

## 財務流動性に関する経営的考察

——流動性と収益性との関連に関する一分析——

矢 島 基 臣

まえがき

投資計画の作成は、財貨経済的領域から加えられる制約作用のみではなくて、同時に財務経済的領域から加えられる制約作用を考慮することなしには語りえないであろう。しかしその制約作用のもつ重要性が投資計画を取上げる多くの人々によって認識されているにもかかわらず、財務的制約の中に含まれる経営的意味の分析については、これを説明させるための十分な努力が続けられてきたとは必ずしもいいえないであろう。たしかに現実には、グーテンベルクの『財務論』(一九六八年)やアルバッハの『投資と流動性』(一九六二年)にみられるよ

うに、投資決定のプロセスに対して財務経済的領域から加えられる制約作用に関して具体的に分析を試みた研究が存在している。しかしこの場合でもその分析の力点は、財務経済的領域から財貨経済的領域に対して加えられる制約の仕方を検討することに集中されており、したがってその分析の鋒先は、財務的制約のもつ経営的意味を解明し尽くす所まで深められてはいない。この原因のひとつは、誤解を恐れずにいえば、財務経済的領域から加えられる制約作用のもつ力の源泉が、自己資本に内在している流動性を求める強い要請に根ざしていることを必ずしも明確に浮かび上げられなかったことにあると考えられる。ところで、擬制資本制度を基盤とする自己資本は二つ

の相反する要請、即ち、流動性への強い要請のみではなくして同時に、利益計算的思考を内在させている。したがってわれわれがここで財務経済的領域から投資計画に對して加えられる制約作用の意味を明らかにさせようとするならば、そこに提起されてきた流動性への要請と利益計算的思考との関連をどのように理解すべきかという基本問題に突き当らざるをえないであろう。われわれがここで問題として取上げようとする財務的制約のもつ経営的意味の分析は、擬制資本制度をとる社会経済の側から企業経営の場に浮かび上らせられてきたこの基本的問題に對して、われわれなりに取組んだひとつの思索のプロセスとして特色づけられるべきものである。

以上のような見地から、ここではまず財務流動性への要求によって会計処理の過程が制約される具体的な事例のひとつとして減価償却の問題や、社会的費用に関する問題を取上げてその意味を検討することとする。ついで、グーテンベルクの『財務論』やアルバツハの『投資と流動性』を取上げ、財務経済的領域から利益計算的思考によって支配される財貨経済的領域に對して加えられる制約の内容を分析し、その経営的意味を説明させることと

する。最後に寡占企業を取上げて、利益計算的思考と財務流動性を求める強い要請とのかわり方の推移にふれ、財務流動性を求める強い要請が利益計算的思考によって次第に従属させられてゆく強い可能性の見出されることを指摘することとする。

#### 一 費用計算と財務的制約

企業経営を秩序づけている自己資本の中には、その本質的要請のひとつとして拘束されている資本を出来るだけかぎり流動的な状態に維持させておきたいと考える、流動性を求める根強い要請が生き続けている。従って、現実の企業経営における会計処理の過程は、この要請からくる強い制約の下におかれざるをえないであろう。

たとえば減価償却費は、間違いなく原価要素としての性格をもち、この意味で価格に組み入れられて回収されるべき合理的根拠をもつものと考えられる。しかし企業経営において計上されている減価償却費に對して、それは原価的考慮のみによって計上されている費用であるとの規定を与えることは困難である。減価償却という費用は、その中にいわゆる価値移転的減価部分だけではなく

て、競争の危険から企業経営を財務的に保護させようとする要請から計上された費用部分、および資本蓄積を企業経営の手を通じて達成させようとする考慮から計上することを認められた費用部分までを混在させている。とくに、戦後の一時期の西ドイツにおいて見られたように、資本蓄積という社会経済的要請にもとづいて、企業経営に、回収された収益の相当部分を各種名目の下に留保させることが認められている場合、減価償却費の計上という仕方によって進められる資産の費用化を促進させる一連の措置は、やがて、より多くの利益をそこに留保させることを目指す資本蓄積の手段へとすりかえられる強い可能性を生ぜしめるであろう。

この減価償却の例にみられるように、流動性を増大させるという名目の下に、資産を費用化させることが試みられながらも実はそのことによって利益の蓄積が実現されているという事実こそ、財務経済的制約のもつ経営的意味を探ろうとするわれわれにとって、最も興味のある事柄である。減価償却に対する企業経営に特有のこのような受け止め方は、いわゆる社会的費用に相当する費用を、企業経営の費用として計上させることを求められる

