

日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展： 歴史的パースペクティブ

岡 崎 哲 二

1. はじめに
2. 戦前のコーポレート・ガバナンス
3. 戦時経済下の企業改革
4. 戦後経済復興期のコーポレート・ガバナンス
5. おわりに

1. はじめに

企業の統治構造（corporate governance）に対する関心が内外の経済学者および実務家の間で高まっている。第1に、1980年代における日本経済の高いパフォーマンスの一因をその特徴的なコーポレート・ガバナンスの構造に求める見方がある。1980年代の米国で敵対的テイク・オーバーという日本におけるそれは対照的なガバナンスのメカニズムが活発に発動され、同時に日・米経済のパフォーマンスに大きな差異があったという事実がこうした関心の背景になった（Porter [1992]）。第2により最近の動向として、1980年代末以降の日本経済におけるバブルおよびその後の長期的な不況とコーポレート・ガバナンスとの関連が注目を集めている。企業経営者を規律づけるメカニズムが有効に機能しなくなったことが過剰投資ないし非効率的経営の原因となったとする議論である（渡辺・山本

[1992]; 広田・池尾 [1994]）。

さらに、これらの関心に共通する前提として経済学の理論的な発展がある。コーポレート・ガバナンスの問題は必ずしも新しいものではない。Berle and Means の古典的な研究（Berle and Means [1933]）以来、法学者や経営主義経済学者らによって研究が積み重ねられてきた。そもそも会社法の基本問題は望ましいコーポレート・ガバナンスの設計にあるとさえいえよう。後述するように、日本においても戦前からコーポレート・ガバナンスの実態やその望ましいあり方に関して活発な議論が行われてきた。一方、1970年代以降、経済学の分野における契約理論の発展によってこのような古くからの問題を分析する新しい視点が提供された（青木 [1988]）。企業を株主、経営者、従業員、取引先等の多くの主体の間の明示的ないし暗黙の契約の束とみて、各主体が契約を enforce する仕組みとしてコーポレート・ガバナンスを捉えるという

本論文は、岡崎 [1993]、岡崎 [1994a] を拡充し、日本銀行金融研究所ワークショップ提出論文として再構成したものである。

ものである。この視点から、企業におけるモニタリング、コントロールおよびインセンティブの制度が問題の焦点として導かれることになる。

この論文では、以上のような近年の研究動向を踏まえて日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展を歴史的パースペクティブから検討する。コーポレート・ガバナンスに関する歴史的研究には2つの意味が考えられる。第1に、歴史はコーポレート・ガバナンスについての豊富なデータを提供する。とくに、後述するように日本においては戦前に現代のそれと大きく異なる仕組みが存在していたから、コーポレート・ガバナンスの異時点間比較により興味深い知見を得ることができると考えられる。第2に、一般に制度にはpath dependenceがあることが近年注目されている。制度変化に固定的な費用が伴い、あるいは複数の制度の間に補完性(complementarity)が存在する場合、歴史上の偶然的な出来事とその後の制度の発展に不可逆的な変化を与え、歴史が現在の制度の存在理由になるという見方である(奥野[1993];青木[1992a];Milgrom, Qian and Roberts[1991];Milgrom and Roberts[1992])。この視点に立てば、歴史的研究は直接、現代のコーポレート・ガバナンスの理解に寄与しうることになる。以下、2.で上記の契約理論の視点から戦前のコーポレート・ガバナンスについて整理し、3.、4.で戦時中および戦後におけるその変化について論じることにした。

2. 戦前のコーポレート・ガバナンス

(1) 株式会社制度の発達

日本への本格的な株式会社制度の導入は国立銀行条例の制定(1872年)に始まり、松方デフレからの回復期におけるいわゆる「企業勃興」の過程で1890年代には鉄道、紡績、銀行などの近代移植産業分野で株式会社制度が定着した(宮本[1990]、pp.360-373)。株式会社は以後急速に普及し、払込資本金を基準とすれば戦前期一貫して法人企業の9割前後のシェアを占め続けた。¹⁾戦前日本の金融システムが戦後と同様に間接金融を中心としたものであったとする根強い通説があるが(日本銀行金融研究所[1986]、pp.505-506、pp.519-520、寺西[1989]、pp.197-200など、²⁾)こうした見方は次のような事実を照らして必ずしも妥当とはいえない。

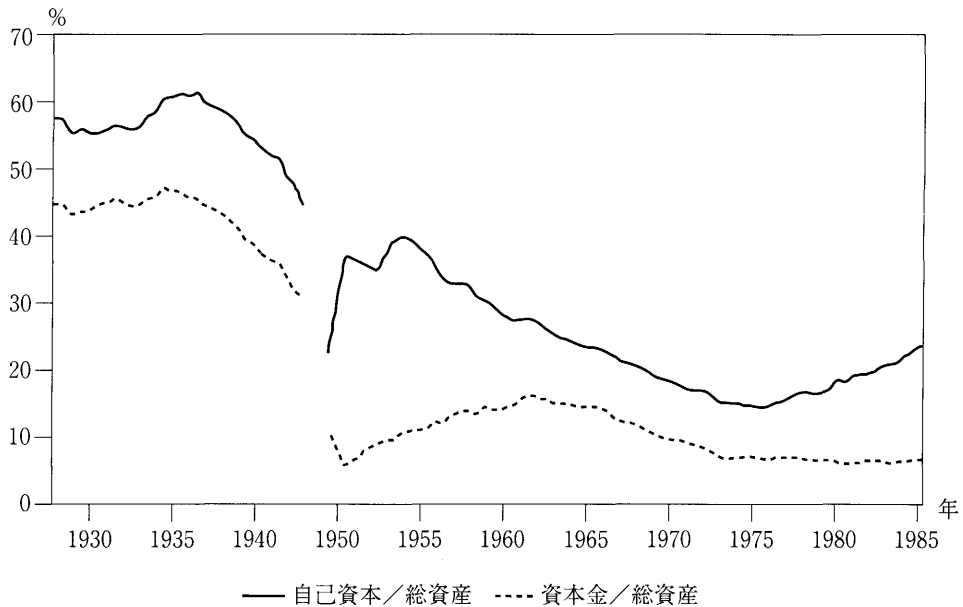
第1に、戦前の日本の大企業の自己資本比率は平均して50~60%に達し、自己資本のうち70~80%を払込資本金が占めた(第1図)。第2に、株式会社の発達は資本市場の発達を伴った。第2図は東京株式取引所(戦前)ないし東京証券取引所(戦後)に上場された株式の時価総額の対GNP比を示している。戦前にはこの比率はほぼ60~80%に達し、大不況期にも40%前後を維持した。戦後の高度経済成長期に一貫して30%前後の水準が続いたことと比較すると非常に高い値といえる。戦前に株式市場が未発達であったという見方は、戦前の産業が閉鎖的に株式を所有する財

1) 岡崎[1993]、表4.1 (p.101)。

2) 寺西[1989]は、「機関銀行」による間接金融のメカニズムを説明したあと、新興企業・公益企業における株式市場の利用、財閥・紡績企業における「自己金融」を正当に指摘している。しかしその評価は「重要な例外」とされている(pp.208-209)。

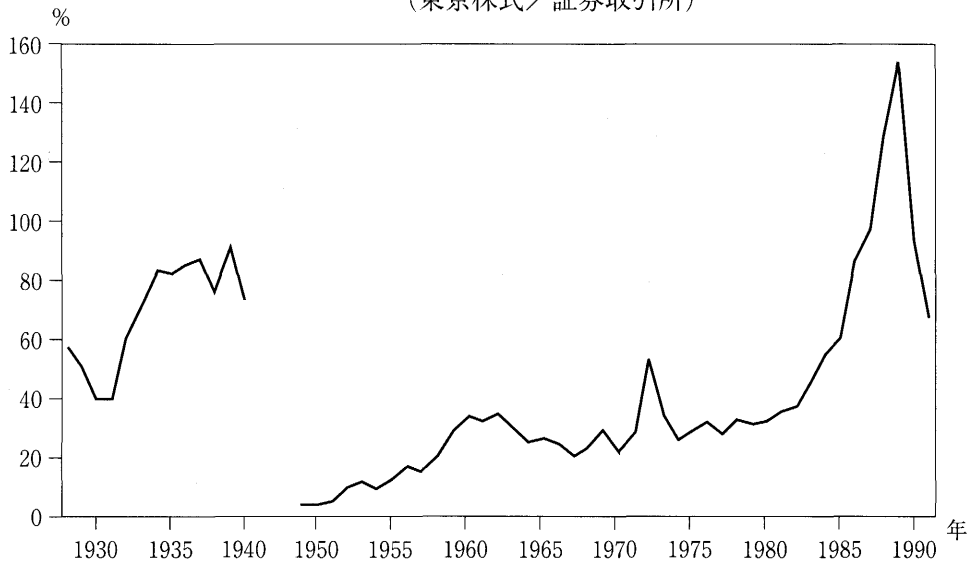
Ⅱ．報告論文

第1図 主要産業企業の自己資本比率



(資料) 三菱経済研究所『本邦事業成績分析』、『企業経営の分析』
三菱総合研究所『企業経営の分析』

第2図 上場株式時価総額/GNP
(東京株式/証券取引所)



(資料) 東京株式取引所 [1938]、東洋経済新報社 [1991]

(注) 戦前の時価総額は長期取引上場株式時価総額 $\times \frac{\text{全上場株式資本金額}}{\text{長期取引上場株式資本金額}}$ によって算出した。

