動の基金——

亀川 雅人\*

## I はじめに

サブプライム問題に端を発した米国発の金融危機やギリシャの財政破綻、金融立国を目指したアイルランドの銀行問題など、世界の金融システムに対するブルーデンスが問題となっている。金融市場では、新たな金融商品が開発され、これを市場化する諸規制が整備されるが、一方で資源配分の効率性を重視した規制緩和も叫ばれている。この問題は、各国の中央銀行レベルの問題から商業銀行や投資銀行、証券会社や保険会社、その他の金融機関や投資ファンドなど、さらには資本を調達し運用する企業の行動に影響を及ぼす。

金融（ファイナンス<sup>1</sup>）は財やサービスの生産を円滑に遂行するための黒子である。文字どおり貨幣の融通であるが、この取引が希少資源の流れを決め、将来の人々の生活の仕組みや行動を規定する。成長・発展すべき生産活動の探索と同時に成熟・衰退する事業を探し、資源を流出入させる。新しい生産技術やイノベーション情報を取り込み、育てるべき知識や技術、ノウハウを普及させる。人間は生産技術や技術に基づく組織に影響を受けるため、金融は我々の暮らし方を左右することになる。しかし、金融の仕組みが資源配分を決めるのではなく、人間の意思や行動から適正な資源配分を実現させるために金融の仕組みがあり、その逆ではない。金融は、人と組織の生産活動を評価することから始まるのである。

金利や証券価格などの市場価格は、こうしたさまざまな情報を集約している。市場が効率的であ

れば<sup>2</sup>、取引に必要な情報は価格に織り込まれるが、その価格は市場競争の結果であり、資源配分の結果である。競争終焉後の市場価格は再び始まる資源獲得競争のスタートラインであり、新たな資源配分先を予測するものではない。しかしながら、金融の世界では、過去および現在の市場価格を前提にして、さまざまな評価モデルや金融商品が開発される。その結果、新たな情報を織り込んで成立する実際の価格とモデルの価格に乖離が生じ、資源配分をミスリードすることになる。現実の資産価格は、環境変化に応じた経営者の意思決定とこれに伴う人々の活動を予測して成立する。過去のデータでは人間行動を予測できないのである。

経済のグローバル化は金融に共通尺度を求める。しかし、金融技術がいかに進歩・発展しても、多様な人々の経済活動を的確に把握し、予測するものにはならない。金融の技術や制度的発展による社会貢献は、現在および将来の人と組織の活動を支援することであり、金融システムが人と組織の活動を先導し、決めることがあっては問題である。金融の機能や仕組みがヴェールに隠れるような状況を構築する必要がある<sup>3</sup>。経済活動のすべては、個々の人間行動であり、その分業と協業の体系である組織や市場機構によって担われている。金融市場の取引が、キャッシュフローや金融資産価格という無機質なイメージを持つとしても、結局のところ、過去、現在、そして将来の人間の活動を評価するものである。

金融が人間と組織の評価であることを再発見することは、企業の境界を新たに定義することにつながる。本稿は、企業と家計の概念に立ち返り、

\* かめかわ まさと 立教大学経営学部教授

両者の概念上の境界を問題としながら金融と金融資産および資本について考察する。金融資産評価の根底にあるのは、人々の将来に対する期待とこれに基づく生産活動であることを確認し、金融の人間および組織に対する役割を考察する。

結論を要約すれば次のようになる。人と組織を支える生存基金と将来所得を拠り所とした資本概念は、生産活動のために統合された人々の意思であり、分業体系のなかで区別される抽出可能な企業単位として認識される。この認識基準を明確にすることは、希少な資源を配分する上で重要な基準となる。企業間の株式相互持合い、資本提携や業務提携、連結対象企業や親子上場、グループ企業など、企業の単位は必ずしも明確ではない。本稿の主張は、経営者の意思で統一される人と組織の生産活動を明示することが、投資家の財産を規定するということである。投資家の財産は、機会費用の概念で捉えられる相対的な資本概念となり、これを投資家の選択肢として明示することに金融の役割がある<sup>4</sup>。

## II 金融と貯蓄・資本概念

金融の役割は資源配分にある。現時点における貨幣の余剰主体と、貨幣の不足主体の需給調節により資源配分が行われる。資金供給者の余剰貨幣は貯蓄を意味する。貨幣所得のうちから消費せずに蓄えられた所得である。他方、資金需要者は、現在の消費目的や投資目的で資金を需要する<sup>5</sup>。

貯蓄は現在の消費を諦め、将来の消費を待つ時間概念である。企業が生産活動のすべてを消費財に充当し、そのすべてを家計が消費する場合、貯蓄（純貯蓄）は生まれえない。しかし、生産活動が時間の関数である限り、貯蓄を認識しなければならない。なぜなら、消費財を生産するプロセスに材料や仕掛品が存在しており、完成品として販売されるまでの時間は消費を待つ貯蓄と定義されるためである。回収期間の長い生産設備は、消費を長時間延期する貯蓄概念で捉えられる。

貯蓄行為は、現在の消費財に余剰があることを意味する。飢餓状態にあれば貯蓄はできないが、余剰消費財が存在すれば、将来の消費財生産に従事する人々の所得を確保できる。具体的には、設

備の生産や工場・店舗の建設といった資本財生産に従事する人々の消費活動を支えることになる。したがって、現在消費を耐忍する貯蓄行為は、現在の消費財を将来の消費財生産に携わる活動に充当することを意味する。

他方、資本財の生産は、将来消費の質と量が改善することを期待した結果である。期待どおりであれば、資本財の所有者は、自らの財産の増加を認識するであろう。資本財生産に携わる人々の生存基金としての純貯蓄は、将来の消費増を期待する有形・無形の資産となる。それゆえ、貯蓄は、年々の活動により積み重ねられた財産目録である<sup>6</sup>。