場合に、一層明確な形で示されるであろう。

利益ならびに費用という二つの価値は、その両者がひとしく収益から分け取られる価値であるという意味で、基本的に対抗関係が存在しているとみられる。したがって、社会的費用の一部分が労働立法や社会立法などの経済的規制を通じて企業経営に費用として取上げられる場合でも、それが利益減少につながるために、費用化されるプロセスには、なお紆余曲折が見出される。企業経営の側では、社会的費用の一部を費用化させることを余儀なくされた場合に、その費用部分を吸収させるために、価格を上昇させざるをえないことを匂わせるであろう。

この主張に対して批判者の側では、とくに相手企業が寡占的企業である場合、そこに巨額の内部留保金の留保されていることを指摘して、企業経営はそれによって社会的費用に相当する部分を負担できることを重ねて主張するであろう。これに対して企業経営の側からは、内部留保金は、企業経営の安全を確保させるために是非とも必要な基金であることが強い反論として主張されるに違いない。想定される企業経営側のこのような受け止め方は、経営的にも興味のあるいろいろの問題を発生させずには

おかないであろう。私企業に対する経理公開の要求などは、この過程から提起されてきた、場合によっては私企業の存立の基礎にかかわりを持つほどの重要問題のひとつと考えられる。この問題に対する検討はしばらく措くとして、以上示した紆余曲折の過程は、われわれに、一面において、投下された資本を流動的な状態に確保させておくことを強く求める「所有」の厚い壁の存在することとをあらためて強く自覚させるとともに、他面において、資産の費用化を促進させるという仕方で現われる流動性への強い要請が、実は、利益の確保を旨指す利益計算的要望の裏返しにすぎないことを強く示唆する意味で、きわめて重要である。

このようにみると、利益計算的思考は企業経営の中心になお依然として深く根を下している最も基本的な思考であると考えられていいであろう。財務流動性に関する考慮は、したがって、その要請が自己資本に内在している本質的な要請とみられるのにもかかわらず、それは利益計算的思考と同等の力をもった要請としてではなくて、それを実現させるための条件として意味づけられねばならないであろう。

注 社会的費用という概念は、すでに一九五〇年のカップの著作、「私的企業と社会的費用」に見出される概念である。カップにおいて社会的費用は、「生産過程の結果、第三者または社会が受け、それに対しては私的企業家に責任を負わせるのが困難な、あらゆる有害な損失」と規定されている。ただしカップの社会的費用の概念は、非常に広い範囲にかかわりを持ち、「ある種の『社会的機会費用』すなわち各種の浪費とか非効率の形をとる社会的費用要素」までがこの中に含まれるのである。もちろん、社会的費用が問題とされる場合、市場のメカニズムを通してさえも数量化させることのできなかつたこの種の社会的損失をどのようにして測定すべきかという困難な問題に遭遇するのである。しかしそこに社会的費用として概念される社会的損失が存在しているという事実は、企業計算のより所とされている市場機構が評価の器官という側面からみても決して万能ではなく、多くの是正されるべき欠陥を露呈させていることをあらためてわれわれに強く自覚させるものであり、この意味で、その指摘は経営的観点からみても重要であると考えられる。

## 二 財務的制約と投資計画

投資計画に対して、財務的領域から加えられる制約作用を重要視することでは、グーテンベルクもアルパッハ

も全く同一の理論的基盤に立っていると考えられる。もちろん、投資計画の作成に対して財務的領域が重要であるとの認識は、両者の財務論だけにみられる特色ではなくて、財務論の中心を伝統的に資本調達論においてきた西ドイツの経営学にひろく見出される特徴である。しかし、ひとしく理論を深化・発展させてゆく出発点をディーンの『資本予算』に求めながらも、その方向については、両者の間に微妙なニュアンスの相違が見出される。

グーテンベルクによれば、ディーン以前の投資計画のモデル(古典的投資理論)とそれ以後のモデルとは、投資計画が作成される過程において財務的領域から加えられる制約作用をどう理解すべきかという点で明らかに相違が存在している。前者のモデルのように、資本供給に関して完全市場の存在していることが前提される場合、財務経済的領域が財貨経済的領域と少なくとも同等の力をもって投資決定に参画させられることは考えられないであろう。即ち、このモデルは投資計画に対して、資本は必要金額だけ調達できるけれどもそれ以上の資本支出を続けてゆくことが最早有利ではないために資本調達が断念され、その結果として出来上った計画であるとの理

