

企業行動の実証的研究

吉岡恆明 著

至誠堂

企業行動の実証的研究

吉 岡 恆 明 著

至 誠 堂

企業行動の
実証的研究

定価はケースに表示してあります

昭和51年3月25日 第1刷発行

著 者 吉 岡 恆 明

発行者 出 光 宏

発行所 東京都千代田区 株式 至 誠 堂
鍛冶町 1—3 会社

電話 東京(256)8121 振替東京7-97579 郵便番号101

検印廃止© 1976

太平印刷社／山田製本
0033—760303—3012

は し が き

企業の経済分析はそれ自体の中に困難な問題点をかかかえている。かつて実際の経済界で活動している著者の友人は「産業の経済分析ならわかるが、企業の経済分析ということはなりたつのだろうか」と述べた。企業の活動は経営学の研究主題であり、経済学の直接の対象ではないという考え方は、現実の経済界だけではなく学界でも一般的であったし、現在でも有力であると思われる。

企業理論がミクロ経済学の体系の主要な構成要素であるにもかかわらずこのような考え方が支配的であるのは、理由のないことではない。伝統的な経済理論における企業は、ポールディングの言葉を借りれば「組織であるよりは資本と労働の集合」であり、市場の変化に対して受動的に反応するところの「影の存在」(shadowy entity) であった。そのような理論概念は伝統的な「小さな企業」に対しては妥当しても、現代の経済が主要な役割をになう「大きな企業」に対しては適切ではない。だが企業理論はミクロ経済理論の中の独立した部分ではなく、他の諸分野と密接な相互関係をもっている。そこで現代の企業行動を経済学的に検討しようとするならば、何らかの形で伝統的な理論に対する関係を明らかにしないわけにはいかない。

本書は企業行動の経済分析に内在するこのような困難性に対する、著者なりのアプローチの結果である。作業は未だ終了したわけではなく引きつづいて行うことを予定しているので、その意味では *progressive report* といった方が恐らく適切であろう。

「実証研究」という標題には2つの意味が含まれている。ひとつは *positive analysis* の意味であり、本書では企業の経済行動の中に含まれる客観的な規則性を明らかにすることが意図され、企業の望ましい在り方に対する規範的・政策的な議論は含まれていない。もうひとつは *empirical research* の意味であり、本書では企業に関する数量分析を、個別企業の有価証券データを用いて行っている

ところにひとつの特徴があるといえよう。

文書通り菲才な著者がこのような形で研究結果をまとめるまでには多くの方々のお陰を蒙っている。著者は学生時代に安井琢磨先生（現在国際基督教大学教授）のゼミナールに参加して近代経済学を学習したが、先生の経済学に対する秋霜烈日ともいべき学問態度に大きな衝撃を受けた。その影響は20年以上を経た現在でもなお残っている。また米沢治文先生（現在東北学院大学教授）からは統計学を学んだが、先生は著者を現在の研究活動に導き入れるために御骨折り下さり、また著者の東北大学における内地研究に際して直接御指導下さった。なおその際には芳賀半次郎教授をはじめとする諸先生方にもお世話を蒙っている。

著者は卒業後再び大学の研究生活に入るまでの10余年を民間で過し、経済調査分析に従事したが、この期間は現実の企業活動や組織に直接接触し得た点でまことに貴重であった。また統計データの処理を含む経済分析については安永武巳日本リサーチセンター総合研究所長より指導を受けたが、それは著者のその後の実証分析のひとつの基礎となっている。

以上の方々や、このほか本書の作成に関連してこれまで直接あるいは間接に御教示を受けた多くの方々に対してこの機会にあらためて感謝申し上げたい。本書内容はしかし著者のみの責任であり、これらの方々の御期待に応えるには至らなかったのではないかとおそれている。

この研究作業に対して昭和47年に日本経済研究奨励財団より奨励金が与えられ、また本書の刊行に際して文部省より昭和50年度研究成果刊行費補助金の援助を受けた。

本書の実現のためにお骨折り下さった至誠堂社長の出光宏氏、また出版に至るすべての過程をお世話頂いた菅原幸一氏に心からのお礼を申しのべたい。なお引用文献の作成については安彦亮子さんの手を煩わせた。