閥によって支配されていたという認識を重要な根拠の1つとしているが、後述するように財閥本社が大部分の株式を所有する「直系」の企業は大企業の中でむしろ少数であった。第3に株式市場の機能について、戦前の株式市場でPERをベースとして株価が形成されていたとする実証研究がある（舟岡[1989]、pp.35-38）。上記の通説は戦前の株式市場が投機的、非効率であったとする認識に立っているが（日本銀行金融研究所[1986]、p.520; 寺西[1989]、p.200）、上の研究は戦前の株式市場が企業の業績をモニターし、株式のファンダメンタル・バリューを評価する機能を果たしていたことを示唆している。³⁾

(2) 株主の役割

イ. 法制的枠組み

以上のように戦前に発達した株式会社制度はどのようなコーポレート・ガバナンスの構造によって支えられていたのであろうか。第1に法制的枠組みが挙げられる。よく知られているように日本の最初の商法（旧商法）は1890年に制定されたが、その施行は延期され1899年に改めて新商法が制定された。新商法は株式会社設立に関する準則主義を明記するとともに、会社の機関として株主総会（決定機関）・取締役（業務執行機関）・監査役（監査機関）を規定するなど、株式会社に関する近代的な法制を整備する役割を果たした。新商法の大きな特徴は、株主総会中心主義を採った点であった。すなわち「最高かつ万能の機関」としての株主総会は、法律・定款に定められた事項だけでなく、あらゆる

事項について決議する権限を有し、したがって日常的な業務執行についても決議に基づいて取締役を拘束することができた。さらに取締役・監査役の選任・解任および報酬決定は株主総会の普通決議事項とされ、取締役・監査役は任期中でも普通決議によって解任することができた（北沢[1966]、pp.66-70）。

ロ. 株式所有構造の特徴

以上のように法律によって認められた権限が実際に行使されるためには別の制度的・実態的条件が必要とされる。第2の要因として株式所有構造の特徴が挙げられる。企業のサンプルとして、鉱工業分野の財閥（三井、三菱、住友）系企業と非財閥系企業の中からそれぞれ1935年時点の総資産額上位10社、計20社をピックアップする（第1、2表）。全鉱工業企業の中での順位が示すように、むしろ非財閥系企業が鉱工業大企業の主要な部分を占めたことが注目される。1935年の鉱工業企業総資産額上位60社のうち、財閥系は10社にすぎなかった。株式所有の分布をみると、程度の差はあるにせよ大株主（上位10株主）への株式集中度が高いという特徴が財閥・非財閥両グループに共通して認められる。

ハ. 大株主によるガバナンスの仕組み

大株主の中では両グループともに持株会社のウエイトが大きい。財閥系企業における持株会社は財閥本社（三井合名、三菱合資、住友合資）であり、株式公開がある程度進んだ1935年時点でも、ほとんどの場合傘下企業の4～6割、少ない場合でも2割以上の株式を持つ筆頭株主となっていた。他方、非財閥系企業における持株会社は、日本鉱業株式の過

3) もっとも戦前の株式市場の効率性については、別に本格的な実証研究が必要である。

Ⅱ. 報告論文

第1表 主要鉱工業企業の株式分布

単位：％

		1935年	1942年	1947年	1949年	1951年	1955年
計	発行	23,905	70,069	105,349	341,753	390,700	1,113,000
	上位10株主	40.3	37.8	38.5	19.4	20.3	20.0
	政府	0.1	0.6	24.4	5.6	0.6	0.0
	持株会社	24.7	15.3	5.7	0.5	0.0	0.0
	金融機関	6.7	8.3	5.3	3.2	8.5	15.5
	銀行	3.0	1.3	1.3	0.5	2.7	2.4
	信託	0.2	0.6	0.6	0.1	2.2	7.8
	保険	3.5	6.4	3.4	2.6	3.6	5.2
	証券会社	0.5	0.4	0.3	6.4	5.8	1.9
	その他法人	4.4	11.8	2.2	3.3	5.0	2.3
	個人	3.9	1.6	0.6	0.4	0.3	0.3
財閥	発行	5,840	34,482	53,971	154,800	169,600	550,400
	上位10株主	65.9	48.7	50.2	29.7	27.6	23.3
	政府	0.0	0.2	33.2	9.6	0.0	0.0
	持株会社	43.1	20.0	8.9	1.1	0.0	0.0
	金融機関	7.1	11.4	5.7	3.8	10.0	17.7
	銀行	0.9	1.5	1.2	0.3	4.1	2.8
	信託	0.8	1.1	0.8	0.1	2.3	8.8
	保険	5.4	8.8	3.8	3.5	3.6	6.1
	証券会社	0.3	0.0	0.0	8.1	7.9	1.8
	その他法人	13.5	15.6	2.2	6.9	9.6	3.6
	個人	1.8	1.4	0.2	0.1	0.1	0.2
非財閥	発行	18,065	35,588	51,378	186,953	221,100	562,600
	上位10株主	32.1	27.3	26.2	10.8	14.7	16.7
	政府	0.2	0.9	15.2	2.3	1.1	0.0
	持株会社	18.8	10.7	2.4	0.0	0.0	0.0
	金融機関	6.6	5.3	4.8	2.6	7.4	13.2
	銀行	3.7	1.1	1.4	0.6	1.6	2.0
	信託	0.0	0.1	0.5	0.1	2.2	6.9
	保険	2.9	4.1	2.9	1.9	3.6	4.3
	証券会社	0.6	0.7	0.6	5.0	4.2	2.1
	その他法人	1.4	8.0	2.3	0.3	1.6	1.0
	個人	4.5	1.8	1.0	0.7	0.4	0.3

(資料) 東洋経済新報社『株式会社年鑑』、東京証券取引所『上場会社総覧』

(注) サンプル企業については第2表を参照。

金 融 研 究

第2表 役員（取締役）の構成

単位：％

	順位	企 業 名		1935年	1942年	1945年	1947年	1951年
合 計			A	34	51	49	82	95
			B	15	9	8	0	0
財 閥		計	A	36	48	49	89	94
			B	6	8	6	0	0
			C	15	13	10	0	0
	4	三 井 鉱 山	A	63	69	73	88	100
			B	25	15	7	0	0
			C	13	8	0	0	0
	6	三 菱 重 工 業	A	54	50	53	83	83
			B	8	11	12	0	0
			C	23	11	6	0	0
	7	三 菱 鉱 業	A	80	81	83	100	100
			B	10	13	17	0	0
			C	0	0	0	0	0
	23	住友金属工業	A	25	44	82	100	100
			B	0	0	0	0	0
			C	38	22	18	0	0
	38	東 洋 レー ヨ ン	A	0	27	25	100	70
			B	0	0	0	0	0
			C	0	0	0	0	0
	39	日 本 製 粉	A	43	50	50	100	100
			B	14	10	13	0	0
			C	0	0	0	0	0
	51	三 菱 電 機	A	43	55	33	79	92
			B	0	18	13	0	0
			C	43	27	20	0	0
	52	住 友 化 学	A	13	10	19	78	100
			B	0	0	0	0	0
			C	25	50	24	0	0
	59	住友電線製造所	A	22	44	55	100	90
			B	0	0	0	0	0
			C	11	22	9	0	0
	60	東 洋 高 圧	A	0	22	25	80	100
			B	0	0	0	0	0
			C	0	0	0	0	0
非財閥		計	A	32	54	49	74	95
			B	23	11	10	0	0
	1	王 子 製 紙	A	31	60	57	83	100
			B	23	7	7	0	0
	2	日 本 鉱 業	A	80	71	53	67	100
			B	10	0	0	0	0
	3	鐘 淵 紡 績	A	89	86	50	92	100
			B	0	0	0	0	0
	5	東 洋 紡 績	A	64	92	81	89	100
			B	9	0	6	0	0
	8	川 崎 造 船 所	A	0	33	57	75	88
			B	11	11	7	0	0
	9	日 本 石 油	A	11	40	23	43	73
			B	44	13	15	0	0
	10	浅野セメント	A	0	36	30	79	100
			B	50	27	30	0	0
	11	大 日 本 麦 酒	A	30	36	25	29	100
			B	10	0	0	0	0
	12	大 日 本 紡 績	A	0	38	54	89	92
			B	40	23	23	0	0
	13	日 本 毛 織	A	11	13	33	70	100
			B	33	38	33	0	0

(注) 1. 順位は1935年時点における鉱工業企業中の総資産額ランク。

2. A＝内部昇進者（当該企業従業員から役員に昇進した者）の構成比。

B＝大株主（上位10株主と財閥家族、ただし、内部昇進者は含まない）の構成比。

C＝財閥本役員（ただし、当該会社の内部昇進者は含まない）の構成比。

Ⅱ．報告論文

半数を所有している日本産業⁴⁾のケースを別とすれば資産家の資産保全会社であり、個々の株式所有比率は必ずしも支配的な大きさではなかった。しかし、いずれにしてもリスクを負って企業に多額の資金を拠出し、したがって企業のガバナンスに参加するインセンティブを持った大株主が存在したといえる。

そのため、これら大株主は企業のガバナンスのための仕組みを備えており、これをコーポレート・ガバナンスの構造の第3の要因として挙げることができる。まず財閥系企業については支配的な株主である財閥本社がシステムティックなガバナンスの仕組みを構築していた。これは財閥系企業の経営陣において内部昇進役員の比率が比較的高かったことと対応している（第2表）。財閥史の分野で本社による傘下企業の「統轄」に関する多くの研究が蓄積されている（森川[1980]；麻島[1983、1986、1987a、1987b]など）。これらの研究の関心は主として本社による傘下企業の行動の調整（coordination）に置かれているが、コーポレート・ガバナンスについても有益な知見を提供する。

