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

Title	韓国「財閥」の内部資本市場としての効率性
Sub Title	The efficiency of Korean chaebols as internal capital markets
Author	飯島, 高雄(Iijima, Takao)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2002
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.95, No.3 (2002. 10) ,p.531(75)- 558(102)
JaLC DOI	10.14991/001.20021001-0075
Abstract	本稿では、所有・支配構造がオーナー経営者に集中している。複数企業で経営多角化がなされる、というアジア企業に共通する特徴を有する韓国「財閥」を取り上げ、金銭的価値と非金銭的私的便益で構成される企業価値の和を最大化するように各企業の投資水準を決定するモデルにおいて、内部資本市場と資本市場の資源配分パターンと効率性を比較分析する。分析の結果、内部資本市場による資源移転には経済全体の初期賦存資源総額によるバイアスがあるのに対して、資本市場による資源移転にはオーナー経営者の限界私的便益によるバイアスがあることが明らかになった。 This study considers "chaebols," or Korean industrial conglomerates, which have characteristics common to that of Asian enterprises, wherein ownerships and controls are concentrated in the owner managers and business lines are diversified through multiple group companies. Based on the model in which the level of investments in each group company is determined in order to maximize the sum of the corporate values comprising pecuniary values as well as non-pecuniary private benefits, we compare and analyze the resource allocation patterns and efficiencies achieved through external and internal capital markets. The result reveals that the transfer of resources through internal capital markets are biased by the total amount of resources initially endowed in the entire economy, whereas the transfer of resources through external capital markets are biased by marginal private benefits of the owner managers.
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20021001-0075

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.

韓国「財閥」の内部資本市場としての効率性

The Efficiency of Korean Chaebols as Internal Capital Markets

飯島 高雄(Takao Iijima)

本稿では、所有・支配構造がオーナー経営者に集中している。複数企業で経営多角化がなされる、というアジア企業に共通する特徴を有する韓国「財閥」を取り上げ、金銭的価値と非金銭的私的便益で構成される企業価値の和を最大化するように各企業の投資水準を決定するモデルにおいて、内部資本市場と資本市場の資源配分パターンと効率性を比較分析する。分析の結果、内部資本市場による資源移転には経済全体の初期賦存資源総額によるバイアスがあるのに対して、資本市場による資源移転にはオーナー経営者の限界私的便益によるバイアスがあることが明らかになった。

Abstract

This study considers “chaebols,” or Korean industrial conglomerates, which have characteristics common to that of Asian enterprises, wherein ownerships and controls are concentrated in the owner managers and business lines are diversified through multiple group companies. Based on the model in which the level of investments in each group company is determined in order to maximize the sum of the corporate values comprising pecuniary values as well as non-pecuniary private benefits, we compare and analyze the resource allocation patterns and efficiencies achieved through external and internal capital markets. The result reveals that the transfer of resources through internal capital markets are biased by the total amount of resources initially endowed in the entire economy, whereas the transfer of resources through external capital markets are biased by marginal private benefits of the owner managers.

「三田学会雑誌」95巻3号（2002年10月）

韓国「財閥」の内部資本市場としての効率性＊＊

飯　島　高　雄

（初稿受付2002年7月18日，
査読を経て掲載決定2002年10月21日）

要　　旨

本稿では，所有・支配構造がオーナー経営者に集中している，複数企業で経営多角化がなされる，というアジア企業に共通する特徴を有する韓国「財閥」を取り上げ，金銭的価値と非金銭的私的便益で構成される企業価値の和を最大化するように各企業の投資水準を決定するモデルにおいて，内部資本市場と資本市場の資源配分パターンと効率性を比較分析する。分析の結果，内部資本市場による資源移転には経済全体の初期賦存資源総額によるバイアスがあるのに対して，資本市場による資源移転にはオーナー経営者の限界私的便益によるバイアスがあることが明らかになった。

キーワード

内部資本市場，経営多角化，韓国「財閥」，私的便益，過剰投資

1．はじめに

内部資本市場や経営多角化に関する理論・実証研究の多くは，1960年代のコングロマリットの登場，1980年代のM&Aブームなど，アメリカにおける企業活動の変化を背景にして行われてきた。そのため，内部資本市場や経営多角化に関する既存研究は，アメリカ企業を対象にしたものが多く，その（特に非効率性の要因分析の）理論モデルはアメリカ企業の所有・支配構造から生じる，株主と経営者（と部門長）との間のエージェンシー問題を念頭において構築されている。

ところが，La Porta et al.（1998）が明らかにしたように，アメリカのように企業の所有・支配

＊　本稿は，文部科学省科学研究費補助金（COE形成基礎研究費）「アジア金融危機とマクロ経済政策の対応」による研究成果の一部である。

＊＊　本稿は，日本金融学会2001年度秋季大会（於 福島大学）で報告した論文を修正・再構成したものである。本稿の作成にあたり，池尾和人教授から貴重なコメントを頂いた。また，レフェリーの方からも大変丁寧かつ詳細なご指摘と有益なアドバイスを頂いた。記して，謝意を表したい。ただし，本稿のありうべき誤謬は，すべて筆者の責任に帰するものである。

構造が分散している事例は世界的にはむしろ少数派で，世界的には企業の所有・支配構造がオーナー経営者に集中している事例の方が一般的である。この場合，エージェンシー問題は企業の所有・支配構造の違いを反映して，株主と経営者（と部門長）との間の問題より，支配株主（オーナー経営者）と少数株主との間の問題が重要となる。

すなわち，企業の所有・支配構造が集中し，株主と経営者は同一人物である場合は，基本的に両者に利害対立は生じない。しかし，オーナー経営者が残余請求権持分を一部しか保有していない（が経営支配権は維持している）場合は，その分株主としての利益への関心が薄まるため，相対的に経営者としての利益を優先することになる。このとき，経営支配権を有していない少数株主の利益を犠牲にして，オーナー経営者が経営者としての利益を増大させる意思決定を行う可能性がある。

この支配株主（オーナー経営者）と少数株主との間のエージェンシー問題に注目した，経営多角化や内部資本市場に関する先行（理論）研究は，アジア諸国と同様にファミリービジネスが国民経済において重要な位置を占める，イタリアの研究者グループによるものがある。このテーマの先駆的研究である Buzzacchi and Pagnini (1995) は，イタリア企業の経営多角化が子会社を通じて行われることが多い[(1)]ことに注目し，オーナーの子会社株式持分の違いが，資源が収益率の高いプロジェクト順に配分されない非効率性の原因であることを示した。また他方で Brioschi et al. (1999) は，経営者の私的便益が考慮されていなかった Buzzacchi and Pagnini (1995) のモデルに「企業価値に比例する」経営者の私的便益を導入し，経営者の私的便益（に起因する経営多角化）は（少数）株主利益に反して企業価値を低下させるものではないことを示した。

ところが，アジア企業を対象とした経営多角化および内部資本市場に関連する先行（実証）研究[(2)]からは，やはり，経営多角化（および内部資本市場の存在）は企業価値を減価させるとの結果が出ている。それゆえ，アジア企業の diversification discount を説明するためには，オーナー経営者の私的便益を Brioschi et al. (1999) とは異なる形で組み込んだモデルの構築が必要となっている。

そこで本稿では，所有・支配構造がオーナー経営者に集中している，複数企業で経営多角化がなされる，というアジア企業に共通する特徴を有する韓国「財閥 (chaebol)[(3)]」を取り上げる。そして，

（1） アメリカ企業（コングロマリット）の経営多角化は事業部を通じて行われることが多いため，この場合は各事業に対する株主の持分は同一だと考えられる。

（2） アジア 9 カ国の企業に関する研究は，Claessens et al. (1998; 1999) がある。韓国「財閥」に関する研究は，ユン・ヨンソプ，キム・ソンピョ (1999)，Shin and Park (1999) などがある。

（3） 日本の「財閥 (zaibatsu)」と韓国の「財閥 (chaebol)」は，同じ漢字で表記されるが，基本的に性質の異なるものであり，混同されるべきではない。韓国「財閥」は，中核企業等を媒介として最終的にはオーナーの所有に収斂していく所有構造と，オーナーの家族・親族の経営への参与が徹底している経営の人的構造に特徴があり，オーナーは存在しても（あまり）経営に参加しなかった日本の戦前の旧財閥や，株式持ち合いによって実質的オーナーが存在しなくなる戦後の企業グループとも異なる経営組織である。本稿での「財閥」という括弧付きの表記は，とくに断らない限り，chaebol を指すものと了解されたい。

（少数株主を含めた）全株主に属する金銭的価値と，オーナー経営者のみに属する「企業規模（投資額）に比例する」非金銭的私的便益で構成される企業価値の和を，最大化するように各企業の投資水準を決定するモデルにおいて，内部資本市場の資源配分パターンを分析する。

また既存研究では，内部資本市場の効率性あるいは資源移転のパターンを詳細に分析する一方で，内部資本市場の代替的存在である資本市場に関しては，「情報の非対称性等により不完全」と仮定されるにとどまることが多く，なぜ（または，どういう条件で）内部資本市場が資本市場より望ましいかについて分析されることは少なかった。

そこで本稿では，資本市場も「非金銭的私的便益の他の経済主体への移転不可能性」を加味してモデル化することで，その資源移転のパターンと効率性を明らかにすることにより，資本市場と比較した内部資本市場の相対的効率性も分析し，さらに，社会的に最適な投資水準と意思決定者であるオーナーにとって（個別合理的に）最適な投資水準とを区別することで，内部資本市場が社会的に非効率であっても持続し得るメカニズムを分析する。

以下の構成は，次のとおりである。まず2節で，韓国「財閥」に関する定型化された事実を整理し，確認する。これを受けて3節では，内部資本市場および資本市場の資源移転と効率性に関するモデル分析を行う。続く4節では，2節の定型化された事実と，3節で得られた各命題を踏まえて，改めて韓国「財閥」を分析する。最後の5節で，結論を述べる。なお，各命題の証明は補論にまとめてある。