資源配分の役割を担う金融は、貯蓄された財産の種類や大きさを評価し、純貯蓄を必要とする活動に配分するものである。社会は、不確実な将来の消費活動を支えるための準備をしなければならない。しかし、不確実性は、準備活動の価値を変動させる。このリスクは、新たな財産目録の作成のみならず、これまでの財産目録の価値を変化させる。将来消費の魅力が相対的に高まれば、現在の消費を耐忍する。現在消費が満たされれば、将来消費を期待する。時間にわたる消費の質・量が評価され、財産目録の中身が再評価されることになる。したがって、既存の有形・無形の生産手段は、新たな生産手段の形成と同時に評価される相対的な価値を形成する。

現在の生産活動を維持するための消費財と将来の消費財を生み出すための消費財は、いずれも将来の貨幣収入、すなわちキャッシュフローの質・量によって評価され、資源の配分先を決める。現在の生産活動が維持される社会では、売上はすべて費用となり、資源供給者の所得として配分される。生産手段を一定に保ち、所得を維持するため、減価償却費に該当する消費財が生産手段を維持する活動に充当される。消費財の分配に変化が生じなければ、現状の生産活動が維持され、毎年同じ所得を稼得する循環的な経済社会となる<sup>7</sup>。

所得を増加させるには、新たな生産手段が必要となる。人口や技術革新などの変化が生じなければ、消費財の分配構造を変化させ、資本財生産に従事者に消費財を偏らせることになる。それは、消費財生産に携わる人を減らし、資本財生産に携わる人を増やすことを意味する。技術の進歩を考

慮できれば、消費財生産を減らすことなく純貯蓄が生まれ、将来の生産活動を準備できる。

この準備概念は、資本概念である。経済学における資本概念は多様であり、生産手段としての資本財、生存基金としての貨幣資本、利潤追求手段としての資本など、研究者の認識目標に応じた資本概念が存在している<sup>8</sup>。企業経営の現場認識においては、生産設備などの有形の生産手段から人的資本など無形資産のウエイトが高まっている<sup>9</sup>。

いずれの資本概念も、その形成過程では消費財が基金として存在している。また、ストックとしての資本は過去の人間の生産活動であるが、その価値は将来の消費活動につながる場合に評価される。すなわち、将来収入を期待させる準備活動のすべてが資本として認識される。設備投資などの生産手段を準備する活動も収入を得るためのビジネスプランの作成プロセスや将来の販売のための営業活動のすべてが、将来の収入にかかわる準備活動である。それは、過去の人間の行為であり、埋没費用と看做される。

本稿では、将来キャッシュフローを生み出す組織や人の能力評価を中心に、生存基金としての資本概念を再評価する。物的な生産手段としての設備や工場・店舗などは、いずれも生産を準備するストックであり、過去の人間の生産活動の結果である。貸借対照表上の資産として記録され、収益獲得のために費消する。しかし、貸借対照表に記された金額如何にかかわらず、これらは使用する目的や方法により異なるキャッシュフローを期待させる。キャッシュフローの期待は、これを利用する事業そのものによって評価されるのであり、事業の戦略を策定する経営者の能力やこれを実行する組織力に依存している。

人々の活動や組織の評価は、コース (R. Coase) の取引費用に基づく企業概念に関わる<sup>10</sup>。コースは、企業の本質を市場における企業間取引と組織内の取引の比較のなかで分析した。組織の規模拡大は、他の企業 (外注) からの購入よりも低コストを実現できるという期待である。組織の規模拡大は、生産期間の長期化を意味し、貨幣の支出と収入の時間差を拡げる。時間的な収支差額の拡幅は、生産活動に従事する人々の生存基金額を増やすため、資本調達が必要になる<sup>11</sup>。

組織の拡大は、支出が先行し、収入が遅れるこ

とを意味している。しかも、期待されるキャッシュフローは、経営者のリーダーシップや策定されたビジネスモデル、そして、これを実現するための組織設計に依存しており、有形の生産手段の評価は二次的である。資本評価モデルが、将来キャッシュフローを資本コストで割り引くモデルであるとすれば、資本概念は人と組織の視点で構築されるべきである<sup>12</sup>。

この考え方は金融に関しても当てはまる。金融システムの設計や金融機関に従事する人々の仕事は、社会の将来キャッシュフローを増加させるための資源配分に関与する。したがって、これらの仕事に従事する人々の生存基金が将来のキャッシュフローの増加に貢献するかぎり、金融制度や機関には資本価値が存在する。しかしながら、金融に従事する人々は、将来の家計消費に直接貢献する仕事をするわけではない。したがって、金融業務への従事者が増加し、彼ら/彼女らへ供給される生存基金が増加するには、これを正当化するための財・サービスの増加期待が必要になる。期待される財・サービスの増加が実現しない場合には、金融従事者のための生存基金は浪費されたことになり、金融機関や制度の価値は下落することになる<sup>13</sup>。

### III 資本コスト概念の功罪

既述のように、消費と貯蓄は、本質的に家計の意思決定である<sup>14</sup>。貯蓄の大きさ自身は、現在消費と将来消費の選択という異時点間の機会選択で決まる。現在消費を耐忍するコストは、現在消費の効用である。したがって、貯蓄は現在消費の効用以上の報酬を期待する。一定時間の生産活動により、現在消費から得られる効用以上の利子所得が期待できる場合、家計は貯蓄を選択する。現在消費と将来消費の選択は、現在の生産活動と将来の生産活動の比較を生じ、この異時点間の比較は利子率という尺度を持つことになる<sup>15</sup>。

貨幣による分業経済の発展は、消費財相互の交換に加えて、消費財と資本財の交換を円滑にした。消費財に対する主観的効用は個々人で異なるため、家計単位の消費計画も一様ではない。その結果、将来財と現在財の交換比率は家計単位で異なるが、



各個人の選択結果は、家計貯蓄として集計され、均衡利子率という1つの価格を成立させる。貨幣経済が貯蓄を集計概念で捉えることを可能にし、主観的な財産評価を客観的評価にしたのである<sup>16</sup>。貨幣による貯蓄機能は生存基金の役割を効率化し、取引コストをかけることなく、多様な投資活動に携わる人々の生きる糧となった<sup>17</sup>。