1976年3月 新潟大学経済学研究室にて

著 者

目 次

はしがき

第Ⅰ部 現代企業の経済行動	1
第1章 序 説	3
1. 企業行動と企業理論	3
2. 企業理論の改訂の試み	5
3. 株式価値最大化について	6
4. 企業目標の選択	8
5. 本書の構成	9
第2章 日本の企業行動の計測	11
1. 分析の方法	12
2. 分析の内容	22
3. 要 約	57
第Ⅱ部 企業規模の経済分析	59
第3章 収益法則と企業規模	61
1. マーシャルと収益法則	62
2. 長期均衡の成立要因	65
3. 規模の制約と企業組織	73
4. 要約と評価	84
第4章 企業規模分布の法則性	89
1. 企業の規模分布	89
2. 企業規模分散の増大傾向	94
3. 成長率分散と企業規模	98
4. 成長率の期間関係	105
5. わが国の企業における計測	108
6. 要 約	111
第Ⅲ部 企業の金融行動と資本市場	113
第5章 資本コスト理論と企業の金融行動	115

1. モジリアニ・ツェーマンの分析	116
2. モジリアニ・ミラー理論	123
3. 留保利益最大化モデルの試み	140
第6章 企業行動と資本構成	149
1. 資本構成のマクロ的特徴	149
2. 資本構成に関する仮説	153
3. 分析の方法	155
4. 計測の結果	157
5. 資本構成への含意	171
第7章 株式市場と企業評価	175
1. 株式市場の効率性	175
2. 株式評価のモデル	179
3. 計測について	186
4. 要 約	199
第Ⅳ部 企業目標について	201
第8章 経済理論と企業行動仮説	203
1. 利潤最大化と企業価値最大化	205
2. 利潤最大化に対立する諸仮説	208
3. 経営者裁量モデルと利潤最大化	212
4. 企業成長率最大化仮説について	217
5. 企業目標と経済理論	227
第9章 企業目標と資本コスト——ひとつの digression	231
1. 企業目標と市場評価	231
2. 資本コストと株式発行制度	235
3. 配当制約と企業の負債選好	242
引用文献	247

第 I 部 現代企業の経済行動

第1章 序 説

1. 企業行動と企業理論

現代の市場経済はまた私企業経済ともよばれるように、経済の各分野において企業の活動が決定的に重要な役割をになっている。主要な経済変数たとえば雇用・価格水準・投資・生産高・賃金水準などは企業活動を離れては決定し得ない。成長・資源配分・所得分配などの経済過程においても企業は中心的な役割を果たしている。したがって現代経済について学ぶためには現代の企業行動の特質についての認識と理解が不可欠であるといえよう。

だが現代企業の特性に対して新古典派経済学の体系における企業理論はこれを適切に解明する力をもっていない。たとえば企業の規模分布は経験的法則性をもつことが広く知られているけれども、これを伝統的な企業理論によって説明することは出来ない。企業の成長行動や金融行動についてもその説明を企業理論に求めることは困難である。現実の企業行動と伝統的な企業理論との間の乖離は早くから指摘され、¹⁾「より妥当な理論」に対する要望が表明されてきた。

伝統理論に対するこのような不満は新古典派企業理論の本質に根ざしている。静学的な完全競争と利潤最大化の仮定に基づいて構成される新古典派理論における企業の性格は、技術的に与えられた生産関数と所与の要素価格および生産物価格に基づいて生産量を決定し、経済均衡をもたらすところの結節点にほかならな

1) Boulding [B15] ; Papandreou [P 1]。企業理論に対する批判と修正の試みは Hall & Hitch [H 1] や 1930年代の不完全競争理論にまで遡ることが出来る。

4 第I部 現代企業の経済行動

い。それは経済体系のメカニズムを説明する手段ではあっても、それ自体が説明されるべき存在ではない。

現代企業の経済行動と企業理論におけるその間には大きな距たりがある。現代企業の主力は寡占市場における大企業であり、それは完全競争の下で受動的に生産量を決定するのではなく、自らの裁量により主体的に意思決定を行う。また静学的な完全予見ではなく動学的な不確実性が企業行動の本質的な条件である。そして現代の大企業の制度的な特徴は所有と経営の分離であり、経営者が株主利益の追求のみに限定されず、これとは相対的に独立した目標を追求することが可能である。