まず三井財閥では、本社（三井合名）は傘下企業に役員を派遣しており、彼らは派遣先企業の状況を日常的に本社社長に報告するとともに、重要案件については事前に報告して本社社長の指示を受けた。また傘下企業の取締役会議案は、事前に本社理事会に提出され、本社の理事会・業務執行社員会で決裁されたあと傘下企業の取締役会で正式決定された（春日[1987]、pp.26-29）。さらに傘下企業

の主要な課長・店長以上の進退は事前に本社理事会に諮ることとされ、重要ポストの人事権は本社が掌握していた（松元[1979]、p.240；沢井[1992]、p.192）。このようなガバナンス機能を支えるため本社は本部・事業部・財務部とその下の13課から成る管理組織を有していた。本部検査課は傘下企業の提出書類を検査する文字どおりのモニタリング担当部門であった（春日[1987]、pp.27-29）。

三菱財閥においても傘下企業の取締役会の決議事項は本社（三菱合資）の事前承認を受けることとされ、傘下企業の予算・決算も本社社長の承認事項であった。また、傘下企業の正規従業員は本社で一括採用された。その異動・進退・賞罰は参事以上については事前に本社社長の承認が必要とされ、それ以外についても本社社長への事前報告が行われた。予算・決算や人事に関する事前のコントロールは1930年代には廃止されたが、取締役会決議の事前承認制は維持された。管理のための組織として本社は監理・人事・査業・総務の4課を備えていた（長沢[1981]、pp.88-95）。⁵⁾

住友財閥では傘下企業が毎年度、「会計見積書」と「実際報告書」をそれぞれ事前と事後に本社（住友合資）へ提出した。本社は人事・総務・経理・工作・監査の5部を有し、経理部が「会計見積書」・「実際報告書」の審査を担当した。また監査部は本社監事の指示に基づいて人事・経理その他事業全般にわたって傘下企業を監視する役割を果たした（麻島[1987b]、pp.160-164）。さらに傘下企業の職員に関する人事は本社人事部が

4) 日本産業はいわゆる新興財閥の本社の1つである。

5) 取締役会決議の事前承認制は1929年にいったん廃止されたが、1932年に再度採用された（長沢[1981]、p.95）。

一元的に管理していた（畠山[1982]、pp.213-241）。

以上のように財閥は傘下企業のガバナンスのための仕組みを整備していた。財閥本社が傘下企業の資本の大部分を拠出し、しかも「家業」としてこれら企業に長期的にコミットしていた以上、そのガバナンスに大きな努力を払う十分なインセンティブがあったことによるといえよう。

一方、非財閥系企業における株主によるガバナンスは次のような仕組みによって行われた。非財閥系企業では、1935年時点の全取締役の2割以上を10位以内の大株主が占めた。そのほかにも10位以下の大株主が取締役になっているケースがあるから、これはかなり高い比率といえる。すなわち非財閥系企業では大株主は、経営陣に参加することによって、経営陣をモニターしコントロールした。いい換えれば、取締役は株主の立場から業務執行役員を規律づける会社機関という本来の性格を有していたことになる。戦前期に第一生命の社長を務めた石坂泰三の次の文章は戦前の企業における役員会の雰囲気と社外重役の役割をよく伝えている（石坂[1951]、pp.31-32）。

「当時私は重役会に臨む場合には、とにかく学生が試験でも受けるような感じがしたもので、割合によく勉強し調べたのであった。そして社外重役が“これはどうかね”、“これはよいだろう”などと言われるのをこちらで翻訳して、あれはいかん、これはよいという見当をつけてゆくわけである。大体そういう社外重役の方々は非常に

信頼のある先輩格でそんな簡単な程度にしかものを言われないので、それをこちらで読んでゆくだけで、細かいことはあとでこちらで、こうする、ああするということで終わる。それで第一生命の方針が出来てゆく。一中略一昔は重役会で大体方針を決めてゆくと、その方針に従って経営者がエンジンをかけて動かす。だから重役会の意向に反して社長が何かやるということはない」

経営の細部は専門の経営者に委ねられたが、社外重役⁶⁾が有効な監視役となっており、基本的な経営方針は社外重役を含む役員会が決定していたことがうかがわれる。

以上のような大株主の役員としての参加に加えて、敵対的テーク・オーバーもコーポレート・ガバナンスのメカニズムとして機能していた。敵対的テーク・オーバーの事例として、東京急行の創業者であるとともにレーダーとして活発に行動した五島慶太が関わったいくつかのケースについて述べることにしたい（以下、とくに注記しない限り三鬼[1955]第2章、東京急行電鉄株式会社[1973]Ⅰ・Ⅱによる）。五島は1920年に鉄道院総務課長を辞して武蔵電鉄の常務となり、経営者としての第1歩を踏み出した。さらに、経営不振にあった荏原鉄道が1922年に目黒蒲田電鉄に改組された際、五島は同社の専務を兼ね、以後レーダーとしての活動を開始した。最初のターゲットは自らが常務を務める武蔵電鉄であった。武蔵電鉄は1910年に設立され、有力な財界人であった郷誠之助を社長としたが、第1次世界大戦後の不況に直面して鉄道建設

6) 石坂は当時の第一生命の社外重役として森村市左衛門、大橋新太郎、服部金太郎、松本健次郎、今村繁造を挙げている。

II. 報告論文

に着手できない状況が続いていた。そこで五島は郷社長の了解を得ずに目黒蒲田電鉄とその親会社田園都市会社の株主の資金によって武蔵電鉄の株式の過半数を買収、これを背景に武蔵電鉄を東京横浜電鉄と改称するとともに、郷社長をはじめとする旧武蔵電鉄の役員を総辞職させ、自らはあらためて東京横浜電鉄の専務に就任した。

次のターゲットとなったのは池上電鉄であった。池上電鉄は1917年に設立され、1926年以降は筆頭株主となった後藤邦彦が専務として社長中島久万吉の下で経営に当たっていた（第3表）。1928年下期から川崎系の日本火災と日華生命が筆頭株主となるが、中島・後藤以下の経営陣はその支持を得て経営者としての地位を保った。しかし、乗客数・運賃収入・利益金などの同社経営成績は1920年代末以降停滞を続け、景気が好転する1932年以降にも伸び悩んだ（第4表）。そのため同社の株価は低迷し、川崎家と後藤の関係も冷却した。五島は1933年、日本火災・日華生命社長の川崎肇を説得して両社の持ち株すべてを目黒蒲田電鉄が買収することに成功し、これを背景に現経営陣を総辞職させて自ら専務に就任した。

五島はさらに玉川電鉄の買収を計画した。玉川電鉄は1903年に設立され、1925年以降は鶴飼重雄が内国貯蓄銀行、日本徴兵保険・千代田生命・日本教育生命・大同土地興業・大正生命などの大株主に支えられて経営に当たっていたが、業績は1920年代末以降停滞した（表5、6表）。百貨店・地下鉄建設のため玉川電鉄の協力を得る必要があったことから、五島はまず友好的買収を鶴飼等に申し入

れた。これを鶴飼等現経営陣が拒否したため、敵対的テーク・オーバーに踏み切り、内国貯蓄銀行・日本教育生命・大正生命・千代田生命等の大株主を説得してその持ち株を東京横浜電鉄が買収した。これに基づいて1936年に玉川電鉄の現経営陣を総辞職させ、五島は玉川電鉄社長に就任した。以上のいくつかの例は、パフォーマンスの低い経営陣を交代させるメカニズムとして敵対的テーク・オーバーが有効に機能していたことを示している。

この点に関連して注目すべきことは、財閥やいわゆる新興財閥自体が外部の企業に対し、必ずしも敵対的なものだけではないが、株式買収を背景とした経営参加を通じて、規律づけと効率化の機能を果たしていたことである。例えば三井財閥は1920年代の不況期に、経営不振に陥った日本製粉、大日本炭鉱、日本樟脳、東京モスリン紡織、富士製紙等の有力企業の株式を買収して経営に参加した（高橋[1930]、p.91）。また、1920年代末から30年代にかけて相次いで企業を買収して代表的新興財閥に成長した日本産業の社長鮎川義介は持株会社の機能について次のような巧みな比喻を用いて述べている（鮎川[1937]、pp.165-166）。⁷⁾

「日産の仕事は、丁度、植木屋稼業と似通っている。色々の種子や苗を仕入れてきて、適当に日光を与へ、水を造り、肥料を施しなどして育て上げ、その草木に、花が咲き、果実が実るようになれば、花や果実を株主に配当する。また枯れかかった珍木や、日陰で伸びない佳草が見つければ、これを安価に仕入れて、土を変へ、手入れを施して培養することもあり、さらに桃の木

