

資本コストの役割再考

——コーポレート・ファイナンスの契約理論的位置づけ——

亀 川 雅 人

1. はじめに

企業経営は、管理論的にはプラン ドゥ シーという一連の管理過程からなる。計画を策定し、これを実行し、計画と結果との乖離を評価し、新たな計画策定を行うという循環的な意思決定である。ここで言う計画とは、ビジネス・プランであり、コーポレート・ファイナンスのことばで言えば投資計画ということになる。投資額の多寡にかかわらず、プランは経営資源の結合を必要とし、これに資金が投下されるのである。

ひとつのビジネス・プランの策定が実施に移される段階で、結合されるべき経営資源との間で多くの契約関係が結ばれる。資材やサービスの売買契約は企業間関係を構築し、人的な契約関係は内外の組織を、資本関係は金融機関や投資家との関係を、そして新たな顧客との関係を築くことになる。計画が実施され、繰り返されるようになると、契約関係も慣習化したなかで締結されるようになる。日々のルーチン化した業務が繰り返されることになるのである。結果に大きな変化が見られない限り、契約関係の見直しも軽微な範囲での修正に止まり、これが企業組織の制度的特長を形成することになる。ひとたび企業に固有の制度が形成されると、企業環境の大きな変化やそれに基づく戦略的な計画策定がなされないかぎり、企業の行動を制約することになる。

企業経営にとって、こうしたビジネス・プランの策定とこれに基づく投資計画は、新たな企業内外との契約関係の構築であり、新しい企業組織をデザインすることである。この段階で、企業は市場で再評価され、新しいポジションをもつことになる。新たな投資が実施され、日々の業務が繰り返されるようになると、市場はその企業評価を固定することになる。新たな市場均衡の状態である。そして、再び別のプランが策定され、実施されるときに、新たな均衡にシフトする。活力のある成長企業は、この均衡移動を繰り返して行くことになる。

このようにプロセスであるはずの市場均衡は、これを意思決定の基準として利用する際に等閑視されることになる。因果関係は失われ、相関関係としてしか意味を持たなくなる。しかし、

それゆえに、いかなる時点でも評価の基準として利用できるというメリットがあるのであろう。投資決定に関してみれば、現行の均衡状態を維持するか、多少ともプラスの成果を生むのであれば、その投資計画は承認されることになる。投資の経済計算として広範に認められている正味現在価値 (Net Present Value) 法では、投資計画から予測される将来キャッシュ・フローを資本コストで割引いた現在価値が、投資支出と比較して正の現在価値をもつ場合に採用されるというものである¹⁾。各投資対象を割引く資本コストは、資本市場の均衡状態で評価されたものであり、それゆえ、資本資産に関する均衡価格を形成するのである。資本市場の価格形成は、均衡理論の枠内で決定されるのである。

しかし、こうした市場均衡理論に基づくコーポレート・ファイナンスは、均衡理論のもつ静学的特性から、現状を是認することにより理論が展開されているのである。プランの良し悪しに関係なく、市場で決定された資本コストをクリアするか否かが重要なのであり、これを担保することができれば株主の富を損なうことなく企業価値を最大化できると仮定されているのである。

本稿では、こうした企業観に基づくコーポレート・ファイナンスのあり方を考察する。すなわち、市場の均衡論的な視点に立脚したコーポレート・ファイナンスは、株主の富最大化を目的として立論されているが、現状のファイナンス理論に、これを実現する理論的な枠組みが備えられているのかを考察する。その分析視点は、まず個々の企業組織が持つ契約関係という個別視点に立ち返ることであり、個別企業の視点から企業を評価するというものである。

こうしたアプローチは、市場理論の成果に逆行するようであるが、均衡理論ゆえに見失っている部分を発見することができる。同一リスク・クラスもしくは均衡理論のなかで位置づけられる評価が、経営者の業務を意味のないものにしていくことに気付かせるのである。資本コストがビジネス・プランに対応してリスクを評価しているとすれば、プラン策定後の経営者の役割は資本コストを上回るプロジェクトを肅々と実行するだけである。しかし、各企業やプロジェクトの資本コストは、たとえ同一のビジネス・プランを策定していても異なるのが現実である。同一のビジネスでありながら、各企業ごとに資本コストが異なるとすれば、ビジネスに対応したリスクという関係ではなく、ビジネスを実現するための組織や諸契約の関係を市場が評価し、リスクの価格付けをしていることになる。プラン策定後の経営を市場が評価するのである。

要するに、均衡理論で測定された資本コストを受け入れ、これを投資の切捨率として利用するかぎり、現状の経営手法を容認したまま投資決定を行なうことになる。投資計画が却下され

1) 資本コストの役割については、E. ソロモンが次のように記述している。「kの役割をいい表したものとすれば、…… (a) 資金運用案の必要最低利益率、(b) 資本支出の切捨率、(c) 資本運用が正当化されるには越えねばならない“ハードル”もしくは“標準”の利益率、(d) 財務基準、……」
E. ソロモン (1971) 34ページ。

るのは、現状の経営のままでは当該ビジネスに参入しても勝算がないという市場評価である。企業経営の視点で重要なのは、当該プロジェクトに却下の判定が下された理由を分析し、市場が経営改善を迫っているのか否かを考えるべきである。同一のビジネスでありながら、資本コストに高低が生じる理由を分析することが重要なのである。高い資本コストは契約関係の改善を経営者に迫るのである。これが経営管理のシー機能ではなからうか。

2. 均衡理論と契約

新古典派経済学では、資源の合理的配分を可能とするような競争的市場という理念型での議論が中心であり、実際の資源配分が合理的資源配分と乖離する原因やこれを合理的配分に導くための市場のあり方や企業のあり方については軽視された。この枠組みでは、企業と市場は異なる役割をもつモノと位置づけられてきた。企業は生産を担い、市場は生産物を交換する役割を担う。市場は生産財および生産要素の交換の場であり、販売と購買という売買契約を成立させる。