2．韓国「財閥」に関する定型化された事実

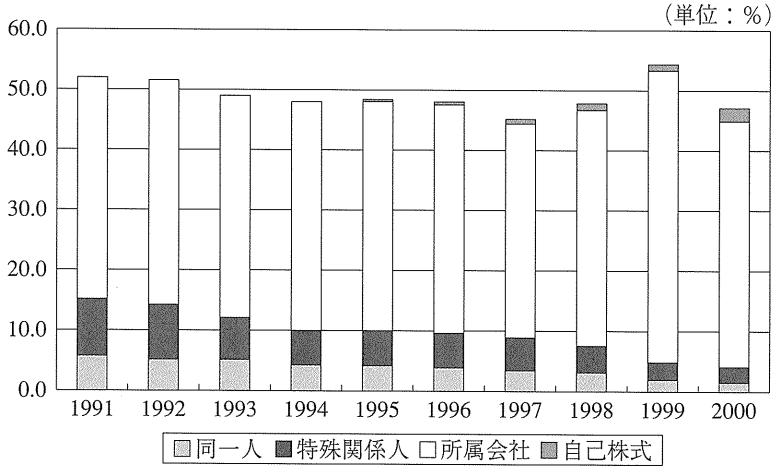
韓国では，毎年4月に公正取引委員会が資産総額30位までの企業集団を「大規模企業集団」として指定するため，それらが一般に「財閥」あるいは「企業グループ」と呼ばれている。本節では，30大「財閥」の中でも韓国経済への影響力が特に大きい5大「財閥」[(4)]を中心に，1990年代の韓国「財閥」に関する定型化された事実を，「所有・支配構造」，「経営多角化・企業公開状況」，「債務保証状況」について，確認する。

所有・支配構造

韓国「財閥」には，通常「グループ（名誉）会長」と呼ばれるオーナーが存在する。オーナーは，グループ中核企業の支配株主，あるいはグループに属する財団の理事長である。オーナー個人の持

（4） 1990年代における5大「財閥」は，「現代（Hyundai）」・「三星（Samsung）」・「大宇（Daewoo）」・「LG（旧ラッキー金星：Lucky Goldstar）」・「SK（旧鮮京：Sunkyung）」である。ただし，1999年に「大宇」が破綻し，「㈱大宇」グループと「大宇電子」グループに整理・分割され，また2001年に入り「現代」は内部事情（相続問題）から5つに分裂するなど，状況は（表面的にではあるが）変化しつつある。

図１　５大「財閥」（平均）の内部持分状況



（注）各年とも4月における直前事業年度末の数字。2000年は大字以外の4大「財閥」の平均である。
（出所）韓国公正取引委員会の資料をもとに筆者作成

分はグループ全体では数％に過ぎないが，中核企業や財団を事実上の持株会社として，株式ピラミッド構造・持ち合い構造を構築し，グループ会社間で40％弱の持分を内部保有しているため，オーナーによるグループ全体の支配が可能となっていた（図１参照）。

グループ所属の各企業の経営者はオーナーの親族であることが多く，専門経営者の場合もオーナーと地縁・学縁等の関係を有している。オーナーすなわち「グループ（名誉）会長」は，「財閥」グループ自体が法人格を持たないため，グループ企業の（代表）取締役を兼務していない限り，商法上は経営者ではない。しかし，支配株主という立場から，「財閥」グループには，「秘書室」あるいは「企画室」と呼ばれる「グループ（名誉）会長」のスタッフ部門が存在し，「運営委員会」等と呼ばれる戦略意思決定機構を通じ，オーナーによる経営意思決定が日常的に行われていた。(5)

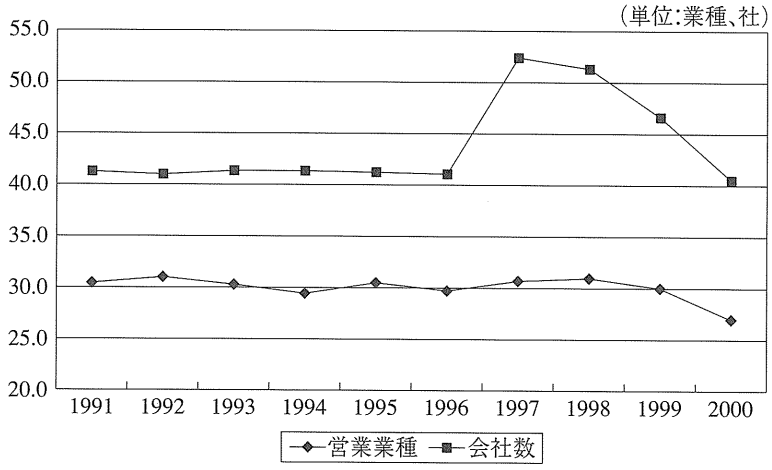
経営多角化・企業公開状況

韓国経済は経済発展の進展に応じて産業高度化を進めたが，韓国「財閥」もそれに歩調を合わせて，新規事業を展開し経営多角化を進めた。1980年代後半の民主化実現の影響によって賃金が急上昇したことで，韓国企業の国際競争力が失われると，政府は「財閥」の経営多角化を抑制し，主力業種に資源を集中（して国際競争力を向上）するよう与信規制を変更した（「業種専門化政策」）。しかし1990年代を通じて，５大「財閥」は平均して約40社のグループ企業を通じて，約30業種(6)に事業を

（５）　この点に関して詳しくは，高龍秀（2000）の終章を参照されたい。また，経済危機後の構造改革により，「財閥」グループ内のスタッフ部門・戦略意思決定機構は名目上消滅した。しかし，所有面での変化が見られないため，支配面でも実質的変化はないと見られる。

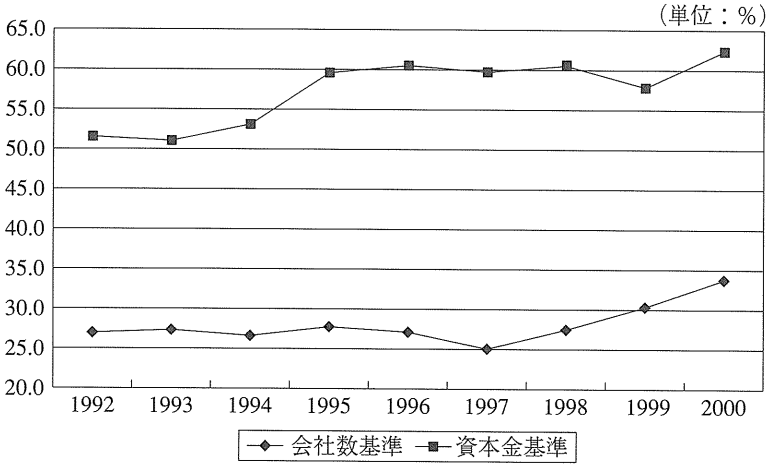
（６）　韓国標準産業分類の２単位（中分類）基準による，全63業種中。

図 2　5 大「財閥」(平均) の経営多角化状況



(注) 各年とも4月における直前事業年度末の数字。2000年は大字以外の4大「財閥」の平均である。
(出所) 韓国公正取引委員会の資料をもとに筆者作成

図 3　5 大「財閥」(平均) の企業公開比率

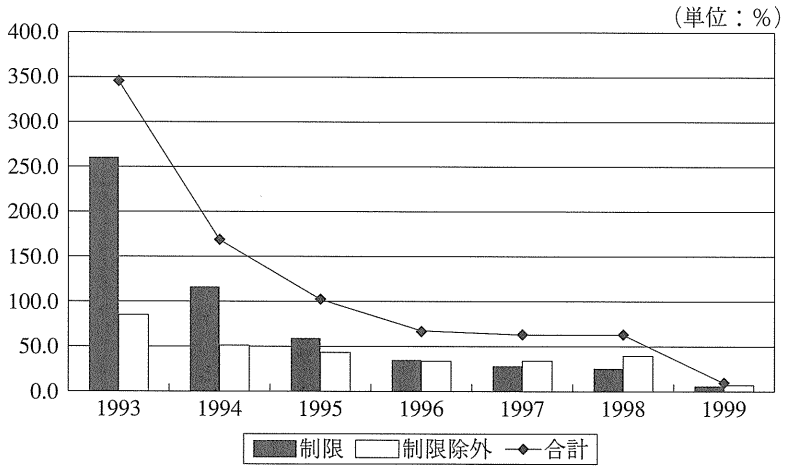


(注) 各年とも4月における直前事業年度末の数字。2000年は大字以外の4大「財閥」の平均である。
(出所) 韓国公正取引委員会の資料をもとに筆者作成

展開していた (図 2 参照)。

その一方で，グループ企業の公開はさほど進展していない。経済危機以後は改善されつつあるが，1990年代中盤まで企業公開は，企業数基準で25%強，資本金基準で50%強程度にとどまっていた。また統計から，「財閥」グループ企業で公開されている企業は，相対的に大規模な企業であると見られる (図 3 参照)。

図4　5大「財閥」(平均)の債務保証比率



(注) 各年とも4月における直前事業年度末の数字。2000年は大宇以外の4大「財閥」の平均である。
(出所) 韓国公正取引委員会の資料をもとに筆者作成

債務保証状況

韓国「財閥」は資金調達に際し，銀行の担保要求に対して，グループ各社が相互に債務保証し合うことで対応してきた。その結果，グループ全体では債務保証が自己資本を超える状況にもなっていた。1990年代に入り，既述の「業種専門化政策」に併せて，債務保証も規制され，非主力業種の資金調達は制限されていたが[(7)]，実際には，非主力業種が主力業種の債務保証をもとに資金調達するほう（すなわち制限下）が，多かった。しかし1997年（1996年度末）以降は，主力業種が非主力業種の債務保証をもとにする（すなわち制限外の）資金調達が，非主力業種が主力業種の債務保証をもとにする（すなわち制限下の）資金調達を上回るようになった。ただし，（相互）債務保証解消は，経済危機以後の構造改革の柱でもあったため，2001年現在では，ほぼ解消されている（図4参照）。

3．モデルの設定と分析

3.1.　モデル設定

本稿では，（少数株主を含めた）全株主に属する金銭的価値と，オーナー経営者のみに属する「企業規模（投資額）に比例する」非金銭的私的便益で構成される企業価値の和を，最大化するように各企業の投資水準を決定するモデルを考える。