異時点間の交換尺度である利子率は、各時点における生産活動の比較を可能にする。すべての生産活動が時間を伴う以上、現在の消費から得られる効用を基準にして評価される。同一時点における産業間の比較や企業間比較が可能になり、貯蓄の供給先が選別される。利子率の高い生産活動の選択は、家計の効用最大化につながる。自給自足経済では、1人の個人が自らの将来財を選択し、生産時間をかけて将来時点で消費する。分業経済における貯蓄は、貯蓄者個人の将来消費を高めるために社会を構成する人々の将来消費を選択する。魅力的な将来消費機会が存在しなければ、現在の消費価値が相対的に高くなり、逆に、将来消費が魅力的になれば、現在の消費を諦めることを促す。

貨幣がもつ異時点間の交換機能は、銀行などの金融機関の成立で効率化する。金融機関なしには、家計の余剰貨幣は特定の生産活動に拘束され、企業は自らの成長資金を内部留保に依存することになる。家計の取引コストは高く、貯蓄の利用先を見出すことができない。金融機関が企業として価値をもつのは、こうした取引コストの削減活動であり、家計貯蓄の利用機会と財産価値を高める点にある<sup>18</sup>。

さらに、株式会社と証券市場の発展が、異時点間の取引機会を拡大した<sup>19</sup>。株式会社化した企業は、家計からの直接的な貯蓄対象となる。異時点間の取引の本質は、生産活動に伴う時間とリスクである。既存企業は、時間をかけて投資貨幣を回収するため、投資した支出は埋没費用となり、新たな意思決定には関わらない。しかし、株式会社化は、支出した貨幣資本に新たな機会を提供した。流通市場における株式の売買は、株主の交代を可能にし、個々の家計は過去の貯蓄を現在および将来の機会に利用することが可能になった<sup>20</sup>。

株式の売買は、新旧株主の交代である。しかし、いずれの株主も、生産活動の将来を予測して株式を売買する。株主の投資機会は、既存の生産活動

のみならず、新規の生産活動も含まれる。彼らの選択機会は、新旧の生産活動のすべてであり、機会選択の基準は利潤・損失で測定される。

利潤・損失の認識は、リスクの実現であり過去の清算である。一定期間で終了する事業は、終了時点で利潤と損失を測定できる。事業開始から終了時点までの活動が清算され、財産の増減を確認できる。しかし、継続事業の場合には、利潤・損失の認識は困難になる。現在の費用が将来の収入に結びつくため、投資家は将来を予想して現在の財産を評価することになる。それゆえ、投資家の利潤は、測定時点で異なる値をとることになる<sup>21</sup>。設備投資の前後、広告宣伝費の支出前と後、新製品の完成前と完成後、競合企業の動向など、あらゆる状況が時間とともに変化する。特に、経営者の交代や組織の再編は、将来キャッシュフローの予想を変更させる重要なイベントである。したがって、各時点で将来のキャッシュフロー予想は変化し、利潤の認識が異なることになる。過去の清算とは、その時点の投資家の持分（財産）を確定することであり、この財産の増減を予測することになる。

将来を予測する情報は、最終的には貨幣情報に集約され、貨幣額を基準に利潤の大きさや率が測定される。集約される情報は、ビジネスモデルに対する希少資源の配分問題である。経営者や従業員組織が策定した計画とその実現可能性は、投資家である家計がキャッシュフロー情報に変換し、資本資産を評価する。株式価格は、このように集約された情報の結果である。過去情報の結果である以上、将来の資産価格につながる保証は存在しない。ここに利潤と損失の本質があり、リスク測定の難問が生じる<sup>22</sup>。

機会費用により測定される利潤概念は絶対的な尺度ではない。株式の売買は新旧株主の交代であり、売買時点で利潤を享受する株主と損失を被る株主が並存する。それは、資産価格が多様な投資家による異なる将来予想から成立するためである。不特定多数の投資家による機会選択の結果、投資対象ごとに資産価格が成立する。資産価格の成立は、利回りの確定と同義である。利回りは、リスク調整後の投資家の機会費用であり、これは資本コストと称される<sup>23</sup>。

資本コストは、現在と将来の貨幣の交換（時間

選好)に必要な概念であり、貯蓄を利用する際の価格である。貨幣資本の供給には、人々の生産活動を評価し、消費を延期するに足る生産活動の正当性が問われる。資本コストの役割は、資本供給に正当性を与えるものである。株式市場では、時々刻々と株価が変動し、さまざまな人間の活動が利回り(リターン)という数値で標準化される。さまざまな種類の人間の活動がリスクとして認識され、市場の均衡価格として数値化される。貯蓄は、客観的な評価基準を持って配分されることになる。

しかしながら、投資家の主観的な予想と均衡価格の絶えざる変化は、資本コストの操作性を困難にする。資本コストを測定するモデルは、金融資産価格のモデルであり、モデルにおけるリスクとリターンを定義しなければならない。一般的に魅力的なモデルは、複雑な現実を単純化して説明するところにある。さまざまなデータを織り込むことなしに、簡略化したデータにより認識対象の説明が可能である。実際には、不特定多数の投資家が多種多様な情報を織り込んで資産価格を評価する。しかも、評価モデルは、すべて新しい情報であり、将来情報である。過去のデータを用いて資産価格を測定したとしても、それが現在の資産価格を評価することにはならない。利率が家計と企業の関係から生まれているとすれば、情報の非対称性を問題とし、現在の消費を諦める効用を比較しなければならない。比較対象は、将来の生産活動であり、生産活動に従事する人々の意思決定や働き方が重要な情報となる。過去の会計数値ではないし、過去の株価の動きでもない。

モデルの簡略化は、本来の機会選択の意味を失わせ、意味を失った過去データの利用に導く。経営者の言葉やリーダーシップ、従業員や組織のあり方が問われないうまま、貨幣換算した過去の数値で操作されることになる。人間行動の結果である過去の資産価格や利回りを前提とすれば、差別化や特化に意義がある人間の将来活動を見失う。企業が人間の活動である以上、他社との相違を強調すると同時に過去の自社活動を見直し、新たな計画策定と組織の再編成を続けている。こうした情報を見ることなく、過去の数値のみを見ているとすれば、投資の選択は資源配分の意味をなさない。投資家が評価すべき選択対象とその範囲を明確に