標準化された財・サービス（生産要素を含む）の取引を前提とすれば、不特定多数の販売者と購買者は価格情報（価格、数量、取引日など）を中心とした取引を行なうこととなる。市場は、あらゆる情報を織り込んだ価格に基づく資源配分の相関関係を示す鳥瞰図になる。このような価格情報で取引を行なえる市場を仮定すれば、その取引を遂行するための契約は単純な内容となり、契約問題を俎上に上げる必要はない。

しかし、財・サービスに関する情報の不完全性や非対称性を有している場合、取引当事者は価格情報を中心とした契約だけでは取引することができない。すなわち、取引を円滑に行なわせるために、契約が果たす役割に注目することになる。コース (Coase, R)²⁾ の着眼点である。彼は、整備された交換の場としての市場とそこで活動する生産者としての企業を暗黙裡に想定した新古典派的経済観を大きく変える役割を果たした。企業の生産活動も、財の交換を行なう場であり、市場を介さない契約関係からなっているという考え方である。生産活動を原子論的（素粒子的）単位にまで分解すれば、微視的な単位に細分化された生産要素の結合過程であり、その過程が最終的な消費に向かって流れている。それは市場そのものの交換過程である。企業を市場の代替的・補完的な役割としてみれば、企業は組織としてこの交換過程の一定範囲を取り込むことになる。

ただし、生産活動がなくなるわけではない。購買と販売、投入と産出の間には必ず生産活動がある。企業を生産者と定義する場合には、通常の組織としての企業は原子論的単位の組織をもたない企業の集合体になる。組織としての企業は、その組織内の原子論的企業が生産した財

2) Coase, R. (1937).

・サービスを交換する場であり、市場とは異なる契約関係で取引する場を形成していることになる。取引を遂行する上で、いずれの契約関係が取引の効率性を高めるかが企業の盛衰の鍵を握ることになる。市場取引が効率的であれば、企業は組織としての存立基盤を失うことになるのである。

ところで、企業には商人的機能と生産者の機能、それに革新的な経営資源の結合機能がある。商人的機能は、既存の財・サービスの地理的距離を克服する機能である。商人は地理的な裁定取引を通じて利潤を確保する。ある地域の財・サービスが余剰であれば、これを不足する地域に分配する。他方、生産者は、時間的な距離を克服する。生産活動は時間のかかる活動であり、時間の短縮は生産コストの削減である。革新的な生産要素の結合を行なう機能は、新商品や新サービスの提供である。

いずれの活動も、ビジネス・プランの作成が要請され、情報の収集が必要となる。財・サービスを交換する上で必要な取引コストを最小にするために情報交換が行なわれ、市場を出し抜く情報を獲得した商人や生産者、そして革新的な創造者に利潤を提供する。既存の情報からは利潤は生まれない。利潤は、新しい情報が市場に流布するまでの間、その情報をもって活動する商人や生産者、そして革新的企業家に利潤を提供しつづけるのである。もちろん、情報取得にも取引コストが必要であるから、このコストが利潤を相殺するほどに大きければ意味がない。情報が市場参加者に浸透するプロセスは均衡模索過程であり、情報の浸透した段階で均衡が成立し、利潤が消滅する。

この情報交換過程は、価格形成過程でもある。価格は資源配分のシグナルであるが、既存のルーチン化した資源配分は、慣習化した経験のなかで情報を無価値にしている。多くの交換が行なわれ、これが繰り返されることにより、無駄が排除されてくる。交換をする際の契約関係はスムーズに締結され、交換に係わる取引も効率化する。特別な取引コストは消滅することになる。交換過程はマニュアル化され、市場であろうと組織内計画であろうと無差別になる。新古典は経済理論の想定する市場の確立である。価格情報に基づき、需給ギャップを感知し、増減産の意思決定を行なう。取引される財・サービスは標準化され、先物市場のような将来取引の市場も形成される。そこでの契約関係は、起こりうる状況を想定して締結されているのである。契約は単純なものとなり、それゆえ契約は重要なものと認識されなくなる。逆説的であるが、あらゆる複雑な契約がコストレスで締結できる世界、すなわち、完備契約の世界を仮定することになる。

しかしながら、標準化されているはずの既存商品に関しても、これまで市場で交換されていない情報や新しい情報が交換対象となるとき、情報は価値を持ち、新たな契約関係が必要となる。その契約関係は成果の配分やリスクの負担関係を明示的・暗黙的に決定することになる。リスクの負担関係とは、利潤の帰属先を決定するものでもある。その契約関係は客観的な情報に基づくものではない。情報は非対称的であり、主観的である。将来に対する信念であったり、

蓋然性であったりする。そのような状況で取引をする場合には、契約が取引主体のリスク軽減に貢献しなければならない。

このように起こりうる様々な事態を想定することが困難であり、結果的にリスクの軽減とそのリスク評価を反映させた契約締結が難しい世界、それが現実の社会である。言い換えれば、契約によって完全な結果を詳細に決めることはできない世界である。それは、明示可能契約と曖昧な部分を含む暗黙的契約が混在する状況、不完備契約の世界である。しかし、それゆえに契約が重要な役割を担い、取引を活性化させる要因と見なされることになる。