7) 日産については宇田川[1984]第1章を参照。

金 融 研 究

第3表 池上電鉄の所有と経営

	1926年上期		1930年下期		1934年上期	
社 長	中島久万吉	1.4	中島久万吉	1.4	—	—
専務取締役	後藤国彦	16.2	後藤国彦	5.6	五島慶太	0.1
常務取締役	—	—	—	—	篠原三千郎	0.1
取 締 役	益田元亮	1.7	益田元亮	0.6	緒明圭造	0.1
同	金子庸夫	0.5	金子庸夫	3.6	小林一三	0.1
同	高橋熊三	1.4	高橋熊三	0.4	中川正三	0.1
同	上原鹿造	1.4	上原鹿造	0.4	松浦由太郎	0.1
同	野村 孝	1.6	野村 孝	0.4	—	—
大 株 主 (上位10名)	後藤国彦	16.2	日華生命	24.4	目黒蒲田電鉄	49.9
	高木貞一	2.6	日本火災	23.8	大正生命	12.2
	内海 二	2.2	大正生命	12.2	日本教育生命	3.6
	高柳金融(株)	1.8	後藤国彦	5.6	日本火災	2.5
	益田元亮	1.7	日本教育生命	3.6	日華生命	2.3
	野村 孝	1.6	内海 二	1.6	有村重義	1.3
	高木益太郎	1.4	中島久万吉	1.4	高木菊松	1.1
	立石知満	1.4	高木菊松	1.1	酒井秀次	0.7
	安藤重太郎	1.4	五十嵐小太郎	0.7	南 弘道	0.7
	高梨博司	1.4	高木貞一	0.6	高木貞一	0.6
	中島久万吉	1.4	—	—	—	—
	高橋熊三	1.4	—	—	—	—
	上原鹿造	1.4	—	—	—	—

(資料) 池上電鉄株式会社『営業報告書』

(注) 数値は発行済株式総数に対する所有株式の比率。

第4表 池上電鉄の経営成績

	乗客数 千人	運賃収入 千円	利益金 千円	株 価 円
1925	1,099	57	11	n. a.
1926	1,283	62	-946	n. a.
1927	1,948	98	44	n. a.
1928	7,928	378	140	47.8
1929	11,873	592	181	39.1
1930	12,763	619	172	28.7
1931	13,405	607	171	29.0
1932	13,593	615	176	29.6
1933	13,955	624	183	35.8
1934	15,467	646	193	38.1

(資料) 池上電鉄株式会社『営業報告書』

Ⅱ. 報告論文

第5表 玉川電鉄の所有と経営

(単位%)

	1930年下期		1935年上期		1936年上期	
社 長	—	—	平沼亮三	0.1	五島慶太	0.0
専務取締役	北川礼弼	1.9	—	—	—	—
常務取締役	—	—	鵜飼重雄	0.1	篠原三千郎	0.1
取 締 役	井上篤太郎	0.6	井上篤太郎	0.6	緒明圭造	0.0
同	金光庸夫	0.1	金光庸夫	0.1	中川正左	0.0
同	村瀬末一	0.1	村瀬松一	0.1	丹波武朝	0.0
同	鵜飼重雄	0.1	—	—	松浦由太郎	0.0
同	—	—	—	—	—	—
同	—	—	—	—	—	—
同	—	—	—	—	—	—
大 株 主 (上位10名)	内国貯蓄銀行	11.3	内国貯蓄銀行	11.3	日本興業	60.3
	日本徴兵保険	8.9	日本徴兵保険	9.4	第一生命	2.1
	千代田生命	8.2	千代田生命	8.6	東洋生命	2.0
	大同土地興業	6.2	大同土地興業	6.2	北川日出二	2.0
	日本教育生命	4.4	日本教育生命	4.4	伊東 武	0.4
	大正生命	3.7	大正生命	3.7	徳川達孝	0.4
	新日本火災	2.8	新日本火災海上	2.0	湯山保寿	0.3
	北川礼弼	1.9	北川日出二郎	2.0	稲垣丹次郎	0.3
	目黒蒲田電鉄	1.8	目黒蒲田電鉄	1.8	吉田伊太郎	0.3
	帝国生命	1.6	門野幾之進	1.2	早川明石	0.3

(資料) 玉川電鉄株式会社『営業報告書』

(注) 数値は発行済株式総数に対する所有株式の比率。

第6表 玉川電鉄の経営成績

	乗客数 千人	運賃収入 千円	利益金 千円	株 価 円
1925	17,615	1,111	1,099	n. a.
1926	18,337	1,216	1,174	n. a.
1927	20,294	1,326	1,081	n. a.
1928	21,994	1,394	848	73.9
1929	21,870	1,393	896	68.5
1930	20,597	1,293	752	48.8
1931	18,783	1,154	695	45.0
1932	16,965	1,046	601	43.1
1933	16,349	997	584	40.1
1934	17,045	993	609	44.2
1935	18,205	1,032	663	45.1
1936	19,400	1,091	725	57.8

(資料) 玉川電鉄株式会社『営業報告書』

の台に接ぎ木して、梅を咲かせる術も心得ている」

持株会社日産がパフォーマンスの低い既存企業の株式を買収し経営に参加することによって、その企業の効率の向上に寄与しているという主張である。要するに財閥・新興財閥が採用した持株会社という制度は内部・外部の企業に対する有効なガバナンスの仕組みとして機能していたといえよう。さらに付け加えるべきことは、持株会社が一般の投資家にとっての delegated monitor となっていたことである。1930年代に財閥が株式の公開に踏み切った際、財閥系企業の株式は株式市場で極めて高い評価を得た（志村 [1969]、pp.256-257）。財閥系企業の株式を市場の一般投資家が高く評価した背景には大株主としての財閥本社による上記のような整備されたガバナンスの仕組みと、それを裏付けるインセンティブ構造があったといえよう。また、新興財閥、とくに日産の場合は持株会社自体の株式を公開して資金を調達した。持株会社が小額の資金を集中することにより、投資リスクの分散を可能にするとともに、モニタリングないしより広くガバナンスのコストを節約していたと考えられる。

二. 経営者に対するインセンティブ制度

第4に、これも株主によるガバナンスの仕組みの1つといえるが、経営者に対するインセンティブ制度も株主の利益に合致するように設計されていた。上記の鉱工業主要企業20社では、1921～36年の16年間平均で利益金の4%弱が役員賞与として支払われた（第7表）。戦後の1961～70年の同じ値が1%未満であったことを考慮すればかなり高い比率で

ある。しかも、限界支払性向が示すように、戦前は役員賞与がより密接に企業の利益とリンクしていた。経営者は、利益の増進を強く動機づけられいたといえる。

(3) 従業員・銀行の役割

以上のように戦前の株主は企業に対する有効なガバナンスの手段を有していた。これに対して従業員と銀行はコーポレート・ガバナンスのシステムにおいてどのような位置を占めたであろうか。財閥における銀行の役割に関しては、三菱と住友において財閥本社が傘下企業の銀行取引をそれぞれ三菱銀行、住友銀行に限定する規則を設けていたことが注目される（麻島 [1987a]、p.97; 麻島 [1987b]、p.162）。⁸⁾ こうした規則の意味は1つには銀行取引の機会を財閥の内部で独占することにあったと考えられるが、この論文との関連でより重要なのはこの規則によって銀行および本社が傘下企業の銀行取引をほぼ完全にモニターすることが可能となったことである。前述のように財閥本社は主要な資金供給者として自ら傘下企業に対するモニタリングを行っていたが、銀行取引の集中はその機能を補完する役割を果たしたといえよう。

また、銀行の役割について財閥系・非財閥系に共通する事実として、株主が主要な資金供給者であったこと、および銀行融資に占める株式担保融資の比率が高かったことが注目される。伊牟田 [1976] は、これを銀行が株主層に株式担保で融資し、株主層はその資金によって株式払込に応じたと解釈している（pp.195-196）。この見解を採れば、戦前の銀行は企業の事業内容を直接審査しモニター

8) ただし、三菱におけるこの規則は1929年に廃止された。

Ⅱ. 報告論文

第7表 経営者のインセンティブ・システム（役員賞与支払性向）

	企 業 名	A. 平 均			B. 限 界		
		1921-36	1937-43	1961-70	1921-36	1937-43	1961-70
合 計		0.0385	0.0199	0.0078	0.0248(15.280)	0.0035(6.14)	0.0057(10.46)
財 閥	計	0.0454	0.0186	0.0059	0.0283(15.370)	0.0033(6.86)	0.0042(3.82)
	三 井 鉱 山	0.0660	0.0244	0.0000	0.0275(5.810)	0.0008(0.20)	0.0000(…)
	三 菱 重 工 業	0.0457	0.0099	0.0049	0.0351(11.540)	0.0017(2.59)	0.0032(20.44)
	三 菱 鉱 業	0.0317	0.0193	-0.0046	0.0254(18.830)	0.0074(0.07)	0.0007(0.96)
	住友金属工業	0.0119	0.0105	0.0040	0.0193(11.050)	0.0130(11.53)	0.0087(5.71)
	東洋レーヨン	0.0415	0.0050	0.0046	0.0498(8.590)	0.0193(5.79)	0.0049(7.74)
	日 本 製 粉	0.0940	0.0626	0.0198	0.0420(5.310)	0.0149(4.66)	-0.015(-2.47)
	三 菱 電 機	0.0637	0.0365	0.0052	0.0540(10.960)	0.0000(7.63)	0.0045(14.89)
	住 友 化 学	0.0239	0.0245	0.0087	0.0219(5.120)	0.0097(5.11)	0.0062(12.85)
	住友電線製造所	0.0248	0.0205	0.0094	0.0249(7.080)	0.0000(…)	0.0053(11.86)
	東 洋 高 圧	0.0471	0.0364	0.0126	…(…)	0.0266(1.74)	0.0078(5.14)
非財閥	計	0.0363	0.0209	0.0118	0.0184(10.460)	0.0042(3.82)	0.0075(9.05)
	王 子 製 紙	0.0497	0.0194	0.0191	0.0218(10.780)	-0.0701(-0.92)	0.0056(1.91)
	日 本 鉱 業	0.0308	0.0122	0.0111	0.0273(12.490)	-0.0274(-0.39)	0.0078(13.25)
	鐘 淵 紡 績	0.0315	0.0182	0.0098	0.0324(2.880)	-0.0015(-1.80)	0.0107(4.34)
	東 洋 紡 績	0.0508	0.0325	0.0124	0.1050(2.700)	-0.0012(-1.05)	0.0097(10.96)
	川 崎 造 船 所	0.0351	0.0197	0.0011	0.0388(17.810)	0.0078(5.42)	0.0051(10.64)
	日 本 石 油	0.0492	0.0250	0.0099	0.0496(53.520)	-0.0067(-4.35)	0.0066(5.87)
	浅野セメント	0.0000	0.0157	0.0120	0.0000(…)	0.0420(10.24)	0.0052(5.44)
	大 日 本 麦 酒	0.0571	0.0363	0.0106	0.0475(6.110)	0.0090(3.49)	0.0060(1.90)
	大 日 本 紡 績	0.0000	0.0126	0.0136	0.0000(…)	0.0218(9.36)	0.0063(3.28)
	日 本 毛 織	0.0421	0.0314	0.0148	0.0474(9.770)	-0.0055(-2.03)	0.0000(…)