し、機会選択の意味を確認するには企業という単位を改めて確認する必要がある。

#### IV 企業概念と財産の認識

企業と家計は、生産と消費の経済主体であり、質量を伴わない機能で分類される。分業経済における企業と家計の区別は明瞭であるが、自給自足経済における概念区分により、その活動の意味がより明確化する。企業は生産主体であるが、生産活動に従事する所得創出時を企業概念で捉え、稼得した所得の消費活動が家計概念で括られる。この概念上の区別は、実際の人々の活動を企業と家計に再分類させる。家事労働は、消費活動ではなく生産活動であり、家庭内企業の存在を意味する。また、社内の福利厚生は、家計概念で括り直す必要がある。家事労働は生産と消費が同一主体であるため、このウエイトが高い社会は分業が未発達な状態にある<sup>24</sup>。自給自足的な家庭内企業の財産は、将来の消費のための自らの貯蓄であり、所有と経営の分離も成立していない。

企業と家計が同一の合理的人格であるとすれば、情報の非対称性を問題にすることもなく、需給ギャップは生じない。自らの効用に応じて順次生産活動が行われ、貯蓄が可能になれば現在財と将来財の交換比率も自己完結的である。自らの貯蓄を自らが投資活動に使用するため、主観的な将来効用の高い順に現在の活動が選択される。希少な資源の配分は、自給自足経済では問題になりえない。取引コストやエージェンシーコスト<sup>25</sup>などのコストも発生しないが、分業の利益を享受できない。

分業の仕組みは社会の発展に決定的な役割を演じる。価格理論は分業における資源配分を扱う経済学の主要な関心事であり、経営学は組織内分業を関心領域にした<sup>26</sup>。希少資源を前提に、何を、どれだけ、誰のために、どのような方法で生産すべきか。この資源配分の問題は、生産者と消費者が人格的に分離したことで意味のある問いになった。生産者は自らの消費には直接関わらない生産に従事し、他人の生産した財やサービスを消費する。生産者と消費者の分離は、需給ギャップを生み出し、企業と家計という異なる経済主体が意味

を持つことになる。家計は企業に生産要素を供給し、企業は家計に消費財を供給する。企業という概念に含まれた多種多様な生産活動は、生産活動に従事する人々の取引を通じて最終的には消費者にたどり着く。家計が望む財・サービスを生産するために、生産活動は効率的な仕組みを模索しながら分業体系を作り上げていく<sup>27</sup>。

分業体系は、分業を担う生産者の判断に委ねられている。個々の生産者の目的は、最終的には家計の効用最大化に結びつかねばならないが、分業体系は膨大であり、原料の調達から最終的な消費財の販売までのプロセスは、複雑なネットワークにより結合している。市場経済におけるネットワークは調達—生産—販売の連鎖をなし、企業を生産活動の担い手と見做せば、調達—生産—販売の各単位は、個人単位まで細分化できる。1人の自然人を生産単位とした企業概念である。

この単位を人間の1動作まで細分化すると、生産活動の瞬間を単位とした企業概念を構築することになる。動作を結び付ける取引は存在せず、それゆえ取引コストの発生する市場そのものの存在も無視できる。この企業概念では、生産活動の時間は無視され、静学的な均衡市場理論で仮定される大きさのない企業概念となる。生産時間が存在しないため、ストックの概念がなく、それゆえ貸借対照表が存在しない。それは、力学上の質点や原子を類推させる企業概念である。

時間概念が成立しない原子論的な企業単位では、生産活動に意思がなく、意思を伝達する仕組みもない。将来消費という生産の意思は意味を持たず、生産と消費に時間的な隔たりがない。企業が稼得した所得のすべてが、瞬時に生産に関与した人々の所得となり消費される。それゆえ、リスクという概念も必要ない。

しかし、経験的に捉えることのできる企業概念は、個人もしくは複数の人々からなる組織である。生産活動を原子や分子レベルで捉えた場合、企業という概念は、人間の一連の動作が結合した構造物である。原子や分子が結合して一定の構造や性格を持つ物質となるように、生産活動の最小単位が結合することで異なる構造と性格を持つ企業単位になる<sup>28</sup>。それは、コースの企業概念と共通部分を有している。個々の作業単位を結合すると生産活動という時間単位となり、貸借対照表が存

在することになる<sup>29</sup>。生産時間の長短は取引コストの問題として論じることができるが、それは目的を達成するプロセスであり、そこには権限と責任に基づく人間の意思決定と活動が引き継がれている。

権限と責任の範囲は、生産活動の時間を決め、その長期化は、意思決定の及ぶ範囲を広げる。それは経営者の意思であり、資源をコントロールできる範囲となって、私有財産制度に基づく財産上の権利を決める<sup>30</sup>。

注意すべきことであるが、財産上の権利は、法人としての企業が所有する個々の物権や債権などではない。また、会計上の貸借対照表に記載される資産勘定でもない。私有財産制度における家計の持ち分であり、それは株主や債権者など投資家の主張する持ち分を意味している。財産上の権利は、法人が所有する個々の資産価値を合計しても、投資家の持ち分とは直接的関係はない<sup>31</sup>。企業の財産価値は、組織運営能力が競争優位を持つかが重要である。かつて、GMがフォードのシェアを奪ったのは、事業部制の導入という管理された分権化がオートメーションという物的な生産手段を凌駕したためである。機械依存型経営より、人間を管理対象とした経営が財産の価値を高めたのである<sup>32</sup>。

法人という財産の所有主体と個々の投資家の主張する財産が一致するというのは錯覚であり、多くの理論的な混乱を招くことになる。株主を含む投資家の持ち分は、法人の所有する個々の資産ではなく、経営資源の結合により期待される将来キャッシュフローである。その権利が正当性を有するのは、生産活動に従事する人々の生存基金を供給するためであり、法人が所有する個々の資産の所有権とは無関係である。現金預金やその他の有形資産の多寡は、投資家が直接支配する財産の大きさを示さない。