完備契約の世界と不完備契約の世界を市場と企業の活動プロセスの視点から考察してみよう。起こりうる問題についての詳細な契約（完備契約）を締結できるとき、非対称的・主観的情報は存在せず、既存の対称的・客観的情報から締結される契約関係は慣習的なものになる。この時点で、利潤（資本コストを上回る）は存在しない。しかし、市場経済の社会哲学的研究者であるハイエク（F. A. von Hayek）³⁾によれば、市場は散在する個別的知識の交換を介して情報を普及させる場とみなされる。非対称的・主観的な情報が特定の経済主体に競争優位を与え、特定の経済主体に利潤をもたらすが、市場における情報交換機能が価格を形成するプロセスで利潤は消滅することになる。契約理論的視点から見ると、ある特定の財やサービスに関する契約関係が市場の取引を通じて変化し、不完備契約的世界で利潤が発生し、完備契約的世界が想定される段階で利潤を消滅させることになる。

こうした利潤の源泉は、カーズナー（I. M. Kirzner）⁴⁾などのオーストリア学派が見る市場の均衡プロセスに共通している。しかし、新古典派の市場理論は競争の終焉した世界である。競争の終焉が意味するのはビジネスの結果であり、評価の完了した完備契約的世界がイメージされている。そこには、同一産業の中に、競争優位を持つ企業と撤退を余儀なくされる企業の並存する理由が説明されていない。

3. コーポレート・ファイナンスの契約理論的位置づけ

現代のコーポレート・ファイナンスにおける市場理論の代表は、資本資産形成モデル（CAPM）に代表される新古典派的均衡理論である。各企業はリスクとリターンで序列化されるが、そのリスクとリターンの値は、企業経営の最終的な結果についてのみである。ビジネスの戦略が立案され、計画・組織・実施といったプロセスの結果は、リターンとリスクという値に集約される。新規の創造的なビジネスで成功すれば、新たな序列にシフトする。

このことが意味することは何であろうか。CAPMでは資本コストの測定は市場ポートフォリオの投資収益率と個別企業の証券投資収益率の相関係数もしくは共分散によって決まるの

3) F. A. ハイエク (1986), F. A. von Hayek (1964).

4) I. M. Kirzner (1979).

測定が中心となる⁵⁾。過去のトレンドであろうと将来の期待であろうと、その関係は因果関係ではない。仮に β が1.5という値として測定されれば、いかなる産業の企業であろうと $\beta = 1.5$ の質を有するクラスに分類されることになる。MM (F. Modigliani and M. H. Miller)⁶⁾ の仮定したリスク・クラスが、同一産業や提供する財やサービスの同質性をイメージしていたとしても、収益・費用構造などから市場が異なるクラスに分類すれば、それがすべての結果となる。財・サービスの属性が同じであろうと、リスクとリターンの関係で位置付けられる均衡理論上のクラスは異なるものとなる。生産工程や販売チャネルの同質性でもない。同じリスクに分類されるのは、収益と費用の動き方のみになる。換言すれば、同一の規模をもつ同一のビジネスを運営している場合でも、経営資源の結合方法によってリターンとリスクは異なる値として予想される。市場がこのような尺度を分類基準としている以上、MMのリスク・クラスも、と同一のクラス分類なのである。

こうした均衡理論の枠組みから逆の発想が生まれる。なぜ同じ財・サービスを提供し、同じ生産・販売方法をもちながら異なる序列化を生むのかという視点である。それは、均衡理論が捨象してきた市場の摩擦要因であり、同時に組織の摩擦要因である取引コストの問題ということになる。あるいは、各生産要素の結合にかかわる契約関係の分析と言い換えても良からう。企業環境の変化に対応する複雑な経営資源の結合は複雑な取引関係を構築する。こうした取引に関して、契約を明示することは困難であり、契約を補完する制度や組織で対応する現実がある。不完備契約の世界である。そして、この不完備契約こそが経営者の役割につながっている。同一のビジネス・リスク・クラスに所属すべきはずが、リターンとリスクの関係に差を生じるのは、経営者による組織設計の相違にある。つまり、契約関係の違いがリターンとリスクの相違となって現れることになる。

契約関係は、利害関係者の報酬関係の規定である。原材料や部品、サービスの購入に関する売買契約、固定資産の売買契約、労働サービスに関する雇用契約、リース契約、賃貸借契約など将来の関係を拘束し、契約双方の特定のリスクを削減するために契約が締結される。商品の売買契約は、消費者と企業との所有権移転に伴うリスク関係を規定する。クーリングオフや製造物責任などに関する法律は一つの例である。雇用契約は、雇用者と被雇用者との就業および報酬関係を決め、リスクを双方に分配する。基本給と出来高部分、解雇と自発的辞職に関する規定など、いずれもリスクの負担関係を明示的・暗黙的に決定し、それが報酬の大小を規定する。パートや派遣、あるいは外注サービスの利用などを選択する場合も、リスクとリターンの関係で報酬を決めている。その他、固定資産の購入とリースあるいは賃貸借契約の選択問題

5) CAPMでは、資本資産 i の期待収益率 $E(R_i)$ は、市場の期待収益率 $E(R_m)$ と無リスク利率 R_f および i 資産の β_i により次のように求められる。 $E(R_i) = (E(R_m) - R_f) \times \beta_i + R_f$ ここで β_i は、 $Cov(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m)$ である。

6) F. Modigliani and M. H. Miller (1958).

