慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	論文審査の要旨および担当者：「企業の金融決定メカニズムについて」
Sub Title	
Author	鈴木, 諒一 小竹, 豊治 吉田, 啓一
Publisher	
Publication year	1970
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.12, No.6 (1970. 2) ,p.162- 167
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19700228-04049890

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

論文審査の要旨および担当者

報告番号	甲乙第　　号	氏　名	田　村　　茂
論文審査担当者	主　査	鈴　木　諒　一	
		小　竹　豊　治	
		吉　田　啓　一	

（論文審査の要旨）

「企業の金融決定メカニズムについて」

本論文は従来制度的手続論に終っていた企業金融の問題を投資理論の立場から再構成し，マイクロ・レベルの段階での分析とマクロ・レベルの段階での分析を一つに結合しようとするものである。第１部「企業金融の概念的基礎」の中では，第１章において先ず企業の活動と賃金フローの関係を明らかにする必要性を指摘し，必要な生産要素を確保する手段としてのマネー・フローの性格が明らかにされる。企業の現金残高は資金フローの出発点であると同時に到達点であり，生産・販売・取立の過程が完了するまで貨幣の流れは停止せざるを得ない。従って所々にプールのついた循環水路模型として企業の資金フローを理解することができる。企業を全部株式会社組織と見做し資金の流れを株式資本金の流れと解釈する。

企業が生産又は販売，取立活動を営んでいく過程において資金の流出入が，時間のラグの存在のため，一致するという保証はないから，その結果は現金残高の増減となって現われる。ここに資金管理又は財務管理の機能が現われるわけであるが，現金残高はマイナスの値をとることはないから流出量が適度に大きくなったときには企業は資金不足に悩まされる。この事態を避けるため，財務担当者は将来の資金流出入について正確な予測をする必要がある。もちろん条件の変化によりこの予測に誤差はつきものであるから，企業は必要最低残高を保有しなければならない。予備的動機に

もとずく現金保有量は，必要支払額と利子率に依存する。予想される現金残高が必要最低残高を下回るときには，資金流入の増加又は減少をはからねばならない。前者は財産の売却又は新株の発行等で調達されるが，後者は資金の利用可能性に見合うような投資計画の調整となって現われる。この両者は相補足するものであるが，企業の金融機能は資金調達に関する決定のみならず，投資に関する決定をも包含すると考えられる。

この企業金融の分析はマクロ・レベルでも，或いはマイクロ・レベルにおいても展開されねばならないが，今日までのところマイクロ・レベルでしかもマネジアルな面からの考察に終始している。この立場から見れば，いかにすれば，与えられた企業の経営目的に最も適した金融機能を営みうるかが問題となる。けれどもこの立場では投資決定に関与することができない。伝統的企業金融論は制度的手続きに終始しているが，これに経済学の特徴たる需要——供給のタームを導入すべきである。ここで田村氏は最適金融行動の解明のために資金調達に関する意志決定のプロセスを見ようとする。ここで企業が他への影響を考えずに株主たちの所得となる利潤極大化をはかるとする仮説は現実にそぐわないとして，多数の学者の説が引用される。マーケット・シェアの拡大をはかるとすれば，企業の留保利益のウエイトを増大しなければならないし，株主への配当政策にも変化がでてくる。企業の社会性・公共性も考慮しなければならない。又，期間について考えたとき各期の利潤を単純に合計するのではなくて，割引いた価値を以て考える必要がある。(この考え方は静態的であり，経済成長との関連において進んで考察する必要があろう。)

第2章に入って資産価値の合計の大小が，必らずしも集合体としての企業の効率の大小と一致しないと指摘される。(配分の問題) ここで収益を表わす4つの概念として，(1)純資金流入額，(2)純営業収益，(3)純収益，(4)配当金の説明がある。そして将来の収益が資本の価値を決定するとして，その説明がある。(この資本の定義もHayek時代のもので，静態的と云わ

ざるを得ない。）企業収益に関する予想の弾力性は1と仮定され，予想される収益の流れが一定値をとるものと仮定される。第3節では不確実性の問題を取扱うが，これについては確率論的分析を一層進展させる必要があるであろう。かくして将来の不確実性価値を資本還元して現在価値に換算する方法が呈示される。このことによって将来の収益は二重の割引を受けることになる。そして純収益と配当収益とがそれぞれ数式的に表現される。

第2部第3章では企業の資金需要と投資活動の関係が論ぜられ，必要最低の在庫保有——安全限界に関するものは流動資産であっても長期資金需要となるから，この費用を減少させる方法が論ぜられる。安全限界の流動資産と固定資産とを合わせて恒常的資産，製品在庫を以て一時的資産と呼ぶ。ここで経済成長過程において両者が同一の割合で増加するとの仮定を立てて議論を進めているが，資本の深化の問題を考えるとき，この前提には疑問がある。この前提の下で長期借入金又は自己資本の需要が起る。この他に季節変動調整のために一時的流動資産が必要となるが，ここに長期資金及び短期資金の需要の区別が起る，在庫水準の決定には不確実性を伴った費用極小の原理が適用される。