加えて、法人間の資本関係が法的な企業の実態を形成するが、ここでも経営者の意思決定の及ぼす範囲と投資家のキャッシュフローへの影響が財産の認識をもたらす。親子上場の場合、子会社の株主は、親会社の経営支配を考慮してキャッシュフローを予測している。投資家は、意思決定主体の主従関係を考察した上で、その影響をキャッシュフローに加減するであろう。経営資源をコン



トロールする実質的な支配が重要なのである。

したがって、企業という単位は、投資家が供給した生存基金とこれに基づく生産活動が稼得する将来キャッシュフローにより認識される。しかし、細分化した個々の生産活動や生産者個人に供給される生存基金は、活動に従事する人々の消費に対応するものであり、直接的には投資家の将来キャッシュフローに導かない。投資家の将来キャッシュフローを創出するには、生産活動に意思を与える経営が必要になる。

経営を選択する意思決定は投資家にあり、経営の有無を決めるのは株主である。株主は、経営者を選任し、生存基金の提供の見返りに将来キャッシュフローの稼得を託す。経営者は株主の代理人となるが、債権者が供給する資本も、経営者の意思決定に委ねられている。その意思決定の及ぶ範囲は、将来キャッシュフローを稼得するための組織となり、企業と市場の境界となる。代理人である経営者の権限と責任の範囲が生産活動の大きさ、すなわち、生産設備の規模や従業員の人数を規定する。その準備に必要な基金は、将来消費を目的に拠出されるため、将来キャッシュフローの現在価値が財産として認識される<sup>33</sup>。

将来キャッシュフローの請求権が私有財産を特定化し、企業と市場の境界を決める。その拠出を誘導し、生産活動の準備に携わる経営資源を増加させる。コースは、この問題を組織内取引と市場取引の選択として捉えた。市場も組織も、失敗は不可避である。資源配分の失敗は市場と組織の機会費用で測定される。市場は、価格機構を介して資源配分を行うが、価格機構は、あらゆる財・サービスに関して部分的に失敗している。企業のマーケティング活動は、財やサービスの質・量を市場価格が完全に反映できないために存在意義を持つ。原材料や部品を購買する活動や資本調達、雇用などの市場も不完全である。経営資源が価格機構から経営者の管理下に置かれることで、その価値を高めるとすれば、経営者に資源を委ねることが合理的になる。

経営者の役割は、売買契約なしに経営者の意思により資源の使用量や方法などを決めることである。その契約成立が、資源の結合範囲を定め、生産活動に従事する人々の組織が認識される。経営意思決定の内容とその範囲によって資源の利用価

値に差異が生じるため、規模や業種が同じであっても財産価値の評価が必要になる。金融の役割は、このような経営者の意思決定の範囲を確認し、その実現可能性を評価することである。

## V おわりに

家計は、消費と貯蓄の主体である。しかし、人々の生活する場所は、家事労働という生産活動を伴う家庭である。家庭は主として消費活動の場であるが、小売りから最終的な消費にいたるまでに家事が必要になる。経済発展は、家庭内の家事の多くを企業活動に代替してきた<sup>34</sup>。それが分業経済である。家庭内生産活動から特定分野の生産に特化する準備を進め、さらには、これを組織化して経営管理に委ねることを選択してきた。家庭が自らの特化すべき業務を選択し、企業化するのは貯蓄の使い道という金融問題である。発展した社会における家庭は、義務教育やその後の高等教育を経て職業を選択する。このキャリア形成の時期は、生存基金であり、生産のための準備期間である。家庭内可処分所得が、消費と教育投資に振り分けられる。教育を受ける期間は、将来消費を期待した企業活動となる。その選択権は貯蓄主体にあり、投資により回収される将来のキャッシュフローを予想している。貯蓄を投資する際の評価は、明らかに人間の評価である。

貯蓄は、生産に特化した企業へ供給される。コアコンピタンスを見極め、分業経済における役割を確認し、他企業（市場）よりも効率的に資源を利用する経営者を探索し、貯蓄を供給する。金融の本質は、将来のために有用な仕事をする経営者や従業員、そして組織を探索・評価し、その活動に従事する人々の生活を支えることにある。必要な産業・企業に生存基金が振り分けられ、発展すべき産業や企業に従事する人々の暮らしを支えることになる。

企業と家計あるいは企業組織と市場の分析は、新たな資本概念に導く。ストック概念で論じられる資本は、過去の家計貯蓄から供給された生活資料に依拠しており、新たな家計消費に貢献しなければ評価されない。企業は資本ストックの結合体であるが、この結合を物質的ストック概念で捉え

ることで生産活動に従事した人々の活動が見失われる。企業の連続する生産活動が最終的な消費財につながるとき、この生産活動のプロセスの一面面がストックとして評価されるのである。仕事時間の単位を細分化すれば、常に事前と事後の繰り返しであり、清算が繰り返される。過去の生産活動は、新たな生産活動に役立つ限りにおいてストックとして評価され、財産と認識されるのである。すなわち、企業の財産は、将来の生産活動のために準備され、費消される生活資料から構成されていることになる。財産の所有者は、生活資料の供給者である貯蓄主体、すなわち家計である。

財産評価は、家計貯蓄を供給する企業の単位を測定しなければならない。測定基準は、機会費用の概念に基づく利潤（損失）である。利潤（損失）は将来を予想する期待概念であるが、予想の対象は、経営者が設計するビジネスモデルと、これを実現する組織である。会計上の決算数字ではない。過去の株価や債券価格でもない。それらの値は、人間の意思と行動の結果であり、事前の評価とは異なるものである。したがって、生存基金を供給する金融の役割は、生存基金を費消する経営者と組織の生産活動を評価することである。評価対象は、経営者の意思決定が及ぶ生存基金の供給領域であり、家計の財産として認識できる範囲である。これが生産と投資の主体である企業の単位となる。