---

(7)　法律上は，「財閥」グループ各社間の債務保証は原則制限されていて，（主力業種による）国際競争力強化目的投資の資金調達のための債務保証が，例外的に制限除外となっている。

・経済には企業が2(i=1, 2)[8]社存在する。両企業ともオーナー企業である。

・オーナー経営者の企業iに対する残余請求権持分を，$\alpha_i(0<\alpha_i\leq 1)$とする。

・$\alpha_1<\alpha_2$とし，企業1を「公開会社」，企業2を「非公開会社」と呼ぶ。[9]

・両企業とも，残余コントロール権はオーナー経営者が100%確保している。

・企業iの企業価値(V_i)は，全株主に属する金銭的価値(S_i)と，オーナー経営者にのみに属する非金銭的私的便益(B_i)で構成され，いずれも投資額($x_i(\geq 0)$)に依存するとする。

$$V_i(x_i)\equiv S_i(x_i)+B_i(x_i)$$

・企業iの企業価値の和を，社会的厚生(W)とする。$W(x_1, x_2)\equiv\sum_{i=1}^{2}V_i(x_i)$

・また企業iの企業価値は，オーナー経営者にとっての企業価値(V_i^O)と，少数株主にとっての企業価値(V_i^M)に分割されるとする。ここで，オーナー経営者にとっての企業価値は，金銭的価値の持分と非金銭的私的便益で構成され，また少数株主にとっての企業価値は金銭的価値の持分のみで構成される。

$$V_i(x_i)\equiv V_i^O(x_i)+V_i^M(x_i)$$
$$V_i^O(x_i)\equiv\alpha_i\cdot S_i(x_i)+B(x_i),\ V_i^M(x_i)\equiv(1-\alpha_i)\cdot S_i(x_i)$$

・金銭的価値は投資収益であり，投資額のみに依存する凹関数で表現できるものとする。本稿では，関数を以下のとおり特定化して，分析を進めることにする。

$$S_i(x_i)\equiv a_i\cdot x_i^2+b_i\cdot x_i\quad(a_i<0,\ b_i>0)$$

・非金銭的私的便益は各企業共通で，自社への投資額に比例し，また他社への資源移転による収益からは享受できないものとする。本稿では，関数を以下のとおり特定化して，分析を進めることにする。

$$B(\cdot)\equiv B_1(\cdot)=B_2(\cdot),\quad B(x_i)\equiv\beta\cdot x_i\quad(\beta>0)$$

・企業iには，資源が$r_i(>0)$（金銭的価値）だけ初期賦存として与えられているとする。経済全体での資源の合計は$r(\equiv r_1+r_2)$となる。

（8） 以下では，i=1のとき$-i$=2，i=2のとき，$-i$=1と記述することとする。

（9） ただし，本モデルでは持分の流通市場は考慮していないため，公開会社とは単にオーナー経営者持分が相対的に低い会社を指し，非公開会社も単にオーナー経営者持分が相対的に高い会社を指しているにすぎない。また，オーナー経営者の投資意思決定に対して，少数株主は受動的な存在に置かれている。

・資源は投資されないと，無価値化するものとする。したがって，資源の機会費用は0と見なせる。

・投資機会に比べて，資源は稀少であるものとする。

本稿では，以下の資源制約を課して，分析を進めることにする。

$$r_i \leq \underline{r}_i \left(= -\frac{b_i + \beta}{2 \cdot a_i} \right) \tag{1}$$

・資源移転の結果，ある一社に資源が集中するほど，各社の投資収益性に大きな差異はないものとする。

$$S'_i(r) - S'_{-i}(0) \leq 0 \tag{2}$$

以下では，初期賦存資源を企業間で移転し企業価値を最大化する基本モデルを（1）単独企業（金融なし），（2）社会的最適（完全金融市場），（3）複合企業（内部資本市場），（4）単独企業（資本市場）の4つのケースについて取り上げ，各ケースの意思決定者とその目的関数（最大化問題）を確認する。そして，各ケースで実現される各企業の投資額を求める。なお，資源移転に関わる費用は，いずれのケースにおいてもかからないものとする。

（1）単独企業（金融なし）のケース

このケースにおける企業 i の投資 $(\hat{x}_i)$ の意思決定者は，各企業のオーナー経営者である。各企業のオーナー経営者は，自社の初期賦存資源を制約条件[10]に，自らの「オーナー経営者にとっての企業価値」を最大化するよう，投資額を決定する。

$$\max_{x_i} V_i^o(x_i) = \alpha_i \cdot S_i(x_i) + B(x_i) \quad \textit{subject to} \quad x_i \leq r_i$$

$$\therefore \hat{x}_i = r_i$$

（2）社会的最適（完全金融市場）のケース

社会的最適（完全金融市場）のケースにおける企業 i の投資 (x_i^*) の意思決定者として，social planner を想定する。social planner は，経済全体の初期賦存資源を制約条件[11]に，「社会的厚生」が最大化されるよう，投資額を決定する。

$$\max_{x_1, x_2} W(x_1, x_2) = \sum_{i=1}^{2} \{S_i(x_i) + B(x_i)\} \quad \textit{subject to} \quad x_1 + x_2 \leq r_1 + r_2$$

$$\therefore x_i^* = \frac{2 \cdot a_{-i} \cdot r - b_i + b_{-i}}{2 \cdot (a_i + a_{-i})} = \frac{S'_{-i}(r) - S'_i(0)}{2 \cdot (a_i + a_{-i})}$$

（10）資源制約に関する仮定である（1）式から，本最大化問題における制約条件は等式で成り立つ。

（11）注10に同じ。

(3) 複合企業（内部資本市場）のケース

このケースにおける企業 i の投資 $(\dot{x}_i)$ の意思決定者は，両企業を統合したオーナー経営者である。両企業を統合したオーナー経営者は，両社（＝経済全体）の初期賦存資源を制約条件[12]に，「オーナー経営者にとっての企業価値」を最大化するよう，投資額を決定する。

$$\max_{x_1,x_2} V^O(x_1, x_2)=\sum_{i=1}^{2}\{\alpha_i\cdot S_i(x_i)+B(x_i)\} \quad subject\ to \quad x_1+x_2\leq r_1+r_2$$

$$\therefore \dot{x}_i=\frac{2\cdot\alpha_{-i}\cdot a_{-i}\cdot r-\alpha_i\cdot b_i+\alpha_{-i}\cdot b_{-i}}{2\cdot(\alpha_i\cdot a_i+\alpha_{-i}\cdot a_{-i})}=\frac{\alpha_{-i}\cdot S_{-i}(r)-\alpha_i\cdot S_i(0)}{2\cdot(\alpha_i\cdot a_i+\alpha_{-i}\cdot a_{-i})}$$

(4) 単独企業（資本市場）のケース

このケースにおける企業 i の投資 $(\tilde{x}_i)$ の意思決定者は，各企業のオーナー経営者である。各企業のオーナー経営者は，自らの「投資価値」$(Z_i(x_i, w_i))$ を最大化するよう投資額と移転額 (w_i)[13] を計算し，資本市場に参加する。資本市場では，両者の移転額が均衡するように移転に伴う収益（資本コスト）率 (q) が決定される。

ここで，異なる経済主体（オーナー経営者）間では，非金銭的私的便益は移転不可能であるため，自社に投資する場合は金銭的価値（の持分）と非金銭的私的便益を享受できるが，他社に投資する場合は金銭的価値（の持分）しか享受できない。また，資本コストも負の金銭的価値であるため，オーナー経営者の「投資価値」最大化問題においては，その持分しか考慮されない。

各企業のオーナー経営者は，まず移転に伴う収益（資本コスト）率を所与として，自らの「投資価値」を最大化するよう投資額と移転額を計算する。[14]

$$\max_{x_i,w_i} Z_i(x_i, w_i)=\alpha_i\cdot\{S_i(x_i)+q\cdot w_i\}+B(x_i) \quad subject\ to \quad r_i-x_i-w_i\geq 0$$

両社について最大化問題を解くと，投資額と移転額および移転に伴う収益（資本コスト）率が求められる。

$$(\tilde{x}_i, \tilde{w}_i)=\left(\bar{r}_i+\frac{q}{2\cdot a_i}, -\frac{q}{2\cdot a_i}+(r_i-\bar{r}_i)\right) \text{ただし，} \bar{r}_i=-\frac{\alpha_i\cdot b_i+\beta}{2\cdot\alpha_i\cdot a_i} \text{である。}$$

ここで，両社の移転額を合計し，超過供給関数を考える。

$$W(q)\equiv\sum_{i=1}^{2}\tilde{w}_i=-\frac{a_1+a_2}{2\cdot a_1\cdot a_2}\cdot q+(r_1+r_2-\bar{r}_1-\bar{r}_2)$$

資本市場では，この超過供給が解消されるよう収益（資本コスト）率が決定される。

---

(12) 注10に同じ。

(13) なおここでは，資源を他社へ提供するときに (w_i) が正の値をとるようモデル化した。

(14) 注10に同じ。

$$q^*=\frac{2\cdot a_1\cdot a_2}{a_1+a_2}(r_1+r_2-\bar{r}_1-\bar{r}_2)$$

ゆえに，
$$\begin{cases}\tilde{x}_i=\dfrac{a_i\cdot\bar{r}_i-a_{-i}\cdot\bar{r}_{-i}+a_{-i}\cdot r_i+a_{-i}\cdot r_{-i}}{a_i+a_{-i}}=\dfrac{S'_{-i}(r)-S'_i(0)}{2\cdot(a_i+a_{-i})}-\dfrac{\beta}{2\cdot(a_i+a_{-i})}\cdot\left(\dfrac{1}{\alpha_i}-\dfrac{1}{\alpha_{-i}}\right)\\ \tilde{w}_i=\dfrac{a_i\cdot(r_i-\bar{r}_i)-a_{-i}\cdot(r_{-i}-\bar{r}_{-i})}{a_i+a_{-i}}=\dfrac{S'_i(r)-S'_{-i}(r)}{2\cdot(a_i+a_{-i})}+\dfrac{\beta}{2\cdot(a_i+a_{-i})}\cdot\left(\dfrac{1}{\alpha_i}-\dfrac{1}{\alpha_{-i}}\right)\end{cases}$$

