

マークアップの理論と実証 —ポスト・ケインジアン・アプローチ—

藤 田 真 哉
吉 井 哲
徳 丸 宜 穂

Keynesian/post-Keynesian models, which prefer to suppose the cost-plus pricing rather than the profit-maximizing pricing, have investigated factors that affect the mark-up rate because its price theory is not complete without the mark-up theory. Following A. Wood's seminal model on the mark-up rate, M. Lavoie and E. Stockhammer theoretically shows two types of firm, that is, the profit rate maximizing firm and the capital accumulation rate maximization firms. By using the questionnaire survey results on the manufacturing firms in Aichi Prefecture and factor analysis, this paper gives some evidence of those types of firm. We further show the second factor composed of profitability factors has relatively stronger effect on the firms' mark-up setting behavior rather than the first factor composed of growth factors.

Keywords: post-Keynesian economics, cost-plus pricing, mark-up rate, factor analysis

I. はじめに

Robinson (1933) や Chamberlin (1933) による「不完全競争の理論」の誕生を契機として、企業の実態に即した経済理論の構築が急務となるとともに、理論の検証のために現実の企業を調査するという研究も現れはじめた。Hall and Hitch (1939) は、おそらく経済学史上初めて現実の企業に対して価格の設定方法や投資の決定要因を聞き取り調査したものであろう。この調査では、価格はコストベースで決定され、かつ、粘着的であるという重要な知見が得られた。ここでコストベースの価格設定とは、「販売価格＝原価（単位当たり生産費）＋マークアップ（利潤の上乗せ分）」となるよう積み上げ式で価格を設定する方式であり、かつて古典派経済学が主張していた生産費原理と同じ系統に位置づけられるものである。また Hall and Hitch (1939) を引き継いだ Lester (1946) の費用曲線に関する調査も論争を生んだ。かれの調査結果が限界分析に疑問を投げかけるものであったため、その妥当性をめぐって *American Economic Review* など激しい論争が起こった (Machlup (1946))。

さらにコストベースの価格設定と限界分析の両立性という問題の他に、マークアップ（率）も議論の

的となった。マークアップ率の水準はどのように決まるのか、この点を説明しなければ価格水準が決定されないからである。マークアップ率を決める要因については、Modigliani (1958) や Sylos-Labini (1962) らの参入阻止価格モデルがよく知られている。また Wood (1975) や Eichner (1976) 等のケインジアンは、マークアップ率が設備投資との関連で決定されることを簡単なモデルで示した。Wood (1975) によれば、より大きな投資をファイナンスするために高いマークアップを設定しなければならないことと、需要を拡大するためにより低い価格、ひいては低いマークアップを設定しなければならないことという、相反する2つの制約のあいだで、企業は価格を設定する主体である。Wood (1975) のモデルをベースにして、Lavoie (2014) や Stockhammer (2004) らポスト・ケインジアンは、マークアップの水準をできる限り高く維持しようとする利潤率最大化型企業と、可能な限り成長しようとする資本蓄積率¹⁾（成長率）最大化型企業という、2つの企業像がありうることを示した。このうち前者の企業は金融化のもとで株主価値志向・資本市場重視の特徴を持ち、その支出の多くが利子や配当の支払い、金融資産への投資に割られるとされ、また後者の企業は金融化の波からは独立しており、成長

率を高めるための実物投資を重視する傾向を持つとされている。

本稿の目的は、利潤率最大化と資本蓄積率最大化という2つの企業の志向性が現実的に妥当であるかどうかを検証することである。Stockhammer (2004) に代表されるいくつかの先行研究は、集計量データをもとに投資関数を実証することにより、利払いや配当支出などの金融的支出の増大が実物投資に対して有意に負の効果を与えることを明らかにしている²⁾。しかしながら、これらの研究は、金融化、または金融化のもとで収益性を重視するガバナンスの変化が資本蓄積にどのような影響をもたらすかを検証したものであり、利潤率最大化および成長率最大化という2つの企業の志向性を直接的に実証するものではない。では、これらの企業の志向性をどのような方法で検証したらよいだろうか。一つの考えられる方法は企業に直接尋ねることであろうが、企業は一般的に複数の細かな目標を考慮して利益を設定すると考えられるので、利潤率最大化と成長率最大化のどちらを重視しているかを企業に尋ねても徒労に終わるに違いない。つまり、ほとんどの企業にとっては利潤も成長もともに重要であるため、それら両方に対して企業は肯定的な反応を示すだろう。それに対して本稿では、企業が利益を設定する際に考慮するであろう、将来の設備投資や間接費用の支払い、利払いなど(利潤や成長といった直接的かつ曖昧な表現を排除した)計10項目の要因について各企業がどの程度重視しているかをアンケート調査し、それら各要因の評定の背後に存在するであろう企業の志向性を因子分析によって析出する。さらに、2つの志向性(因子)が検出された場合に、それぞれがどの程度の強さで企業の利益設定行動に影響を及ぼしているかを定量的に明らかにする。本稿では、これらの分析を経て(ポスト)ケインジアンが展開したマークアップの決定理論が妥当であるかどうかを検証する。