も同じである。

一方のリスクが他方に較べて相違すると判断されたとしても、その報酬の分配関係を契約関係に明示するか否かは選択問題である。報酬関係の不確定な部分は大きくなることも小さくなることもある。判断材料となる情報が共通化・標準化されるまでは、経営者による裁量的契約が企業価値の増減、すなわち利潤に影響を与えるのである。契約は起こりうるすべての取引関係を明示できないために、一定の契約条項とこれを補完する組織や制度の整備が必要になる。この制度設計が不完備契約を補完し、企業価値を高めることができれば経営者は役割を果たすことになる。もちろん、契約関係は固定的ではないため、これが変化すれば制度設計も変化させねばならない。

一定期間内に未確定で不確実な利害関係の契約が存在しなければ、その期間中にはリスクは生じない。期間中の収入と支出は確定する。もし、将来に亘ってリスクの生じない契約関係を締結できるとすれば利潤はゼロになるであろう。官僚機構が最善の組織形態となり権限と責任のヒエラルキーによって企業活動が遂行される。リスクは外部に転嫁できるのである。この場合、支出に関する契約が組織の効率性を測定する。

注文生産、注文販売以外の契約で市場に販売する財やサービスの売上は、これを予想できないためにすべての報酬額を確定できない。報酬結果が確定されない以上、契約の中でリスクを負担する関係が表示されねばならない。経営の失敗や予期せぬ契約上の瑕疵を含めて、残余所得請求権という契約関係は画期的な考案であろう。

要するに、未確定な所得を生み出すための契約と未確定な報酬を分配する仕組みを構築しなければならぬ。複雑な契約の束のなかから、どのような契約関係を選択するかが経営者の仕事になる。企業にとって制御可能な変数とそうでないものを整理し、制御不能な部分との関係の中で、利害関係者間が其々に満足可能な契約関係を締結しなければならぬ。そうした企業を取り巻く多様な利害関係者間の契約が、企業の最終的な序列を決めることになる。それは債権者と株主による企業価値の決定である。彼らにとっては、リスクを最小にして最大の利潤を獲得できるような契約関係の選択であり、それがすべての利害関係者間の契約締結と同時に決定されていることになる。

こうした契約関係について、CAPMは個別企業の特殊な契約関係を市場均衡の中に位置づける工夫を施している。クラス内の個々の企業組織で締結される契約関係は、個別リスクや個別の費用を発生させていることを認めた上で分散投資を前提としたモデルを構築するのである。当該企業の収益率と市場収益率との相関係数もしくは決定係数が低ければ個別リスクが大きいのであるが、これは分散投資で除去されるというモデルである。CAPMが市場の均衡理論として高く評価されるのは、まさにこの点にある⁷⁾。

7) 株主重視、株主の富最大化を企業目的とするのは、経営者や従業員が株価を高めることによつてのみ自らの雇用機会を守ることができるということを理解しておかねばならない。分散投資で除去され

しかし、個別リスクが除去されるという場合でも、個別企業の契約関係を無視することにはならない。決定係数が低いというのは、市場収益率で説明できない部分が大きいうことであり、分散投資によって除去される個別リスクは、個別企業の属性を薄めることを意味しているに過ぎない。なぜ特定の企業およびプロジェクトが、特定クラスないし特定の として評価されるのか、ということに関する分析は、市場と切り離して個別企業の属性を分析することであり、市場における均衡理論的視点を個別企業の視点に変換しなければならない。市場における企業間の相互関係から、個々の企業の組織内部を顕微鏡で覗かねばならない。経営者や従業員は、個別企業の中で意思決定をしており、その意思決定結果からの様々な契約関係が市場における企業間関係を構築しているからである。

この分析の具体的な方法は、先に述べたように、同一の業種、同一ビジネスであっても市場の評価が異なる理由を考察することである。市場評価の相違は何らかの慣習的な取引慣行や仕組みが影響を及ぼしていると考えらるべきであろう。組織の設計問題である。それは、個々の企業に特殊な関係性を生み、明示的あるいは暗黙的な契約関係を締結させている。企業文化と称することもあろう。こうした属性を変化させ、組織を変更することにより市場収益率との相関関係が変化する可能性は否定できない。リスククラスの変化である。

要するに、 の評価は他の利害関係者すべての契約関係の結果として成立していることになる。これは当たり前のことであるが、投資決定論では等閑視される傾向がある。なぜなら、この主張は の計算に基づき投資の採否を決めるのではなく、投資決定が を決定しているからである。投資は、新たに結合するすべての利害関係者の契約関係を定めるからである。

この点は確認しておくべきであろう。 の計算による資本コストの測定は、企業の投資計画の是非を決めるが、資本コストの測定自体が契約関係によって規定されている。企業取引の契約関係を変更することにより、企業の資本コストは低下することもあれば上昇することもある。高い資本コストは投資を抑制するが、企業の既存組織の構造変更など、契約関係の見直しにより資本コストを低下させ、新規投資を誘発することが可能なのである。各プロジェクトごとにリスクとリターンを評価し、原子論的な企業のように資本コストを測定するという市場理論はひとつの理念型として想定できるが、新規プロジェクトと既存組織の取引契約は隔離することが困難であり、契約関係は複雑にかかわって評価されることになる。したがって、特定のプロジェクトの資本コストを単独に取り出して評価することは誤った結果に導く可能性が高い。特定プロジェクトと同様のリスク・リターン関係の証券を見つけ出すということがどれだけの意味を持つかは現実的な業務の中で考慮すべきであろう。

るのは株主のリスクであって、企業組織のなかで契約を締結しているその他の経営資源提供者の報酬リスクが除去されるわけではないからである。

このことが直ちに資本資産の価格形成や資本コストの測定に関する CAPM の意義を失わせることにはならない。しかし、組織の変更を伴うよう投資プロジェクトは、クラスの変更を伴うものであり、そのことが CAPM による資本コストの測定を難しくしていることは確かである。そして、多くの投資が何らかの意味でクラス変更を意図したものであることを忘れてはならない。契約関係の変化がリスク・リターン関係の変化を介して資本コストの値に影響を及ぼすのであれば、現状の投資の経済計算は意思決定に役立たず、経営者に有益な情報を提供しないことになる。

4. 契約関係とリスク

契約関係がどのようにリスク・リターン関係を規定するかを考察することにしよう。一般に、契約関係が固定的であればあるほどリスクを伴う。これは利潤の源泉であると同時に損失の原因でもある。自由な契約関係は誰でも契約ができることを意味する。契約にかかる取引コストが安く、契約関係からの参入も退出も自由になる。そのような状態では利潤は独占できず、競争によって瞬時に取り除かれてしまう。取引をめぐり自由な結合と解散が可能であれば、企業という組織のもつ意味をなくすであろう。一定期間の契約による拘束が企業の存在意義をもつのである。