となる。ただし，$q^*\geq 0$，および $\tilde{x}_i\geq 0$ を満たしていなければならない。(15)

3.2. モデル分析

本節では，2つの金融のあり方，すなわち内部資本市場と資本市場の資源移転と効率性を比較する。最後に，内部資本市場の持続性について言及する。

3.2.1. 資源移転

完全な金融市場が存在するならば，資源は収益性のより高い部門（企業）へ移転され，social planner が決定する最適資源配分（first best）が達成される。しかし，現実の金融市場（本モデルにおける内部資本市場および資本市場）には，資源移転にバイアスが不可避的に生じ，次善（second best）の資源配分しか達成されない。

そこで，完全金融市場による（効率的）資源移転と，内部資本市場および資本市場がもつ（非効率的）資源移転バイアスを区別して理解するために，単独企業（金融なし）の企業 i の投資額からの，内部資本市場の採用による変化 $(\dot{x}_i-\hat{x}_i)$，および資本市場の採用による変化 $(\tilde{x}_i-\hat{x}_i)$ を，(1)「金融なし→社会的最適」(s)，(2)「社会的最適→内部資本市場」(t)，(3)「社会的最適→資本市場」(u) と区分して，分析することとする。(16)

$$\begin{cases}x_1^*=\hat{x}_1-s, & x_2^*=\hat{x}_2+s\\ \dot{x}_1=x_1^*-t, & \dot{x}_2=x_2^*+t\\ \tilde{x}_1=x_1^*-u, & \tilde{x}_2=x_2^*+u\end{cases}\Leftrightarrow\begin{cases}x_1^*=\hat{x}_1-s, & x_2^*=\hat{x}_2+s\\ \dot{x}_2-\hat{x}_2=-(\dot{x}_1-\hat{x}_1)=s+t\\ \tilde{x}_2-\hat{x}_2=-(\tilde{x}_1-\hat{x}_1)=s+u\end{cases}$$

内部資本市場

金融の形態を問わず，資源は限界収益が低い部門（企業）から高い部門（企業）へ，限界収益が均衡するように移転される。したがって，まず命題1が確認できる。

命題1：(完全金融市場による資源移転の方向)

---

(15) ここでは条件の提示にとどめる。分析は命題6を参照されたい。

(16) 企業1（公開会社）から企業2（非公開会社）へ資源が移転されるときに，(s, t, u) がそれぞれ正の値をとるようモデル化されている。

完全金融市場による資源移転の（社会的最適への）方向（s）は，各企業の初期賦存資源の限界収益に依存する。すなわち，以下の関係が成り立つ。

$$s>0 \Leftrightarrow S_1'(r_1)<S_2'(r_2) \quad \text{かつ} \quad s<0 \Leftrightarrow S_1'(r_1)>S_2'(r_2)$$

完全金融市場の存在によって資源が効率活用される一方で，モデルが想定している「オーナー経営者が残余請求権持分を一部しか保有していない（が経営支配権は維持している）」ケースでは，支配株主（オーナー経営者）と少数株主との間のエージェンシー問題により，（不可避的に）資源移転にバイアスが生じてしまう。そこで，内部資本市場に付随する資源移転のバイアスが，命題2として得られる。

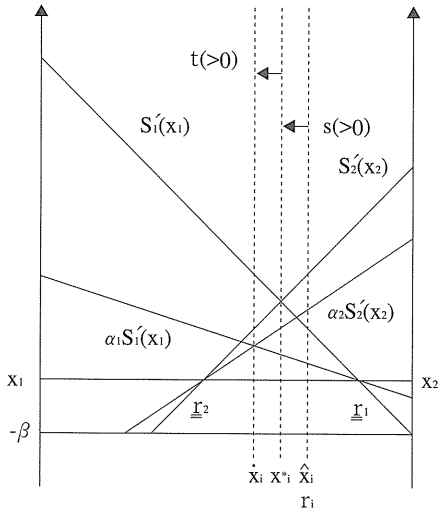
命題2：（内部資本市場に付随する資源移転のバイアス）

内部資本市場に付随する資源移転のバイアス（t）は，各企業の初期賦存資源の配分には依存せず，経済全体の初期賦存資源総額（r）に依存する。すなわち，以下の関係が成り立つ。

$$t>0 \Leftrightarrow r<\underline{r}_1+\underline{r}_2 \Leftrightarrow S_1'(x_1^*)=S_2'(x_2^*)>0$$
$$\text{かつ } t<0 \Leftrightarrow r>\underline{r}_1+\underline{r}_2 \Leftrightarrow S_1'(x_1^*)=S_2'(x_2^*)<0$$

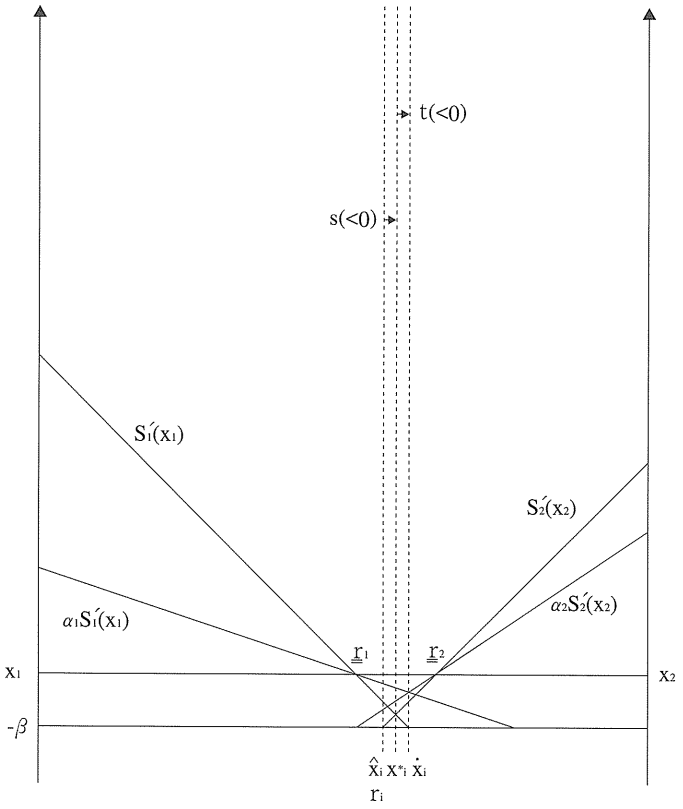
したがって，資源が投資機会と比べ相対的に稀少で，社会的最適で均衡限界収益が正である場合は，（オーナー持分の低い）公開会社から（オーナー持分の高い）非公開会社へ移転される。逆に，（未利用資源が発生しないまでも）資源が投資機会と比べ相対的に稀少でなく，社会的最適で均衡限

図5　内部資本市場の資源配分バイアス（資源が稀少なケース）



注）x_1, $\underline{r}_1$は左側から，x_2, $\underline{r}_2$は右側から，計測している。

図6　内部資本市場の資源配分バイアス（資源が稀少でないケース）



注）x_1, $\underline{\underline{r}}_1$は左側から, x_2, $\underline{\underline{r}}_2$は右側から, 計測している。

界収益が負である場合は，非公開会社から公開会社へ移転される。

私的便益（β）は投資額に比例する（とモデル化してある）ので，企業間でいかに資源配分を行っても，オーナー経営者が占有する私的便益の和は一定となる。その一方で，投資収益の和は各社のオーナー持分に依存している。そのためオーナー経営者は，均衡限界収益が正である場合は持分の高い非公開会社（逆は逆）へ資源を移転することで，（少数株主を犠牲にして）オーナー経営者にとっての企業価値（V_i^O）を高められる（図5，6参照）。

ここで，完全金融市場による資源移転（s）が限界収益を均衡させる方向に行われるのに対して，内部資本市場に付随する資源移転のバイアス（t）は，経済全体の初期賦存資源総額（r）に依存して方向が決定される。そのため，この2つの資源移転の方向は独立している。ゆえに，内部資本市場による資源移転（$s+t$）の方向に関して，次の命題3が得られる。

命題 3 ：(内部資本市場による資源移転の方向)

内部資本市場による資源移転の方向 $(s+t)$ は，各企業の初期賦存資源の限界収益をオーナー経営者の持分で評価した額に依存する。すなわち，以下の関係が成り立つ。

$$s+t>0 \Leftrightarrow \alpha_1 \cdot S_1'(r_1) < \alpha_2 \cdot S_2'(r_2) \quad \text{かつ} \quad s+t<0 \Leftrightarrow \alpha_1 \cdot S_1'(r_1) > \alpha_2 \cdot S_2'(r_2)$$

命題 3 は，(s) と (t) と $(s+t)$ の符号の相関が一般には確定しないため，資源移転の方向のみを事後的に観察しても，(次項で分析する) 効率性の判断は困難であることを示唆している。

資本市場

内部資本市場と同様に，支配株主 (オーナー経営者) と少数株主との間のエージェンシー問題による，資本市場に付随する資源移転のバイアスが，命題 4 として得られる。

命題 4 ：(資本市場に付随する資源移転のバイアス)

資本市場に付随する資源移転のバイアス (u) は，各オーナー経営者の持分 (α_i) と限界私的便益 (β) に依存し，経済全体の初期賦存資源総額 (r) には依存しない。すなわち，以下の関係が成り立つ。

$$u=\frac{\beta}{2\cdot(\alpha_1+\alpha_2)}\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)<0$$

つまり，各オーナー経営者の限界私的便益の大きさが同一の場合は，オーナー持分の高い (非公開) 会社から，オーナー持分の低い (公開) 会社へ移転されるバイアスが生じる。