本稿の構成は以下の通りである。2節では、マークアップの決定理論を簡潔に説明し、利潤率最大化型企業と資本蓄積率最大化型企業という2つの企業が存在しうることを示す。3節では、因子分析を用いて利潤率最大化という志向性に相当する因子と成長率最大化という志向性に相当する因子を検出し、さらに2つの因子が企業の利益設定行動にどれぐらいの規模の影響を与えているかを比較する。4節では本稿の分析結果をまとめる。

II. マークアップの決定理論

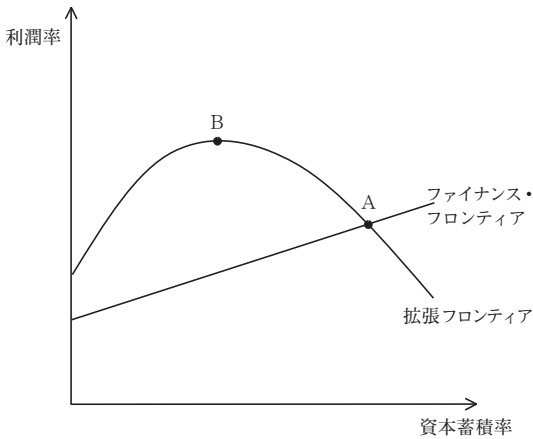
1. Lavoieのモデル

はじめにWood (1972) やLavoie (2014) らが提示した、利潤マージン(または利潤マージンを構成するところのマークアップ率)の決定理論を確認する³⁾。このモデルでは、企業は、利潤マージンを設定する際に、より大きな投資をファイナンスするために高い利潤マージンを設定しなければならないという制約—ファイナンス・フロンティアと呼ばれる—と、需要を拡大するためにより低い価格、ひいてはより低い利潤マージンを設定しなければならないという制約—拡張フロンティアと呼ばれる⁴⁾—を同時に考慮しなければならない。これら2つの制約について以下で概説しよう。

ファイナンス・フロンティアは、企業にとって望ましい設備投資とその実行のために最低限必要とされる利潤率(または利潤マージン)との関係をあらわすものである⁵⁾。企業内に留保される利潤は、設備投資のために必要な内部資金の源泉となる。したがって、内部資金を潤沢にして多くの投資額を実現しようとするのであれば、利潤マージンは相応に高い水準に設定されなければならない。もちろん企業は内部金融だけでなく外部金融に頼ることも可能である。しかしながら利潤は資金の貸し手にとって借り手の信用度をあらわす重要な指標の一つであり、それゆえに利潤が高ければ高いほど、企業は外部から資金を調達しやすくなる。つまり、主要な資金調達の方法が内部資金か外部資金かにかかわらず、より大きな設備投資はより高い利潤マージンを要求する。

ファイナンス・フロンティアは、縦軸に利潤率、横軸に資本蓄積率をとった図1において、右上がりの曲線で描かれる。ファイナンス・フロンティアの上側の領域は、企業にとって選択可能な利潤率と資本蓄積率の組み合わせをあらわす集合である。また企業ごとにファイナンス・フロンティアのポジションは異なる。例えば金融制約が緩和されている企業においては、より低い利潤で多くの投資資金を調達することができるため、そのファイナンス・フロンティアは下方に位置することになる。ここで金融制約が緩和されている状態とは、負債にかかる金利が低下する場合や、配当が低下している場合などが考えられる。逆に資金調達の環境が悪化している企業のファイナンス・フロンティアは、上方に位置する

