



Title	企業集団と産業組織-1
Author(s)	小林, 好宏
Citation	北海道大學 經濟學研究, 26(3), 45-85
Issue Date	1976-08
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/31350
Type	departmental bulletin paper
File Information	26(3)_P45-85.pdf



企業集団と産業組織 — 1 —

小林 好 宏

1. 問題の所在

本稿は、わが国の企業集団に関して、特に産業組織論的な観点から分析することを目的としている。通常、産業組織論では、個々の市場における市場支配力が問題とされ、その支配力発揮の根拠となる構造上の指標としては個々の産業における生産集中度あるいは個々のマーケットにおける市場占拠率が問題とされてきた。そして、産業組織論は応用価格理論であり、価格理論が前提としている企業は、一つの財のみを生産し、その財と密接な代替関係にある財を生産している産業にのみ関わりをもっている仮説的企業である。しかし、市場支配力の発揮、経済力の集中が問題になるのは主として巨大企業の市場支配力であり、巨大企業への経済力の集中であるが、現実の巨大企業は巨大であると同時に多角化している。したがって企業としては巨大であっても個々の市場においては当該企業の市場占拠率は小さいかもしれない。だが、企業が巨大であればその巨大さを通じて個々のマーケットにおいて市場支配力を発揮するかもしれない。小さな市場占拠率でも市場支配力が発揮される根拠としては、いろいろなことが考えられる。いくつか考えうる点を列举すれば、次のようなものが挙げられる。

- ①資金調達力が他の競争企業よりも強いことを通じてもたらされる格差
- ②当該製品の市場占拠率は小さくとも、その企業の巨大さを通じて取引相手との交渉力が強いこと
- ③当該企業の知名度からくる有利性
- ④マーケットシェアの大きい他の製品で超過利潤をあげ、その利益にもとづいて、シェアの低い当該部門では敢えて欠損を出しても企業全体として

の収益率は維持できるという理由から、価格競争力があること。

以上のような理由は、いずれも巨大企業がマーケットシェアの小さいある製品部門においても、他の競争相手よりも競争上優位にたちうることを示しているが、このような有利性を利用して市場支配力を発揮することは充分考えられる。もっともこれらはいちおう考えることをならべただけであって、このことを実証する根拠が示されているわけではない。しかし、多角化している巨大企業の市場支配力の発揮という問題は重要である。何故なら、そのメカニズムはコングロマリットが市場支配力を発揮する根拠と共通であり、しかもアメリカにおいては第2次大戦後の主要な合併は、このコングロマリット合併が圧倒的に多いからである。

アメリカにおいてコングロマリットの形成が特徴的であるとするならば、わが国においては企業集団が特徴的である。このことがいかなる理由によるかということも重要な問題であり、研究されるべき対象として十分に有意義であるが、コングロマリットの企業が、個々のマーケットにおいて市場支配力を発揮するという問題は、企業集団に属する企業が、その企業の主力分野において市場支配力を発揮するという問題と対応して重要である。すなわち、企業集団に属しているということが、どのような理由で当該企業の市場支配力の発揮とつながるかという問題である。このような問題を考えると、現在のところ産業組織論のオーソドックスな分析はきわめて不充分である。現実には発生し、解決をせまられている問題の多くは、産業組織論の最も一般的な分析対象よりはむしろこのようなコングロマリットや企業集団が、競争に与える影響、したがって個々の市場成果に与える影響に関連している。

競争維持政策は、個別市場における競争制限的行為を規制するとともに、経済力の過度集中を予防することがもう一つの柱となっている。ところが現行独禁法では個別市場における競争制限行為を規制するところにやや重点がおかれており、市場支配力の発揮に影響を与えると考えられる経済力の集中について必ずしも有効な規制措置がとられているとはいえない。経済力の集中という場合には、単に個別産業における生産集中度だけでなく、国民経済

全体における一般集中度が問題にされるのであるが、わが国の場合、上位企業の生産額、従業員、資産の集中だけでなく、企業集団としての資産、従業員、売上高等の集中が経済力の集中として重要である。

独禁法は金融会社の持株制限等、金融機関を頂点としたコンツェルンを禁止する条項を含んでいるが、しかし制限された範囲内でも充分に関連会社を系列下におさめることが可能であるし、また株式の相互持合いを通じて、グループ全体としての結束を強化し、集団として各種の影響を与えていることも容易に想像される。しかし、現行独禁法では、そのような各産業にまたがる集団の強化を規制することはない。経済力の集中を規制するにしても、その経済力の集中がどのようにして好ましくないパフォーマンスをもたらすかが明らかにされねばならない。

この研究で明らかにしたい問題は次の如くである。

- (1) 企業集団が、集団内のメンバーが参加している個々の市場における競争と市場成果に及ぼす影響はいかなるものか。
- (2) 上記(1)の問題を特に他の独占の形態の競争や市場成果に与える影響と比較するとどうなるか。もう少し詳しくいえば、特に各種の合併の形態と比較した場合、垂直的合併、水平的合併、複合的合併、それぞれが市場成果に及ぼす影響は異なっていると思われる。このうち、一般に問題にされているのは水平的合併であり、垂直的合併や複合的合併については、産業組織論では比較的重視されていなかった。同様にして企業集団が個々の市場成果に与える影響についても研究がなされていない。そこで、それぞれがどのようなルートを通じてどのように市場成果に影響を与えるかを比較してみようというものである。
- (3) 日本で特に企業集団化がすすんでいる理由。アメリカでは前世紀から今世紀の変わりめ、1920年代、そして1950年代以後と3つの大きな合併運動があったといわれるが、この第3次の合併運動の主力はコングロマリット合併である。コングロマリット化がすすむ理由はいろいろに考えられるが、一つには、反トラスト法の規制によって、一つの市場における集中度に限

界があり、企業が巨大化する過程で複合化していかざるをえなかったというところであろう。そのような反トラスト法の規制を、コングロマリット合併促進の主要原因とするか否かは別として、第2次大戦後の新しい方向であると認識することは誤りではない。それに対してわが国では、コングロマリット化は進行せず、多少の多角化は伴いながらも各大企業はそれぞれ専門化し、それら分野の異なる企業が集団を形成している。この違いがどこから生じているのかということは、日本における独占の歴史的過程にかかわる問題であると同時に、わが国の独禁法の性格にもよる。この点を検討するのが課題である。¹⁾

(4)(i) 経済成長の動向に応じて集団内部の結束力が強化されたり弱まったりするという傾向があるかどうか。

(ii) 経済成長の動向に応じて、集団間の競争に変化があるかどうか。

おそらく企業集団の形成は、経済成長の動向に大きく左右されるであろう。ちょうど上位何社かの集中度が成長期に低下し、停滞期に上昇するのとおなじように、企業集団に関しても、成長期には集団化が弱まり、逆に停滞期に集団化がすすむということがあるかもしれない。成長、停滞にともなう集団の動向に関しては、二つに分けて考えることができる。一つは集団内部の結束力が強化したり弱まったりすることであり、もう一つは企業集団間の競争である。第1の問題に関しては、二つの問題がからみ合っている。一つは成長ないし停滞にともなって集団化がすすむかどうか……集団の量的拡大、もう一つは集団内企業の結束力が強化されるかどうか……集団の質的深化……である。この二つ、すなわち量的拡大と質的深化とは一見相容れないように思える。量の拡大(集団内企業数の増大)は、結束力を弱めがちだからである。しかし、一方で量の拡大をとめないながら、しかも結束力の強化がはかられるということがあるかもしれない。あるとすれば、それは、集団内企業と集団外企業の合併等を通ずる再編成もあるし、また集団の上部会社と系列下の企業の組織的關係に依拠するところもあるだろう。第2の集団間競争については、次のような意味がある。かつて高度成長期においては、宮崎義一

教授が指摘したように系列間の過当競争と呼ばれるような競争促進的な側面もあった。²⁾それは個々の産業においては、新規参入の増加、上位企業の集中度の低下となつてあらわれていた。しかし、高度成長から安定成長へと移行するにつれ、このような系列間あるいはグループ間の競争動機は弱まるかもしれない。そして系列間での協調が生まれてくるとすれば、集団外企業に対する排他的行為を通じてますます市場支配力を発揮することになるかもしれない。このような傾向がわが国でみられるかどうか。

以上の問題を、主要な論点として議論を展開するが、これらの問題展開の前提として、企業集団形成の理論的根拠を一般論としてとりあげ、次いで企業集団の実態をできるだけ個々の集団および主要企業の現状に即して明らかにし、その上で前述の問題についての議論を展開する。

対象にする企業集団は旧財閥系の4大企業集団であるが、必要な限り、第一勧銀グループあるいは興銀グループと呼ばれるグループの実態についても言及する。

- 1) アメリカの企業集団は、モルガンとかロックフェラー、デュポンというように、集団として一つの分野に特化しているといえる。石油なら石油、化学なら化学というように、その分野で資本集団が形成されている。これとは別に、個々の巨大企業においては、コングロマリット合併が進行した。わが国の場合には、三井、三菱、住友と、多角的な分野に多くの大企業をかかえる企業集団が発展しているのである。
- 2) 宮崎義一「戦後日本の経済機構」新評論、昭和41年
宮崎教授は、個々の生産集中度についてみると少なくとも分析の対象とした昭和33年までは、生産集中度が低下する傾向にあるが、資本の系列ごとにみると、各系列への集中は高まるという事実に着目し、この生産の集中と資本の集中のギャップというところに、寡占の特殊日本的形態があるとして、これを系列間の過当競争と呼んだ。