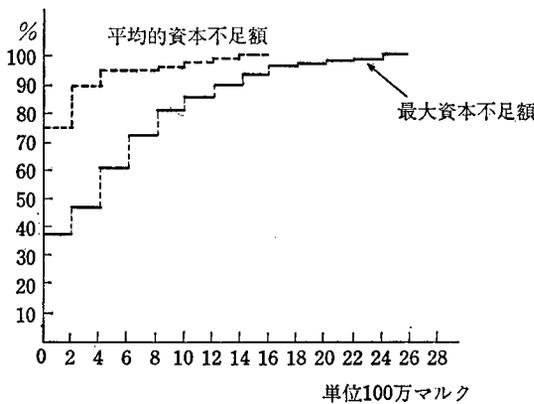
解を示すのである。この意味で投資計画は、専ら、財貨経済的要因によって決定された計画として意味づけられたのである。しかし投資計画にかかわりをもつ資本が決して無限ではなくて限られているということが仮定される場合、資本供給の局面は、前者の場合とは異なって資本需要の局面と全く同等の力をもつ制約条件として資本支出の決定に参画させられるであろう。この場合における資本支出の水準は、前者の場合のように、それ以上投資を続けることが有利ではないとみる収益性の局面から加えられる制約だけによって規定されるのではなくて、それ以上投資を続けさせるに足るだけの資本が最早そこに存在していないという事情によっても同じように規定されるのである。ディーンの『資本予算』の理論は、この種の、財務経済的領域から加えられる制約作用が、財貨経済的領域から加えられるそれと同等の力をもって投資選択のプロセスに参画させられることを明らかにさせたという意味で、投資計画論に対してひとつの新しい時期を劃したものと考えられねばならないのである。

しかし、このような問題提起が試みられているのにもかかわらず、その『資本予算』によって、投資計画の決

定にさいして財務経済的領域から加えられる制約作用の具体的内容が十分に解明し尽されたとはいえないであろう。資本支出に関する意思決定がなされるためには、その前提条件として、財務経済的領域と財貨経済的領域との関連が、想定される時間の流れの中でさらに仔細に分析されねばならないであろう。

グーテンベルクによれば、多段階的な複雑な構成をとるとみられる給付生産の過程は、それと結合されている取引過程に資本の流入と流出とを生ぜしめるであろう。また給付生産の過程と直接的には結合させられていない財務経済的領域に、資本の調達あるいは資本の返還による資本の流入および資本の流出を生ぜしめるであろう。ところで現実には、二つの資本の流れの間には時間的ズレが存在している。したがってこのギャップを埋め合わせるために、一定の基金が用意されねばならないであろう。しかし必要とされている基金が必要とされる時期に丁度必要な金額だけ提供される保証は存在しているであろうか。所定の財務的能力 (finanzielle Kapazität) を前提にした新株式の発行や長期負債の導入あるいは信用の利用によって基金の枠を弾力的にある水準にまで拡大

させられる場合でも、財務的均衡の実現は、一〇〇パーセントの蓋然性をもって保証されてはいない。両者の均衡を達成させるためには、問題が確実性の局面でとらえられようとしているか、それとも不確実性の局面で取上げられようとしているかということにかかわりなしに、一時的信用 (Überziehungskredit) の導入が是非とも必要である。



ところで、上図

は、横軸に不足している資本金額をとり、また縦軸にそれが現われる場合の数をとって、これをパーセント (全体を一〇〇とする) で示し、それぞれの金額と割合いとを対比させて作成された図表である。この図に

において、たとえばまず縦軸の九〇%の水準の所から横軸に平行に進んで最大の資本不足額を示す曲線との交点を求め、つぎに今度はこの点から縦軸に平行に進むことによつてX軸との交点を求めてその数値が一、六〇〇万マルクであると仮定される場合、このことは一、六〇〇万マルクの一次的信用の入手される場合、そこに九〇%の蓋然性をもつて財務的均衡の達成される可能性のあることが意味されるのである。<sup>(3)</sup>