図1 マークアップの決定理論



ことになるだろう。

次に、拡張フロンティアについて説明する。図1にあるように、拡張フロンティアは資本蓄積率の各水準に対してどの程度の収益、言い換えればどの程度の利潤マージンが保証されるかをあらわし、その形状は逆U字型になるとされる。この曲線の左側は、企業が成長していくと、より大きな利潤を獲得できることをあらわす。なぜなら資本蓄積率が比較的低い水準のときには、新しい生産技術の導入によって効率性や生産性が上昇し、利潤マージンが増加していくからである。このことは拡張フロンティアの右上がりの部分であらわされる。他方で、拡張フロンティアはある閾値を超えると右下がりとなる。企業がそのシェアを高め成長速度をより上げていくためには、企業は宣伝広告費に膨大なコストを支払ったり (Wood (1975))、大きな企業規模のもとで経営管理上の非効率性を克服するために多大なコストを支払ったりしなければならない (Lavoie (2014))。こうしたコストの増加は、価格が一定に保たれるときには利潤マージンを圧縮するだろう。また資本蓄積率が十分に高い水準に至ると、標準稼働率を維持するような高い需要を獲得するために、企業は価格を十分に引き下げなければならない (Wood (1975), Dallery (2009))⁶⁾。技術進歩によって単位コストを引き下げにくい短期においては、価格低下という目的を果たすために企業は利潤マージンを圧縮せざるを得ない。

拡張フロンティアは、資本蓄積率に対してどの程度の収益が獲得されるかをあらわした曲線であるから、同フロンティアより下方の部分が企業において

選択可能な資本蓄積率と利潤率の組み合わせをあらわす集合となる。またファイナンス・フロンティアと同じように、企業によって拡張フロンティアのポジションは異なる。より高い生産技術を持つ企業においては、コスト面で有利であることから、その拡張フロンティアは上方に位置する。また市場が競争的であったり、労働者の賃金交渉力が強かったりするときには、企業は利潤マージンを低く設定せざるを得ないので、拡張フロンティアはより下方に位置することになる。

2. Stockhammerの「金融化」論

拡張フロンティアとファイナンス・フロンティアを描いた図1を用いて、企業が利潤マージンを設定するうえでどのような選択肢がありうるかを検討しよう。先に述べたように、企業はファイナンス・フロンティアの下側の領域を選択することはできないし、拡張フロンティアの上側の領域を選択することもできない。それゆえ2つのフロンティアに囲まれる部分が企業にとって選択可能な利潤率と資本蓄積率の組み合わせとなる。

ポスト・ケインズ派が想定する伝統的な企業像は、新古典派のように利潤最大化を目指す主体ではない。現実の企業の最終目標は、自社の長期間にわたる生存と市場における権力⁷⁾の拡大であり、利潤の拡大はそうした目標の達成のための一手段に過ぎない。企業が市場で生き残り市場における権力を増加させていくためには、企業自体の成長が重要である。つまり企業は、成長していくことで他の企業—ライバル企業や取引先企業—に対する支配力を強めていくことができ、ケインズの言う不確実性を低減させていくことができるのである。ところで企業の成長を実現するためには資本蓄積が必須であるから、企業は生存と権力の拡大のために、成長の最大化、言い換えれば資本蓄積率の最大化を目指す。この点を踏まえるならば、企業にとってベストな選択は図1における点Aになる。

しかしながら、Stockhammer (2004) は金融化のもとでは異なる選択肢もありうる旨指摘する。金融化のもとで企業が株主の強い影響力にさらされる場合には、経営者は自社の成長に固執せず、株主の顔色を窺うかもしれない。このとき、企業が選択する(すべき)戦略は、利潤率の最大化を通じて資本市場を満足させられるような配当や利子を支払うことである。また株主価値志向の強い企業は、配当や

利子の支払いのために、実物投資よりも利益が大きくなるかもしれない金融資産への投資を考えるかもしれない。さらに、忍耐強い資金の貸し手—例えば、日本企業におけるメインバンク—を見つけられないような新興企業にとっては、利潤の最大化によって資本市場から多くの資金提供者を見つけることが、遠回りのように見えてかえって資本蓄積への近道になるかもしれない。以上のように、金融化の圧力を受ける企業や新興の企業は、主体的に点Bを選択するかもしれない。

以上の議論を踏まえると、現実の企業は線分ABのあいだのいずれかの点を選択していると考えられる。また、上述の理論は2つの目標を同時に最大限に追求することができないことも示している。それゆえ成長志向の強い企業は比較的点Aに近い点を選択するであろうし、収益性を重視する企業は点Bに近い点を選ぶことになるだろう。