2. 企業集団のタイプ

(1) 企業集団の性質

独占の形態に関して通常、コンツェルン、トラスト、カルテルが知られている。企業集団は最も一般的にはコンツェルンに対応するものであるが、その形態や機能は多様である。したがって、まず、企業集団の形態や機能、その競争に与える影響等を分析するに際して、企業集団とはいったい何かを定義し、企業集団のさまざまなタイプについて分類をした上で、分析の対象を限定しておく必要がある。最も中立的で多くの範囲を含みうる定義をすれば、①複数の企業によって形成されていること、②集団としての共通の利益をもつこと、があげられる。たとえば、小田切宏之氏は、企業集団を上記①と、②'多くの場合、所属企業の営業分野が異なっていること、を挙げている。しかし別な観点からすれば、カルテルも企業集団だという見方も成り立ちうる。すなわち、企業間関係の例として合併と比較すると、これに対応して、④同一業界の水平的な集団、⑤垂直的につながる企業集団、⑥業種を異にする企業間のグループ、の三つに分けることができる。④の例としては、〇〇工業会といった組織であって、これは個々の企業が独立してグループを形成しているという意味でカルテルに対応する。付言すれば、産業組織論上最も多く問題にされているのは、水平的な企業間の関係、すなわち、カルテル、あるいは水平的合併である。しかし現実にはカルテルは禁止されているから、〇〇工業会という組織は、きわめて弱いつながりでしかない。したがって問題になるのは、⑤と⑥である。ここでは、⑤と⑥をいちおう企業集団と見做すなら、小田切氏の定義②'を加えて企業集団を定義するのが最も妥当であろう。しかし、特に企業集団の今日的な問題に注目するというならば、金融機関や商社を中核にした企業グループという定義も可能である。

しかしながら、本稿では、企業集団をみて行く場合の基本的視点として中心的な企業あるいはグループのリーダーが支配力を発揮するために他の企業をグループに所属させるような集団と、所属メンバーの自発的な意思によって形成した集団、という二面においてとらえようと思う。そして現実の企業集団は両面をもっている筈であり、中核的企業の支配力拡大という側面にとらえたとしても、その場合、所属メンバーの側からみても当然グループ形成

によるなんらかのメリットが存在する筈である。言いかえれば、企業集団は、イ．グループ所属メンバーが相互にグループ化するメリットを追求して自発的にグループを形成している場合、ロ．中心的な企業によって支配される場合、の二つに分けられる。イは、個々のメンバーの自発的な集団形成動機を重視し、ロは、中心的企業の支配の動機を重視する。いずれにしる、集団は、集団化することによってグループ内メンバーの利益を求め、グループ外の企業に対しては排他的な機能をもつ。

この二つの側面ととらえる場合に、中心になるのは所属メンバーの意思決定と、集団としての意思決定の関係である。これについて小田切宏之氏は次のように整理している。ひとつは、「集団内のあるひとつの企業が集団としての意思決定を代行する形で自己の意思決定を行ない、それを何らかの方法で所属他企業に遵守させようとする、と考えるもの」であり、「銀行と融資系列という考え方で企業集団をとらえるのはこれである。他のひとつは、集団と所属企業との関係を厚生経済学における国家と国民との関係に対比し、社会厚生関数にあたるものの最大化によって、各企業ではパラメーターでありながら集団としては変数となりうるような何かを決定する、と考えるものである」²⁾。第1の考え方は宮崎義一氏によって最初に提示された考え方であるが、これに対しては、いったい自己の意思決定を所属グループに遵守させるほどの支配力を銀行がもっているかどうかが問題である。小田切氏は、むしろ各企業の意思決定の独立性を重視することにより、集団は所属企業間にコンフリクトが発生した場合の調整機能をもつものとして把握し、個々の企業がいかなる理由で集団を形成するに至るかを分析している。

このような立場は、たとえば寺西重郎、後藤晃氏等のグループによってもとられており、それは、従来の企業の理論の立場にたつての集団形成の合理性を追求したものである³⁾。しかし筆者は、そのような所属企業の側からみた集団形成の理論と同時に、中心的企業ないしはグループ全体としての支配力拡大という側面をも重視しながら、集団の問題を検討しようと思う。

(2) 企業集団のタイプ

すでに述べたように、企業間の関係を合併になぞらえると、水平的、垂直的、複合的の三つに分類でき、水平的な結びつきとしては〇〇工業会といったものがそれにあたるが、これは実際には企業集団とはいえず、垂直的につながる企業のグループと業種を異にする複合的な企業間グループとが現実にある企業集団である。ところで、企業集団のタイプを分ける場合に、このような、たて、よこの企業間の関係でみる方法の他に、なにを集団結成のよりどころにしているか、あるいは、なにを集団結束の手段にしているかで分ける方法もある。

宮崎義一教授は、「戦後日本の企業集団」において企業集団分類基準を確定するために、企業と企業の結びつきのパターンを七つに区分している。それを要約すると次のようになる。

- (i) 技術的結びつき
- (ii) 原料、部品の供給と加工
- (iii) 流通面での結合
- (iv) 融資結合
- (v) 株式所有を介する結合
- (vi) 人的結合
- (vii) 集中排除法によって、強制的に分離された企業の結合

宮崎教授は、以上のような分類を行なった後に、企業の結合関係をたちいって考察したときに、親会社—子会社の関係が多いことを指摘し、「この親会社—子会社関係が一企業対一企業の関係を表わすものとすれば、これと区別して、一つの親会社を中核に、社長会、出資、融資、重役派遣等の関係によって結合された多数の会社が周辺にむらがり、またそれら関連会社間にもある種の結合関係がみられるとき、これを企業集団とよぶ⁴⁾」と定義されている。すなわち、この定義によれば、親会社が中核にあり、多数の会社が周辺にあって結合していること、結合の手段は、社長会、出資、融資、重役派遣等で

ある。そして宮崎教授によれば、企業集団を大別すると、次の三つの型に分けられる。

「(a) 旧財閥系（三井、三菱、住友、富士安田系）のように銀行、信託、保険など、金融保険などの金融集団を中核とするか、または（勸業銀行系のように）単一の金融機関を中核とする融資系列的色彩の濃厚なもの。その中でも、三菱、三井、住友、第一（とくに古河系）のように定例の社長会を形成し、それを統一的意思決定の機関ないしそれに準ずる役割を与えているものと、そうでないものに区別できる。

(b) 金融機関を中核としないで、重化学工業のビッグビジネスを中核とするコンツェルン型（関連業種を広く網羅しているタテヨコの結合関係）、トラスト型（一産業部門内部に局限する主としてヨコの結合関係）の企業集団としては、東芝系、日立系、八幡製鉄系、富士製鉄系、神戸製鋼系、トヨタ系、松下系、東急系などがある。なおこのうち、この種の企業集団の中核をなすビッグビジネスが特定の系列下に強い結合関係を保つ場合とそうでない場合とが区別される。本調査では前者に属するのは東急系（三菱系）だけであるが、それらはそれぞれの主力企業集団内部においてサブ・グループとして整理することにした。

(c) 3 公社 5 現業のような国営事業や住宅公団、道路公団、交通営団、日本航空、日本合成ゴム、電源開発などの独占的な特殊法人、ないし⁵⁾ 電力のような、国家資本系のトラスト型企业集団もある。」

以上のうち、公社、公団等の(c)タイプを除くと、金融機関、商社を中核にした(a)タイプと、重化学工業の巨大メーカー中心に形成されている(b)タイプに分けられる。

ところでこれらの中味をいっそう詳しくみるために、主要な大企業の関連会社、子会社のグループについて触れておこう。公正取引委員会事務局では、資本金規模で上位50社を対象にし、その関係会社、子会社に関して調査を行っている。⁶⁾ 公取の定義によると、関係会社とは、支配的地位を占める会社による持株率が10%をこえる会社であり、子会社とは、親会社の持株率が50

%をこえる会社または、親会社の持株率と親会社によって支配されている会社の持株率の合計が50%をこえる会社、と定義されている。

上位50社の関係会社は、5,456社にのぼり、上位50社平均、109社、また子会社は1,886社で、上位50社平均38社である。関係会社に対する子会社の比率は35%である。関係会社の業種別構成についてさらに四つのタイプに分けると次のようになる。

I 型 親会社の主たる事業と同種の事業を営んでいる場合で、例は少ない。

しいていえば海運がこれにあたる。

II 型 原材料提供、製品加工型ともいえるもので、鉄鋼、非鉄金属精錬、一般機械、繊維、電気機器がこれにあたる。このタイプが最も多く、上位50社の6割近くがこのタイプである。

III 型 多様な業種に属する会社が含まれているケースで、総合商社がこれにあたる。

IV 型 関係会社の中に親会社の主たる事業と直接関連の薄い部門に属する会社が多く含まれるタイプ。

A 関連事業拡大型

これは周辺部門に属するものが多い。バス、タクシー、トラック、海上運送、不動産、観光、映画。

B 親会社の主たる事業と関連性のない部門に属するものが多くみられるタイプで、これは数少ないが、化学工業製品などがこれにあたる。

企業集団のタイプ分けは、以上のようになされているが、公取調査では、関係会社と親会社の取引関係についても実態調査を行なっている。それによると、商社を除く上位46社について、取引関係のあるもの3,614社で、関係会社全体に占める割合は77%である。製品の販売面で取引関係のあるものは63%、原材料等の購入面で取引関係のあるもの29%、その他の取引関係のあるものが8%である。以上のことから、商社を除く上位企業の関連会社との関係の大部分は原材料、部品の購入先、あるいは製品の販売先である。したがって、関連会社の株式取得の目的は、取引関係上のメリットの獲得にある

と推測される、と述べている。このことをもう少しすすめていうと、企業集団形成の目的が、取引上の安定性を確保することにある、と解釈することができるであろう。

以上のタイプ分けは、資本金からみた上位50社がそれぞれどのような集団を形成しているかをみたものである。しかし上位50社が同一の企業集団に属しているというもある。したがって企業集団は、旧財閥系のような巨大企業を含む企業集団と、その中の個々の企業を中心としたグループとが重なり合っているといえる。すなわち、以上みてきたような個々の大企業ごとのグループ形成は、そのほとんどが関連会社および子会社のグループで、その頂点に巨大企業があるというものである。この企業集団は、したがって、単に取引関係だけによって形成されているものではない。

寺西重郎、後藤晃氏等のグループでは、企業集団を二つのタイプに分けている。

①企業グループA……これは旧財閥系を含むいわゆる企業集団で、その主要なメンバーとして都市銀行と商社を含んでいる。さらに株式の相互持合いがあり、社長会などの合議の場をもっている。