このようにみてくるとき、グーテンベルクの『財務論』における資本需要と資本基金との調和の可能性に関する分析は、財貨経済的領域と財務経済的領域との交錯の中に横たわる財務に特有の複雑な問題に分析のメスを加えることによつて、投資計画に対して加えられる財務経済的制約のもつ重要性をわれわれにあらためて自覚させたものと考えられ、この意味で、財務経済的制約の中に含まれる経営的意味を分析しようとするわれわれの立場からは、きわめて重要である。

財務流動性と収益性とのかわり方の問題は、資本需要曲線と資本供給曲線との相互作用の問題としてアルバットの投資予算 (Investitionsbudget) においてもその分

析が試みられている。アルバットによれば投資可能性に対する需要曲線は、投資の可能性を実施させる手段としてどれだけのものが存在しているかということがすでに知られているときにのみ、つまり問題とされている信用の種類がすでに知られているときにのみ定められるのである。このことは資本供給曲線においても同様であり、それは、資本需要曲線が決定されるときに始めて与えられるものである。両者の大きさ、すなわち投資対象に対する需要と財務的手段に対する需要とは、「相互依存的なものであり……したがって両者の大きさは、同時に決定されねばならないのである」<sup>(4)</sup>

この観点からみる場合、いわゆる伝統的投資理論 (traditionelle Investitionstheorie) については、企業経営によつて必要とされる資本を何時でも入手できるとする完全市場を前提におくために、流動性に関する考慮が、利益の作用に引渡されてしまい、収益性の観点からだけ投資の限界が定められるという欠陥が見出される。また資本の存在量が無限ではなくて限られているという前提に立つ新古典派的投資理論についても、資本需要曲線と資本供給曲線との形成が二段階的に進められているため

に、両者の間に展開される相互作用の過程に対する分析が省略され、財務的制約の仕方が、深く掘り下げられて解明されていないという欠点指摘される。すなわちアルバツハによれば、新古典派的投資理論は、「資本に対する供給曲線と需要曲線とが知られているときにのみ、限界理論の法則が引出され、また有意義に解釈されうるのである。しかし、経営経済学にとってまさに主要な問題は、これらの混合の具体的な中味である」。しかしアルバツハによれば、数学的手法こそが収益性の局面に対して流動性の局面から加えられる制約の問題を同時に解決させられる力を保有しているのである。かくして、リニア・プログラミングの手法に重要な意味が付与されるのである。

ところでこのように、古典的投資理論や新古典派的投資理論の批判的吟味を通じて企業経営の場に浮かび上げられてきた財務流動性への要求は、一体どこから引出されてきたのであろうか。われわれはここで、財務経済的領域から企業経営に導入されてくる自己資本の存在を想起せずにはいられないのである。投資予算にもとづく投資は、好むと好まざるとにかかわらず、長期にわたる

財貨の拘束を生ぜしめずにはおかないであろう。しかしそれにもかかわらず出資者の胸中には、資本を絶えず流動的な状態に保持させておきたいと考える、いまひとつの根強い要望が持ち続けられている。企業経営の秩序の中心を形成している自己資本によってこの強い要望の持ち続けられているかぎり、時には、確実に収益を入手できる可能性がそこに存在しているにもかかわらず、企業全体としてみた場合、信用の種類などの関係から流動性への要請が満足させられないために、その投資計画が見送られる事態さえ生ずるのであろう。企業経営は、その中心に自己資本をおくかぎり、利益の獲得を、資本の存在形態を流動的な状態に維持できるか否やを考慮しながら実現せざるをえないという宿命を背負わされるであろう。アルバツハやグーテンベルクの財務論は、この問題を理論的に解決させるための苦闘のあとを示すものと考えられる。

しかし、拘束されている資本を絶えず流動的に維持させながら利益の獲得を成し遂げたいと考える自己資本の要望は、減価償却費を計上させる過程およびカップのいわゆる社会的費用を企業経営の費用として転化させよう

とする場合にみられるように、会計処理の過程に財務的考慮という深い影を投げかけ企業計算の全過程に対して強い影響を与えずにはおかないであろう。社会的費用を企業経営の費用として認識させようとする場合に突き当る手ごたえは、資本の拘束を認めながらも絶えずこれを流動的状态に維持させておきたいと考える自己資本の厚い壁を意味していると考えることができるであろう。