ポスト・ケインズ派が提示した利潤マージンの決定理論から導かれる含意をまとめよう。企業には利潤率の最大化と成長率の最大化という2つの目標がある。実際の企業は、これら2つの目標—のちに因子分析を行うため「因子」と言い換えてもよいだろう—のあいだで自らの立ち位置を決めることになる。一方の極である成長率最大化を目指す企業は、その因子ゆえに実物投資ないし人的投資を重視する。こうした企業は、ポスト・ケインズ派によって伝統的に想定されてきたものであり、工業社会における典型的な企業像であると考えられてきた。他方の極である利潤率最大化を目指す企業は、実物投資によって成長の果実を得ることよりも、収益性の増大を愛好する。Stockhammer (2004) や Darely (2009) によれば、こうした企業は金融化の時代においてはしばしば観察されるものである。

ただしこれら2つの企業像はあくまでポスト・ケインズ派における理論的な説明にすぎないのであって、実証されたものではない⁸⁾。また実際の企業は、2つの極の間に位置することになるのだが、その位置は成長率最大化という因子と利潤率最大化という因子—それらが存在すれば、の話だが—の相対的な強さに依存すると考えられる。そこで、次節においては、以下2つの課題に取り組みたい。すなわち第1に、現実の企業が有している因子は、利潤を重視するものと、成長率を重視するものの2つにまとめられるのか、あるいはそれ以外のものがあるのかを明らかにする。第2に、仮に2つの因子が実際に存

在するとして、現実の企業はどちらの因子により強く影響を受けているのかを示す。

III. 実証

1. 因子分析

以下の分析では、「中部圏製造業企業における価格競争力に関するアンケート調査」の個票データを利用する。このアンケート調査は、愛知県の製造業企業を対象に2016年6月から7月にかけて実施したものであり、234社から回答が得られている。なおアンケートの全体像と詳細については、吉井・藤田・徳丸 (2017) を参照されたい。

図2 アンケート調査における質問

- Q14 価格とコストの差である(目標)利益を設定する際に、以下のような要因をどの程度重視しますか。以下の(ア)から(イ)の各項目について5段階で評価し、番号に○印を付けてお答えください。
- (5) = 非常に重視する, (4) = どちらかと言うと重視する, (3) = どちらとも言えない, (2) = どちらかと言うと重視しない, (1) = 全く重視しない)
- (ア) 配当など、株主への分配
 - (イ) ボーナスなど、従業員への分配
 - (ウ) 将来の設備投資費用の確保
 - (エ) 将来の不確実性に備えるキャッシュフローの確保
 - (オ) 設備投資費用の回収
 - (カ) 間接費用の回収
 - (キ) 金融資産に投資した場合の予想利益率
 - (ク) 利払い
 - (ケ) 他社の動向
 - (コ) 慣習

アンケートのQ14(図2)では、企業がどのような要因を考慮して利潤の上乗せ分を決定するかを検証するために、目標利益を設定する際に重視する要因について尋ねている。具体的には、利益設定の際に配当やボーナス、設備投資や利払いを含む各10項目についてどの程度重視しているかを、5段階評価(5が最高点、1が最低点)で企業に回答を求めた。回答結果は表1の通りである。

単純集計によれば、「(エ) 将来の不確実性に備えるキャッシュフローの確保」が最も高い点数を記録している。将来の不確実性はケインズ経済学の要となる概念である。不確実性があるからこそ、企業は利益(そして流動性)を確実に得たいと考え、コス

表1 利益設定の要因 (単位: 点)

	平均	標準偏差
(ア) 配当など, 株主への分配	2.04	1.26
(イ) ボーナスなど, 従業員への分配	3.35	1.06
(ウ) 将来の設備投資費用の確保	3.37	1.05
(エ) 将来の不確実性に備えるキャッシュフローの確保	3.46	1.01
(オ) 設備投資費用の回収	3.42	1.03
(カ) 間接費用の回収	3.33	0.89
(キ) 金融資産に投資した場合の予想利益率	2.27	1.22
(ク) 利払い	2.52	1.24
(ケ) 他社の動向	3.08	1.16
(コ) 慣習	2.84	1.08