(注) 1. 合計、財閥計、非財閥計のBは、途中での企業設立によるデータの不連続を避けるため、東レ、東洋高圧、日本鉱業を除いて1926年以降について計算。

2. Aは役員賞与／当期利益。Bは役員賞与を当期利益に回帰した係数。()内はt値。

するよりもむしろ、株式市場における株式担保価値の評価および株主層の資産家としての信用に基づいて融資を行っていたことになる。資金供給者による企業のモニタリングにおいて銀行の役割は副次的であったといえよう。

次に、戦前においては従業員が企業経営に対して発言し、自己の利益を守るための制度は微力であった。戦後に至るまで労働組合は法的保護を受けず、雇用者の労働組合への組織率はピークの1936年でも3%前後にすぎなかった。労働組合に代わって従業員の意見を経営に反映させるための制度である工場委員会の普及も財閥系企業を中心とする一部大企業に限定された（西成田[1988]、pp.200-204）。こうした状況は従業員の企業への定着度の低さと対応関係にあった。第1次世界大戦後に大企業が労働者の企業への定着を重視した労務政策を採用するようになったことはよく知られているが（兵藤[1971]）、第2次大戦後と比較するとその定着度には大きな相違があった。戦後日本の大企業の雇用調整速度は国際的にみて著しく低く（黒坂[1988]；篠塚[1989]）、1956～70年の製造業についてマンベースで計測すると0.38となる。これに対して1921～35年の雇用調整速度は0.98であり、1年間でほぼ最適雇用量に近い水準まで調整が行われた（岡崎[1991]、p.372-373）。⁹⁾従業員は雇用調整に抵抗する手段を持たず、一方そのこと自体が従業員の企業に対するコミットメントを妨げて彼らの活発な企業間移動をもたらしていたと考えられる。

(4) 戦前のガバナンス構造の特徴と問題点

以上から、戦前日本におけるコーポレー

ト・ガバナンスの構造は古典的な株主主権に近い性格を持っていたと要約することができる。このことは企業の配当政策に反映された。上記主要企業20社の1921～36年における平均配当性向は70%に達し、また配当は利益に強く反応した。戦前の企業は、獲得した利益の大部分を利益の多寡に応じて直ちに株主に配当していたのである（第8表）。

以上のような戦前の日本企業の性質は当時の実務家・エコノミストにもよく認識されていた。米国で技術者としての経験を積んで帰国し、1917年に東洋製缶株式会社の支配人に就任した高碇達之助は、戦後の随想の中で帰国時に持った日本企業に関する印象について次のように述べている（高碇[1954]）。

「わたしがまず気に入らなかったのは、第一に、会社の従業員の知らぬ間に、会社の株式はAからBに大量に移動し、移動する度に経営首脳が変わり、方針が一向に定まらない。第二に、経営首脳者は、会社の基礎をよくすることよりも、株主の歓心を得るために高率の配当をする。そして株の値上がりをねらっている。つまり支配人は会社の業績の良否よりも株価の上下に心を使うありさまで、いい換えれば、株主の権力が絶大で従業員の意向は無視されていることであった。」

これは、株主主権型企業の簡明な描写である。またエコノミスト高橋亀吉は1930年に刊行された『株式会社亡国論』の中でこのような日本企業のあり方を鋭く批判した。すなわち高橋は当時の日本企業の経営政策について「事業経営の態度がその場主義で、所謂事業百年の繁栄を目標としていない」とし、その

9) 雇用調整の戦前・戦後比較については岡崎[1994c]を参照。

II. 報告論文

第8表 主要鉱工業企業の配当

	企 業 名	配 当 性 向			利益率に対する感応度					
		1921-36	1937-43	1961-70	1921-36		1937-43		1961-70	
合 計		0.70	0.55	0.65	0.71	21.11	-0.34	-2.79	0.17	7.55
財 閥	計	0.61	0.49	0.67	0.43	12.61	-0.08	-1.26	0.17	6.59
	三 井 鉱 山	0.66	0.66	0.00	0.52	15.31	0.08	1.21	...	...
	三 菱 重 工 業	0.55	0.27	0.66	0.43	9.68	0.00	0.00	0.33	5.27
	三 菱 鉱 業	0.65	0.65	...	0.48	14.73	0.27	5.70	0.05	1.25
	住友金属工業	0.61	0.42	0.81	0.34	7.86	0.06	0.63	0.24	31.06
	東洋レーヨン	0.55	0.75	0.46	0.52	7.37	0.65	9.10	0.12	6.50
	日 本 製 粉	0.64	0.55	0.64	0.27	5.72	0.08	1.62	0.12	5.39
	三 菱 電 機	0.51	0.48	0.70	0.33	6.97	0.11	2.53	0.41	5.57
	住 友 化 学	0.49	0.72	0.76	0.37	7.96	0.31	3.13	0.20	2.64
	住友電線製造所	0.50	0.54	0.60	0.23	10.22	-0.01	-0.13	0.02	1.63
	東 洋 高 圧	0.82	0.75	0.90	...	...	0.77	5.61	0.82	7.55
非財閥	計	0.73	0.60	0.60	0.77	29.37	-0.19	-1.56	0.15	5.15
	王 子 製 紙	0.68	0.65	0.56	0.66	8.15	0.22	2.49	0.13	3.16
	日 本 鉱 業	0.74	0.82	0.57	0.64	8.06	1.00	9.20	0.31	3.58
	鐘 淵 紡 績	0.66	0.53	0.59	0.68	8.37	-0.13	-1.31	0.05	2.00
	東 洋 紡 績	0.75	0.73	0.80	0.63	14.05	0.02	0.33	0.47	5.07
	川 崎 造 船 所	0.95	0.76	0.60	0.96	44.81	-0.58	-4.64	0.02	0.62
	日 本 石 油	0.87	0.35	0.49	1.02	20.65	0.00	0.16	0.03	1.01
	浅野セメント	0.85	0.69	0.54	0.76	22.83	0.42	9.60	0.18	4.95
	大 日 本 麦 酒	0.64	0.59	0.57	0.38	10.66	-0.04	-1.47	0.13	6.66
	大 日 本 紡 績	0.75	0.42	0.97	0.75	27.85	-0.04	-1.05	0.21	4.54
	日 本 毛 織	0.70	0.45	0.49	0.74	14.37	0.01	0.24	0.08	1.60
(全産業)		0.77	0.63	0.52	0.35	4.91	0.44	4.96	0.08	2.73

(注) 1. 感応度は、配当率 = a 利益率 + b とした場合のパラメータ a の値。各年の2列目は t 値。

2. 全産業の各欄第1列は1928-36年の数値。

原因を「大株主のその場主義的我利の横暴」と「重役の腐敗」に求めた。大株主が長期的視野に立った利益留保・研究開発投資・設備投資を軽視して、もっぱら高配当を求めることが企業経営を短期志向にしているという主張である（高橋[1930]、pp. 4 - 5）。¹⁰⁾以上この節で述べてきた戦前のコーポレート・ガバナンスの実態およびそれに対する批判が戦時時期における企業改革の前提となったのである。

3. 戦時経済下の企業改革

1937年に日中戦争が開始されると戦前の企業システムはさまざまな側面で戦時経済運営と摩擦を引き起こし、戦時過程の広範囲な制度改革の一環として企業およびそれを支える諸制度の改革が行われて、コーポレート・ガバナンスの構造の大きな変化が生じた。以下、企業に関係する各種経済主体についてそれぞれの地位と役割の変化を整理する。

(1) 株主の地位と役割の変化

まず株主については、第1に配当統制を通じて分配を受ける権利が制限された。日中戦争開始当初から企業の高配当政策は所得分配の観点から問題視され（岡崎[1991]、p. 383）、1939年4月の会社利益配当及資金融通令により資本金20万円以上の企業の配当に規制が加えられた。すなわち1937年12月から38年11月までの期間における直近の配当率を基準として、それを越える配当は原則として主務大臣

の許可を要することになった（迫水[1939]）。¹¹⁾1938年上期決算でみると、三菱経済研究所『本邦事業成績分析』に収録されている主要鉱工業企業212社の6割強が、配当率10%以上であったから、かなり実効的な配当統制が実施されたといえる。1940年10月には会社利益配当及資金融通令に代わって会社経理統制令が制定され、配当統制が強化された（柴田[1992]）。資本金20万円以上の企業について自己資本の8%以上の配当ないし、前年度配当率を越える配当が主務大臣の許可事項としたものである。配当統制の結果、財閥系企業・非財閥系企業とも配当性向が低下し、しかも配当率は利益率に対して反応しなくなった（第8表）。