ここで一応の要約を試みておくこととしよう。ディーンの『資本予算』においては、収益拒否率の形成に対して資本供給曲線と資本需要曲線とが全く対等の力をもって参加させられるべきことが主張されており、この意味でそこでは、グーテンベルクのいわゆる財務経済的領域と財貨経済的領域とが対等の力をもってその形成に参画させられるべきものとして理解されていたといえるのである。『投資と流動性』におけるアルバッハの理論は、ディーンの理論を二段階的理論として特色づけ、これを同時決定の理論へと展開させたところにその特色を求めることができる。この意味でその理論は、ディーンの理論を一段と発展させたものと考えられる。ディーンやアルバッハのこれらの主張に対してグーテンベルクはその

『財務論』において、資本の流入と流出としてつかまえられる資本需要と資本基金との調和の可能性に関する分析を、投資決定の条件として意味づけており、財務経済的制約作用に含まれている経営的意味の理解について、グーテンベルクとアルバッハの間には、明らかにニュアンスの相違が見出される。

### 三 自己金融の基金の形成と財務流動性

寡占経済体制は、企業経営の場に非価格競争をどのよう展開させるべきかという重要な課題を提起し、価格政策によるよりも、広告、宣伝を利用して製品の差別性を顧客に印象づける方法を採用することが、競争に勝ちぬくうえでより効果的であることを教えるであろう。寡占経済体制の下でこれらの方法が巧みに組合わされて利用された場合、企業経営は競争上他企業よりも有利な地歩を占めることができ、やがてそこに独占的価格領域を作り上げることさえ出来るであろう。独占的価格領域の存在は、企業経営に安定した計画的な収益の流れを確保させ、ほどなくそこに巨額の内部留保金を蓄積させるに違いない。寡占的企業の下における財務的均衡の問題は、

そこに自己金融の基金が形成されていることによってひとつの特色がひき出されるであろう。

いうまでもなく、借入金融によって調達される資本に対しては、利子費が支払われざるをえない。しかし寡占的供給構造の下における利子費は、たった一人の資本提供者人と資本受取人があるいは複数の資本提供者人と資本受取人との間、また国民経済的ないし国際経済的な広がりをもつ資本提供者人と資本受取人との間にそれぞれを要求を出しつくした結果として定められるものではなくして、銀行制度によって一方的に定められる管理価格としての性格を強くもたされている。したがって企業経営は、借入金を導入するにさいしてその代償として一方的に決められてきた利子費の支払いに甘んぜざるをえないであろう。そののみではなくて、借入金融によって調達された資本は、一定期間の経過した後には引揚げられる可能性が常に存在している。それゆえに、借入金の引揚げられるその時期に借入金を相殺させるに足るだけの十分な財務的手段の用意されない場合、企業経営の財務状態は、極度の緊迫状態を続けざるをえないであろう。借入金融への依存の度合いが強められるのにつれて、この可能性は

一層強化されるであろう。しかし、自己金融のための基金がそこに存在せられるならば、この事態は回避されるに違いない。この意味で独占的価格領域から引出されてきた自己金融の基金は、財務的均衡を回復させるうえで重要な役割を果たさせられるものと考えられる。

もちろん、企業経営の市場に対する支配力は、各企業ごとに異なり、したがって自己金融の基金を形成できる度合いも、企業経営相互の間に相違が見出される。しかし、その内部留保金の多寡はしばらく措くとして、そこに自己金融の基金が存在するという事実、財務経済的領域から財貨経済的領域に対して加えられる支配力を相対的に弱くさせ、財貨経済的領域の財務経済的領域に対する相対的優位を確立させずにはおかないであろう。このことは、収益性の要請が財務流動性への要請に対してはつきりと優位に立ったことを意味している。かくして、寡占企業の出現とともに利益計算的思考の財務流動性の要請に対する優位が一層明確にさせられるであろう。この意味で自己金融の基金は、財貨経済的領域の財務経済的領域に対する相対的優位を達成させる財務的基盤をなすとみることができる。