トに利益を上乗せして価格を設定する (Melmies (2010))。また「(オ) 設備投資費用の回収」, 「(ウ) 将来の設備投資費用の確保」が高い評価を得ているのに対して, 「(ク) 利払い」や「(ア) 配当など, 株主への分配」に関しては評価が低い。つまり単純集計の結果だけを見れば, 愛知県の企業はいまだ成長志向であると言えそうである。

しかしながら, この集計表には(ア)から(コ)まで設問が多数存在しているため, 実際に企業がどのような要因を考慮しているかを直感的に理解することが難しい。そこで, ここでは多数の設問を少数の因子に集約する手法である因子分析を用いて, 企業の利益設定に影響を与える要因を明らかにする。因子分析を直感的に理解するために, 英語・国語・数学・理科・社会という5教科の試験の得点から学生の「文系能力」と「理系能力」を推定するという, よく知られた例を紹介しよう。国語の点数が高い学生は比較的社会的点数が高く, また数学の点数が良い学生は理科の点数が高くなりがちである。このとき, 国語と社会的点数に相対的に強い影響を与える潜在的因子と, 数学と理科に相対的に強い影響を与える潜在的因子が学生の内に存在していると考えることができる。分析者は, これら2つの因子を恣意的に解釈して名前を付けることができ, 前者の因子は俗に言う「文系能力」, 後者は「理系能力」と名付けられることになる。言うまでもなく, 本稿の分析ではアンケートのQ14の10個の設問の得点が5教科の得点に相当し, そこから企業のなかに潜在的に存在するであろう因子を抽出することになる。

本稿では, 因子抽出法として, 最尤法およびプロ

マックス回転を利用している。また, 初期解において0.95以上の固有値をもつ因子が3つあったため, 因子数を3つと仮定した。この分析結果は, 表2であらわされている。この表においては以下の4点を理解することが重要である。

表2 企業の利益設定に関する因子負荷量

	第1要素 成長因子	第2要素 金融因子	第3要素 受動因子
将来の設備投資費用の確保	0.9301	-0.0082	0.0873
ボーナスなど, 従業員への分配	0.7040	0.0749	-0.1004
将来の不確実性に備えるキャッシュフローの確保	0.4865	-0.0074	0.1361
金融資産に投資した場合の予想利益率	0.0153	0.8584	-0.0336
利払い	-0.0305	0.7653	0.1673
配当など, 株主への分配	0.0372	0.7058	-0.1967
間接費用の回収	-0.0524	0.0003	0.7218
設備投資費用の回収	0.3014	-0.0981	0.6682
他社の動向	-0.0725	0.2427	0.5051
因子負荷量の二乗和	1.698776	1.894947	1.326646

注1: 因子負荷が0.40以上を太字にしている。

注2: サンプル数は206である。なおサンプル数が少なかった「慣習」については採用しなかった。

3つの因子のうち, 第1要素は「将来の設備投資費用の確保」と「ボーナスなど, 従業員への分配」の因子負荷量が高い。将来の設備投資が企業の成長と密接に関係することは言うまでもない。また従業員への分配は, 成長に対する報酬, もしくは技能習得へのインセンティブと捉えられる (Bowles and Boyer (1995))。このように第1要素は成長と関連する設問において因子負荷量が高いので, これを成長因子と呼ぶことにしよう。

第2要素は, 収益性志向をあらわす「金融資産に投資した場合の予想利益率」の因子負荷量が最も高い。これは, 企業が実物投資によって金融資産のリターンよりは大きい利益を獲得しようとしていることを示している。また裏を返せば, 金融資産の収益より営業利益が小さい場合には, 実物投資を執行しないで金融資産に投資をするのかもしれない。つまり, この設問における高い因子負荷量は, 企業の収益性志向をあらわしていると考えられる。また第2要素では金融市場と強く関係する「利払い」や「配当など, 株主への分配」の因子負荷量も高い。以上

のことから、第 2 要素を金融因子と呼ぶことにする。

第 3 要素は、「間接費用の回収」や「設備投資費用の回収」等、企業にとって過去の行動の清算を意味する設問の因子負荷量が高い。また「他社の動向」は企業が他社を参照して受動的に行動していることをあらわしている。それゆえ第 3 要素を受動因子と呼ぶことにする⁹⁾。

表 2 の下段に示されている因子負荷量の二乗和は、成長因子・金融因子・受動因子という 3 つの因子が企業の利益設定に対してどの程度の影響力を及ぼしているかをあらわすものである。これによれば、金融因子が二乗和の最も大きく、その後成長因子、受動的因子と続いている。このことから、僅差ではあるが金融因子が愛知県の製造業企業の利益設定に最も強い影響を与えていると言える。