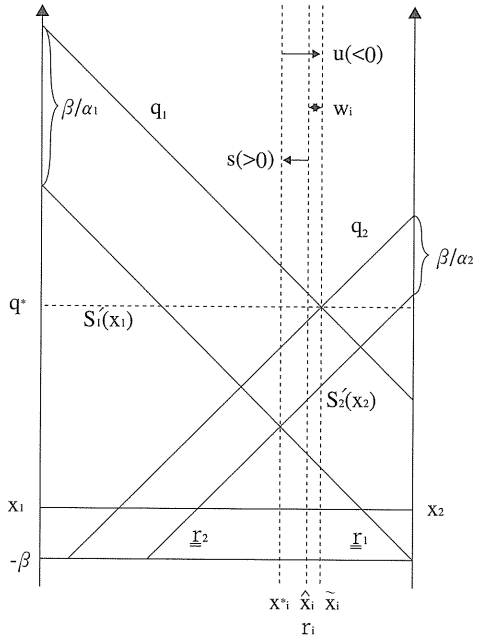
資本市場のケースではオーナーが 2 人いて，それぞれの私的便益は自社への投資額のみに依存する。つまり，私的便益は異なる経済主体間では移転不可能なため，資本市場で決定される資本移転に関わる収益率には，喪失する私的便益の補償分も上乗せされることになる。また，授受される金銭的価値はオーナーにとっては持分でしか評価されない。そのため，金銭的価値に関する限り，自社または他社への投資判断についてオーナーと少数株主の利害は一致する。

他方，各オーナーが享受できる私的便益は (自社への) 投資額に依存して，(内部資本市場とは異なり) 一定ではない。そこで，私的便益に関してバイアスが各オーナーの持分の格差に依存して生じ，持分の高い会社から低い会社へ資源が移転される $(u<0)$ (図 7，8 参照)。

以上から，資本市場に付随する資源移転のバイアスは，経済全体の資源の初期賦存状況には依存しない。[17] また，オーナー経営者の持分と私的便益の値が与えられると，資本市場に付随する資源移

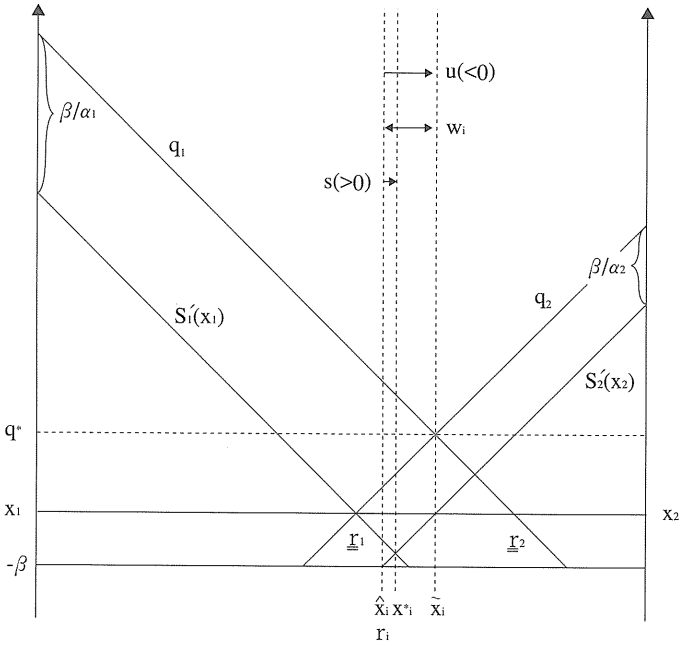
(17) 経済全体の資源の初期賦存状況は，均衡収益 (資本コスト) 率 (q^*) に影響する。

図 7　資本市場の資源配分バイアス（資源が稀少なケース）



注）x_1, $\underline{\underline{r}}_1$は左側から, x_2, $\underline{\underline{r}}_2$は右側から, 計測している。

図 8　資本市場の資源配分バイアス（資源が稀少でないケース）



注）x_1, $\underline{\underline{r}}_1$は左側から, x_2, $\underline{\underline{r}}_2$は右側から, 計測している。

転のバイアスは一定値をとる。

ここで，「完全金融市場による資源移転の方向」に関する命題1と「資本市場に付随する資源移転のバイアス」に関する命題4から，資本市場による資源移転の方向に関して，命題5が得られる。

命題5：(資本市場による資源移転の方向)

資本市場による資源移転の方向 $(s+u)$ は，各企業の初期賦存資源の限界収益に依存し，経済全体の初期賦存資源総額 (r) には依存しない。すなわち，以下の関係が成り立つ。

$$s+u>0 \Leftrightarrow S_1'(r_1)-S_2'(r_2)<-\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)$$

$$\text{かつ } s+u<0 \Leftrightarrow S_1'(r_1)-S_2'(r_2)>-\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)$$

資本市場に付随する資源移転のバイアス (u) が一定値をとるため，資本市場による資源の方向 $(s+u)$ は，完全金融市場による資源移転の方向 (s) に依存している。ただし，完全金融市場の存在による資源移転の方向が資本市場に付随する資源移転のバイアスと逆方向であるケース $(s>0)$ で，初期賦存資源の限界収益の格差が小さく，資本市場に付随する資源移転のバイアスより金融の存在による資源移転の規模が小さいとき $(s+u<0)$ は，資本市場による資源移転の方向 $(s+u)$ が社会的最適への方向（完全金融市場の存在による資源移転の方向）(s) と逆方向になる。

また，初期賦存資源の限界収益の格差が極端に大きい場合は，経済全体の資源を一方に集中させても限界収益が均衡しないことがある。このとき，資源移転の超過供給を解消できないために資本市場は成立せず，金融（資源移転）が実現されない。そこで，資本市場が成立するためには，両企業の（収益関数から規定される）収益性の格差が大きすぎないことが条件[18]となる。

ところが，資本市場には持分の高い会社から低い会社へ資源が提供されるバイアスが生じるため（命題4），その分だけ（資本市場成立条件である）収益性格差の許容幅が縮小されることになる。ゆえに，このことから資本市場成立の条件に関して，命題6が得られる。

命題6：(資本市場成立の条件)

両企業の（収益関数から規定される）収益性の格差が以下の範囲内にあるとき，資本市場に付随する資源移転のバイアスのために，資本市場は成立しない。

$$-\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)<S_1'(r)-S_2'(0)<0$$

---

(18) 収益性に関する仮定である (2) 式によって示されている。

このとき，資本市場成立の条件は，各オーナー経営者の持分格差および限界私的便益(β)が大きいほど，厳しくなる。

内部資本市場と資本市場の資源移転比較

命題3と命題5から，内部資本市場と資本市場の資源移転の特徴が明らかになり，次の系1が得られる。

系1：(内部資本市場と資本市場の資源移転の特徴)

内部資本市場による資源移転にも，資本市場による資源移転にも，オーナー経営者の持分格差によるバイアスが存在する。ただし，内部資本市場による資源移転は経済全体の初期賦存資源総額(r)によるバイアスがあるのに対して，資本市場による資源移転はオーナー経営者の限界私的便益(β)によるバイアスがある。

ただし，資本市場による資源移転に経済全体の資源の初期賦存状況によるバイアスがなく，それが一定値をとるというのは，資本市場による資源移転に付随するバイアス(u)が内部資本市場による資源移転に付随するバイアス(t)より（絶対値で）小さいということを，必ずしも意味しない。両バイアスの（絶対値の）大小は，経済全体の資源の初期賦存状況に依存して決定される。しかも(t)の符号は，経済全体の資源の初期賦存の増加に伴いある点で転換するため，(t)の絶対値の変化は単調ではない。この点は，次項の効率性の相対比較において重要な意味を持つ。

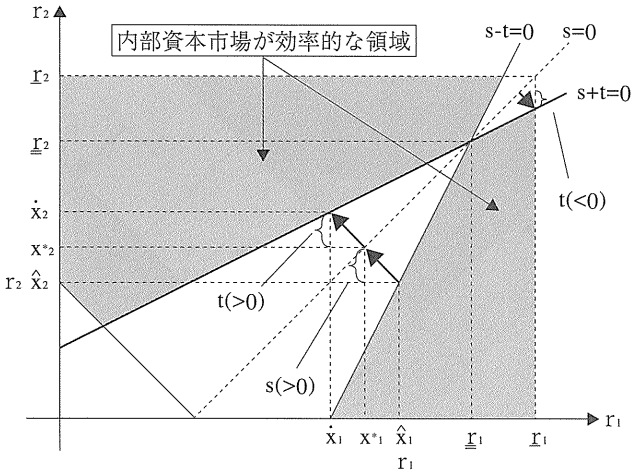
3.2.2. 効率性比較

内部資本市場の採用による社会的厚生の変化 $W(\dot{x}_1, \dot{x}_2)-W(\hat{x}_1, \hat{x}_2)$，および資本市場の採用による社会的厚生の変化 $W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)-W(\hat{x}_1, \hat{x}_2)$ を，(1)「金融なし→社会的最適」，(2)「社会的最適→内部資本市場」，(3)「社会的最適→資本市場」と分類して，分析する。この分類によって，(1)，(2) を比較することで，金融がない状態と比較した内部資本市場の絶対的効率性が明らかになる。同様に，(1)，(3) を比較することで，金融がない状態と比較した資本市場の絶対的効率性が明らかになる。また，(2)，(3) を比較することで，資本市場と比較した内部資本市場の相対的効率性が明らかになる。

内部資本市場

内部資本市場の採用による社会的厚生の変化，すなわち内部資本市場の（絶対的）効率性を，社会的最適を基準に分類する。定義から，社会的厚生は「社会的最適への資源移転(s)により増加し，社会的最適からの資源移転(t)により減少する」という定性的変化は明らかであるが，定量的変化は $-(a_1+a_2)\cdot(s^2-t^2)$ となる。ここで，次の命題7が得られる。

図 9　内部資本市場の資源配分バイアスと絶対的効率性



命題 7 ：(内部資本市場の絶対的効率性)

内部資本市場の採用によって，社会的厚生は，金融が存在しない場合と比較して増加することも減少することもある。また資源移転バイアスに伴う非効率性は，経済全体の初期賦存資源総額と，企業の金銭的価値を最大化しうる資源総額との乖離が大きいほど，大きくなる。