企業の単位を明示し、家計の財産を測定する場合にも、生産活動の価値は相対的である。機会選択のための市場整備は希少資源の配分に欠かせない。重要なことは、資源配分に関する情報である。新たな情報は、過去を清算し、過去の活動と現在の人の考え方や行動を相対的に評価することである。とりわけ、新興市場に上場するベンチャー企業の場合には、経営者の人となりを徹底的に分析する必要がある。過去の企業業績は、新たなビジネスプランとは無縁であり、プランの魅力とこれを実現する経営者および組織の力を評価しなければならない。過去の財務情報に偏る評価は、資源配分をミスリードすることになる<sup>35</sup>。それは、人々の暮らしを清算させることになる<sup>36</sup>。

金融は、経営者と人々の組織を評価する制度設計を構築しなければならない。家計貯蓄は、貨幣資本の形態で企業に投資され、その運営を経営者

に託すことになる。経営者は、受託した資本を企業活動に従事する人々の生活資料とする。人々や組織の活動は、有形資産の購入とは異なり、一定の時間を経なければ評価をすることができない。それゆえ、経営者の選任は、一定の期間にわたり、活動内容の詳細や会計情報などを開示せず、その運用を任せることを意味する。開示すべき時期や内容、開示義務のある情報の質と量は、経営者に託されている。経営者の情報が正しい資源配分に導くか否かが社会の発展を左右することになる。金融という黒子が、人と組織の意思と活動を的確に支援する仕組みが求められている。

#### 【付記】

本稿は、文部科学省の平成21年度戦略的研究基盤形成支援事業「ビジネスクリエーターが創るインテリジェント・デザイン型企業・組織と人材育成手法の実践的研究」の一部である。ファイナンスは、人間や組織に対して中立な数字の世界と思われがちであるが、その基本は、人間と組織の能力を評価することである。無意味に思える情報から価値ある情報を抽出できるインテリジェント・デザイン型企業・組織に資源を配分することがファイナンスの役割である。

#### 注

- 1 金融を英訳すると finance になるが、日本語の金融とファイナンスでは、異なる意味を持つ場合がある。それは金融論として展開されてきたこれまでの研究の多くが銀行の役割や制度を研究対象としているためである。本稿では、両者の区別をせず、欧米の研究で発展したファイナンスの理論研究に基づく概念として金融を用いる。このことがタイトルにファイナンスという言葉を用いた理由である。
- 2 日本の株式市場の効率性に関しては、筒井・平山(2009)が参考になる。行動経済学のアプローチで市場を考察し、アノマリーを理論的に考察する。我々が資源配分の効率性を実現するためには、アノマリーの原因を見つけ、その改善策を講じることである。しかし、新たな金融商品の登場や取引所のマイクロストラクチャーの変更のたびに、効率取引と同時に非効率な取引が発生する。
- 3 機械を意識せずに使いこなせるようになるには、機械自身の技術的な発展が必要である。金融という社会の道具が意識されるのは、未だ人間にとって金融という道具が使いづらい証である。
- 4 本稿は、亀川(2008)の再考として位置づけられる。
- 5 前者を消費者金融、後者を生産者金融として区別する



- こともできるが、いずれも現在の消費と将来の消費を交換する取引である。
- 6** 私有財産のみならず、社会のインフラとなるような公共投資も含まれる。また、教育活動など将来の消費を改善する無形資本もある。
- 7** ここでの循環的な社会は、所得の成長がない社会であり、シュンペーターが「発展」と対比した循環的社会とは異なる。Schumpeter (1926) は、小売店が規模を拡大して百貨店になる連続的な成長を静態的考察対象と看做している。
- 8** 近代経済学の標準的なテキストでは、資本は生産手段としての資本財である。しかし、新古典派の一角を担うオーストリア学派の資本概念は、商人的な視点から時間概念を重視していた。経営学に応用される投資の経済計算は、時間概念を重視したものである。標準的な考え方は、Lutzs and Lutzs (1951) の資本モデルである。資本概念については、Hicks (1939; 1965; 1973) の各著書を参照されよ。亀川 (1993; 2006) は、これらの資本概念を整理して、コーポレート・ファイナンスを考察している。
- 9** 本稿の議論は、人的資本ないし知的資本に関わる問題であるが、これを直接評価することを意図しない。既に、Coleman, Stetar and Costa (2004) の組織行動や人的行動の数量化、Bukowitz, Williams and Mactas (2004) や、Elias and Scarbrough (2004) による測定基準の提案、Toulson and Dewe (2004) や Hai-Ming Chen and Ku-Jun Lin (2003) は、財務諸表上で開示する方法を提案する。しかし、こうした議論は、本稿の財産に関する議論とは異なる視点を持つ。
- 10** Coase (1937)。
- 11** 原子論的単位の個人企業に生産時間の概念を導入することは、個人貯蓄の概念を導入することを意味する。個人企業は、所有者と経営者、労働者が人格的に一致している状態を意味する。他方、組織としての企業単位では、各経済単位が分離する可能性を持つ。企業の生産活動は収入に先立ち支出が先行するため、従業員の生存基金やその他の経営資源を確保するための準備資金が必要となる。取引コストの削減による組織規模の拡大は、多くの経営資源を確保するための資本が必要になる。取引コストの削減は、生産活動に携わる人々の生存基金の節約でもある。資本結合に優れた株式会社という企業形態は、生存基金の節約機構である。
- 12** 取引費用による企業の境界は、1つの分類基準であり、目的に応じて多様な境界が作られる。たとえば、国家を領土により定義することで国家概念が作られる。しかし、領土ではなく、言葉や宗教で境界を設けることも可能である。経済問題に限定すると、国境のあるなしにかかわらず、分業の体系が存在する。我々は、財・サービスを国内企業から購入するだけでなく、外国企業から購入することができる。企業は国境を越えて活動をしている。領土の大きさが個々の経済主体の利害に及ぼす影響の研究は重要である。
- 13** バブル期は、金融機関や不動産事業の会社が規模を拡大し、事業法人の成長を超える業績を上げる。金融は不動産業界に勤務する人々の所得を高め、事業法人に勤める人々との所得格差を生じる。
- 14** 市場に委ねることなく、国家が計画的に投資を行う場合などは、家計の意思に関係なく強制的に貯蓄をすることになる。戦後の傾斜生産などにみられる政府の産業育成政策は、家計による消費を強制的に抑制させてきた。
- 15** 利子論は、基本的に Fisher (1930) に基づいている。
- 16** 市場による価格形成が客観的評価であるとしても、それが合理的な価値であるか否かには疑問が残る。現在の製品価格のほとんどは企業の組織内における意思決定の結果であり、少なくとも、短期的には市場の需給により決まらない。個々人の投資家による主観的予想に基づく価格と組織的な予想に基づく価格形成の優劣について分析する必要がある。若杉敬明氏は、主観的期待のバイアスを複数の評価プロセスを経ることで相殺させる組織的期待にすべきであると主張する (日本経営財務研究会研究学会統一論題報告「金融危機と行動ファイナンス」2010年10月10日)。
- 17** 貨幣は、将来の消費目的で蓄えることができるが、タンス預金として蓄えられる場合には、生存基金としての役割が発揮できず、将来の消費増加に結びつかない。タンス預金は、金融市場を介さないことで貨幣の情報機能を無機能化し、その蓄えに相当する財やサービスの売上収入を実現させない。生存基金としての役割を放棄し、時間にまたがる分業のメリットが機能不全となる。孤立した社会を想定すれば、この問題は単純である。ある個人の生産能力を100とする。彼は、企業として100の生産物を生産し、家計として貨幣所得100に変換して受け取る。貨幣80を支出して80の生産物を購入して消費し、残余の貨幣20をタンスに蓄える。20は余剰貨幣となるが、生産物も20の余剰を持つ。この余剰生産物20は、彼のみならず、誰の効用にも貢献しなかったため、その生産活動は無意味であり、価値は失われたことになる。しかし、余剰貨幣を第三者に貸し与えることができれば異なる。余剰貨幣は、第三者の生存基金としての役割を果たし、将来の消費のための生産活動に充当できる。価値を失うはずの生産物20は、将来の生産物として価値をもつ。これはケインズ (J. M. Keynes) の有効需要政策の根底にある考え方である。
- 18** 各企業の資本調達業務を専門化することが利潤を期待させなければ、銀行は成立しない。銀行の利潤は規模の経済性が働いたため、多くの企業の資本調達を手掛け、組織として運営することで取引コストの削減が期待される。
- 19** 周知のように株式会社は、譲渡自由な株式制度と社員全員の有限責任制により資本結合を容易にした画期的な仕組みである。それは、出資者のリスク負担を軽減する仕組みである。流動性を担保し、少額の株券による分