第2に、会社経理統制令は経営者に対するインセンティブ・システムにも規制を加え、法定賞与額ないし前期賞与額のいずれか低い方を越える役員賞与を支給することを主務大臣の許可事項とした。法定賞与額は利益額に応じて定められたが、前期賞与額を基準とした規制によって役員賞与と利益のリンクは有効に制限された。実際、役員賞与は利益額に対する比率を下げるだけでなく、利益に対してほとんど反応しなくなった（第7表）。経営者を利益の増加に向かわせるインセンティブが制限されたことになる。

企画院は当初商法の改正を意図したが、これには財界の強い反対があり商法改正は実現しなかった（中村・原[1972]）が、閣議決定された「経済新体制確立要綱」の中で、企業

10) 高橋は財閥系企業についてはこの批判を留保した。これは、上記のような整備された仕組みの存在と傘下企業への長期的なコミットメントが財閥本社による傘下企業のガバナンスの時間的視野を長期的なものとしていたためと考えられる。

11) 基準配当率が6%以下の企業の6%までの増配、配当率が10%を越えない範囲での1%の増配は例外とされた。

II. 報告論文

を「資本、経営、労務の有機的一体」とする新しい企業理念がオーソライズされたことの意味は大きい。上述のように配当統制・役員賞与統制が実施されただけでなく、企業理念の転換は企業の役員構成にも変化をもたらした。一部の企業は「経済新体制」に対応して、役員の大規模な入換えを行った。¹²⁾それほど徹底したものではないとはいえ、先にサンプルとしてピックアップした主要鉱工業企業20社でも、かなりの役員構成の変化がみられた。1942年の経営陣を1935年と比較すると、大株主役員と外部役員の比率がともに大幅に低下し、代わって内部昇進者が進出したことが分かる（第2表）。とくに戦前には内部昇進の慣行がなかった企業にも相当数の内部昇進役員が現れたことが注目される。これが株主の地位に関する第3の変化である。

第4に株式市場の機能が制限された。戦前に機能していた株主によるコーポレート・ガバナンスの仕組みに以上のような制限が加えられたことは、当然にも投資家を株式投資に消極的とした。1940年に大幅な株価低下が生じたが、これは政府が進めた企業改革と経済統制に対する投資家の反対の意思表示と解釈できよう。1941年6月の独ソ戦開始に伴って株価がさらに低下すると、政府は株式市場に対する全面的介入に踏み切った。株価維持機関として設立された日本協同証券株式会社

に、興銀からの命令融資¹³⁾に基づいて無制限の株式買支えを行わせたのである（『東洋経済新報』、1941年8月30日、pp.390-391; 伊牟田[1991]、p.250）。政府の全面的な介入（株価維持政策）によって株式市場は株価を通じて企業をモニターする機能をも失ったといえる。

第5に戦争末期になると法律による株主権の制限が行われた。1943年10月に制定された軍需会社法は、商法に定められた株主権を明示的に制限した点で画期的な法律であった。軍需会社として指定された企業それぞれに排他的代表権を持つ「生産責任者」が置かれ、「生産責任者」は「会社の従来の役員から選任し、更に出来れば其の社長を以て充つることを原則」とするが、その選任・解任については政府が許認可権を持つこととされた（北野[1944]）。これは、事実上、政府が社長の地位を株主総会に対して保証することを意味する。さらに、商法上の株主総会事項について「生産責任者」が総会の議を経ずに執行することが可能とされた。軍需会社経営者は株主総会による制約から法制度的に解放されたのである（岡崎[1991]、pp.392-394）。軍需会社としては、1944年1月に150社が第1次指定、同年4月に424社が第2次指定され、1945年3月までに678社が指定を受けた（日本銀行[1984a]、p.306）。¹⁴⁾

12) 東海自動車株式会社では、1940年9月の株主総会で社長が「資本家を代表する現重役の退陣による資本家からの企業解放が必要である」と提案し、従業員の中から新役員を選出した（長谷川[1941]、p.52）。政府系企業の日本製鉄でも、1940年12月に役員が総辞職し、経営陣を一新した。

13) 命令融資とは銀行等資金融通令に基づいて主務大臣が銀行に融資を強制する制度。命令融資に伴って損失が発生した場合は政府が補償した（大蔵省財政史室[1957]、p.123-124）。

14) 軍需会社法の制定過程で統制会ないし統制会に組織された有力企業の連合体である重要産業協議会が提出した意見書「戦時生産企業体制確立に関する緊急意見—軍需会社法の制定並びに運用に関する要望—」（1943年10月）は、企業の「人的結合体」としての性格を強調し、社長（「生産責任者」）の地位の強化を

(2) 銀行の役割の変化

次に、銀行の役割は株主の地位の後退の反面で増大した。上述のように株主によるガバナンスの制限は投資家の株式投資に対するインセンティブを低下させ、これが株式市場を通じた資金供給を減少させる要因となった。さらに、マクロ的にも株式の資金供給手段としての役割を低下させる事情が生じた。軍需産業への資源の動員はマクロ的にみれば消費の削減ないし個人部門の貯蓄率の引上げであり、戦時期に民間部門の貯蓄率は急上昇した。これを可能にしたのは貯蓄増強政策であり、その重点的対象は大衆に置かれた（岡崎[1991]、pp.384-385）。1人当たり資産ストックの小さい大衆はリスクと取引費用の大きい株式より預貯金を金融資産として選好したため、民間非金融部門全体の金融資産の重点が株式から預貯金へ移動し、株式による資金供給の産業資金供給に対する比率は1938年の50%から39年には34%に低下した。戦時経済への移行は、ミクロ・マクロの両面から企業部門への資金フローのための戦前の主要な制度となっていた株式市場の役割の低下をもたらしたのである。

銀行に大衆の預金を集中し株式市場に代わ

る産業資金供給のための主要なルートとするために、いくつかの制度改革が行われた。1940年秋以降、株式市場からの資金供給が停滞する一方で、これに代替すべき銀行貸出の増加率も低下した。企業の debt-equity ratio の上昇が銀行にとって貸出リスクないしエージェンシー・コストを増大させたため、銀行は戦前のような企業との関係を前提として多額の融資を行うことに慎重とならざるをえなかったのである。「経済新体制」と同じ時期に企画院を中心として構想された「金融新体制」はこのような事態に対応したものであった。「金融新体制」において重視されたのは、民間金融機関の自主的な対応として行われ始めていた共同融資であった（山崎[1991]、pp.450-462）。1941年7月に閣議決定された「財政金融基本方策要綱」は金融機関と日本銀行との関係を緊密にするとともに、共同融資を活用して産業と金融の関係を緊密化することを提案した。¹⁵⁾ 1941年8月に大蔵大臣（小倉正恒）が、金融需要の重点が「商業金融」から「事業金融」に移ったとして銀行が業務方法を事業金融に適したものに変更するように求めたことは、「金融新体制」の意味が株式市場に代わって長期資金供給に応じら

求めた。すなわち、社長が株主総会の決定にかかわらず政府または統制会の許可を得て業務を執行することができるようになること、また取締役の選任および取締役会の運営について社長の「統裁権」を確立することが主張された。とくに常務取締役については「資本関係、官庁関係其の他の情実人事を排し、当該企業経営に経験あるもの、特に生産現場に経験を有する技術人等、有能練達なる人材を抜擢し得るが如き方法を講」ずるとされた。株主総会の権限を制限し、企業の内部昇進者を役員に充てることは、すでに財界の一致した意見ともなっていたのである。また、従業員の給与・福利施設について、戦時生活の確保と生産能率の向上のために適切な措置をとることが求められた。この点に関して、この要望書の検討過程で「一般通念としての利潤は最早株主に独占的に帰属すべきものでなく」、「原則的には全体として企業に属すべきものであり、従ってその分配には、株主、経営指導者、労務者の三者が一定の割合を以て参加すべきである」という意見が委員会内で出されたことが注目される（『第四回戦時企業体制委員会議事要録』、『重要産業協議会／企業整備・戦時企業体制委員会／軍需会社懇話会』、東京大学経済学部所蔵『石川一郎文書』）。

15) 日本銀行調査局（編）、『日本金融史資料』昭和編第34巻、1973年、pp.152-154。

II. 報告論文

れるような間接金融システムを整備する点にあったことを示している。

この指示を受けて、1941年8月に興銀ほか11の銀行によって時局共同融資団が設立された。主取引銀行が幹事となって貸出先企業を審査し、これに基づいて共同（協調）融資を行う制度であり、文字どおり delegated monitoring ないしメインバンク・システムを制度化したものにほかならない（寺西[1993]）。¹⁶⁾ この制度は、1942年に全国金融統制会が設立されると、全国金融統制会による共同融資の幹旋として継承され、大規模に展開された。全国金融統制会ないしその事務局を務めた日本銀行が、主取引銀行が代表して行う審査とモニタリングに基づいて協調融資を幹旋した（日本銀行[1984a]、pp.299-302）。

一方、各銀行は自行の審査体制を整備し間接金融を中心とした金融システムへの移行に対応した。三井、三菱、住友、安田、第一のいわゆる5大銀行は第2次世界大戦前まで独

立した審査部ないし審査課を持たなかったが、まず1941年7月に三菱銀行が内国課から審査部を独立させた。以後、安田銀行の業務部審査課設置、住友の審査部設置（1943年1月）、三井・第一合併に伴う審査第一部・第二部設置（1943年4月）によって5(4)大銀行すべてが独立した審査部ないし審査課を有するようになったのである（第9表）。以上のように間接金融の役割の増大に対応して、銀行の審査・モニタリングとリスク分散の制度が導入された。それまで銀行は長期金融の経験が乏しく審査能力を十分に蓄積していなかったため、銀行間の delegated monitoring によって審査能力の節約が図られ、また全国金融統制会ないし日本銀行が幹事銀行の審査・モニタリング能力ないしそれに関する reputation を補完したといえる。