②企業グループB……巨大企業を中心とし、その関連会社、子会社を周辺部とする企業グループで、新日鉄、松下、日立、トヨタ等を中核とした企業グループであり、ここでは、中核となる巨大企業が子会社の株式を一方的に所有するピラミッド型所有関係がみられる。

この二つは重なり合っており、Aグループに属する巨大企業が同時にBグループを形成していることが多い。因みに、日立は三和グループに属しており、トヨタはいちおう三井グループに属すると言われている。

本稿においては、寺西氏等の分類を踏襲し、A型B型の二つのタイプを前提にして議論を展開する。寺西氏等の分類は、結局、宮崎教授の(a)、(b)の二つのタイプにそのままあてはまる。

- 2) 小田切 同上 144ページ参照
- 3) 寺西重郎, 後藤晃, 芹沢数雄 「金融市場と企業グループ」『経済評論』 1975年11月号
- 4) 宮崎義一 「戦後日本の企業集団」 日本経済新聞社 昭和51年
- 5) 同上 61ページ
- 6) 公正取引委員会事務局 独占禁止懇話会資料 昭和48年

3. 企業集団形成の起動力

ここで解き明かしたい問題は、特にわが国において何故企業集団が大きな力を発揮するようになったのか、という、すぐれて特殊日本的な問題である。最初の問題提起においてすでに示したように、アメリカにおいては、大企業のコングロマリット化が進行している。しかるにわが国では、多少の経営の多角化は行ないつつも、日立は電気機器、トヨタは自動車、三菱重工は造船と重機械というように、主たる事業分野にはば特化して、独立した企業が集団を形成し、集団として複合化している（多数の事業分野に関わりをもっている）。この違いは何故生じたのか、また、そのことがわが国産業の市場成果、さらにマクロ的にみた経済効果に、どのように影響しているか、ということである。このことを知るためには、わが国の企業集団形成の理論的根拠を明らかにしなければならないが、そのために、それに先立って企業集団形成の一般論を論じておこう。

(1) 企業集団形成の一般論

企業集団が何故形成されるかは、企業集団をどのように把握するかということと密接につながっている。すでにみてきたように、小田切氏は意思決定関係から集団の性質を把握している。すなわち、集団内のひとつの企業が集団の意思決定を代行し、なんらかの方法で所属他企業に遵守させようとするものという把握と、各企業は独立の意思決定を行ない、集団は所属企業間の調整者としての役割を果すものという把握の二つである。このような把握は、筆者のみるところではいずれの立場をとろうと、個々の企業のより主体的、

合理的な態度の結果、集団が形成されるものと理解されているように思える。しかし、巨大企業が自己の系列下に多くの企業を組み入れていく場合、そこに組み入れられる企業は、自ら働きかけてグループに参加したいという場合ももちろんあるが、多くの場合、やむをえず傘下におさまるというケースが多い筈である。しかし、同時にグループに加わること自体が、当該企業のおかれた環境のもとではその企業にとって合理的であった、という場合が多いであろう。

一般的に言えば、集団が形成される場合、個々の企業の側に集団を形成することのメリットがある。したがって、大企業の系列化に中小企業が加わる場合でも、当事者にはメリットがある筈である。だが、たとえば合併の場合でも、当事者の利害が一致して対等に合併する場合と、一方が他方を吸収する場合とがあるように、グループメンバー個々の集団形成の主体的動機が重視される場合と、中心的企業が他の企業を支配下におく場合とがある。後の場合を支配の動機と呼ぶことができる。もちろんその場合でも、支配される側にもグループに参加することのメリットがあることはいうまでもない。

企業集団の形成動機については、これまでいくつかの研究がなされている。企業集団の意思決定を、集団内の中心的企業が所属メンバーに対して自己の意思を伝え従わしめるものとして把握する立場からすれば、企業集団の形成は、その中心的企業の支配動機や拡張動機がより重視されるであろう。他方、産業組織論的な立場でこの種の問題を分析する場合に、所属メンバー個々の合理的な行動動機から集団形成の論理を展開するという傾向がある。純理論的にいうならば集団を構成する個々の企業ごとに、集団に参加することによるメリットがある筈であり、その面から議論を展開した研究成果も若干ある。

寺西、後藤、芹沢氏等は、企業グループの生成をコースの企業形成の論理を応用して説明している。すなわち、コースは、企業が形成される理由を企業による市場利用のコストという観点から説明している。企業はその組織内部において各種の生産要素を適切に配分する必要がある。この配分は、純理論の世界では市場をとおして行なわれる。しかし、市場をとおして要素結合

と配分を行なうには、情報の入手、売買契約の締結にいちじるしいコストがかかる。そこで企業は、経営者という新しい職能をつくり出したというのである。つまり企業内部の資源配分の機能を経営者という専門家に委ねて、その費用を小さくすることができるというのである。²⁾

企業にしる、企業集団にしる、その生成の論理は、それによってコスト節約がもたらされる、ということである。寺西氏等は、同様にして費用最小化という動機から、企業グループ生成の動機を説明しようとしている。ここで寺西氏等の議論を手がかりにしながら、集団形成の理論的根拠を検討しよう。

企業集団が形成されるのは、市場や経営者という職能を通じるだけでは十分に費用最小化が果せないような場合があるからである。そのような場合として寺西氏等は次の三つを挙げる。

①企業による情報の入手

企業活動にとって重要な情報は公共財的な性格が強い（消費の一括性など）から、一部を除いて市場が形成されにくい。市場の配分機構に頼ることなく、グループを形成することによって情報を入手しようとする。この点については今井賢一氏が、情報クラブとしての企業集団論を示している。

②企業の経営能力の限界

企業の経営能力に限界があるため、その活動の一部をグループに委ねるという場合である。企業が類似しない補完的な生産活動を同時に行なうことが非常にむずかしい場合（たとえば自動車と、その電気部品の製造）、補完的な活動を行なう他の企業とある程度固定的な関係を結ぶほうが、より低費用での生産活動を可能にするというわけである。

以上の二つは寺西氏等によると、すでに今井³⁾、小田切⁴⁾、リチャードソン⁵⁾等によって論じられてきた。しかしこれらはあくまでも企業集団形成の一般論である。とりわけ、何故わが国において企業集団化がすすんでいるのかという点についての議論には充分になっていない。ここで寺西氏等は、わが国において特に顕著なグループ化を説明する要因として、第3のものをあげる。それは資金利用のコストの節約である。

③資金利用のコスト

わが国では資金市場にゆがみがあり、したがってグループ化することによって、その資金コストを低下させることができる。⁶⁾それがわが国の企業グループ化の大きな動因となっている、というのである。論者達は、これをあくまでも、グループ化による個別企業のコスト引下げという合理的動機の枠内でとりあげている。筆者もまた、この要因が個別企業の行動の合理性という観点から考えた場合、最も重要な要因であると考えている。

しかし、このようなアプローチのみでは、片手落ちである。すなわち、寺西氏等の分析は、個別企業の側からグループを形成する動機づけを説明しているが、大企業や既存のグループが傘下の系列企業を支配したり、グループの範囲を拡大して行く側からの動機づけが不十分であるからである。言いかえれば、グループ形成の動機には、個々の企業の側からグループを形成しようとする動機と、グループが自己拡大を遂げ既存の企業を傘下におさめたり、グループとして新産業分野に進出したりする動機との両面があるわけであって後者を支配の動機と呼ぶとすれば、この動機もまたわが国においてきわめて重要であり、産業組織論との結びつきの最も深いところであろうと思われる。

もっとも、どのような動機がより強いかは企業集団のタイプにも依存している。一般的に考えられることは、中核となる巨大企業が関連会社、子会社の株式を一方的に所有するピラミッド型の所有関係をもつB型グループは、中核企業の側からみると、支配の動機がより強いと思われるが、他方支配系列に組み込まれる側からみると、情報の安価な入手や経営能力の限界や、資金利用のコスト低下の動機がより強いであろう。ではA型グループはどうか。わが国の企業グループの最も典型的なものであるA型グループ（それはB型グループを含む重層的構造になっている）においては、グループ形成の動因はいかなるものであるか。これこそが問題である。

このように企業集団はなんらかの意味でコスト節約をもたらすものとし形成されたと理解される。コースは、企業の形成を市場を通ずる資源配分のコ

ストと企業組織を通ずる資源配分のコストを比較して、後者が安価であるということから企業組織が形成されたと見做すのであるが、寺西、後藤氏等はそれを企業集団の形成に応用して分析をすすめたのである。

しかし、企業の形成と企業集団の形成では、コストの節約でも異なる効果がある。企業の形成は社会的にみてもコストの節約であるが、企業集団の場合は当事者にとってのコストの節約がそのまま社会的にコストの節約になる場合とならない場合とがある。たとえば情報のコストの場合、企業集団は集団内に情報をとどめておいて漏出を防ぐ役割を果たすが、それは社会的にコストの節約とならない。

経営コストの節約は、ペンローズやマリスの企業成長の理論における企業成長の制約を取り除くものとして考えることができる。経営者能力の限界を打ち破るものとして、情報の相互提供の他に、役員の派遣等がある（人的資源の供与）。マリスの場合、企業成長にとっての制約条件は企業の市場価値であるが、これを維持するものとして、株式の相互持合いによる株式価格の維持がある。

資金コストの節約は、資金市場の不完全性という条件のもとで特に大きな要因であり、寺西氏等によって、特にわが国において企業集団が大きな位置を占める理由として強調された点である。しかし、このコストの節約も当事者にとっては節約であるが、社会的にはコストの節約とはならない。グループ以外のメンバーにとっては、いっそう資金のアベイラビリティが低下するからである。マーケティングコストについていうと、集団内取引においては不確実性を減少させ、取引の安全性を保つことによって、危険費用や販売費用を節約できるということができる。

このように、コスト節約を当事者にとってのコスト節約＝私的費用節約と、社会的費用節約とに分けて考えるということは重要である。すなわち、合併にせよ、集団化にせよ、それらの行為はなんらかの意味で当事者にとってのメリットがあるから、行なわれるのであり、それはまちがいに当事者にとってのコスト節約である。問題は、それが同時に社会的コスト節約となりう