契約に基づくリスクとリターンの関係は相対的なものである。商品の納品により、納品業者は通常リスクを負わない。信用取引により、納品先企業が倒産でもするのであれば損失が発生するが、基本的に納品した対価は収入として確定する。一方、購入した企業は売上が不確定である以上リスクを負っている。長期のサービス契約をむすべば、提供側の企業は収入が固定化されリスクがなくなるが、受入側企業は費用の固定化であり、リスクが大きくなる。これは雇用契約でも同じである。長期雇用契約は、労働サービスの供給側の収入を安定化させ、リスクを減じるが、企業側（株主）はリスクを追うことになる。他方、それは労働者にとって労働市場の需給に基づく高い賃金所得の放棄をも意味し、企業の利潤源泉にもなる。

契約理論では、企業を契約の束として認識されるが、他方、コーポレート・ファイナンスでは企業は資本ストックとして評価される。資本の拘束は、道具として独占的に使用する権利を持つが、それはリスクを伴う。他方、資本を自由にすることは現金として所有することであり、流動性と引き換えに利潤を諦めねばならない。ここにストックとしての評価と契約理論との関連性が読み取れる。

資本ストックとは、会計上は貸借対照表の資産として認識される。資産概念をめぐっては財産法と損益法による相違があるが、貸借対照表に記載された資産金額は、概ね企業が所有権を持つ財貨や金銭的な価値を持つ権利について、その取得時の価額を基準に評価したものと考えられる。会計帳簿上の流動資産や固定資産は、企業のその時点におけるストックとして認識さ

れている⁸⁾。しかし、このストックが価値を持つのは、将来のキャッシュを稼ぐことができるという期待に基づくものである。そして、通常、ストックを有することにより一定の支出を伴うことになる。減価償却やその他のランニングコスト、設備を稼働させるための従業員の給与などが必要になる。この支出はかなりの程度正確に見積ることが可能である。固定資産の取得は、固定的な支出を伴うのである⁹⁾。ストックが価値を持つのは、この支出以上の収入が期待されているからに他ならない。一般的に、ストックは支出が明らかで収入が不確実なものなのである。この定義は取得原価を前題とする会計上の資産概念とは異なる。

収入の変化に支出の変化が瞬時に対応するタイムレスな世界であれば、リスクは存在せず、常に収入と支出の間には無リスク利率が対応するのみである。収入と支出の間にある時間的なギャップが利潤の一つの源泉である。したがって、この時間的なギャップが短期間のものであれば契約が拘束する収入・支出関係も短期的になる。しかし、取引関係が安定的になり確立したのになると、長期間の契約関係に伴う収支が予測可能になる。短期の契約関係の繰り返しよりも長期固定的な契約関係が選好される。それは、契約コストなどの取引コストの軽減でもあるし、経験曲線などに見られる学習効果がコスト削減に資する可能性も考慮する。日々の取引は、契約の積み重ねであるが、将来に亘る安定的な取引関係を構築したときにストック化する。

先に述べたように、これは会計上のストック（資産）概念とは一致しない。一定の将来に亘るネットキャッシュが期待される限り、固定資産的なストックとして認識される。固定的費用が収入を期待して支出されるからである。従業員との雇用関係も、長期安定的・固定的な関係になっていけばストック化したものとなる。企業間関係も同じである。契約関係の評価なのである。

ここから固定的契約関係を選択する企業は、市場環境の予測のなかで、長期安定的な取引関係を選好している企業ということになる。しかし、市場の変化により、コストが大きく変化する

8) 会計上の資産は、企業の所有する金銭もしくは金銭的な価値あるものであるが、これに期間損益計算を行なうための経過的な資産が加わる。資産の本質についての議論は、費用動態論や現金動態論、資産のサービス・ポテンシャルズに求める見解などがある。

また、資産は、利用される期間または所有される期間により、流動資産と固定資産に分類される。特に、長期の契約関係からの問題と関連させると、固定資産の捉え方が重要になる。会計上の議論では、固定資産の本質論や有形、無形、投資その他の固定資産というような分類に関する議論、固定資産として認識される範囲（取得時の設置費用など）の問題や購入と自家建設、交換や贈与などの際の評価方法、利用期間中（減価償却）および終了後の評価問題、リースや遊休施設などの評価問題などがある。

9) 会計上の固定費は、原価要素を操業度に関連させて分類し、一定の生産能力のもとで一定期間変化しない費用を言う。設備の減価償却などが代表例であるが、契約的支出として問題にするのは、既に支払ってしまった費用というよりも、これから固定的に支払うことになる部分に着目する。したがって、サンクコストではなく機会費用からの視点を有する。

る可能性は否定できない。コストの固定化は、オペレーショナル・レバレッジと同じく、利潤の変動要因なのである。取引関係が安定していることにより、固定的契約関係によりコストを削減する可能性も高い。将来の安定的で高い収入の予測なしに固定的な契約関係を選択すればリスクを負担するだけである。したがって、固定資産の比率の高い企業や正規従業員の雇用比率の高い企業は、契約の固定性が高く、リスクを負ってリターンを高める戦略を選択したと仮定できる。もちろん、経営者が、契約関係の固定性についての意味を十分理解しているか否かは別である。

しかし、ひとたび固定的な契約関係が構築されると、それは暗黙的な企業の制度や文化となり、その見直しが容易ではなくなる。暗黙的な契約関係を含む長期・固定的な契約関係は、戦略的な位置づけを見失い、企業の負の遺産となる可能性も有している。環境が変化したにもかかわらず、経営トップは固定的契約が慣習的な経験として一体化しているため、取引関係のコスト改善策と考えない可能すらある。