このような現代の企業行動の特質を理論化することは何らかの形で従来の新古典派理論の体系に抵触する結果となり、そこで新たな理論仮説は伝統的な理論と結びつかずに存在し、理論的な不統一状態が生じた。現代企業の行動を経済変動の中核に据えて理論体系を構成したのはシュンペーターであるが、その理論は新古典派理論と本質的な結びつきをもっていない。ダウニーはシュンペーター理論を継承し、企業成長との関連の下で競争および独占をふくむ経済発展過程を論じたが、このような分析に対しては伝統的な企業理論は不適切でありこれを捨て去らねばならないとのべた。²⁾ またペンローズはその企業成長理論の中で現代企業の本質は成長しつつある組織体であり、その行動に関する理論は製品の価格と生産量の理論であるところの経済学における企業理論とは全く異なる形で構成されなければならないと主張している。³⁾

だが企業理論におけるこのような不統一は望ましい状態ではない。形式的に言えば、これらの理論がそれぞれ妥当であり誤っていないとすれば、これらをそれぞれにレリバントな条件の下でふくむような統一的な企業理論のシステムが見出されねばならないであろう。このような理念を心に留めながら、つぎに現代の企業行動を解明すべき企業理論の展開とその伝統的理論との相互関係を眺め、とくに企業目標または目的関数についてのどのような視点がとられるべきかについて考えてみたい。

2) Downie [D15], chap. 2.

3) Penrose [P 4], chap. 2.

2. 企業理論の改訂の試み

現代の企業行動を説明し得るように企業理論を改訂しようとする試みは、これを2つの方向に大別することが出来る。1つは企業行動の原理には変更を加えないで、環境条件を現実化することによって理論を現実に即したものにしようとする試みである。もう1つは、企業行動の原理に対して新古典派理論とは異なる内容を与えることである。

第1の方向を遡れば1930年代の不完全競争および独占的競争理論に達する。これによって企業理論はこれらの市場条件を包含するように拡大され、企業理論の決定すべき変数として価格や生産量のほかに販売費や品質などがつけ加えられた。だがそこで変えられたのは市場に関する仮説のみであり、企業行動に関する理論仮説は伝統理論におけるそれと同一に止まった。戦後に展開された線型計画法の企業理論に対する適用もその基本的な性格は独占的競争の場合と同様である。それはこれまで非線型とみなされていた収入関数や費用関数を線型で置きかえ、限界分析の代りに計画手法を適用したのにはほかならない。

伝統的な利潤最大化目標を現代経済の諸条件の下で再構成したのが株式価値最大化目標であり、現代の企業金融理論における基本仮説となっている。それは利潤最大化に対して所有と経営の分離・資本市場の存在・企業収益の不確実性および時間要素などの諸条件を加えることによって導びかれたものであり、これらの条件の下における利潤最大化にはほかならない。

企業理論の改訂の第2の方向は、企業行動の原理について伝統理論には見られないあらたな内容を付与することである。それは企業の目標または目的関数を変えることと、企業組織が企業行動に与える効果を明示的に導入することをその主要内容としている。あらたな目的関数の試みとしては、ポーモルの売上高最大化・ウィリアムソンの経営者効用関数・マリスの企業成長率目標などがあげられる。また企業組織と企業行動の関係については、サイモンやサイアート・マーチの行動理論やペンローズの企業成長理論がそれぞれ異なる形でこれを理論化している。

6 第I部 現代企業の経済行動

これらのうち企業目標または目的関数の修正は、最も基本的でかつ興味深い問題である。それは伝統的な企業理論のたんなる拡張ではなく、新古典派理論と基本的に相容れない性格になる可能性がある。これに対して新古典派理論における利潤最大化は exclusive な妥当性をもっているという主張が、その現代的表現である株式価値最大化の視点からなされている。このような見解が正しければ目的関数修正の試みは結局無益な努力に終ることになるだろう。そこでまづ株式価値最大化目標について検討することによりこの問題を考えてみよう。

3. 株式価値最大化について

株式価値最大化目標とは、企業の目的関数が現在株主の所有する株式価値であり、企業はその最大化のために行動するという仮定である。これが正当化されるのはつぎのような理由による。⁴⁾