上述の軍需会社制度は企業と銀行の関係をさらに変化させた。1944年1月に軍需融資指定金融機関制度が導入され、従来の融資実

第9表 主要都市銀行の審査体制整備

1941. 7	三菱銀行	部制施行と同時に内国課を審査部と業務部に分離
1942. 8	安田銀行	業務部内で審査課を第一業務課から独立
1943. 1	住友銀行	審査部設置
1943. 4	三井銀行・第一銀行、合併（帝国銀行）	に当たり審査第一部・審査第二部を設置
1944. 1	安田銀行	融資部融資課から軍需融資課を独立（業務部軍需融資課）
1944. 2	三菱銀行	審査部に軍需融資を担当する第六課を設置
	安田銀行	審査課、考査課を吸収
1944. 3	帝国銀行	軍需融資部設置
1944. 4	三菱銀行	審査部第六課を軍需融資課と改称
1944. 8	住友銀行	軍需融資部設置
1945. 5	三菱銀行	審査部軍需融資課を軍需融資部として独立
1945. 4	帝国銀行	審査第一部・審査第二部を合併（普通融資部）

（資料）各行行史。

16) メインバンク制の概念と機能については、青木[1992b]第4章、Aoki[1992]等を参照。

績・資本関係などを考慮して各軍需会社に対して原則として1行の金融機関を大蔵省が指定し、指定金融機関から「適時、簡易、迅速かつ適切」に資金が供給されることになった。指定金融機関に事実上融資が義務づけられたことは、反面で銀行による企業経営の規律づけの機能を低下させた。こうした指定金融機関制度による金融ディシプリンの低下ないしソフトな予算制約 (soft budget constraint) は早くから金融政策当局によって問題視された。¹⁷⁾そこで1944年7月に指定金融機関融資の要領が改訂され、指定金融機関は四半期ごとに担当軍需会社の月別資金予算表を日銀経由で大蔵省銀行保険局に提出することになった。¹⁸⁾金融機関による軍需会社資金繰りのモニタリングを制度化したものである。

こうした動きは1945年2月に制定された軍需金融等特別措置法によって進められた。同法は指定金融機関制度を法制化したものであるが、その際、「金融の円滑適正化」と並んで「資金使用の効率化」が強調された。¹⁹⁾すなわち指定金融機関は融資先企業が資金を効率的に使用するようモニターすることを求め

られた。そのため指定金融機関は各担当軍需会社について軍需金融担当者を選任し、担当者が日常的な融資先企業との接触を通じて資金の円滑な供給とともに資金使用の効率性の確保に努めることとされた。指定金融機関によるモニタリング機能を強化するために、軍需会社の預金を指定金融機関に集中して資金の出入りを完全に掌握させる政策が採られた。²⁰⁾さらに、政府が必要と認めた場合は、日本銀行、指定金融機関、金融関係の統制会職員に、法律に基づく軍需会社経理の検査を行わせることができることになった。

指定金融機関は、資金使用を効率化する目的で、軍需会社に対する金融的なモニターとしての役割を制度的に与えられたのである。²¹⁾これに対応して銀行の側でも企業に対するモニタリングを強化した。帝国銀行では、常に原料・資材供給量をモニターしながら資金を分割融通し、融資後も資金が他の用途に流用されないよう注意を払うよう指示した。²²⁾三菱銀行でも軍需金融等特別措置法の制定時に、融資先企業に対して指導監督者としての心構えで対応し、常に経理の実態を把

17) 1944年4月に行われた日本銀行部局長支店長会議で、軍需会社が「料理屋等まで法外な値段で購入し」た事例が報告され、福岡支店長は「指定銀行は軍需融資に付大責任を負担せしめられ居るにも拘らず事実は軍需会社に牛耳られ居るは不合理なり、むしろ積極的に行員をして会社経理部の事務を兼任せしめ直接会社経営に接触せしむる如き仕組を考慮の要あるべし」と発言した (日本銀行[1984a]、pp.308-309)。

18) 大蔵省銀行保険局長「軍需会社に対する資金融通実施要領に関する件」、日本銀行調査局(編)、『日本金融史資料』昭和編第34巻、pp.421-423。

19) 日本銀行調査局(編)、『日本金融史資料』昭和編第19巻、p.739。

20) 第八六議會衆議院委員会における政府委員答弁。日本銀行調査局(編)、『日本金融史資料』昭和編第19巻、p.752。

21) 政府は、金融機関のモニターとしてのインセンティブについても考慮を払った。金融機関の損失を政府が保証する場合は「銀行の当務者は非常に責任の軽いことを感じまして、余り金を貸すに付いて骨を折らぬと云ふことを生ずる憾がある」ため、指定金融機関融資を政府が保証することを避け、金融機関がリスクを負いきれない融資については個別に政府に申し出て、政府が別途措置を講じることになった (日本銀行調査局(編)、『日本金融史資料』昭和編第19巻、p.759)。

22) 『第一銀行八十年史稿本』第3分冊、pp.391-394。

II. 報告論文

握しておくこと、そのために当座勘定の出入りを絶えずモニターしておくべきことを軍需融資部長から各店に指示した。²³⁾ 軍需会社に対しては価格面から保証が与えられたため、指定金融機関による規律づけは必ずしも強力なものではなかったと考えられる。しかし、指定金融機関のモニターとしての制度化は緊密かつ長期的な銀行・企業関係の発展に大きな役割を果たしたといえよう。

(3) 従業員の地位の変化

最後に、従業員はコーポレート・ガバナンスの structure における地位を上昇させた。戦前型の労使関係制度が従業員のインセンティブの低下と労使関係の不安定化を引き起こすことが日中戦争初期から問題視され、これに対処するための制度として産業報国会が導入された。産業報国会は事業所別に設置され（単位産報）、労使の懇談と福利厚生を主な役割とした（佐口[1991]、p.168）。内務省・厚生省の指導によって産業報国会は急速に普及し、労働者組織率は1938年末は43%、40年末には70%に達した（桜林[1985]、p.1）。産業報国会の普及によって、多くの労働者が従業員として経営に対して発言する機会を制度的に認められた。

軍需会社法の下で産業報国会の役割は低下したという見方が一般的である（佐口[1991]、pp.229-231）。しかし所得分配の点では従業員の地位はむしろ上昇した。軍需会社の生産責任者は利潤を目的とした経営を行うことを公認されたが、利潤は株主に対してではなく従業員に対するインセンティブとして利用された。企業がとくに生産性を上げた場合に企

業に「価格報奨」を与えると同時に、従業員にも特別な報奨を与える制度が1943年に導入された。事実上の従業員に対する利潤分配制度である。従業員に対する利潤分配は戦争末期により明確なかたちをとった。株式を事実上の確定利付証券とし、株主に対して固定的な配当を支払った残余を経営者・従業員の間で分配するという制度が1945年2月に「軍需会社の決戦運営体制に関する件」として閣議決定されたのである（岡崎[1991]、pp.394-395）。

以上のようなコーポレート・ガバナンスに関する諸制度の変化の背景には企業理念の大きな転換と実態的条件の変化があった。新しい企業理念は1940～41年に政府部内で有力になった「経済新体制」論において明確に示された。既存の戦前型企业システムと戦時経済運営の摩擦は、1939年後半以降、「低物価政策と生産力拡充政策の矛盾」、すなわち低物価政策が企業の増産インセンティブを低下させるというかたちで顕在化した。この問題への政府の対応が「経済新体制」であり、その1つの核心は企業改革であった（岡崎[1991]、p.386）。価格統制のために利潤が減少して増産インセンティブが低下するのであれば、価格統制の運用を改めるのではなく、企業が利潤動機に従って行動するという前提そのものを変更しようという考え方である。

企画院は、企業が利潤を目的とするのは企業に対する株主のコントロールによるという認識に基づいて、「経済新体制確立要綱」原案（1940年9月13日）の中で「企業を利潤追求を第一義とする資本の支配より離脱せしめ」ることを強調した。前述のように株主主権を骨格とする商法を改正して所有（資本）

23) 『三菱銀行史』、1954年、pp.351-352。

と経営を分離し、経営者に公共的性格を与えて経営者が株主に制約されることなく増産に専念できるような企業システムを導入するというものである。²⁴⁾同時に経営者に対するインセンティブ・システムの変更も提起された。経営者の「国家的寄与」に対する報奨制度を導入するというものであり、戦前は利潤にリンクしていた経営者のインセンティブ・システム（役員賞与）を国家目的（生産計画）の達成度にリンクさせることを意味する。

このような企業理念は産業報国会の設置に関する論議の中でも提起された。その出発点となった1938年の協調会時局対策委員会の「労資関係調整方策」は、従業員を組織体としての企業の正規メンバーとして位置づけた（岡崎[1991]）。新しい企業理念は従業員の役割についての高い評価に裏づけられていた。この点は、厚生省事務官が1938年4月に発表した次の文章から知ることができる（鈴木[1938]）。

「会社の株主は株の値が上がれば売って儲け、株が値下がりしさうになれば売って逃げ、自ら労することなくしてただ配当の多からんことのみを願って居るのが、大多数の株主心理である。その株主によって会社の幹部が左右され、経営方針が定まり会社の利潤がかき浚われるとすれば、株式会社制度には甚だしき欠陥がある。—中略—会社の成績を決定する点は製品の良否と価格の高低に在るのであるが、それは工場従業員の製品の改良、生産費減少への努力に負ふ処少なくないのであって、会社の利潤