るかどうかである。たとえば合併は、規模の経済効果をもたらすなら、私的コスト節約は同時に社会的コスト節約である。厚生経済学的に比較されるべきなのは、合併によって達成される規模の経済効果の社会厚生の利益と、合併にもとづいて発揮される市場支配力による社会厚生の損失との利害得失なのである。これに対してカルテルは、私的利益をもたらしても、社会的利益はない。このような意味で、集団形成が社会厚生上もっている効果を検討するときに、私的コスト節約と社会的コスト節約との区別を行なうことが重要なのである。

産業組織論的な立場から、企業集団形成の論拠を分析するときに、以上のように企業集団の経済成果を、産業組織論でいう市場成果と対応させてみるならば、私的コストと社会的コストの区分が重要な意味をもつことは明白であろう。ところで、この問題とならんで、企業集団形成の論拠に関しては、それを所属メンバーのコスト節約動機から説明する立場とならんで、中核的企業による支配の動機から説明すると、おなじ現象も違ったとらえ方になることは注意しておかねばならない。すでにみたように、所属メンバーの主体的動機からみた場合、役員兼任は経営コストの節約に、株式の相互持合いは株価の安定に、系列融資は資金コストの節約にそれぞれつながるが、支配の動機からみれば、役員兼任も、株式の所有も、系列融資も、すべて支配の手段である。では、いずれの側面からとらえるのが、よりあてはまるのか。このことを知るために、集団のタイプと関連させて集団が形成される根拠を考察してみよう。

(2) 集団のタイプと集団形成の根拠

企業集団形成の根拠を集団のタイプと結びつけてみるならば、A型とB型とで異なるということはすでにみたとおりである。B型の典型は巨大メーカーを頂点とする企業集団であり、新日鉄、日立、トヨタ、松下といった巨大企業を中心とするグループがそれにあたるが、この場合、支配型と呼ぶるのは、集団が、中心企業と関連事業を営む企業によって形成されていて、し

かもはっきりとした規模、経済力の格差があることである。したがって集団を形成する企業は、それぞれに集団化のメリットを享受しているけれども、元来、対等な立場にはない。

ところで、これまで企業間の関係を合併の3つのタイプに対応させてきた。支配の動機が強いと思われるB型は、垂直的つながりを中心としたものに最も多いであろう。この場合、中心的企業による支配力の根拠として、物的な条件がある。たとえば、鉄鋼や非鉄金属の場合、精銑あるいは精錬を担当する部門は規模の経済効果が圧倒的に強く、したがって寡占的巨大企業になりやすい。これに対して、第二次精錬や加工、圧延等の部門は比較的中小規模のことが多い。その結果、第一次精錬部門が支配的企業で、第二次加工が関連企業、子会社となる。また自動車ならば組立て部門が、規模の経済性が大きく、部品生産部門や、販売部門が関連会社、子会社となる。このように規模の経済性という物理的、経済的条件をもとにして、支配的企業と子会社の関係ができていく。たとえば自動車について垂直的な競争関係でみるならば、部品供給者と部品需要者（組立て部門担当）では、買手独占的であり、販売業者とメーカーでは売手独占的であって、結局組立てを担当するメーカーが支配的企業となる。

これに対して、旧財閥系のようなA型企业集団においてはどうかであろうか。中心的企業による支配が全くないのかどうか、ということが問題になる。旧財閥系における中心的企業による支配のパターンをシェーマ化したのが、すでに述べたように、宮崎義一教授による金融ワンセット支配の議論である。この場合支配的企業は銀行ということになるが、こんにちの旧財閥系の企業集団において、果して銀行がそのような地位にあるかどうかが問題である。B型グループの場合は、主要企業による関連会社、子会社の持株比率は、(その定義からしてもそうであるが) 高い。これに対して、A型グループは、株式の相互持合いによるものであり、また、銀行の融資系列という面からみても、グループ内企業にとってグループ内の銀行はメインバンクであるということではあっても、借入金の大部分をグループ内銀行に依存しているという

わけではない。しかし、A型グループといっても、旧財閥系集団と第一勧銀グループと呼ばれるものや、さらに興銀グループなどと呼ばれるものでは、かなりグループの意味が異なる。

(3) 企業集団形成の特殊日本的要因

すでに述べたように、わが国においてとりわけ企業集団が大きな比重を占めている根拠として、資金的要因を挙げることは一面あたっていると思われるが、その原因として述べられている資金市場の歪みは多かれ少なかれどこにもみられることであって、そのみを強調するのは若干根拠が乏しいと思われる。筆者はむしろ、たとえばアメリカにおいて新しい独占の強化がコングロマリット化というかたちをとっているのに対し、何故日本において企業集団というかたちをとったかということにも主要な問題があると思われる。

おそらくその一つの理由は、歴史的な要因によるであろう。すなわち、財閥の形成がそれである。財閥の形成過程の問題は、いちおうここでの分析の対象外におくとして、この財閥に属していた企業が新たに企業集団を形成したのが事実である。

では、企業集団の形成も、アメリカにおける複合的合併の進展も新しい独占の形態としての共通性をもっているといえるだろうか。一つの要因として指摘できることは、アメリカの場合、反トラスト法の規制が特定市場におけるシェアを限定させ、否応なしに企業が複合的に拡大することを促進したということがある。この場合、垂直的統合が進展することは、すでに前提になっている。これに対して、わが国では、独禁法においてコンツェルンは禁止されているが、法に抵触しない範囲で企業集団というかたちをとっている。

ところで、法的規制が最も強く、はっきりしているのはカルテルの規制である。企業の合併に関しては、水平的合併にはきびしいが垂直的合併についてはあまい。それは、カルテルにおけるような弊害が垂直的合併の場合は少ないと考えられるからである。わが国の場合はこれに対応して、たてにつながる企業集団B型と、複合的企業集団A型とが、重層構造をなして存在して

いる。日米いずれにおいても、独禁法の規制の範囲外にあって、なんらかの利益をあげている。したがって分析検討を要するのは、垂直的な企業間のつながりがいかなる弊害をもたらすか、さらには複合的な企業集団やコングロマリットがいかなる弊害をもたらすか、ということである。

- 1) 寺西重郎、後藤晃、芹沢数雄「資金市場と企業グループ」『経済評論』1975年11月号
- 2) R. H. Coase, "The Nature of the Firm", *Economica*, Nov. 1937.
- 3) 今井賢一、「情報の経済分析——産業組織的考察」, 今井, 村上, 筑井著「情報と技術の経済分析」日本経済研究センター研究報告, 昭和45年
- 4) 小田切宏之, 「企業集団の理論——企業行動の観点から」『季刊理論経済学』1975年8月
- 5) G. B. Richardson, "The Organization of Industry", *Economic Journal*, Sept. 1972.
- 6) 資金利用のコストが企業経営に大きな影響をもち、グループ形成が資金利用コストを低下させるのに役立つということは、これまでの経験からよく知られるところである。その理由は資金市場が完全競争的ではなく、なんらかの歪みをもっているからである。わが国の資金市場における不均衡現象として、寺西氏等は次のものを挙げている。①長期資金（株式、社債、長期貸出）市場における政策的裁量的な信用割当、②短期貸出市場における金利上限の存在、③預金金利の硬直性と低位性、この三つである。①は、株式上場基準、社債発行枠および条件の認可制、長期金融担当金融機関の行動枠に関してさまざまな規制が加えられており、その結果、長期資金が信用割当によって配分されていることになっている。しかもこの信用割当が企業規模を基準にしているというのが寺西氏等の指摘するところである。すなわち寺西氏等によると、(1)都市銀行、地方銀行、中小企業向け金融機関の貸出しは主に短期資金である。(2)長期金融を担当する長期信用銀行、保険会社、信託銀行の貸出はほとんどが大規模企業向けである。したがってわが国では、長期資金の配分がもっぱら企業規模を中心になされている。次に短期資金市場の不均衡について、寺西氏等では、それを長期資金市場における不均衡現象の帰結として把握している。氏等によると、短期資金市場は、企業と銀行との双方独占市場であり、そこでの金利と貸出額は双方の交渉力によって決まるが、企業の対銀行交渉力は、企業の短期市場への依存度を示す長期適合比率に依存する。長期適合比率が低ければ、短期資金のころがしによって長期資金の穴埋めをしなければならないため、短期資金への依存度が高まり、その結果、対銀行交渉力は弱まる。かくて、長期資金の配分の多い大企業ほど長期適合比率は高く、し

たがって対銀行交渉力は強まる。③の預金市場においては、預金金利が不均衡低位にあったことから、預金量の獲得が銀行にとって利潤拡大の最も有効な手段であり、銀行にとって預金吸収がその経営の最大の戦略となる。これを企業側からすると、グループ内での預金歩留り率を高くすることによって、対銀行交渉力を強めることになる。これがグループを結成する大きな誘因となる。

寺西氏等の研究は、このような資金市場のあり方から発生した諸問題にこそ、他の諸外国に例をみないわが国独特の企業グループ化傾向の重要な要因があることを示している。長期資金が企業規模を基準にして配分され、短期資金もまたそれに依存しているということから、小規模企業の側が大規模企業の傘下に加わることを必要ならしめるというのである。すなわち、小規模企業は大規模企業の傘下に入ることによって、大規模企業を通じる資金のパイプに結びつこうとする動因をもつと理解される。これは大規模企業ほど企業間信用の与信額が大であることや、大商社の系列企業に対する融資額が巨大であることによって、これらの事実を推測できる、とするのである。

寺西、後藤、芹沢 「金融市場と企業グループ」『経済評論』 1975年11月号

4. 企業集団と企業の理論

前章において、筆者は企業集団が形成される理論的根拠を説明する各種の議論を取りあげた。そこでは主として集団化が集団に所属する企業にとってなんらかのコスト節約をもたらすということが、集団形成の根拠として説明された。しかし個々の企業が他の企業と関係を取りむすぶ根拠は、もっと複雑多様である。その一例として、集団の中心となる巨大企業が株式の一方的所有を通じて自己の系列下に周辺の企業を組み入れて行く動機、いわば支配の動機というべきものを挙げた。とりわけその場合も、系列に組み入れられる企業にはそれなりの動機がある。それを消極的動機と名付けることができる。しかしまた、こういうケースも考えうる。それは乗取りに準ずるケースであり、もし垂直的統合や多角化が有利であるならば、乗取りを行なったであろうところを、別会社に分離しておくほうが、中心的企業にとってより望ましいために、乗取ることなく、支配下に組み入れているというケースである。B型企業集団にはおそらくそのようなタイプのものがある。また同様に、親会社がある部門を別会社として分離して支配しているというケースもある。