同一のビジネスで資本コストに高低が発生しているとすれば、それは本来同じビジネス・リスクであるはずのリターン構造に相違が存在していることを意味する。それは、計画する移行段階における組織の能力における差ということになる。経営者による契約関係の構築による相違である。高い資本コストが計算されれば、同じビジネスにもかかわらず低い企業価値として市場が評価したことになる。

一旦、市場評価された が固定されるということは、組織業務のルーチン化を意味する。各利害関係者は、契約通りの業務を遂行することとなり、市場との相対的な位置づけが変更しないことを意味する。この評価を前提として資本コストを投資の経済計算に使用することは経営者の存在価値を否定することになる。現状の経営を是認していることを意味するからである。

の変更を伴う意思決定は、契約関係の見直しであり、最も大きな変更は戦略的意思決定である。同一のビジネスのなかであって、 を低下させることができる経営戦略こそが企業価値を増加させる意思決定なのである。それゆえ、資本コストの高い企業は、自らの企業経営を分析し、契約関係を改善すべきである。これは、投資の経済計算に資本コストを利用するという発想を逆転したものである。確認するが、同一のビジネス・クラスに属すべき企業でありながら に相違があるとすれば、契約関係の見直しを含む戦略的意思決定が必要であるということである。

5. 実証研究の試み

この議論の実証分析は困難を伴う。その理由は以下にある。CAPM は市場のすべての資産を対象とし、市場の収益率と個別資産の収益率との関係の中でモデルを構築するためサンプルの数を大きくすることができる。しかし、ここでの試みは、本来同一のビジネスプランに基づ

き事業展開している企業、すなわち、ビジネス・リスクが同一であるはずのクラス内にあって、の違いを発見しなければならない。そのため、ビジネスの同質性を担保しようとするほどサンプル数が小さくなるという矛盾を抱えることになるからである。

こうした問題を理解した上で、同一ビジネスとして想定可能ないくつかの業種を取り上げてみた。同一ビジネスであれば同一ビジネス・リスクが想定されねばならない。このような仮定では、営業キャッシュフローの変動が市場収益率の変動と極めて類似の関係にあるものということである。個々の企業との関係で言えば、同一ビジネスの企業であれば、営業キャッシュフローの相関が1となるようなクラスのなかで活動するはずである。これは摩擦のない新古典派的な市場観であろう。

しかし、繰り返すが、ここでの議論は同一業種で、同一クラスに属すべき企業間に差異を見出すことである。同一クラスに属すべき同一業種の企業の営業キャッシュフローが異なる変動パターンを示すとすれば、ビジネスプランを実行に移す段階での契約関係の相違を反映したものと想定できる。その変動が大きい企業は、リスクが高く、本来ビジネス・リスクで同一クラスとされるべきところ、市場均衡論的なファイナンス理論では異なるクラスに分類されることになる。

こうした目的を持つ実験的な実証分析として、以下の業種を同一クラスとして、そのクラス内の企業の間を関係性を回帰分析により位置付ける試みを行った。同一業種として選択したのは、製粉8社、飼料5社、製糖8社、製菓14社、飲料9社、ハム・ソーセージ9社、製油7社、醤油・調味9社である¹⁰⁾。92年から98年の各社のデータを用いて、企業組織の契約関係が営業キャッシュフローの変動というリスクにいかなる影響を及ぼすのかを分析する。総資産、減価償却、人件費、営業利益、従業員数、平均年齢、投資有価証券、関係会社株式などのデータを契約関係の結果と解釈し、これを解析することにより、いくつかの推論を行っている。

たとえば、総資産に占める減価償却費の大きさは、固定費の割合を示しており、企業のリスク要因になることは明白である。従業員数や人件費は、固定費の構成要素であり、これが高ま

10) 製粉：日本製粉、日清製粉、日東製粉、昭和製粉、東福製粉、富士製粉、増田製粉所、鳥越製粉、飼料：日本農産工業、協同飼料、中部飼料、日和産業、日本配合飼料、製糖：台糖、東洋精糖、日新製糖、日本甜菜製糖、三井製糖、フジ製糖、塩水港製糖、日本精糖、製菓：森永製菓、明治製菓、中村屋、江崎グリコ、名糖産業、ブルボン、井村屋製菓、不二家、山崎製パン、ナガサキヤ、カンロ、日糧製パン、タカラブネ、亀田製菓、飲料：中京コカ・コーラボトリング、三國コカ・コーラボトリング、北海道コカ・コーラボトリング、山陽コカ・コーラボトリング、三笠コカ・コーラボトリング、近畿コカ・コーラボトリング、富士コカ・コーラボトリング、カルピス、ポッカコーポレーション、ハム・ソーセージ：福留ハム、丸大食品、雪印食品、日本ハム、伊藤ハム、プリマハム、林兼産業、米久、スタミナ食品、製油：ホーネンコーポレーション、日清製油、吉原製油、熊沢製油産業、不二製油、ポーソー油脂、摂津製油、醤油・調味：キッコーマン、味の素、丸金醤油、ブルドックソース、アスピー食品、サンビシ、キュービー、ハウス食品、カゴメ 『週刊 東洋経済 会社財務カルテ '99』 東洋経済。

ればリスクは増加するはずである。しかし、ここでは固定費との関係は分析していない。営業キャッシュフローの変動Cは、直接的に人件費Wや減価償却と関係があるためである¹¹⁾。