散投資がリスクの分散に導き、そして有限責任制が経営者に対するエージェンシーコストを大幅に引き下げることになった。

- 20** 株式の譲渡自由により、生産手段に投下された貨幣資本は、経済的耐用年数にかかわらず回収できる。株式の売買は、継続する生産活動さえも貯蓄供給の機会としたのである。
- 21** 継続企業である株式会社の株主は、時々刻々と変化する株価の成立のたびに清算を繰り返している。新たな株価の成立は、新情報の証拠であるが、そこで成立する利回りは、既存の株主にとっては結果であり、実現した成果である。他方、新たに株式を購入する株主や継続して株を持ち続ける株主にとっては、期待される将来の必要利益率となる。それゆえ、清算とは、事前と事後が同時に成立する概念となる。
- 22** 市場の効率性が確保され、新たな情報が入手されるたびに株価は相対的価値変化を示すため、変動する。こうした市場価格の変動リスクは、証券市場が整備され、分散投資が可能になることで削減される。分散投資に関しては、Markowitz (1952)、市場の効率性に関しては、Fama (1965; 1970) を参照されよ。
- 23** 資本コストが経営学に応用されるようになったのは、1950年代以降であり、その嚆矢となったのはDean (1951) である。Modigliani and Miller (1958) の論文を契機とした資本コスト論争が、この概念の普及に貢献し、現在のコーポレート・ファイナンスの基礎を構築する。
- 24** しかし、企業と市場を代替的・補完的な関係で捉えるように、家庭と市場を代替的な関係で捉えることが可能である。市場とは企業の生産物や生産要素を交換する取引の場として捉えるのではなく、自社内生産か、他社生産かの選択基準である。家庭内の企業活動が増えるのは、家庭内企業活動が家庭外企業の生産活動よりも価値のある場合である。
- 25** 情報の非対称性や取引コスト、エージェンシーコストなどは、市場と経営管理の境界問題であり、コーポレート・ファイナンスやコーポレート・ガバナンス論の中心テーマとなる。翟 (1998; 2009; 2010) や小山 (2010) などを参照されよ。また亀川 (2009a) でも、重要なテーマとして位置づけている。
- 26** 経済学も経営学も、希少資源の配分を問題としている。両者の大きな違いは、希少資源を市場の価格機構に委ねるか、経営管理に委ねるかにある。政治の世界における中央集権や分権、そのための国と地方の権限と責任、市区町村などの構造も目的達成のための分業である。
- 27** 1840年頃、アメリカでは、個人事業主が単品を扱っており、自社の事業活動と散在する他の事業活動を調整するのは市場であった。単一の組織（巨大株式会社）が、衣料の消費地と綿の生産地を結び付けて需給を調整・管理することはなかった。Micklethwait and Wooldridge (2003, 邦訳 90 頁) 参照。
- 28** この議論は、亀川 (2009b) では仕事の単位として議