このようにみてくると、支配の動機という言葉でひとくくりにした企業集団にも、さらに多様なケースがあることがわかる。

さて、本章ではまず、企業集団形成の根拠に関する最も一般的な議論を、企業の理論との関連で把握し、次に特に企業集団結束の手段として特徴的な株式の相互持合い効果を、理論的に掘り下げてみる。

(1) 集団形成の効果

集団所属企業が集団に所属することによって得られる利益を、企業の理論との関連で説明し、そこから集団が形成される理論的根拠を明らかにしようとしたものに、すでに紹介した小田切宏之氏の業績がある。¹⁾氏は企業集団が所属企業にとっていかなる利益(コスト節約)をもたらすかを整理し、それをマリスの企業の理論に対応させて、集団所属企業の優位性を説明している。

ところで、すでに述べたように、集団に所属することによって得られる利益は、情報コストの節約、経営コストの節約、資金コストの節約、それに加えるにマーケティングコスト(広義の経営コストに含めてもよい)の節約等に分けられる。²⁾これらコストの節約は、企業の理論に対応させて考えると、期待収益率を改善するか、利子率を低下させるか、当該企業にとっての需要関数をシフトさせることを通じて収益率の改善につながることになる。したがって、企業の行動目標が利潤極大であれ成長率極大であれ、それらの目標を、非所属企業にくらべてより有利な条件で達成しうるであろうことは、容易に想像しうる。

小田切氏が強調しているのは、情報コストの節約の内容として、取引相手に関する情報ストックが大きいから、取引にともなう不確実性および取引費用が少なく済むこと、情報の拡散を防ぐことができること、情報が伝達しやすいから環境変化に適応しやすいこと等である。さらに、集団内所属企業同士の共同投資によって投資の効果をたかめることができる。また、株式の相互持合いは、株価を高めると同時に、株主安定化をはかり、乗取りの危険を防ぐことができる。この他、優先的な金融上の取引が行なわれる結果、金

融コストを低下させることができる。以上を通じて、集団内所属企業は企業集団を利用して、優先的金融取引、共同投資、株式相互持合いを行なう。これらは結局のところ、費用の低下、不確実性の減少、株式需要関数のシフト、成長機会の拡大、乗取りの危険の減少をもたらすというのである。このようなメリットを企業の理論に対応させるとどうなるであろうか。

たとえば、代表的なものとしてマリスの企業成長のモデルをとりあげよう。マリスはその代表的な書物「経営者資本主義の経済理論」において、9個の方程式体系で、企業の均衡成長モデルを示している。均衡条件は、資産の成長率と総需要の成長率が等しいということを示されるが、そこで戦略的な変数になっているのは、多様化率、利潤率であり、制約条件としては、企業評価率がある水準以上であること、負債比率がある範囲以下であることが示される。この場合、集団に属することによって、たとえば共同投資による効率の増大は利潤率を高め、それは企業評価率を高めることにつながる。他方、優先的な金融取引は、負債比率の制約条件をゆるくする（可能な負債比率の上限を高める）。さらに株式の相互持合いは、株式発行条件を改善して資産の成長率を高め、株価を高めて、やはり企業評価率を高めることになるだろう。モデルに即していうと次のようになる。

経営者資本主義の経済理論におけるマリスモデルは、次の9個の方程式で示される。

$$D' = D(d, m) \quad (4-1)$$

$$C' = r \cdot P' + \dot{N} \cdot v \quad (4-2)$$

$$P' = \left(\frac{m}{c} - ig' \right) / (1 - g') \quad (4-3)$$

$$C = c(d) \quad (4-4)$$

$$v = (1 - r) / \left(\frac{k}{P'} - r \right) \quad (4-5)$$

$$k = \alpha_1 + \alpha_2 \cdot \dot{N} + \alpha_3 \cdot r^2 \quad (4-6)$$

$$v \geq \bar{v} \quad (4-7)$$

$$g' \leq \bar{g}' \quad (4-8)$$

$$\dot{C} = D \quad (4-9)$$

(4-1)は企業の総需要の成長率が多様化率 d と利潤マージン m に依存することを示し、(4-2)は、資産の成長率が内部留保率 r 、純利潤率 P' 、新株発行率 N と企業評価率 v の積に依存することを示す。(4-3)は純利潤率で g' は負債比率、 i は利子率である。(4-4)は資本産出比率でこれは多様化率の関数として示される。(4-5)は企業評価率、(4-6)は市場割引率 k が新株発行比率と内部留保率に依存することを示す。(4-7)、(4-8)は制約条件⁴⁾、(4-9)は均衡条件である。いま仮に、 m が与えられると、需要の成長率は d が大になる程、増大する。 d の増大は(4-4)から資本集約度を高め、それは(4-3)により利潤率を低下させ、資産の成長率を低めることになるが、この場合 $0 < i < 1$ で所与とすると、負債比率 g' を増大させれば、 P' を高めることになり、さらに内部留保率 r を増大させれば、(4-2)から、 $\dot{C}$ を高めることができる。しかし、 g' の増大には制約があり、また r の増大は、 v を低下させるのが一般的である。いずれの場合も、(4-7)、(4-8)の制約にしたがわねばならない。企業集団への所属は、優先的金融取引を通じて $\bar{g}$ を増大させる。すなわち負債比率の制約の範囲を拡げる。さらに株式の相互持合いは $\bar{v}$ を低下させることによって、 v の低下の余地を大きくする。その結果、多角化を通ずる需要の拡大は、資産の成長と均衡しながら、企業の成長目標をよりよく達成することを可能にするのである。

しかし、もっと簡単で明解なモデルは、おなじくマリスの1971年の論文⁵⁾で示されており、小田切氏はそれを応用して、集団に属することの優位性を示している。

マリスモデルを要約すると次のようになる。 K を資産の帳簿価額とすると、 $g = \frac{1}{K} \frac{dK}{dt}$ すなわち資産の成長率である。 P を純利潤率、 r を内部留保率とすると、 $g = rP$ と表わすことができる。他方、企業の評価 V 、すなわち株式市場における企業の価値は、株価に株式数を乗じたものである。

$$V = N \cdot d_0 \cdot Y[g]$$

ただし、 N は株式数、 d_0 は配当率で $Y[g]$ は現在価値関数と呼ばれているもので、 $d_0 \cdot Y[g]$ は株式市場における一株当りの価値である。企業の評価率は、

$$v = V/K$$

すなわち、株式の市場価格と帳簿価格の比と考えることができる。要約すると、次のようになる。

$$P = P(g) \quad (4-10)$$

$$V = N \cdot d_0 \cdot Y(g) = p \cdot K_0 (1 - r) \cdot Y(g) \quad (4-11)$$

$$r = g/P \quad (4-12)$$

$$v = V/K = (p - rp) \cdot Y[g] = (P[g] - g)Y(g) \quad (4-13)$$

(4-13)は、(4-10)、(4-11)を考慮すると、 g の関数でも表現できる。

$$V = D(g) \cdot Y(g) = r(g) \quad (4-14)$$

企業家の効用関数は

$$U = U(g, v) \quad (4-15)$$

であり、マリスモデルは、(4-14)の制約条件のもとで U を極大化することである。ただし、 $D(g) = (P[g] - g)$ であり、これは配当関数と呼べる。 $D(g)$ は g の減少関数であり、 $Y(g)$ は増加関数である。したがって、 $v(g)$ は g に関して正の極大値を有する。マリスによれば、古典的な企業の選択は、この $V(g)$ の最高値を選択することである。これに対して、経営者の行動目標は、 $\bar{v} \leq v$ の制約条件下で g を最大にすることである。

小田切氏は、伝統的な企業価値最大化仮説と成長指向仮説とに分け、それぞれについて、集団所属企業が非所属企業にくらべて、有利である根拠を検討している。特に日本の企業にこれを適用すると、資金割当量の限界から、成長には制約がある。これを $g \leq g^*$ であらわす(g^* 所与)。そこで $\bar{v} \leq v$ の制約条件下での g の極大化と、 $g \leq g^*$ の制約条件下での V の極大化の二つの企業行動を考え、集団所属企業を M 、非所属企業を N として比較すると、集団所属による有利性は次のようにまとめられる。⁶⁾

(i) 株式相互保有は乗取りの危険を減少させる。その結果、 $\bar{v}^M < \bar{v}^N$ となる。

(ii) 不確実性の減少, 共同投資の有利性は P 関数を上方ヘシフトさせ, それは V 関数を上方ヘシフトさせる。

(iii) 株式の相互所有, 不確実性の減少は, Y 関数を上方ヘシフトさせ, したがって V 関数を上方ヘシフトさせる。

(iv) 優先的金融取引は, $g^{*M} > g^{*N}$ をもたらす。

以上の結果は, 企業が g 極大を目指すか, V 極大を目指すかによって企業の成果に若干の違いがあるし, また V 関数, $V = V(g)$ の形状が最初 g の増大とともに v が上昇し, やがて低下に転ずるという動き方をするので, v と g が同方向に変化する場合と逆方向に変化する場合とで, やはり企業成果に違いをもたらす。しかし, いずれにしろ, 一般的には上述のように, 制約条件をゆるめるなり, 目的関係を改善し, よりよく目的を達成しうるようになる。