この実験的な試みでは、より制度的な契約関係を分析する目的で、平均年齢や投資有価証券・関係会社株式など、営業キャッシュフローとの関係が直接的でないデータを選択している。平均年齢Aについて考察すると、その高さは、従業員との雇用契約が比較的強い拘束力を伴っていると推測できる。終身雇用的な関係の強弱を測定する手段であり、雇用関係が企業のリスクに関係するクラスとそうでないクラスとを識別するものである。また、総資産に占める投資有価証券や関係会社株式の割合H（所有関係）の高低は、企業間関係の強弱を示す代替変数と考える。企業間関係の強弱が、そのクラスのリスク評価の差異となるという推測である。

なお、営業キャッシュフローは、営業利益に減価償却を加算したものを使用し、その変動の大きさとしては、各社の7年間の標準偏差を計算して規模を修正するために平均で除している。()内はt値である。

製粉 8 社	$R^2 = 0.180562$	$C = 0.020626A + 0.207913$ (1.1498) (4.7440)
製粉 8 社	$R^2 = 0.263441$	$C = -1.41092H + 0.323811$ (-1.4649) (3.1217)
飼料 5 社	$R^2 = 0.909853$	$C = 0.05529A + 0.272916$ (5.5026) (9.0373)
飼料 5 社	$R^2 = 0.302084$	$C = 3.861932H + 0.217769$ (1.1395) (1.4856)
製糖 8 社	$R^2 = 0.178403$	$C = -0.01324A + 0.186698$ (-1.1414) (6.8718)
製糖 8 社	$R^2 = 0.303792$	$C = -0.6451H + 0.247789$ (-1.6181) (5.151)
製粉・飼料・製糖21社をひとつのクラスとみなした場合		
21社	$R^2 = 0.274453$	$C = 0.028053A + 0.206918$ (2.6808) (7.8777)
21社 ¹²⁾	$R^2 = 0.243086$	$C = -1.21057H + 0.330083$ (-2.4702) (6.6014)
21社 重回帰 補正	$R^2 = 0.45104$	$C = 0.027461A - 1.18163H + 0.327561$ (3.0945) (-2.9041) (7.8906)

11) 製粉 8 社の人件費Wとの関係を見たものは、次のような結果を得ている。

$$R^2 = 0.358287 \quad C = 5.694197W - 0.02819$$

$$(1.8303) \quad (-0.2374)$$

12) 対数変換した場合には、 $R^2 = 0.601862$ 、所有関係の係数Hは0.204691で、t値も3.252972であった。しかし、年齢Aについては対数変換しても $R^2 = 0.18054$ と逆に説明力が低下した。年齢の係数Aは-0.13959、t値は-2.646であった。

製菓14社	$R^2 = 0.102327$	$C = 0.058559A + 0.464641$ (1.1696) (2.9892)
製菓14社	$R^2 = 0.042573$	$C = 1.408236H + 0.320508$ (0.7305) (1.2600)
ハム9社	$R^2 = 0.14179$	$C = 0.029177A + 0.392954$ (1.0754) (4.1558)
ハム9社	$R^2 = 0.294874$	$C = -3.20535H + 0.614447$ (-1.7109) (3.9576)
飲料9社	$R^2 = 0.754237$	$C = -0.04007A + 0.136748$ (-4.6350) (7.1710)
飲料9社	$R^2 = 0.664496$	$C = 1.381686H + 0.042577$ (3.7235) (1.2699)
飲料9社	重回帰 補正 $R^2 = 0.830612$	$C = -0.02714A + 0.752625H + 0.08555$ (-3.1378) (2.3679) (3.2644)
製油7社	$R^2 = 0.309353$	$C = -0.02947A + 0.291729$ (-1.4965) (4.7029)
製油7社	$R^2 = 0.027094$	$C = -0.60521H + 0.339137$ (-0.3732) (2.5435)
醤油・調味9社	$R^2 = 0.000202$	$C = -0.00031A + 0.155925$ (-0.0376) (5.8610)
醤油・調味9社	$R^2 = 0.260463$	$C = -0.40542H + 0.207595$ (-1.5702) (5.1795)

以上の分析結果は、統計的に意味のあるものから、ほとんど意味のないものまで含まれている。しかし、はじめからすべてのクラスに共通の説明変数を求めていないため、決定係数に相当の開きがあることや係数の符号が正負の値をとることを期待していた。むしろ、ここでの目的からすると年齢や所有関係によって説明される部分が多いということは、契約関係がクラス内で標準化しており、過去のビジネス・プランが慣習化・制度化していることを意味する。年功序列でリスクに高低が生じれば、それはビジネス・リスクにおける市場のグルーピングが困難なことを意味している。逆に、クラス内にこうした共通の説明変数が発見できない場合、ビジネス・リスクに応じた企業評価が行われていることを示すことになる。

営業キャッシュフローの変動と年齢との間にプラスの関係があり、その説明力が高い場合、そのクラスの中で年功序列的な賃金体系が維持されており、この賃金の固定費部分がリスクとなって表れると解釈することができる。すべての企業が、労働力(成果)に応じた賃金を支払い、雇用契約の流動性を維持していたとすれば、両社の間では中立なはずである。しかし、他方で両者の関係がマイナスでありながら強い関係をもつクラスが存在している。飲料が代表例である。年齢の上昇がリスクの削減に寄与しているわけであり、賃金上昇以上にリスク削減効果が高いことを意味している。このグループの経営が比較的うまくいっていることを意味する一

方、業界標準的な経営管理手法が使われていることも意味している。ビジネス・リスクがビジネスに固有のリスクではなく、何らかの人事管理手法に依存していることを示している。

企業間関係の強弱については、高い説明力ではないもののマイナスの関係にあるクラスが多く見られた。しかし、ここでも飲料ビジネスはプラスの値を示していた。両者の間の負の関係は、強い企業間関係をもつ会社は、リスクが小さいということになる。また、逆に正の関係であれば、企業間関係が強ければ強いほどリスクが高いということになる。前者は、リスクを関係会社に転嫁できるメカニズムを持ち、後者は転嫁される関係にあるといえる。しかし、いずれも、説明力が高い場合には本来のビジネス・リスクを慣習化した経営制度が邪魔しているということになる。あるいは、経営者の優劣が評価されているということもできる。