つまり，資源の初期賦存 (r_1, r_2) において，(s) の絶対値が大きいほど，また (t) の絶対値が小さいほど，内部資本市場採用によって社会的厚生は増加する。逆に，各企業の初期賦存資源の限界投資収益格差が小さい（ため (s) の絶対値が小さい）ほど，また経済全体の初期賦存資源総額 (r) と，企業の金銭的価値 $(S_i(x_i))$ を最大化しうる資源総額 $(\underline{r}_1+\underline{r}_2)$ との乖離が大きい（ため (t) の絶対値が大きい）ほど，内部資本市場は非効率的になる（図 9 参照）。

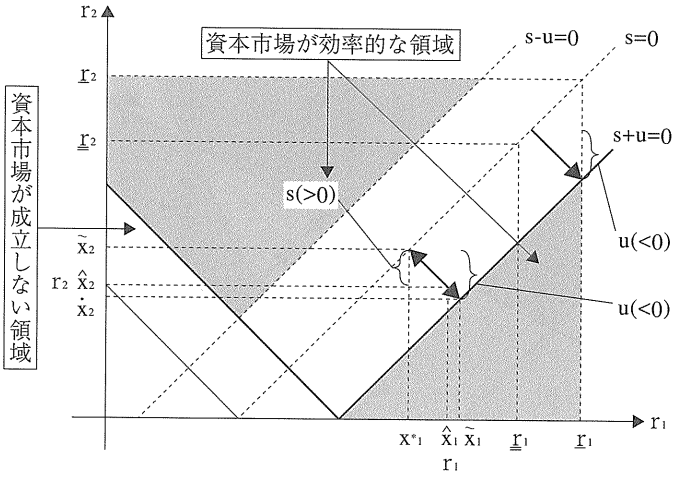
資本市場

資本市場の採用による社会的厚生の変化，すなわち資本市場の（絶対的）効率性を，社会的最適を基準に分類する。定義から，社会的厚生は「社会的最適への資源移転 (s) により増加し，社会的最適からの資源移転 (u) により減少する」という定性的変化は明らかであるが，定量的変化は $-(a_1+a_2)\cdot(s^2-u^2)$ となる。ここで，次の命題 8 が得られる。

命題 8 ：(資本市場の絶対的効率性)

資本市場の採用によって，社会的厚生は，金融が存在しない場合と比較して増加することも減少することもある。ただし，資源移転バイアスに伴う非効率性は経済全体の初期賦存資源総額 (r) に依存せず，一定である。

図10　資本市場の資源配分バイアスと絶対的効率性



つまり，(s) の絶対値が大きいほど，また (u) の絶対値が小さいほど，社会的厚生が増加するが，(u) は資源の初期賦存に関わらず一定であるため，資源の初期賦存 (r_1, r_2) において，各企業の初期賦存資源の限界投資収益格差が小さい（ため (s) の絶対値が小さい）と，資本市場は非効率的になる（図10参照）。

内部資本市場と資本市場の効率性比較

命題7と命題8および命題6から，内部資本市場が資本市場と比較して，相対的に効率的となる条件が求められる。

系2：(内部資本市場が相対的に効率的となる条件)

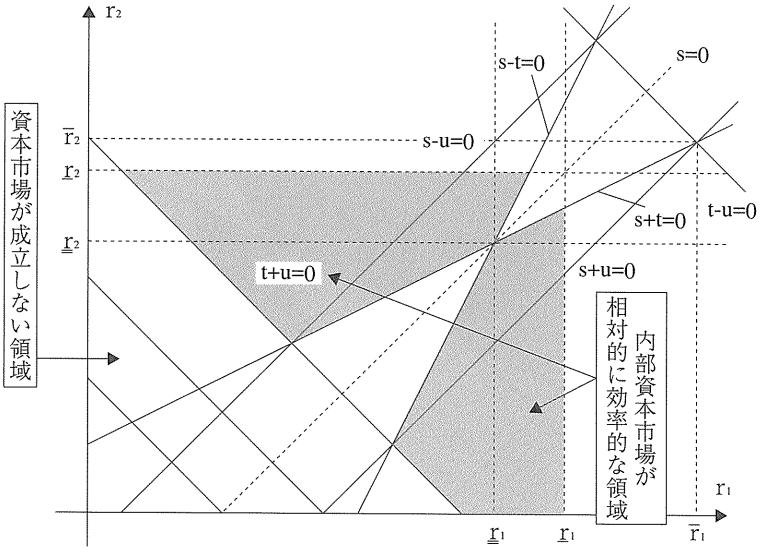
経済全体の初期賦存資源総額 (r) が以下の範囲にあるとき，内部資本市場の採用は資本市場の採用より社会的厚生を増加させる。

$$0<r_1\leq \underline{r}_1,\ 0<r_2\leq \underline{r}_2 \text{ かつ，} r=r_1+r_2\geq 2\cdot(\underline{r}_1+\underline{r}_2)-(\bar{r}_1+\bar{r}_2)$$

内部資本市場と資本市場の絶対的効率性の差，すなわち相対的効率性は $(a_1+a_2)\cdot(t^2-u^2)$ で与えられる。ここで，(u) は資源の初期賦存に関わらず一定であるため，(t) の絶対値，つまり経済全体の初期賦存資源総額と企業の金銭的価値 $(S_i(x_i))$ を最大化しうる資源総額 $(\underline{r}_1+\underline{r}_2)$ との乖離が，(u) の（絶対値の）幅に収まる限りにおいて，内部資本市場は相対的に効率的になる。

そして，経済全体の初期賦存資源総額が企業の金銭的価値 $(S_i(x_i))$ を最大化しうる資源総額 $(\underline{r}_1+\underline{r}_2)$ と比較して，ある程度少ない場合に資本市場が相対的に効率的な領域ができる。[19] しかし，経済全体の初期賦存資源がさらに少ない場合は，資本市場が成立しないことがある。その際は，再度

図11　内部資本市場の相対的効率性



内部資本市場が相対的に効率的となる（図11参照）。

3.2.3.　内部資本市場の持続性

以前から内部資本市場が採用されていたが，環境の変化により，もはや資本市場を採用する方が社会的厚生を増加させる状況を想定する。ここで，コースの定理が成り立つならば，つまり social planner が複合企業のオーナーから一社を買収し，新たなオーナーに同額で払い下げ，その投資収益から購入資金が充当することが可能であれば，内部資本市場よりも社会的厚生を増加させることができる。

ただし，両オーナー経営者の内部資本市場・資本市場の選択意思決定は，社会的厚生ではなく，金銭的価値の持分と非金銭的私的便益で構成される「オーナー経営者にとっての企業価値」という個別合理的な基準により行われる。

よって，社会的厚生が増加する状況でも，「オーナー経営者にとっての企業価値」が増加しないために，資本市場への移行が不可能となる可能性がある。換言すれば，非効率な内部資本市場が持続する可能性がある。ゆえに，内部資本市場の持続性に関して，次の命題 9 が得られる。

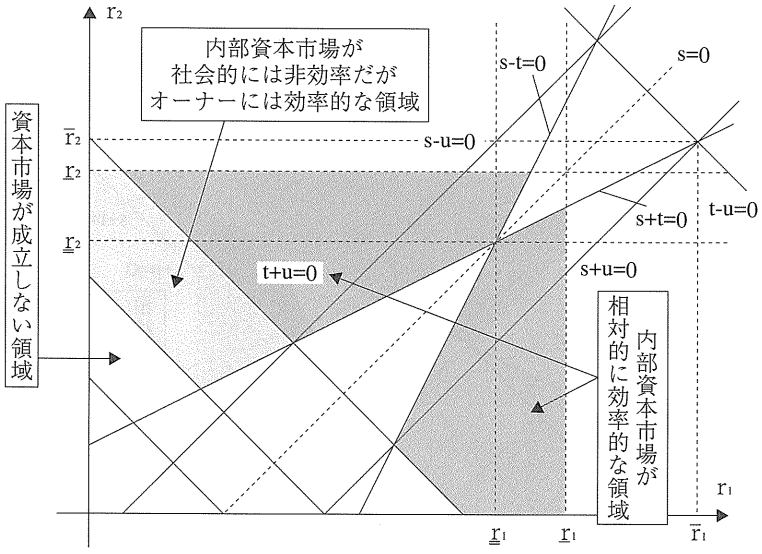
命題 9 ：（内部資本市場の持続性）

内部資本市場の採用よりも，資本市場の採用が社会的厚生を増加させる状況を考える。このとき，

---

(19)　経済全体の初期賦存資源総額がある程度多い場合，資本市場が相対的に効率的な領域は資源制約（(1)式）のため存在しない。

図12　内部資本市場の持続性



両オーナー経営者の個別合理性から，資本市場の採用よりも内部資本市場の採用が望ましいために，資本市場の採用に移行できずに非効率な内部資本市場が持続する可能性がある。

ここで，資本市場の採用が（明らかに）社会的厚生を増加させるものであっても，それは経済主体の効率性追求から自然に実現されるものではなく，意思決定者にとって誘因適合的でなければ実現されないということが確認される（図12参照）。

4．韓国「財閥」への適用

アメリカの（近代的）大企業の抱えるエージェンシー問題のひとつは，「所有と経営の分離」に起因する株主と経営者との利害対立である。他方韓国の大企業は，一般的に「所有と経営の分離」が不完全であるため，株主と経営者との利害対立は大きな問題とならない。しかし，「所有と経営の分離」が不完全であるということは，「所有と経営の一致」を意味しているのでは決してない。この場合，経営権を有する支配株主（オーナー経営者）と，それを有しない少数株主との利害対立を，別途考慮しなければならない。

オーナー経営者は，所有者と経営者の２つの側面を備えているが，所有者としての便益は持分しか享受できないため，経営者としての（私的）便益が意識されやすい。一般的に，オーナー経営者の私的便益は規模や利益に依存すると考えられる。

既述のように，韓国では，「財閥」は毎年公正取引委員会から資産規模を基準に指定された30大

グループを意味する。指定の目的は，各種規制（肥大化対策）の対象制定であったが，資産規模により30位までランク付けがされる（そして毎年変動する）という事実[20]は，オーナー経営者の規模拡大志向を強めることになった。すなわち，オーナー経営者は（利益追求よりも）規模拡大により，より上位にランク付けされることを通じて，私的便益を享受していた[21]。