(1) 株主は企業活動の収益とコストの最終的な受益者かつ負担者である。株主のほかに企業という受益・負担主体があるわけではない。経営者が企業経営より受ける利益は本質的にはその専門職能に対する報酬にすぎない。

(2) 経営者が株主の利益をはなれて行動すればその結果は利潤の減少と株式の低落をもたらし、経営者は株主からの解任要求や外部第三者によるテークオーバーの危険にさらされる。したがって経営者は株式価値の最大化を目標としないわけにはゆかない。

以上は株式価値最大化目標の妥当性を理由づけるものである。しかしそれは株式価値最大化以外の目標を否定する根拠にはならない。

主要株主が企業経営の実質的支配力を握り他方で労働力と経営者サービスが完全に市場化しているような場合には、上記の理由が企業の株式価値最大化を保証づけるであろう。だが株式保有の分散とともに企業リスクも分散している現代企業の多くにおいて、個別の株主が株式から受ける収益やリスクは相対的に小規模

4) たとえば小宮・岩田〔K14〕, 第10章を参照。そこでは企業の投資および金融行動に関して株主価値最大化がのべられるが、それは投資と金融に限らず企業行動の全体に共通する基本目標と考えられる。なお株主価値最大化と利潤最大化の関係については Van Horne〔V1〕を参照。

なものになる。他方で経営者サービスの市場は不完全であり、労働力については若年層はある程度市場化されるが年齢の増加に応じて不完全の度合いは増大する。このような状況の下では、企業の収益やとくにリスクによって受ける影響の程度は経営者や労働者の方が株主よりもむしろ大きい場合が少くないであろう。

つぎに、株価の低落やテークオーバーの危険は企業の経営者に対して利潤の重視を要求するけれども、それは経営者が利潤を行動目標とすべきことを要求しているとは必ずしもいえない。株価や利潤に対する要求は行動目標ではなく制約条件であり、その条件の下で売上高や成長率の最大化をはかるというボーモルまたはマリスのような経営者企業の行動は十分に成立が可能である。

企業行動における目標と条件の関係はしばしばきわめて密接であり混同しやすい。企業経営者の中で企業目標をたづねられて「従業員の生活を維持すること」と答える例がある。企業内の人的活動が企業のパフォーマンスに与える影響の大きさを考えるときこのような回答は理解のゆくものであるが、しかしこれに基づいて企業の目標を従業員の well-being におくことは経済的な行動原理として明らかに適切ではない。それは企業行動の制約条件として理解されるべきものである。

最後に、少くともわが国の場合に企業経営者が株価の最大化を目標として行動している例は一般的とはいえない。かつて行われた経営者の対株主態度調査の結果は、総数 101 社のうちで経営者が株価に無関心ではないがこれを非常に意識して経営しているわけではないと回答したのが53社、非常に意識していると答えたのが36社、意識していないと答えたのが12社であった。株価は明らかに企業行動の制約条件であるけれども、それが企業目標として一般に妥当するという根拠は見出せない。

ここで留意すべきことは、企業目標としてかりに株式価値最大化が妥当しないとしても、それは必ずしも利潤最大化の否定を意味しないということである。両者が一致するのは (1)完全競争的資本市場 (2)企業の将来収益についての企業経営者と資本市場関係者の予想の一致 (3)経営者が株主のために行動することなどの諸仮定の下においてであり、このような仮定がみたされないとき両者は

同義ではない。

4. 企業目標の選択

企業目標として利潤最大化や株式価値最大化が exclusive な妥当性を主張するとはいえないことについてのべた。それでは企業の目的関数についてどのように考えるべきであろうか。

新古典派企業理論においては経験的な内容はすべて環境条件に関するものであり、それが与えられると先験的な推論により企業行動が定められる。「利潤最大化さえも環境によって規定される。なぜならそれ以外のいかなる行動も企業の消滅につながるからである。」⁶⁾

このことから、企業が原子的競争ではなく不完全競争または寡占市場に当面してプラスの利益を保証されるときに利潤最大化以外の行動をとるべき裁量の余地が生ずるという推論が可能になる。マハルプが寡占的市場条件の下で経営者裁量⁷⁾がもたらされるとのべたのはこのような理由によるものであった。