このようにリスクを説明できる様々な変数が存在するとすれば、 β の測定が現状の経営を前提として評価されていることに対して問題を提起しなければならない。同一のビジネスであっても、誰が実行するかを市場は見ているのである。

6. むすび

契約関係は思考及び行動をパターン化する働きがある。それは必ずしも明文化される必要はない。暗黙的な契約関係は制度化された慣習的行動となって表現されている。それは情報の節約、意思決定プロセスの単純化、コストレス化である。しかし、このコストレス化は、革新とは反対の方向にある。新たなビジネス・プランの策定や革新的なビジネスの創造は、新しい契約関係の構築であり、それが利潤の源泉である。

個々の契約関係によって、個別企業の価値評価はなされるが、資本市場の視点では重要ではない。これまで、コーポレート・ファイナンスでは株主重視経営が前提とされてきた。しかし、その株主は、個々の企業の特定株主を直接的に想定したものではない。CAPMでは、個別リスクは分散化されていることを前提に資本コストを測定する。つまり、資本市場の均衡を前提とした株主重視経営とは、分散投資を行なう株主を対象としたものである。このことは、個々の企業経営に失敗したとしても、あるいは、現状の企業経営が非効率であったとしても、個々の株主を軽視することには結びつかないことになる。

資本市場では、すべてがリスクとリターンの関係で評価される。異なるビジネスや異なる契約関係によって、異なるリスク・リターンの関係を実現しても、まったく異なるビジネスのなかで位置づけられてしまう。現在のコーポレート・ファイナンスでは、自社の β が1と評価されたとき、その数字から企業への再投資収益率の切捨率が決められる。しかし、同一のビジネスを営む企業は1を下回っているかもしれない。経営者がやらねばならないことは、同じビジネス・プランに基づく経営であれば、少なくとも同業他社の β 水準に到達するよう既存ビジネスを再構築しなければならない。プランの実施方法に問題があり、市場が見直しを迫っている

ということになるからである。

それでは株主重視経営とは何を意味しているのであろうか。確かに、革新的なビジネスを創造し、新たな契約関係を構築すれば、測定された資本コストを上回る収益性の実現やプラスの正味現在価値を実現し、株価は上昇する。その結果、既存株主の富は高められ、市場でリスクを分散することのできない経営者や従業員の富を高めることになる。しかし、資本コストは、こうした新しいプランの評価のみならず、現状の経営評価機能を果たせるのである。再構築すべき経営に目を向けないことの方が、既存株主のみならず従業員の富を損なうことになるはずである。既存の経営に対するシー機能として、資本コストを有効に働かせるためには、情報開示が不可欠である。現状の経営を実施する多様な契約関係を開示し、資本市場による客観的な評価が経営を規律付けることになる。

最後に、本稿の結論が極めて当然のものであることを示しておかねばならない。資本コストの役割を再考するというテーマであったために、資本コストという用語によって議論を進めてきた。しかし、ここでの議論は同一ビジネス・プランおよびプランの実施方法について下す市場の評価差を問題としているのである。したがって、資本コストという言葉を使わなくとも、株価による差異と言い直すことができる。資本コストと資本資産価格は同じモノを逆方向から見ているだけである。そうであるとすれば、ここでの結論は単純であり、従来のコーポレート・ファイナンスの結論を変えるものではない。しかし、敢えて、資本コストの役割を見直すのは、均衡理論として位置づけられ、均衡理論の中で測定される資本コストが現状追認型の論理構造をもち、経営者の役割を軽視する傾向があるためである。再度確認すべきは、同一ビジネスで異なる株価が形成される原因を分析することが経営にとって重要なのである。

<参考文献>

- (1) Coase, R. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*.
- (2) F. Modigliani and M. H. Miller (1958), "The Cost of Corporation Finance and the Theory of Investment", *America Economic Review*.
- (3) Ezra Solomon (1963), *The Theory of Financial Management*, Columbia Univ. Press, New York. (古川栄一監修 別府祐弘訳 (1971) 『ソロモン財務管理論』同文館)。
- (4) F. A. von Hayek (1964), "The Use of Knowledge in Society", "The Meaning of Competition" in *Individualism and Economic Order*, Routledge & Kegan Paul LTD. (F. A. ハイエク, 田中真晴 / 田中秀夫編訳 (1986) 『市場・知識・自由 自由主義の経済思想』ミネルヴァ書房)。
- (5) I. M. Kirzner (1979), *Perception, Opportunity, and Profit: Studies in the Theory of Entrepreneurship*, The University of Chicago Press.

- (6) Roger Clark & Tony McGuinness ed. (1987). *The Economics of the Firm*, Basil Blackwell.
- (7) Martin Ricketts, (1987). *The Economics of Business Enterprise*, Wheatsheaf Books.
- (8) Horold Demsetz, (1988). *Ownership Control and the Firm*, Basil Blackwell.
- (9) David Parker & Richard Stead, (1991). *Profit and Enterprise*, Harvester Wheatsheaf.
- (10) 小林公 (1991) 『合理的選択と契約』 弘文堂。
- (11) 翟林瑜 (1999) 『資本市場と企業金融』 多賀出版。
- (12) 亀川雅人 (1999) 「組織的特性とリスク負担構造」 森本三男編 『多次元的経営環境と経営教育』 学文社。
- (13) 小田切宏之 (2000) 『企業経済学』 東洋経済新報社。
- (14) 柳川範之 (2000) 『契約と組織の経済学』 東洋経済新報社。
- (15) 亀川雅人 (2002) 「企業資本の測定 契約理論と資本価値」 『立教経済学研究』 第56巻 第1号。