論している。

- 29** 必ずしも、財務諸表としての貸借対照表を意味しない。前払いした給与が費消するまでの資産概念など、あらゆる生産準備のための活動をストックとして捉える概念である。
- 30** 財産権は、物権、債権、知的財産権などで、株主権などに対する概念であるが、ここでは法的解釈とは別に、将来の消費を確保するための権利としておく。権限と責任は、株主と経営者の関係でも整理できる。株主の権利が希薄化すれば、株主の財産は減少する。
- 31** 近年の会計上の混乱は、資産を市場価値で評価することにより株主の持ち分を示せるという陥穽に嵌っている。法人が所有する金融資産（他社の株式など）を時価評価するという事は、他社の帳簿資産の取替原価ではなく、他社の資産がその他の経営資源と結合して稼ぐ将来キャッシュフローに基づいている。自社の帳簿資産に関して同様の基準で評価するとなれば、帳簿の必要はなくなり、証券市場に委ねればよいということになる。
- また、リース取引のオンバランス化も問題になる。リースは、他社所有の資産からのサービス享受であるが、実質的に資産購入と同じ効果が期待できるのであれば、資産計上が望ましいと考える。しかしながら、同様の考え方に立てば、借地や賃借した店舗なども資産計上すべきである。さらに極論すれば、他社から購入するサービスや原材料、部品などは、他社の資産を用いたことになる。自社製にするか他社から購入するか、この問題が企業の境界を決めるというのであれば、株主の代理人である経営者の自由裁量権に委ねられる資産をすべて帳簿に計上させるべきである。この基準は、法人の所有権に直接関係しない。親会社の無理な注文を引き受ける下請け企業や孫請け企業を資産計上すべきであろうか。いずれも、会計上の資産が株主の持ち分を示さない証左である。
- 32** Micklethwait and Wooldridge (2003, 邦訳 147 頁) 参照。
- 33** 生産設備の購入は、生産設備の生産に携わった人々の基金となる。
- 34** 材料を調達して、食事をつくり、消費する。掃除・洗濯も生産活動であり、衣食住のすべてを純粋に消費活動に限定することは難しい。これを企業活動と見做せば、衣服のクリーニング、ハウスクリーニング、外食や食事のデリバリー、育児、教育、介護など、外注できる部分は企業化が可能である。
- 35** 成熟した大企業は、組織内フィルターを経ることで、経営者の評価情報が濾過されるため、財務情報に依拠する割合が高いと言える。
- 36** バブル経済では、金融や不動産事業の就労者が増加し、製造業や商業、その他のサービス業などに従事する人が相対的に減少する。しかし、金融業や不動産事業に従事する人々が増加しても、人々が消費する生産物の増加にむすびつかないことがある。この事態に直面する時、資源配分のミスに気がつき、人々の過去の活動の誤りが

修正されることになる。

#### 参考文献

- 亀川雅人 (1993),『企業資本と利潤——企業理論の財務的接近 第2版』中央経済社。
- 亀川雅人 (2006),『資本と知識と経営者——虚構から現実へ』創成社。
- 亀川雅人 (2008),「知的資本の評価に関する一考察——キャッシュフローの意義」『立教ビジネスレビュー』創刊号, 立教大学経営学部。
- 亀川雅人 (2009a),『ファイナンシャル・マネジメント——企業価値評価の意義と限界』学文社。
- 亀川雅人 (2009b),「資産構成から見る資本コスト——限界資本コストと平均資本コストの関係を中心として」『経営会計研究』日本経営会計学会, 第12号。
- 小山明宏 (2010),『経営財務論 新訂第2版』創成社。
- 翟林瑜 (1998),『資本市場と企業金融』多賀出版。
- 翟林瑜 (2009),「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割 (上)」『経営研究』大阪市立大学経営学会, 第60巻第3号。
- 翟林瑜 (2010),「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割 (下)」『経営研究』大阪市立大学経営学会, 第60巻第4号。
- 筒井義郎・平山健二郎 (2009),『日本の株価——投資家行動と国際連関』東洋経済新報社。
- Bukowitz, Wendi R., Ruth L. Williams and Edward S. Mactas (2004), "Human Capital Measurement," *Research Technology Management*, Vol.47.
- Coase, R. (1937), "The Nature of the Firm," *Economica*, N.S.4, pp.386-405
- Coleman, Garry D., Bill Stetar and Joe Costa (2004), "The Measure of Performance," *Industrial Engineer: IE*, Vol.36.
- Dean, J. (1951), *Capital Budgeting, Top-management Policy on Plant, Equipment, and Product Development*, Columbia University Press. (中村常次郎監修『経営者のための投資政策』東洋経済新報社, 1959年。)
- Elias, J. and H. Scarbrough (2004), "Evaluating Human Capital: An Exploratory Study of Management Practice," *Human Resource Management Journal*, Vol.14.
- Fama, E. F. (1965), "The Behavior of Stock Market Prices," *Journal of Business*, Vol.38.
- Fama, E. F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, Vol.25.
- Fisher, I. (1930), *The Theory of Interest*, Macmillan. (気賀勘重・気賀健三訳『利子論』日本経済評論社, 1984年。)
- Hai-Ming Chen, Jeffrey and Jeffrey Ku-Jun Lin (2003), "The Measurement of Human Capital and Its Effects on the Analysis of Financial Statements," *International Journal of Management*, Vol.20.
- Hicks, J. (1939), *Value and Capital, An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Oxford at the Clarendon Press. (安井琢磨・熊谷尚夫訳『価値と資本』I, II, 岩波書店, 1970年。)
- Hicks, J. (1965), *Capital and Growth*, Oxford at the Clarendon Press. (安井琢磨・福岡正夫訳『資本と成長』I, II, 岩波書店, 1970年。)
- Hicks, J. (1973), *Capital and Time: A Neo-Austrian Theory*, Oxford University Press. (根岸隆訳『資本と時間——新オーストリア理論』東洋経済新報社, 1974年。)
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan. (塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1941年。)
- Lutz, F. and V. Lutz (1951), *The Theory of Investment of the Firm*, Macmillan. (後藤幸男訳『投資決定の理論』日本経営出版会, 1969年。)
- Markowitz, H. (1952), "Portfolio Selection," *Journal of Finance*, March.
- Micklethwait, John and Adrian Wooldridge (2003), *The Company: A Short History of a Revolutionary Idea*, A Modern Library Chronicles Book. (鈴木泰雄訳, 日置弘一郎・高尾義明監訳『株式会社』ランダムハウス講談社, 2006年。)
- Modigliani, F. and M. H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol.48.
- Schumpeter, J. A. (1926), *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 2. Aufl. (中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』上, 下, 岩波書店, 1983年。)
- Toulson, Paul K. and Phillip Dewe (2004), "HR Accounting as a Measurement Tool," *Human Resource Management Journal*, Vol.14.