このような市場条件の下で企業はどのような目的関数をもつと考えられるだろうか。すでにのべたように、株価や利潤の制約条件の下で企業経営者が独自の目標を追求するという仮定に基づいて、ウィリアムソンにおける経営者裁量行動やマリスにおける企業成長の理論などが展開された。だがこのような目標は伝統理論における利潤最大化の仮定と必ずしも相容れないものではないという見方がある。ペンローズは現代の大企業のほとんどが経営者支配型でありその目標は成長にあると規定するけれども、長期成長率の増加と長期利益の増加とは同一であり、したがって企業の目標が成長であるか利益であるかは問題ではないとのべた。またボーモルの売上高最大化仮説に対するコメントとして、短期売上高は長期利益の代理変数であり前者の最大化は後者の最大化に他ならないという見解が⁸⁾のべられている。

6) Cyert & Hedrick [C 4].

7) Machlup [M 1].

8) Osborne [O 1].

われわれはさきに企業理論の改訂の2つの方向についてのべたが、上記の見方に従えば企業の行動原理の差異とみられていたものが実は環境条件の差異に帰せられることになる。このような視点を進めてゆくと、企業の目的関数について利潤最大化以外の動機を論ずる必要はなく、すべては意思決定の行われる環境条件の現実化によって説明されるという主張に達するであろう。⁹⁾

企業目標についてこのように異なる選択があり得ることを考えるならば、分析に際して先験的にそのどれかの立場をとり、これに基づいて判断するという方法は必ずしも適切ではないであろう。現代企業の社会経済的および制度的条件が伝統的な企業理論の仮定とは異なることを認識した上で、経験的な視点からその特質をとらえ、これを説明すべき仮説を理論的・実証的に検討することが適切な接近法として要求されるように思われる。

5. 本書の構成

本書はこれまでのべたような現代企業の行動に関する問題意識に基づいて行われた作業の結果である。各章はそれぞれ異なる時期につくられた論文を基礎にして構成されている。したがって分析の対象や想定される仮説また結論における重点などは互いに異っているが、現代の企業行動の中に伝統的な理論では把握されない問題点を見出してこれを実証的な視点から検討するという基本的な考え方は共通している。各章は作成時期によってではなく問題とされた企業行動の側面にしたがって配列されている。

第2章ではわが国の企業行動の基礎的な諸特徴についての実証分析が行われる。企業の収益性・規模・金融行動・投資収益率などが企業成長との関連で数量的に分析され、また企業行動と企業所有との関係の計測が試みられる。

第3章と第4章は企業規模の問題を扱う。第3章では企業規模と収益性の問題を理論的・学説史的に展望し、企業の最適規模および規模限界の現代的な意味について論じている。第4章は企業の規模分布に見出される経験的な法則を取りあ

9) Borch [B13], chap. 12.

10) 各章の基礎となった論文については引用文献の末尾を参照。

げ、これから導かれる命題を理論的・実証的に検討するとともに、わが国における計測結果を提示する。

第5章から第7章までは企業の金融行動について論じている。第5章はモジリアニ・ミラー理論を取り扱い、これに先行するモジリアニ・ツェーマン論文との関連の下でその展開過程を跡づけ、資本コスト理論の内容を展望したのちリスク・クラスの問題に対してコメントを加え、最後に株主価値最大化に代る仮説について検討している。第6章はわが国企業の資本構成の変化とその原因について数量的な分析と推論を試みたものである。第7章は株式価値最大化仮説の前提となっている株式市場の企業評価が、実際にはどのような基準にしたが行われているかをリスク・配当・成長などに関して計測している。

第8章と第9章は企業目標の問題に関する。第8章は伝統的な新古典派企業理論では適切に説明し得ない現代企業の行動特質を解明しようとしたこれまでの理論的な試みについて展望し、それら諸仮説を利潤最大化と対比しながら検討評価している。第9章はひとつの試論であり、企業の成長行動と長期利潤最大化とを結合し、投資資金の調達に際して株式市場に制度的な条件を仮定することにより、企業の成長行動と負債比率の上昇をふくむモデルの構成を試みている。