因子分析の結果をまとめよう。われわれの分析では、成長因子・金融因子・受動因子という 3 因子が企業の利益設定に影響を与えていることが明らかになった。成長因子はポスト・ケインズ派の成長率最大化因子に、金融因子は利潤率最大化因子と対応すると考えられる。つまり、ポスト・ケインズ派が提示しているマークアップ決定理論は、控えめに言ってもを外してはいない。さらに、愛知県の製造業企業は収益志向の因子と成長志向の因子のどちらからも同程度の影響を受けていることがわかる。また金融因子が最も大きい影響力を有している意味で、愛知県製造業企業の設備投資行動は保守的になっている。ただし、愛知県における金融因子においては、「株主価値志向の強化」のもとで金融的支払いが増加しているという面よりも、収益性確保のために金融資産のリターンも考慮しなければならないという面が強くあらわれている。

IV. おわりに

ポスト・ケインズ派におけるマークアップの決定理論によれば、マークアップの水準を可能な限り高く維持しようとする利潤率最大化型企業と、収益性を無視してでも成長しようとする資本蓄積率最大化型企業という、2 つの企業像がありうる。本稿では、これら 2 つの企業の志向性が現実的に妥当であるかどうかを、愛知県の製造業企業に対して行ったアンケート調査結果をもとに検証した。本稿の結論は、以下のようにまとめられる。

第 1 に、因子分析の結果、企業には 2 つの大きな

因子、すなわち成長を求める因子（成長因子）と金融市場を考慮する因子（金融因子）が存在することが明らかになった。これらの因子は、資本蓄積率最大化並びに利潤率最大化という 2 種類の企業の志向性とおおよそ合致している。第 2 に、愛知県の製造業企業においては、わずかではあるが金融因子の因子負荷量の二乗和が成長因子のそれを凌駕している。したがって、金融市場の影響は「ものづくり」の集積地である愛知県においても無視できないものになっていると言える。

最後に今後の検討課題を簡潔に述べたい。因子分析に基づく、それぞれの企業がどの程度の大きさの各因子をもっているかをあらわす得点（因子得点）が得られる。この得点を使うことによって、成長因子や金融因子に影響を与える企業属性や取引慣行等の諸要因を明らかにすることできる。将来的にはこうした分析を遂行し、資本蓄積率最大化企業と利潤率最大化企業それぞれを規定する制度的・環境的要因を析出したいと考えている。

注

- 1) ここで資本蓄積率は期内の資本の増加分を当期の資本ストックで割ったものと定義する。
- 2) 例えば、Orhangazi (2008), Van Treeck (2008), Onaran, Stockhammer, and Grafl (2011), Tori and Onaran (2018) を参照されたい。日本の実証については、西 (2012), 嶋野 (2016) などがある。
- 3) 本稿では数式を用いないが、数式を用いたモデルについては Wood (1975) を参照されたい。また実のところポスト・ケインズ派には様々なマークアップの決定理論が存在しており、Wood (1975) や Lavoie (2014) が展開したモデルはその一つに過ぎない。それにもかかわらず、このモデルは、比較的容易に理解しやすいこと、他のマークアップの理論の含意をおおよそ包含すること等の利点もあり、ポスト・ケインズ派のなかで最も多く参照されるものであると思われる。
- 4) Wood (1975) では機会フロンティアと呼ばれている。
- 5) もし現実の稼働率が企業によって最適に設定された標準稼働率に等しくなるならば、利潤率は利潤マージンだけに依存することになる。また利潤マージンがコストプラス・プライシングにおけるマークアップ率によって決定されることはよく知られている。それゆえ、ここでの議論で用いられる利潤率は利潤マージンやマークアップ率に置き換えられうる。
- 6) ただし、需要を獲得するためには価格を引き下げなければならないという、拡張フロンティアにおける右下がりの部分の説明は、需要と価格の関係が企業にとっては既知であるという需要曲線を想起させるため、不