企業金融は常に株主にとっての企業価値即ち株価を極大化するように行なわなければならないのであって，短期金融の場合には(1)企業の純収益，(2)支払い金利，(3)利益留保，(4)発行株数，(5)投資家が要求する利回り。が考慮される。資金不足が凡て借入れによって充されたとしても，それは短期借入であって，恒常的な資本構造に附加されるような債務であってはならない。この意味において短期金融では(3)(4)(5)を無視できる。かくして設例によって在庫維持費の検討が行なわれる。時間的に需要の time-shepe が与えられていれば，資金の流出入の time-pattern は自動的に定まる。これをもととして現金予算が作製され，資金調達残高が定まる。

第4節では短期資金の調達が論じられ，銀行信用の費用コスト，銀行の

預金残高との関係，法人企業統計調査を裏付けとして説明される。企業間信用のコストは金利を支払っていないから銀行信用と同じ方法では計算できないから現金割引の方法を以て評価する。信用の供給は貸手の信用利用可能性によって制約を受けるから借手側の選択は必らずしも完全にはいかない。この制約下における費用極小の原理に従って短期の最適投資——金融決定がなされる。第5節では企業間信用を中心とした短期金融が，信用残高，信用取引額，信用販売の割合，信用の平均期間の関係において論ぜられる。これによって在庫金融が定まる。この間の事情が法人企業統計調査によって裏付けされる。企業間信用の利用度を決定する要因として，(1)在庫投資の規模と期間，(2)競争状態，(3)企業の流動性。があげられる。

第3部第5章第1節では古典学派投資論と金融の関係がとり上げられ，長期資金の問題に移るが，新古典派の理論の前提として，(1)投資に関して不確実性が存在しない。(2)資本市場が完全市場である。の2つがあげられるとして，この前提を批判する。投資理論は金融理論と結合して始めて完全なものになるとし，Kuh, Duesenberry 等の理論を引用して，投資需要表と資本調達——資本コストの問題が説かれる。ここに資金供給者の立場から見た危険負担の問題がからむ。

第2節では留保利益のコストがとり上げられ，内部資金のコストを以て収益率とするカニンガムの説を排し，一種の機会費用と解するデューゼンベリー説が採択される。換言すれば上場株式に投資することによって得る利益である。外部調達の自己資本についても同じことが云える。第4節では成長企業における自己資本コストをとり上げ，投資機会の増大と配当収益の予測が問題とされる。しかし問題は成長現象と資本構成の変化との関連（Kuh その他が論じた如き）を解くことが先決ではないかと思われる。そして製品価格と設備投資費用の相対的変化にもとずいて資本コスト曲線がシフトすることを問題とすべきではないか？　第5節は借入金コストであるが，社債利回りと株の配当利回りが比較される。これに標準誤差の形

において危険負担の問題がからむことになる。ここで資本構成の変化が導入されるが株価そのものの変動は外失的であり，マクロ・モデル——金融機関の Behavior 分析を欠いているとの印象が強い。資産構成と危険負担率が定った後で社債に対する金利の支払能力が定まるモデルになっている。

第7章では完全市場における資本構成の問題が論ぜられ，投資家の要求する利回りの相対比率と資本構成の関係がとり上げられる。この場合には両利回りとも他企業のそれとの比較——マクロ分析が問題となるはずであるが，その分析も十分とは云いがたい。主たる分析は Risk に関する無差別曲線分析を軸とした資本構成決定の理論である。(第2節で会社1と2の相対的選択の問題には触れている。) なお理論構成に際して法人税を無視している。第3節では「完全市場」と現実のギャップを論じてモデルの修正を行なう。

第8章「最適資本構成」では前章の分析が貨幣ヴェール観の上に立つ新古典派的見解であることを指摘し，危険プレミアムPは水平運動をするのではなくて借入金の割合が増えるにしたがって資本コストは低下すると説く。ここで伝統的見解に関する諸学説が紹介される。企業の借入金投資の立場から云えば，最適資産構成は一義的に解さるべきではなく，資本コストとの関連において多様性を持つ。

第9章は資本構成問題と資産選択理論の関連であり，企業収益率とその標準偏差——危険負担からこの問題に接近しようとする。ここでも第2節で完全市場におけるモデル構成をした後，企業の投資機会曲線を導出し，利回りと危険負担に関する投資家の均衡点を説明する。第3節は金利体系の議論で差別的利子の効果を説く。これによって前節で導出した企業の投資機会曲線は修正される。第4節は利子率が逓増的な場合で，借入額の増大に伴い，より高い利率が適用される際のモデルの修正である。

第10章は法人税が資本構成と資本コストに及ぼす影響を論じ，投資家

の要求により手取り利回りを維持するため，利回りをそれだけ引き上げねばならぬとする。企業の投資機会曲線もそれだけシフトする。そして第2節で現実とのギャップを指摘する。

以上が本論の大要であって

(1) フロー分析に主眼がおかれストック，特に過去から蓄積されたストックとの関連分析が少ないこと。

(2) マクロ・モデルを欠いていること。

の二点に問題があるが，従来，制度論に終始してきた企業金融の問題を経済理論的に解明しようとしている努力の跡は高く評価さるべきである。著者は金融理論を専攻すること15年の近きに及び，この間多数の業績を発表し学問上の業績も認められる。よってここに商学博士に該当するものと判定する。