ところで、さきに指摘してきたように、自己資本の胸中には、利益の獲得という基本的目的を投下資本を流動的狀態に維持させながら達成させたいと考える二つの魂が内在している。出資者はひと度資本を拘束させることを認めた場合でも、その生産・販売の全過程がこの要請を満足させる仕方で行われることを強く求めて止まないであろう。自己資本の胸中に宿るこの二つの魂は、償却費や社会的費用の認識過程あるいは投資計画の場合にみられるように、利益計算的思考を中心におきながらも、なおかつ収益性の要請と流動性への要請とをどう調和させるべきかという宿命的な課題を提起せずにはおかないであろう。グーテンベルクやアルバツハにおいて執拗に追求されてきた財務的制約のもつ重要性は、この意味において、投下されている資本が有利にしかも安全に機能させられることを求める自己資本の要望と深く結びつくものとして理解されねばならないのである。

#### むすび

ディーンの『資本予算』が出版されて以来、今日にいたるまで、投資計画論の発展はまことに目覚ましいものが

あり、微に入り細にわたる論議の展開によって問題はすでに耕し尽されたとの感さえ抱かせられるほどである。しかしそれにもかかわらず、財務問題に対する研究は比較的立遅れた状態に置かれており、たとえば財務経済的領域から財貨経済的領域に対して加えられる制約作用についても、それが財務固有の問題として受けとめられてその経営的意味の解明にまで立入って分析の進められることは稀であり、この意味で財務問題の分析は、投資計画論の深化と発展の中で、なお未開の領域を形成していると考えられねばならないのである。アルバツハやグーテンベルクの財務に関する研究は、このような事態の中で、財務経済的領域から財貨経済的領域に対して加えられる制約作用の分析に取組み、その経営的意味を明らかにさせることによって投資計画論に新しい一面を開拓しえたものとして高い評価がなされねばならないであろう。しかしそのすぐれた分析にもかかわらず、それによって財務的制約作用の中に含まれている経営的意味が、解明しつくされたとは、必ずしもいいえないであろう。しかしその原因は、財務的制約のもつ経営的意味の解明が、自己資本に内在している二つの基本的要請との深

いかかりの中にすすめられなかったことに存在していると考えられる。

周知のように、自己資本の胸中には資本を出来うるかぎり流動的狀態に維持させながら、これを有利に機能させたいと考える、二つの魂が内在している。企業経営の秩序が自己資本を中心において維持されているかぎり、企業経営の全過程は、相反するこの二つの要請によって常に強く制約されざるをえない。かくして減価償却費の中に価値移転の減価部分と財産的減価部分とが混在しているという事実によって示されるように、また社会的費用の問題が提起された場合に企業経営の側から示される反応の仕方に見られるように、利益を中心におく思考は、流動性への強い要請によってたえずつきまとわれざるをえないであろう。この間の事情は、投資計画の作成についても全く同様である。企業経営における投資計画は、財貨経済的領域と財務経済的領域とを調和させるところに形成されるべきものであり、少なくともグーテンベルクはディーンのいわゆる収益拒否率に対して、財貨経済的領域と財務経済的領域との交錯する領域に形成される利益率としての理解を示していたものと考えられる。す

でに検討してきたように、投資計画の作成は、財務的領域にかかりをもつ資本供給曲線と利益計算的思考にもとづいて作成される資本需要曲線とを対比させることによつてはじめて決定されるものであり、従つてそれは利益計算的考慮のみによつて作成される計画とはいへないであろう。この意味で投資選択のプロセスは、利益計算的思考を中心におく収益性の局面と流動性の局面との両者を調和させてゆくプロセスとして意味づけられるのである。投資計画にかぎらずおよそ財務にかかりを持つ問題は、その問題を解決させるための措置を推進させてゆく過程において、利益計算的思考と関連させてその問題をどう解決すべきかという基本的問題に突き当らざるをえない。寡占企業の出現は、この問題に対してひとつの結着をつけさせるものである。そこに巨額の自己金融の基金が形成されている場合、財務経済的領域から財貨経済的領域に対して加えられる制約は、弱体化させられ、利益計算的思考の優位が一層強化させられるであろう。こうした事實は、企業経営の最も根本的な要請として収益性の要請がその中心におかれるべきことを、われわれに改めて強く自覚せしめずにはおかないであろう。

- (1) K. W. Kapp: The social costs of private enterprise, 1950, p. 14. 140
- (2) Vgl., E. Gutenberg: Die Finanzen, 2 Aufl., 1969, SS. 361~364.
- (3) Vgl., E. Gutenberg: a. a. O., SS. 410~412.
- (4) H. Albach: Investition und Liquidität, 1962, S. 155.
- (5) H. Albach: a. a. O., S. 205.

(一橋大学教授)