- 確実性を重視するポスト・ケインズ派においては避けられる傾向にある (Coutts and Norman (2013))。
- 7) ここで市場における権力とは、市場占有率のみならず、取引先企業に対する交渉力や自社の労働者に対する支配力なども含んだ包括的概念である。
- 8) Stockhammer (2004) を含めた多くの金融化に関する実証分析では、企業の実物投資が配当などの金融支払いと負の因果関係を持っていることが示されている。つまり、金融的要因の影響が実物投資を阻害していることを回帰分析によって示している。これは利潤率最大化と成長率最大化という2つの志向性の相反関係を示すこと (つまり図1における右下がりの線分AB) を証明することを意図していると思われる。しかし企業の予算が限られている場合には、金融関連の支出の増大が実物投資への支出に負の影響を与えているという実証結果は、自明のことのように思われる。
- 9) 本稿では因子の数を3つに設定したが、仮に因子の数を4つに設定すると「間接費用の回収」・「設備投資費用の回収」と「他社の動向」は異なる因子に属することになる。ただし、この場合には成長因子と金融因子に比して、第3因子と第4因子は極端に影響力の小さい因子となる。そのため、因子数を3つに設定し、その結果として「間接費用の回収」・「設備投資費用の回収」と「他社の動向」は一つの因子にまとめられることになった。

参考文献

- 嶋野智仁 (2016) 「日本経済における資本蓄積の様式の変化の要因：日本の非金融・保険業に着目した実証分析」『季刊経済理論』第53巻第3号, 81-93頁。
- 西洋 (2012) 「金融化と日本経済の資本蓄積パターンの決定要因：産業レベルに着目した実証分析」『季刊経済理論』第49巻第3号, 52-67頁。
- 吉井哲・藤田真哉・徳丸宜穂 (2017) 「愛知県製造業企業における価格設定行動と競争力に関するアンケート調査報告」『調査と資料』第121号。
- Bowles, S. and Boyer, B. (1995), "Wages, aggregate demand and employment in an open economy: an empirical investigation," in Epstein, G. and Gintis, H.E. (eds.), *Macroeconomic Policy after Conservative Era: Studies in Investment, Saving and Finance*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Chamberlin, E. (1933), *The Theory of Monopolistic Competition*, Cambridge, Harvard University Press.
- Coutts, K. and Norman, N. (2013), "Post-Keynesian approaches to industrial pricing: a survey and critique," in Harcourt, G. C. and Kriesler, P. (eds.), *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics Volume 1: Theory and Origins*, Oxford, Oxford University Press, pp. 443-66.
- Dallery, T. (2009), "Post-Keynesian theories of the firms under financialization," *Review of Radical Political Economics*, Vol. 41, No.4, pp. 492-515.
- Eichner, A.S. (1976), *The Megacorp and Oligopoly: Micro Foundation of Macro Dynamics*, New York, Cambridge University Press.
- Hall, R.L. and Hitch, C.J. (1939), "Price theory and business behavior," *Oxford Economic Papers*, Vol.1, No.2, pp.12-45.
- Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Lester, R.A. (1946), "Shortcomings of marginal analysis for wage-employment problems," *American Economic Review*, Vol. 36, No. 1, pp. 63-82.
- Machlup, F. (1946), "Marginal Analysis and Empirical Research," *American Economic Review*, Vol. 36, No. 4, pp. 519-554.
- Melmies, J. (2010), "New Keynesians versus Post Keynesians on the theory of prices," *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 32, No. 3, pp. 445-466.
- Modigliani, F. (1958), "New Developments on the Oligopoly Front," *Journal of Political Economy*, Vol. 66, No. 3, pp. 215-232.
- Onaran, O. Stockhammer, S. and Grafl, L. (2011), "Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 35, No.4, pp. 637-661.
- Orhangazi, O. (2008), "Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32, No.6, pp. 863-886.
- Robinson, J. (1933), *The Economics of Imperfect Competition*, London, Macmillan.
- Stockhammer, S. (2004), "Financialization and the slowdown of accumulation," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 28, No.5, pp. 719-741.
- Sylos-Labini, P. (1962), *Oligopoly and Technical Progress*, Cambridge Mass, Harvard University Press.
- Tori, D. and Onaran, O. (2018), "The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 42, No.5, pp. 1393-1416.
- Van Treeck, T. (2008), "Reconsidering the investment-profit nexus in financed-led economies: an ARDL-based approach," *Metroeconomica*, Vol. 59, No.3, pp. 371-404.
- Wood, A. (1975), *A Theory of Profits*, New York, Cambridge University Press.

(名古屋大学大学院経済学研究科)

(名古屋商科大学経済学部)

(名古屋工業大学大学院工学研究科)