(2) 企業集団の理論的分析の方向

以上のような分析は, 集団に属することが, 企業の価値の最大化なり, 企業成長率最大化なりの企業の行動目標をよりよく達成できる可能性があることを, 代表的な企業成長のモデルに対応させて示したものである。しかしこの場合, 次のような問題が考えられる。すなわち, ある企業が独立企業として行動するよりも, 他のなんらかの手段を用いることが当該企業にとって有利であるという場合, その手段には集団に属すること以外にも多くの可能性がある。たての企業集団に対応して, 垂直的統合が, 複合的企業集団に対応して, コングロマリット合併がある。これら各種の可能性の中で, 企業集団がどのように位置づけられるかということが第1の問題である。すなわち, 企業集団を問題にする場合の実際上の見地からいうならば, 当事者である企業にとって, コスト節約の方法は集団の形成に限らず複合化, 多角化等, 各種のものがある。その中で, 集団化が特に選ばれる理由は何かということである。B型企業集団の場合は, 垂直的に統合する利益があるのと同じように, 垂直的につながりをもつことの利益がある。このような当事者にとっての利益は何か, とりわけそのような集団化という方法が選択される理由は何か,

ということが問題である。⁸⁾第2に、企業集団に属することが、当事者にとっては利益をもたらすとしても、社会的な利益、社会厚生の改善をもたらすのかどうか、ということも論じられるべき問題である。第3に、もし社会厚生の不利益をもたらすとするれば、当事者にとっての利益がそのまま社会的利益にはストレートにつながらないということの他に、独占的な市場支配力と結びついて、結局はウェルフェアロスをもたらすということがあるかもしれない。もしそうであるとすれば、どのようなルートを通じてそれがもたらされるか、ということが問題である。以上のような点こそ、理論的分析の対象とされねばならない。

以上のような三つの問題、すなわち、①合併、多角化、集団化等の企業行動の中で、集団化がどのように位置づけられるのか、特に日本において集団化が選ばれている理由、②企業集団化によってもたらされる当事者にとっての私的コストの低下は、同時に社会的コストの低下になるか、③仮に、集団化が社会的コスト低下になるとしても、他方で、集団所属企業が自己の主力製品分野で、市場支配力を発揮して独占による経済厚生上の損失をもたらすかもしれない。もしそういうことが生ずるなら、集団化はいかなるルートを通じて市場支配力につながるか。以上の問題こそが企業集団をめぐる最も基本的な問題であるといえる。①は企業行動論の観点からする企業集団論であり、②は企業集団と経済厚生の問題、③は企業集団と産業組織論のつながりに関する問題である。

しかしながら、このような基本的な論点に入る前に、集団に属することの各種の効果を、もう一步理論的に突込んで検討してみることは有意義である。たとえば、優先的金融取引が、資金調達コストを低下させたり、借入れ依存度の制約条件をゆるめるという効果は、比較的容易に説明できる。しかし、役員の兼任を通ずる経営コストの節約や情報コストの節約、不確実性の減少等は、数量的に分析することはむづかしい。しかし特に分析を必要とするのは、わが国企業集団の特徴である株式の相互所有がもたらす効果である。それは一面において支配の手段であると同時に、安定株主を得ることにより、

乗取りの危険を防止し、さらに株価を高めて、投機的利益を得る可能性をもたらす。これらのメカニズムを明らかにすることは、合併による巨大化とは別に集団として結束を強化する根拠を明らかにするための一つの手がかりとなるかもしれない。次に、株式所有をめぐる問題を特にとりあげ検討しよう。

(3) 株式相互持合いの効果

わが国で株式の相互持合いが進展した一つの理由は、特に資本の自由化に備えて、外国資本による乗取りの危険を防止するため、大企業同士が相互に株式を持ち合ったという事実がある。⁹⁾これは、いわゆる安定株主工作といわれるものである。相互に関連のある企業同士が株式を持ち合う場合、その所有比率がそれほど高いものでなくとも、株式総数のある割合であれば、乗取りの危険を防止するのに充分である。しかし、このような乗取りの危険防止という目的の他に、法人同士が株式を相互に所有することは、株価を安定させるのみならず、さらに株価を高めるのに役立つ。株価の上昇は、経営者にとって企業の業績を高く評価させるというメリットをもつ他に、資金調達を容易にするというメリットもある。このメカニズムを明らかにすることが、株式相互持合いの理論的分析の第1の課題である。

さらに問題にされるべきことは次の点である。もし集団所属企業の自立性を重視するならば、当該企業の株式を、たとえ同一の企業集団であれ、限られた大株主が大部分所有するということは、一種の所有者支配になる。株式の相互持合いは、たしかに株式需要関数を上方にシフトさせる効果をもつだろう。しかし、このような議論の前提になっている企業は経営者の自由裁量を重視する経営者支配の企業である。そうであるならば、株式が小規模多数の株主に分散されるのではなく、少数の大株主に所有されるのは、たとえそれが安定株主であったとしても、逆にこのことによって経営者の自由裁量権がせばめられるかもしれない。そうなると、株式の相互持合い、あるいは同系集団による株式所有比率には限界があると考えるべきである。

そこで想起されるのは、バーリ・ミーンズの所有者支配、経営者支配の定

義である。バーリー・ミーンズは、特定の個人又はその家族、グループの持株比率が当該企業の株式の20%未満である場合、それを経営者支配と名付けた。¹⁰⁾ また、R. J. ラーナーはこれをさらにせばめ、特定個人、又は家族、グループの株式所有比率10%以下をもって、経営者支配と名付けた。¹¹⁾ この場合、10%とか20%というのが、いかなる基準にもとづくものかは、はっきりしない。しかし、同様に、企業集団を一つの家族グループにみたてた場合、集団の株式所有比率が高くなり過ぎることは、所有者支配となって経営者の自由裁量の余地を狭めるという議論は、充分考えうる。とすれば、同系企業集団の持株比率にも、経営者支配を損わず、しかも、株価の安定のメリットを生かしたある適当な割合いというものがあるかもしれない。それが20%か30%かは別として、とにかくそのようなクリティカル・ラインが引かれるものと思われる。

株式相互持合いについてももう一つ問題なのは、株式の相互所有は、たしかに株式需要関数を上方ヘシフトさせる効果をもつが、他方、相互持合いであるから、資金調達という面からみると、メリットがなくなる。極端な場合、A、B 2 企業が相互に100%株式を所有しているなら、株式需要関数を上方にシフトさせるという意味もないのである。したがって、当然相互持合い比率は発行株式のある割合いでなければならない。こうした点を考慮して、集団の結合状況に関して理論的に研究をおしすすめる必要がある。

(4) 株式相互持合いの問題点

戦後わが国において法人による株式所有が進展したのは、第1段階として昭和20年代末期から30年代の初頭にかけてであり、その中心は金融機関であった。この時期株価は安かった。奥村宏氏によれば、この時期の金融機関による株式購入は、系列化促進という側面が強かった。¹²⁾ 第2段階は昭和40年代に入ってからであり、この中心は、資本の自由化に備えての株式の相互所有であるが、さらに、外国の機関投資家がわが国企業の株式を購入し、それに法人買いがつづいて株価が上昇した。この40年代の株式所有には、法人企業

の株式購入が株価操作をともなっていた。つまり、一面において、株式相互所有は、安定株主工作であり、もう一面においては、さらに積極的に株価を引きあげる効果をもっていた。前者は主として乗取りの危険防止に対処するものであり、後者は主として、資金調達を容易にすること、投機的利得を得ることにあった、といえる。

ところで、株式需要関数の決定要因は、第1に配当利回り、第2に支配、経営参加要因、第3に投機的利得¹³⁾この三つである。個人投資家の場合、第1の配当利回りと第3の投機的利得（キャピタルゲイン）のそれぞれの予測値を、他の投資機会における収益予測との比較によって、株式を需要する。これに対して、機関投資家の場合、第2の支配、経営への参加動機が株式購入の一つの要因として加わる。

わが国の場合、法人の株式所有が進展した第1段階においては、支配の動機による株式所有が強かったものと思われる。しかし、第2段階では、投機的利得の可能性がそれに加わったとみることができるであろう。

さてここでの問題は、歴史的な分析ではなく、株式相互持合いを企業の、とりわけ財務担当者の合理的行動様式から、どのように説明するかということである。これは二つに分けてみることができる。一つは、株式需要の構成要因の一つである支配、経営動機に関する問題、もう一つは、なんらかの意味で価格メカニズムと関連を有する問題である。株式の相互持合いに関する問題をこの二つの側面で把握した上で、同系企業集団による株式の所有の意味と効果、および問題点を整理しておこう。

- ① 同系企業集団による当該企業の株式の所有は、安定株主を増加させることにより乗取りの危険を防止できる。
- ② 同様に、それは当該企業の株価を安定させるとともに、積極的に株価を上昇させる可能性がある。
- ③ 上記①に対応して、次のことが問題になる。集団内企業によって多くの株式を所有されることは、当該企業の経営者の自由裁量の余地をせばめ、独立企業としての自主性が失われる。

- ④しかし、他方、当該企業も相手企業の株式を所有する。対等な立場にたつためには所有されるのに応じて自分も相手企業の株式を所有しなければならない。
- ⑤他企業の株式を所有するためには、それだけ資産を増加させるのであるから内部留保率を高めなければならない。
- ⑥内部留保率を高めることは、当該企業の配当利回りを引き下げる方向に作用する。

以上の関係がある。これを企業集団のタイプに関連させてみると次のような議論が可能である。(i) B型企業集団の所属企業の場合は、相互持合いではなく、一方的に所有されている。これは中心的な企業の支配に服しているが、そのかわり、企業の評価率はそれなりに高く、系列外の手他企業に乗取られる危険は減少する。(ii) A型企業集団の所属企業は、相互所有によってお互いにある程度の相手に対する支配、拘束を及ぼす。しかし、お互い 100 % 支配し合うということとはありえない。したがって相互持合い比率には限度がある。同時にまた、グループ内企業による株式所有、したがって安定株主の拡大は、株式需要関数を上方シフトさせる効果をもつが、当該企業もまた相手企業の株式を所有するために内部留保率を高めるとすれば、それは配当利回りを低下させ、株式需要関数を下方にシフトさせることになる。

かくて、相互所有の比率をある限度におさえる理由として、二つのトレードオフ関係がある。一つは安定株主の増大、乗取りの危険防止と、当該企業の経営者の自由裁量権とのトレードオフ、もう一つは、安定株主増大による株式需要関数の上方シフトと、内部留保率上昇による株式需要関数の下方シフトのトレードオフ関係である。