同様に，他企業への（金銭的・非実物）投資は，その企業が自企業より有利な投資機会を有しているというより，むしろそのオーナー経営者の経営能力が自分よりも優れていることを認めることに通じたため，自らが経営権を有する企業への（実物）投資には，とくに強い私的便益が生じていた。よって，このような韓国「財閥」を分析するにあたっては，オーナー経営者が投資規模に依存した私的便益を享受するという，本稿のモデルが適当であると考えられる。

韓国が経済発展の初期段階で選択すべき金融のあり方は，内部資本市場・資本市場のいずれであったのだろうか。まず，韓国のような状況では，本稿のモデルにおける（β）が大きいため，資源が稀少であるときは資本市場成立条件が厳しいものになっていることに注意しなければならない（命題6）。つまり，資源が稀少でかつオーナー経営者の経営権に対する私的便益が大きい場合，金融を実現するためには，内部資本市場のほかに選択の余地がない。この意味で，資源が稀少な経済発展途上段階での韓国の金融には，「財閥」の形成による内部資本市場の採用は止むを得ない選択であった。しかし止むを得ない選択であったにしろ，金融の実現による社会的厚生増加の効果も大きく，社会的にも望ましい結果をもたらした。

次に，「財閥」が経営多角化に積極的で，かつ企業公開に消極的であったのは，どう理解できるだろうか。本稿のモデルでは企業数を2社に限定（かつ静学的に分析）しているため，新規事業への投資（経営多角化）についての分析は厳密にはできないが，直観的には，以下のように解釈できる。

すなわち，既存事業からの収益が資源蓄積に繋がったとしても，次期における既存事業と新規事業の投資機会の合計と比較すると，相対的に資源蓄積が進まないことが想定されうる。つまり，期ごとに有望な投資機会を有する新規事業が存在する（キャッチアップ段階の）場合は，次期における資本市場成立条件を満たす必要資源に到達しない（資源の超過需要が存在する）ために，内部資本市場の採用継続が（社会的にも）効率的となる（系2）。ゆえに，「財閥」は新規事業に積極的に経営多角化しながらも，企業公開（新規企業のグループからの分離，本稿モデルにおける資本市場の採用）には消極的であった。

以上のような事情から，資本市場の採用には既存事業からの資源（収益）蓄積と比較して，有望

---

(20) 30大「財閥」指定制度の開始は1980年代後半だが，それ以前から「財閥」のランク付けは総資産や売上高といった外形基準で頻繁に行われていた。

(21) また，必ずしも純粋な私的便益ではないが，上位にランク付けされることで，対政府・対銀行交渉を有利に進められるというメリットもあった。

な新規事業が相対的に少なくなることが必要条件になるが，経済発展達成段階に到達すると，これが満たされるようになる。しかし，経済発展達成に伴う有望な新規事業の相対的減少は，内部資本市場から資本市場へ移行する十分条件にはならないことに，注意しなければならない。

つまり，一度形成された内部資本市場が分割されるには，（政府・IMF 等の強制がない限り）分割がオーナー経営者の誘因に適合しなければならない（命題９）。経済発展達成に伴い，有望な新規事業が相対的に減少したために，資本市場の採用が社会的に望ましくなった。それにも関わらず，韓国では，社会的に非効率となった内部資本市場がオーナー経営者の個別合理性により持続したと解釈できる。

また，図４からは，1990年代を通じてとくに制限下の債務保証（非主力業種が主力業種の債務保証をもとに行う資金調達）が減少し，1997年（1996年度）には非制限下の債務保証（主力業種が非主力業種の債務保証をもとに行う資金調達）を下回ったことが，確認できる。また図３から，主力業種は規模が大きい公開企業であると見なせるとすると，$s>0$ と仮定することができる（命題１）。[22]

このような状況で，図４を解釈すると，$s+t>0 \Leftrightarrow \alpha_1 \cdot S_1'(r_1) < \alpha_2 \cdot S_2'(r_2)$ が1997年（1996年度）以降に $s+t<0 \Leftrightarrow \alpha_1 \cdot S_1'(r_1) > \alpha_2 \cdot S_2'(r_2)$ となったと考えられる（命題３）。ここで (s) が一定だったと仮定すると，$(s+t)$ が小さくなったのは，経済発展に伴って資源が蓄積されたことにより，(t) が小さくなったためだと考えられる。また，ある時点から（遅くとも1997年（1996年度）に）は，$t<0$ となっている。このとき，既存事業からの資源（収益）蓄積と比較した有望な新規事業の相対的減少により，社会的にも均衡収益率が負になっていたことが確認できる（命題２）。

すなわち，1990年代後半の韓国では，私的便益の存在ゆえに過剰投資が発生していたと解釈できる。しかし，本稿モデルにおいては，このように資源が稀少でない状況では，内部資本市場は資本市場よりも相対的に効率的である。これは，オーナーによる私的便益のための過剰投資バイアスを解決するのには，オーナーが複数存在する資本市場よりも，オーナーが一人の内部資本市場の方が適しているためである。

したがって，韓国「財閥」の過剰投資は，内部資本市場に付随する資源移転バイアスよりも，過剰投資を可能にしている構造，すなわち低持分で経営権維持を可能にしている（株式ピラミッド・持ち合い）構造に，問題の本質がある。

しかし，1997年の経済危機後のオーナー経営者への経営責任追及においても，持分の完全放棄でなく，経営権放棄か持分上昇のいずれかを求めるもので，将来において原状に復帰可能なものにとどまった。また株式ピラミッド・持ち合いの構造改革も，グループ内の金融機関（生命保険会社・投資信託会社等）を通じた持ち合いを排除することができなかった。ゆえに，オーナー経営者の経営権が残存している限り，その他の改革は本質的な意義を持たず，今後も「財閥」の過剰投資問題は

---

(22)　厳密には $r_1>r_2$ だからといって，$S_1'(r_1)<S_2'(r_2) \Leftrightarrow s>0$ となるとは限らない。

存続すると予想される。

5．おわりに

本稿では，韓国「財閥」を内部資本市場として捉え，かつ現状を踏まえた上で，「(少数株主を含めた）全株主に属する金銭的価値と，オーナー経営者のみに属する『企業規模（投資額）に比例する』非金銭的私的便益で構成される企業価値の和を，最大化するように各企業の投資水準を決定する」という理論モデルを構築し，そこから得られた命題を用いて，現実の韓国「財閥」を再解釈した。主たる結論は以下の通りである。

内部資本市場では，私的便益は投資額に比例する（とモデル化した）ので，企業間でいかに資源配分を行っても，オーナー経営者が占有する私的便益の和は一定となる一方で，投資収益の和は各社のオーナー持分に依存しているため，オーナー経営者は，均衡限界収益が正である場合は持分の高い非公開会社（逆は逆）へ資源を移転することで，(少数株主を犠牲にして）オーナー経営者にとっての企業価値を高めるバイアスが生じる。

他方，資本市場では，オーナーにとって（自社投資・他社投資とも）金銭的価値については持分が同じなため，少数株主と利害が一致しバイアスがない一方で，私的便益については（少数株主を犠牲にした）過剰投資のため，より持分の少ないオーナーの企業へ資源が移転されるバイアスが生じる。

また，オーナー経営者の個別合理性のために，社会的には非効率な内部資本市場が持続する可能性がある。つまり，環境変化に応じて社会的に非効率になった旧制度は，社会的に効率的な新制度に転換されるべきであるが，改革実行者の誘因変化は社会的基準と一致せず，転換は実現されにくい。ゆえに改革実行時には，常に改革実行者（意思決定者）の誘因適合性条件を満たすようにしなければならない。

1996年にOECDに加盟し「先進国」入りしたことを鑑みれば，韓国において資源は投資機会に比べて相当程度稀少でなくなっており，韓国「財閥」の内部資本市場は，オーナー経営者が少数株主犠牲の下に過剰投資を行っている可能性が高い。しかしその場合，内部資本市場は資本市場より相対的に効率的であることに注意しなければならない。すなわち，「財閥」の過剰投資バイアスを修正しないままの単なる資本市場拡充は，社会的厚生を悪化させる可能性もある。

つまり，内部資本市場の非効率性を克服するための構造改革は，「財閥」の分割・分裂を促したり一層の規制を課したりして，単に資本市場拡充を図るだけではなく，少ない持分（残余請求権）で実効支配を可能とする株式ピラミッド構造・株式持ち合い構造を，解消することが重要となる。

しかし現状では，構造改革は改革担当者の誘因適合的でなくてはならないにも関わらず，1997年の経済危機以後の「財閥」構造改革のほとんどは，その条件を満たしていない。そのため，韓国の

経済危機後の構造改革は，企業分野では残念ながら十分な成果を期待できない。

以上

補論　命題の証明

［命題1の証明］

$$s=\frac{2\cdot a_1\cdot r_1+b_1-(2\cdot a_2\cdot r_2+b_2)}{2\cdot(a_1+a_2)}=\frac{S_1'(r_1)-S_2'(r_2)}{2\cdot(a_1+a_2)}$$

ゆえに，$s>0 \Leftrightarrow S_1'(r_1)<S_2'(r_2)$ かつ $s<0 \Leftrightarrow S_1'(r_1)>S_2'(r_2)$ となり，完全金融市場の存在による資源移転の（社会的最適への）方向は，初期賦存資源の限界収益に依存する。

［証明終わり］

［命題2の証明］

$$t=\frac{(\alpha_1-\alpha_2)\cdot\{2\cdot a_1\cdot a_2\cdot r+a_2\cdot b_1+a_1\cdot b_2\}}{2\cdot(\alpha_1\cdot a_1+\alpha_2\cdot a_2)\cdot(a_1+a_2)}=\frac{(\alpha_1-\alpha_2)\cdot a_1\cdot a_2\cdot\{r-(\underline{r}_1+\underline{r}_2)\}}{(\alpha_1\cdot a_1+\alpha_2\cdot a_2)\cdot(a_1+a_2)}$$