上述の①と③についていえば、A型企業集団の場合、相互所有は相互支配であり、お互いに 100 % ずつ持ち合うということとはありえない。しかし、集団であるから、多くの企業の株式を所有すると同時に、多くの企業に所有されているのであって、1 企業に完全に所有されるわけではない。しかしその場合でも、集団によって大部分の株式を所有されるということは、当該企業

の経営者の自由裁量権を大幅に制限されることになるであろう。この点から、相互持合いが進展するといっても、その比率にはある限界が存在すると考えられる。

次に、A型企業集団の場合は、一方的に所有されるのではなく、グループ内他企業の株式を所有する。したがって、集団に属する大株主の当該企業の株式所有比率は、たかだか数パーセントであっても、集団全体としては、当該企業の株式の過半数を所有することも可能である。これに対して、当該企業が相互支配という立場から、集団内の他企業の株式を購入する場合、所有すべき相手は複数の企業であるから、一つの企業に対して支配力をもちうるというものではない。このようにみてくると、A、B 2企業があって、2企業だけでお互いに株式を所有するのは、相互支配という要素が強いといえるが集団内での株式相互所有は、集団がグループ所属企業に対しては拘束力をもつとしても、グループ所属企業が、グループ内他企業に対してもちうる支配力は、「集団」というものを通して間接的のしかありえない。したがって、集団内での分散的な株式相互所有は、所属企業同士の相互支配という要素は小さいかもしれないのである。

理論的分析に先立って、いま一点明らかにしておかねばならないのは、④、⑤、⑥に関連する問題、すなわち、株式相互持合いと資金調達との関連である。現代の大企業の資金調達について、自己金融の傾向を強調する議論があり、事実、アメリカにおいてはその傾向が強いことは多くの論者の指摘するところである。これは、企業内に蓄積された内部資金を再投資するものであるが、新株発行による外部資金調達はきわめて少なくなり、たとえば資本剰余金を、株式の分割、無償譲渡という方法で資本金に組み入れるという方法を行ったりする。しかし、わが国の場合、そのような自己金融現象が一般的であるとはいえないし、外部資金への依存度は高い。したがって、資金調達力の問題は重要である。集団所属企業が他企業の株式を所有することは、いわば、内部資金の事業外への投下を意味する。したがって、株式所有に応ずるだけ内部金融の範囲はせばめられる。当該事業での拡張を考える場合、

所与の収益率のもとで内部留保率が一定なら、他企業の株式を所有するほど、事業内の再投資は減少するし、もし内部留保率を高めるなら、それだけ配当を減少させ、それは配当利回りを低下させることを通じて、株価を低下させることにつながる。したがって、他企業の株式の所有にも限度がある。このことは必然的に株式の相互所有比率に限度があることを意味する。

以上のような考察を前提として、株式需要関数と相互所有の効果について若干理論的に検討してみよう。

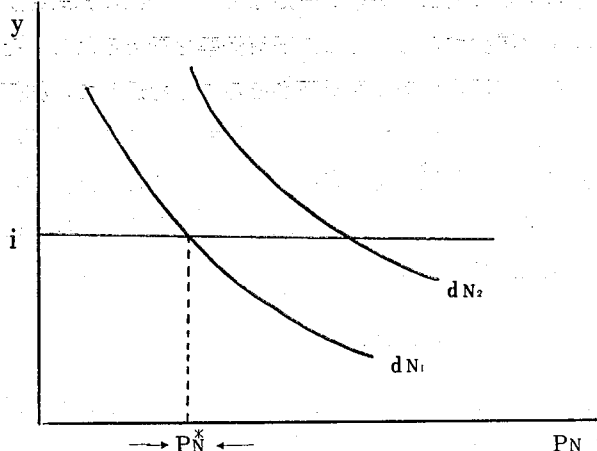
(5) 株式相互持合いの理論的分析

一般の個人株主にとっての株式需要関数は、次のように示される。いま、経営参加要因を除くと、個人株主の株式需要の決定要因は、第1に配当利回り、第2にキャピタルゲインである。投資は、配当利回りと資本利得の合計を、他の投資機会からくる収益率と比較して、株式を購入するか否かを決める。ある有価証券からの総収益は、したがって年配当額と資本利得を加えたものであり、この総収益を有価証券の需要価格で割ったものが、他の投資機会の期待収益率を上回れば証券需要は増加し、需要価格は上昇する。¹⁴⁾ 配当を現行市場価格で割った配当利回りを y 、資本利得の増加率を z とする。 z は予想配当成長率と定義することができる。したがって1株の期待収益率を k とすると、 $k = y + z$ である。¹⁵⁾ もし k が機会費用を上回っていれば、株式需要は増大し、株価は上昇する。その結果、 k は低下する。したがって、均衡において、 k は機会費用あるいは市場割引率に一致することになる。このメカニズムはグラフを用いて次のように簡単に示すことができる。

いま資本利得の予想上昇率 z がゼロであるとする。1株当りの配当を d_N 、1株の需要価格を P_N 、とすると、

$$y = \frac{d_N}{P_N}$$

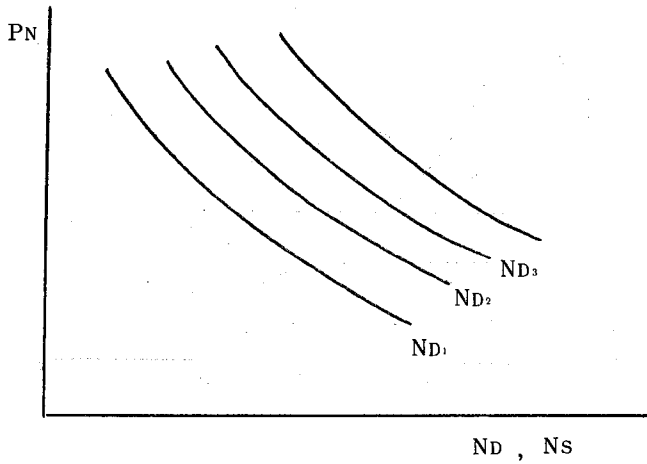
である。したがって、1株当りの配当が与えられると、 y と P_N の関係は4—1図のように示される。株価は $y = i$ (市場利子率)の場合 P^* で決まる。 $y >$



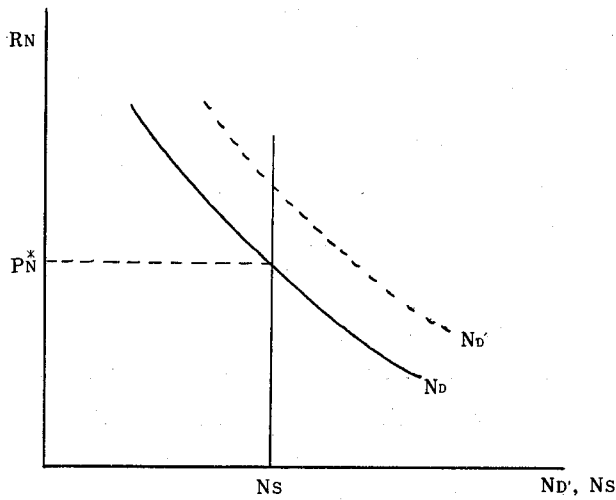
4—1 図

i なら、株式の需要が増大し P_N は上昇し、 $y < i$ なら P_N は低下する。¹⁰⁾

他方、株式需要関数は次のようになる。株式需要関数は縦軸に株価、横軸に需要量をとると、右下がりである。 N_{D1} , N_{D2} , …… はそれぞれ配当 d_{N1} , d_{N2} , …… に対応しており、1株当たり配当が上昇するほど、 N_D 曲線は上方へシフトする。既発行株式を N_S とする。株価は N_D と N_S の交点で決まる。安定株主というのは株価のいかにかわらず、株式を保有すると定義づけることができる。したがって、株式の相互持合いは、 N_D 曲線を N'_D へと上方へシフトさせる。したがって株価は上昇するが、株価は、内部留保が d_{N1} から d_{N2} に増大しても上昇するし、株式の相互持合いによって、株式需要関数が N_D から N'_D へシフトしても上昇する。ところで株式の相互保有は、一方で N_D を N'_D へシフトさせると同時に、 d_N 曲線を左へシフトさせる。株価はこの二つの曲線のシフトに依存することになる。この二つのグラフを一つにまとめると次のようになる。いま、株式需要関数が N_D から N'_D へとシフトすると、株価は P_{N1} から P_{N2} へと上昇する。もし配当がかわらなければ配当利回り y は y' となって、 i 以下に下がる。論理的には、 Y' の配当利回り、 P_{N2} の株価で均衡することになるが、もし N_D から N'_D へのシフトが、当該企業が相手の株式



4-2 図



4-3 図

を購入することによってもたらされるとしたなら、当然内部留保率を高めている。したがって、配当は d_{N1} から d_{N2} へと左へシフトする。その結果、配当利回りは y'' へと低下し、 y'' のもとでは N_D 曲線は N''_D へとシフトする。その結

に内部留保率を掛け合わせたものといえる。したがって、 $z = rP'$ ，ただし、 r は内部留保率、 P' は収益率である。

かくて、

$$y = k - r \cdot P'$$

ただし、ここでは k は、他の投資機会の金利によってほぼ決定されると見做すことができる。次期の配当利回りは次期の収益率に流出率 $1 - r$ を乗じたものであり、次期収益率は 1 株当たり予想収益率を現行需要価格で割ったものである。そして、予想収益は 1 株当たり資本の現行帳簿価格と予想収益率の積である。¹⁷⁾これを定式化すると次のようになる。次期の収益率を ρ とする。予想収益率は P' ，予想収益額を Π_f とする。既発行株式数を N ，内部留保率を r とする。また 1 株当たり帳簿価格を S_b ，1 株当たり需要価格を S_m とすると、企業の評価率 v は $v = \frac{S_m}{S_b}$ ，すなわち、株式の需要価格と帳簿価格の比であらわせる。

次期配当利回りは次期の収益率に流出率（配当へ向けられる比率）を乗じたものであるから、

$$y = \rho (1 - r) \quad (4-16)$$

である。

他方、次期の収益率は

$$\rho = \frac{\Pi_f}{N} / S_m \quad (4-17)$$

すなわち、1 株当たり予想収益を需要価格で割ったものである。予想収益率は、予想収益 Π_f を、株式の帳簿価格で割ったものであり、株式の帳簿価格は $N \cdot S_b$ である。したがって、

$$P' = \frac{\Pi_f}{N S_b} \quad (4-17)$$

かくて、

$$\frac{\Pi_f}{N} = P' S_b$$

となる。これを(4—17)に代入し、 $v = S_b/S_m$ を考慮すると、(4—19)が得られる。

$$\rho = P'S_b/S_m = \frac{P'}{v} \quad (4-19)$$

すなわち、次期収益率は、予想収益率を企業評価率で除したものである。それ故、配当利回りは

$$y = \frac{P'}{v}(1-r) \quad (4-20)$$

となる。これに、 $y = k - r \cdot P'$ を用いて

$$P'\left(\frac{1-r}{v} + r\right) = k \quad (4-21)$$

が得られる。

(4—21)から、 v は次のように示される。

$$v = (1-r)/\left(\frac{k}{P'} - r\right) = \frac{1-r}{1-r+\Pi} \quad (4-22)$$

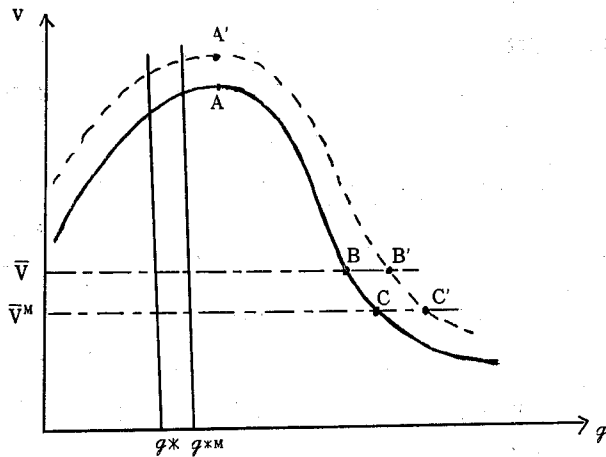
ただし、 $\Pi = \frac{k-P'}{P'}$ である。 Π を収益格差率と呼んでいる。評価率 v は、内部留保率 r 、市場割引率 k と予想収益率 P' に依存する。いま内部留保率 r が一定とする。市場割引率が予想収益率を上回ると、 $k > P'$ で $\Pi > 0$ 、もし Π が増大するなら、企業評価率 v は低下する。逆に Π が小さくなると、 v は増大する。¹⁸⁾

他方、 $\Pi > 0$ とすると、 r が増大すれば、評価率 v は低下する。はたんに、 $\Pi < 0$ 、すなわち予想収益率が市場割引率を上回っている場合、内部留保率の増大は企業評価率を高めることになる。 $P' = k$ すなわち収益格差率ゼロの場合は、内部留保率の変化は評価率に影響しない。このことはどういう意味をもっているであろうか。 $\Pi < 0$ ということは、 $P' - k > 0$ で市場割引率を上回る収益率が予想されることを意味する。その場合は、内部留保率の増大は評価率を高めるということになる。これに対して $\Pi > 0$ は、市場割引率を下回る収益率しか予想できないのであって、この場合、内部留保率の増

大は、評価率を引き下げることの意味する。このことは、別な面からいえば、内部留保率が収益増加と結びつくなら、株価を上昇させるのに対し、内部留保が収益増加と結びついていないならば、内部留保率の増大は株価を下げ、企業評価率を引き下げることの意味する。

v を経営政策上動かさしめる変数は r であり、 P' は部分的にしか動かさず、 k は外生的に与えられている。したがって、企業にとっては内部留保率の決定は、それが収益率にどう影響するかという点で重要である。予想収益率の高い場合、さらに r の増大が収益を改善するために行なわれて予想収益率に好影響をもたらすなら、それは v を低下させない。しかし、収益の予想が低い状態のもとで、単に他企業の株式を購入するために r を増大させるなら、それは自社の株価にプラスには影響しないということになる。

- 1) 小田切宏之、「企業集団の理論——企業行動の観点から」『季刊理論経済学』1975年8月
- 2) 市場予測等についての情報を容易に得やすいという意味では情報コストの節約ということになるが、たとえば集団に属していることが、当該企業の知名度を高めるとか、グループ全体として宣伝することで、充分当該企業の宣伝にもなるという場合、これは広告、宣伝コストの節約ということになる。コングロマリット企業においては、この種の節約効果が重視されているが、集団の場合も同様の効果をもつということができる。これらはマーケティング・コストの節約という範疇に含めることができるであろう。
- 3) R. Marris, The Economic Theory of "Managerial" Capitalism, 1964.
大川勉, 森重泰, 沖田健吉訳「経営者資本主義の経済理論」東洋経済, 1971年, 第6章参照。
- 4) (7)式は、企業評価率 v の制約条件式である。すなわち、企業評価率の低下は、乗取りの危険をもたらす。したがって、 v にはそれ以下に低下しえない下方限界がある。(8)式は負債比率 g' がある範囲以上には増加しえないことを意味する。
- 5) R. Marris, An Introduction to Theories of Corporate Growth, in The Corporate Economy ed. by Marris and Wood, 1971.
- 6) 小田切宏之, 前掲論文, 148—9 ページ。
- 7) いま $V = V(g)$ が図の実線のように描けるとする。 V 関数の上方シフトにより達成可能な V の最大値は増大する。また g 極大が目標の場合、 $\bar{V}^M < \bar{V}$ は、達成可能な g の最大値を B から C に照応する値に変えるし、 V 関係の上方シフトを伴な



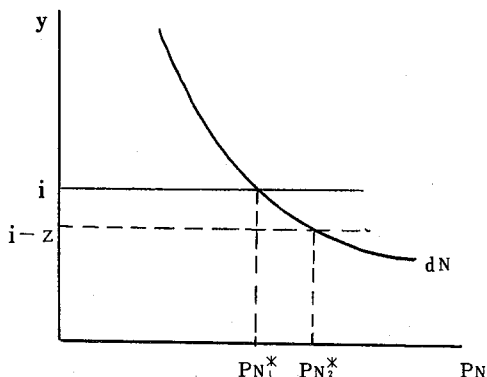
4—5 図

っていれば、さらにC'に照応するgの値が得られる。

- 8) 本稿における議論では、企業間のたての関係として、系列支配という言葉で表現されるような企業集団と、垂直的統合を対応させ、複合的な企業集団とコングロマリットを対応させてきた。しかし、一般的に言えば独占の代表的形態としてはコンツェルン、トラスト、カルテルが挙げられ、企業集団はコンツェルンに対応し、トラストの中に水平的、垂直的、複合的合併がある、ということができる。したがってこの問題は、コンツェルンが果す効果一般から接近するというのも一つの方法である。しかし、こんにちの企業集団はコンツェルンとは異なるし、株式の所有関係や融資関係が結束の有力な手段であったとしても、それがもたらしている機能はもっと多様であると思われる。
- 9) 奥村宏「法人資本主義の構造」日本評論社 1975年 参照
- 10) A. A. Berle & G. C. Means, The Modern Corporation and Private Property, 1932. 北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂, 1961年. パーリーとミーンズは、アメリカの最上位 200 社について支配形態を5つに分類している。すなわち、第1は私的所有支配で、ある個人、家族、グループが会社の株式の80%を所有する場合、第2は普通株の過半数所有にもとづく支配で、これはある個人、家族、グループが50%~80%の株式を所有する場合である。第3は、普通株の過半数以下であるが多数の所有にもとづく支配であって、これは特定者が50%以下20%以上の株を所有している場合、第4は法的手段による支配で、これは、①持株会社によるピラミッド型支配、②無議決権株式を利用した支配、③その逆に過

剩議決権付株式を利用した支配、④議決権信託の組織化による支配等に分かれる。そして、第5は経営者支配であり、これは、特定者の株式所有が20%未満の場合である。

- 11) R. J. Lerner, "The 200 Largest Nonfinancial Corporations", American Economic Review, Sept. 1966.
- 12) 奥村宏, 前掲書, 240ページ参照。
- 13) 株には財産証券, 経営=支配証券, 利潤=配当証券, 投機証券の4つの性格があるといわれる。しかし、この中で価格決定に影響するのは、配当証券としての側面と投機証券としての側面である。
- 14) この点については、マリスの前掲書, 第1章を参照。
- 15) 株式需要は予想利回りが、市場利子率に危険負担分を加えたものを超過するなら増大し、逆ならば減少するというようにも説明される。しかしこの危険負担分は、キャピタルゲインの予想上昇率に含めて考えることができる。すなわち危険負担が大きいということは、キャピタルロスが予想されるということである。また株式需要は配当のみではなく、将来の企業の成長性によって影響されるとも説明される。いわゆる成長株の概念がそれであるが、これはまさに z の中に含めることができる。現在の配当率は少なくとも、将来の収益が期待されるというケースは、 y が低くて z が高い場合に対応する。
- 16) $z \approx 0$ として、資本利得の予想上昇率をこの分析に加えると、株価は $i - z$ と dN との交点で決まると考えられる。 z が増大すれば、株価は PN_1^* から PN_2^* へと上昇する。 $z < 0$ なら、株価は PN_1^* 以下に下がる。
- 17) R. Marris, The Economic Theory of Managerial Capitalism, 邦訳21ページ。



4-6 図

$$18) \quad v = \frac{1-r}{1-r+\Pi} = \frac{1-r+\Pi}{1-r+\Pi} - \frac{\Pi}{1-r+\Pi} = 1 - \frac{\Pi}{1-r+\Pi}$$

$\Pi > 0$ なら r の増大は v を低下させる。 $\Pi < 0$ の場合は逆に r の増大は v を上昇させる。 $k = P'$ の場合は $\Pi = 0$ で $v = 1$ となる。