であるが，(t) の開始時点である社会的最適の状態での均衡限界収益（金銭的価値）[23] は，

$$S_1'(x_1^*)=S_2'(x_2^*)=\frac{2\cdot a_1\cdot a_2\cdot r+a_2\cdot b_1+a_1\cdot b_2}{a_1+a_2}=\frac{2\cdot a_1\cdot a_2\cdot\{r-(\underline{r}_1+\underline{r}_2)\}}{a_1+a_2}$$

と求められる。したがって，$t=\dfrac{(\alpha_1-\alpha_2)\cdot S_1'(x_1^*)}{2\cdot(\alpha_1\cdot a_1+\alpha_2\cdot a_2)}$ と書き直せる。

（ただし，$\underline{r}_i\equiv-\dfrac{b_i}{2\cdot a_i}$ で，$S_i'(\underline{r}_i)=0$ となる。）

ゆえに，$t>0 \Leftrightarrow r<\underline{r}_1+\underline{r}_2 \Leftrightarrow S_1'(x_1^*)=S_2'(x_2^*)>0$
かつ $t<0 \Leftrightarrow r>\underline{r}_1+\underline{r}_2 \Leftrightarrow S_1'(x_1^*)=S_2'(x_2^*)<0$ となり，内部資本市場に付随する資源移転のバイアスは，経済全体の初期賦存資源の総額に依存する。

［証明終わり］

［命題3の証明］

命題1および命題2より，

---

(23)　本来，均衡するのは限界企業価値であるが，社会的最適のケースでは同時に限界収益も均衡している。

$$s+t=\frac{\alpha_1(2\cdot a_1\cdot r_1+b_1)-\alpha_2(2\cdot a_2\cdot r_2+b_2)}{2\cdot(\alpha_1\cdot a_1+\alpha_2\cdot a_2)}=\frac{\alpha_1\cdot S_1'(r_1)-\alpha_2\cdot S_2'(r_2)}{2\cdot(\alpha_1\cdot a_1+\alpha_2\cdot a_2)}$$ となる。

ゆえに，$s+t>0 \Leftrightarrow \alpha_1\cdot S_1'(r_1)<\alpha_2\cdot S_2'(r_2)$ かつ $s+t<0 \Leftrightarrow \alpha_1\cdot S_1'(r_1)>\alpha_2\cdot S_2'(r_2)$ となり，内部資本市場による資源移転の方向は，オーナーの持分で評価した限界収益に依存する。

［証明終わり］

［命題4の証明］

$u=\frac{\beta}{2\cdot(a_1+a_2)}\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)$ だが，$0<\alpha_1<\alpha_2, \beta>0$ であるため，$\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)>0$ となる。ゆえに，経済全体の初期賦存資源の総額 (r) に関わらず，$u<0$ が常に成り立つ。

［証明終わり］

［命題5の証明］

命題1および命題4より，

$s+u=\frac{1}{2\cdot(a_1+a_2)}\cdot\left\{S_1'(r_1)-S_2'(r_2)+\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)\right\}$ となる。

ゆえに，$s+u>0 \Leftrightarrow S_1'(r_1)-S_2'(r_2)<-\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)$

かつ $s+u<0 \Leftrightarrow S_1'(r_1)-S_2'(r_2)>-\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)$ となる。

［証明終わり］

［命題6の証明］

資本市場成立の条件は $q^*\geq 0$ および $\tilde{x}_i\geq 0$ がともに成り立つことである。

$q^*\geq 0$ は $r\leq \bar{r}_1+\bar{r}_2$ と書き直せるが，これは $0<r_1\leq \underline{r}_1, 0<r_2\leq \underline{r}_2$ において必ず成立する。

資本市場に付随した資源移転バイアスを考慮した資本市場成立の条件は，

$\tilde{x}_i\geq 0 \Leftrightarrow S_{-i}'(r)-S_i'(0)\leq\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_i}-\frac{1}{\alpha_{-i}}\right)$ であるが，これは $\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)>0$ のために，とくに $\tilde{x}_2\geq 0$ が，収益性に関する仮定である（2）式，すなわち $S_i'(r)-S_{-i}'(0)\leq 0$ の（付加的）制約条件となる。

すなわち $-\beta\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)<S_1'(r)-S_2'(0)<0$ とき，資本市場は資源移転バイアスのために，成立しない。

このとき，資本市場が成立する条件は，$\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)$ または (β) が大きいほど厳しくなる。

［証明終わり］

[系1の証明]

命題3と命題5から明らかなため，証明略。

[命題7の証明]

内部資本市場の（絶対的）効率性は，

$$W(\dot{x}_1, \dot{x}_2)-W(\hat{x}_1, \hat{x}_2)=-(a_1+a_2)\cdot(s+t)\cdot(s-t)$$

となる。ここで $s+t=0, s-t=0$ の交点を求めると，$(r_1^*, r_2^*)=-\frac{b_1}{2\cdot a_1}, -\frac{b_2}{2\cdot a_2}=(\underline{r}_1, \underline{r}_2)$ となり，$0<r_1\leq\underline{r}_1, 0<r_2\leq\underline{r}_2$ に存在する。ゆえに，$0<r_1\leq\underline{r}_1, 0<r_2\leq\underline{r}_2$ では $W(\dot{x}_1, \dot{x}_2)-W(\hat{x}_1, \hat{x}_2)$ は正負どちらの値をもとりうる。そのため，内部資本市場の採用によって，社会的厚生は増加することも減少することもありうる。

[証明終わり]

[命題8の証明]

$$W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)-W(\hat{x}_1, \hat{x}_2)=-(a_1+a_2)\cdot(s^2-u^2)=-(a_1+a_2)\cdot(s+u)\cdot(s-u)$$

となるが，$u=\frac{\beta}{2\cdot(a_1+a_2)}\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)$ であるので，

$$W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)-W(\hat{x}_1, \hat{x}_2)=-(a_1+a_2)\cdot s^2+\frac{\beta^2}{4\cdot(a_1+a_2)}\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)^2$$

と求められる。したがって，$u\leq s\leq -u$ のとき，$W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)-W(\hat{x}_1, \hat{x}_2)\leq 0$ となる。

ただし，資本市場採用による非効率的バイアスは $\frac{\beta^2}{4\cdot(a_1+a_2)}\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)^2$ となり，初期賦存資源の状況に関わらず一定である。

[証明終わり]

[系2の証明]

$$W(\dot{x}_1, \dot{x}_2)-W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)=(a_1+a_2)\cdot(t^2-u^2)=(a_1+a_2)\cdot(t+u)\cdot(t-u)$$

となるが，$u=\frac{\beta}{2\cdot(a_1+a_2)}\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)$ であるので，

$$W(\dot{x}_1, \dot{x}_2)-W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)=(a_1+a_2)\cdot t^2-\frac{\beta^2}{4\cdot(a_1+a_2)}\cdot\left(\frac{1}{\alpha_1}-\frac{1}{\alpha_2}\right)^2$$

と求められる。したがって，$u\leq t\leq -u$ のとき，$W(\dot{x}_1, \dot{x}_2)-W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)\geq 0$ となる。

ただし，$t-u\geq 0 \Leftrightarrow r\leq \bar{r}_1+\bar{r}_2$ は $0<r_1\leq\underline{r}_1, 0<r_2\leq\underline{r}_2$ では，必ず成立する。

ゆえに，(r_1, r_2) が $0<r_1\leq \underline{r}_1, 0<r_2\leq \underline{r}_2$ で，$t+u\leq 0 \Leftrightarrow r\geq 2\cdot(\underline{r}_1, \underline{r}_2)-(\bar{r}_1+\bar{r}_2)$ を満たすとき，内部資本市場は資本市場よりも相対的に効率的である。

［証明終わり］

［命題 9 の証明］

社会的に資本市場が絶対的に効率的である条件は

$$W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)-W(\hat{x}_1, \hat{x}_2)=-(a_1+a_2)\cdot(s^2-u^2)=-(a_1+a_2)\cdot(s+u)\cdot(s-u)>0$$

社会的に資本市場が相対的に効率的である条件は

$$W(\dot{x}_1, \dot{x}_2)-W(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)=(a_1+a_2)\cdot(t^2-u^2)<0$$

となる一方，オーナー経営者にとって内部資本市場が望ましい条件は，

$$V^o(\dot{x}_1, \dot{x}_2)-\sum_{i=1}^{2}Z_i(\tilde{x}_1, \tilde{x}_2)=-(a_1\cdot a_1+a_2\cdot a_2)\cdot\{(s+t)^2-(s+u)^2\}>0$$

となる。この 3 式は

$$\begin{cases}(s+u)\cdot(s-u)>0\\(t+u)\cdot(t-u)>0\\\{(s+t)+(s+u)\}\cdot\{(s+t)-(s+u)\}>0\end{cases}$$

と整理できる。

ゆえに，(r_1, r_2) が $0<r_1\leq \underline{r}_1, 0<r_2\leq \underline{r}_2$ で以上の条件を満たす領域内にあるとき，社会的に非効率な内部資本市場が，オーナー経営者の個別合理性によって持続する。

［証明終わり］

（経済学部研究助手）

参 考 文 献

Brioschi, Maria Sole, Giovanni Marseguerra, and Stefano Paleari, “Corporate Groups and Minority Shareholder Wealth: A Role for Private Benefits?” *Asia-Pacific Financial Markets*, 6, 1999, 355-383.

Buzzacchi, L. and M. Pagnini, “Diritti di proprietà e mercati interni dei capitali nel modello di impresa italiana,” *L'Industria*, 3, 1995, 503-525.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and Larry H.P. Lang, “Diversification and Efficiency of Investment by East Asian Corporations,” Policy Research Paper No.2033, World

Bank, 1998.
Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and Larry H.P. Lang, "Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation," Policy Research Paper No.2089, World Bank, 1999.
高龍秀,『韓国の経済システム』, 東洋経済新報社, 2000.
La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," National Bureau of Economic Research Working Paper 6625, 1998.
Shin, Hyun-Han and Young S. Park, "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'Chaebols'," *Journal of Corporate Finance*, 5(1), 1999, 169-191.
ユン・ヨンソプ, キム・ソンピョ,「事業多角化と代理人問題が企業価値に及ぼす影響」,『財務研究』, 12(1), 韓国財務学会, 1999. (韓国語)