の高下に就ては会社顔を出したこともない株主よりも、工場従業員は遥かに利害の深いものであり、責任も多いものである」企業における生産に最も寄与しているのは株主でなく従業員であるという認識が明確に示されている。「新体制」の一環として立案された「勤労新体制確立要綱」（企画院第三部、1940年10月）はより明確に、「資本の優位したる企業」から「実質的経営体」（経営者・技術者・職員、労働者）が優位に立つ企業への転換を労使関係制度改革の前提として提起した。

制度変化の実態面の背景として金融市場を巡る条件の変化について上述したが、そのほかに輸入が制約される中で軍需生産を強行したことが物的資本の不足をもたらし、これに代替する人的資本やソフトウェア技術（物的資本に体化されない技術）の役割が高まった²⁵⁾という事情が重要な意味を持つと考える。これら無形の資産は企業特殊的（firm specific）な性質が強いことから、それへの従業員の投資を促進するためには従業員の地位を保証する必要があったと考えられる。また企業特殊的な人的資本・ソフトウェア技術の役割の上昇は、上述の内部昇進経営者の進出やメインバンク制の発展とも関連する。企業特殊的な資産を適切にマネージするためには企業内で訓練を積んだ経営者が必要とされるし、また資金供給者が企業特殊的資産の価値を正しく評価するためには銀行は各企業に固有の審査能力を形成・蓄積する必要があるからである。

24) 1899年の商法は、1911年と1938年に改正されたが、その基本的な性格は変化していなかった。1938年改正は、取締役の要件から株主であることを除いたが、株主総会決議事項の追加が行われるなど、その他の点ではむしろ株主総会の権限を強化したものであった（北沢[1966]、pp.72-76）。

25) この点の実証的検討は今後の課題である。

II. 報告論文

(4) ま と め

以上、戦時期に生じた実態的・理念的な条件の変化を背景として企業に関する各ステーク・ホルダーの地位と役割が大きく変化したことを明らかにしてきた。重要なことはこれらの変化が、貯蓄の大衆化や人的資本・ソフトウェア技術の役割上昇などの実態的条件に基づくと同時に、相互に密接に関連していたことである。株主の発言権の低下は経営者・従業員の地位上昇と表裏の関係にあり、地位が低下した株主に代わって銀行（メインバンク）が金融面からの企業の主要なモニターとして登場した。いい換えれば戦時期に生じたコーポレート・ガバナンスに関する諸制度の変化は補完性（complementarity）を持っており、このことが戦時期の変化が戦後に継承される有力な理由になったと考えられる。

4. 戦後経済復興期のコーポレート・ガバナンス

(1) 資本ストックの破壊と戦後の諸改革

敗戦とGHQによる戦後の諸改革は、戦時期に進展したコーポレート・ガバナンスの変化をさらに進める役割を果たした。第1に戦争末期に激化した戦略爆撃により資本ストックが破壊され、また最終的にはほとんど実行されなかったとはいえ当初は大規模な工場設備による現物賠償が計画された。そのため終戦直後の物的資本の不足は戦時中以上に深刻なものとなった。

第2に、1945年12月に労働組合法が制定され、労働組合が法的に認知されたため従業員の発言権は飛躍的に高まった。産業報国会を基盤として企業別に職員・工員を一体とした労働組合が急速に組織され、戦前は3%前後にすぎなかった組織率は1947年末に

早くも50%近くに達した（岡崎 [1992]、pp.464-466）。労働組合組織が企業別となった理由として、企業別の産業報国会（単位産業報）を基礎としたことに加えて、その背景にあった事情、すなわち企業特殊的人的資本の蓄積が重要な意味を持った。軍需生産が停止された中で帰るべき農村がある従業員は退職したが、それができない従業員は従来から雇用されてきた企業にとどまるほか生活の術がなかったと考えられる。労働組合は雇用の維持を通じて従業員が自己の企業特殊の資産に対する権利を守る制度としての役割を与えられ、したがって企業別の形態をとったと考えられる。

第3に財閥解体によって、財閥本社・財閥家族所有株式が持株会社整理委員会に移管されるとともに、本社の解体・清算、財閥家族およびその指定者の役員からの退任等の一連の措置を通じて戦前に機能していた財閥におけるガバナンスの仕組みは完全に解体された。解体の対象となる持株会社として指定された範囲は三井・三菱・住友財閥の本社だけでなく、新興財閥の本社（日産、理研工業、日本窒素など）および中小規模の持株会社等を含む計83社に及んだ（大蔵省財政史室 [1982]、第3章）。これは2.で述べた戦前の株主によるガバナンスの仕組みの重要な部分が解体されたことを意味する。さらに財閥解体とは別に富の再配分を目的として、1946年のGNPの1割弱に相当する財産税が資産家から徴収された。財産税の物納部分の29%が株式であったことが示すように、この措置はそれまでの大株主層に大きな打撃を与えた。また、金融緊急措置と農地改革は、激しいインフレーションの下で資産家層に集中的にインフレ・タックスを課す役割を果たした

(岡崎・吉川[1993])。その結果、1947年度末までに財閥系企業だけでなく、非財閥系企業も含めて主要企業の株式の大きな部分が持株会社整理委員会・閉鎖機関整理委員会・大蔵大臣を含む政府機関の手に集められた(第1表)。

要するに実態面で人的資本やソフト・ウェア技術の役割がさらに高まるとともに、戦後の諸改革によって従業員の発言権の増大と株主のガバナンス能力の低下が進んだのである。日本政府はこうした状況を前提として、経済復興のために有効なコーポレート・ガバナンスの設計に取り組んだ。直接的には戦時補償債務の支払打切りによって多額の特別損失を計上せざるをえない多くの軍需企業を再建するに当たり、復興という目的に適合的なガバナンスの仕組みを構築することが重要な課題となった。この問題に関する政府の基本的な方針は次のようなものであった。

商工省は、経済の民需転換と軍需企業の再建を民需生産に必要な資産を継承した新会社の設立によって行うとし、新会社の設立に当たっては「新しい企業理念」を浸透させることを強調した。具体的には株主総会と抵当権者の同意を必要な限りで排除する法的措置をとるとともに、生産再開に積極的な従業員の経営参加のために従業員持株制度を採用するとした。新会社に対する金融対策としては興銀と市中銀行による協調融資団の結成が提案された(大蔵省財政史室[1983]、p.711)。

こうした方針の背景には望ましいコーポレート・ガバナンスに関する明確な構想があった。「経済危機を打開する為の新産業政策要綱(草案)」(商工省企画室、1946年5月)

は、第1に生産の担い手としての従業員の企業運営への積極的な参加・協力を得て生産を復興させるため、企業別に経営協議会を設けて生産計画を協議の対象とすることを提案した。経営協議会の決定は労使双方を拘束し、したがって商法に定められた株主総会・取締役会の権限は制限されるとされた。第2に、企業構成員の企業に対する平等な権利を保証し、各人の職能に応じた相互の協力によって「資本の無人格的支配を止揚する民主的企業制度を確立」するため、「共働集団制度」を制定するとした。共働集団は経営・技術・事務・労働の4種いずれかの能力と資金を提供する参加者が構成する。集団の意思決定に対しては4種の参加者が同数の権利を行使し、利益は能力に応じた賃金・給与と出資に応じた配当として分配するというものである。株主の権限を制限して、経営能力の提供者としての経営者と従業員の手に企業運営を委ねることが、戦後企業再建に当たって商工省が構想した望ましいコーポレート・ガバナンスのあり方であった。

閣議決定された「緊急事態に対処する生産増強方策大綱」(1946年2月)²⁶⁾も、経営者・従業員による協議機関を設置し配給物資・福利施設、作業計画、労働条件等を協議して「企業の適正活発なる経営に対する労務者の意見を反映せしむ」ことを強調した。株主の発言権を制限すると同時に、従業員の参加と協力を期待し、株主権限の制限に対応して資金は株主ではなく銀行団による協調融資に求めるという、ここで提起された企業システムは、企業の「新体制」として戦時期に導入されたシステムに極めて近いものといえる。

26) 大蔵省財政史室[1981]、pp.622-623。

II. 報告論文

以上のような日本政府の方針はさまざまな法令・政策に具体化された。経済復興過程のコーポレート・ガバナンスに関する基本的な法制的枠組みとなった会社経理応急措置法（1946年8月）と企業再建整備法（1946年10月）である。会社経理応急措置法は、1946年8月11日現在、戦時補償を受けたことがある企業、ないし戦時補償請求権・在外資産を有する企業のうち資本金20万円以上のものを特別経理会社と認定し、企業の資産を事業の継続および生産復興に必要な部分（新勘定）とそれ以外の部分（旧勘定）に分離することを定めたものである。特別経理会社と認定された企業は8,373社にのぼった（大蔵省財政史室[1983]、p.752）。

資産の両勘定への分割および旧勘定資産の管理は、主務大臣の監督下で当該企業役員2名と旧債権者2名から成る特別管理人が行うこととされ、特別経理会社については解散・合併・組織変更・資本増減等が原則として認められなかった（大蔵省財政史室[1983]、pp.735-736）。債権者側の特別管理人はほとんどの場合、最大の債権者であった戦時期から戦争直後にかけての指定金融機関から選任された。企業再建整備法は、戦時補償打切り等による特別損失の計算方式とその負担の分配方式を定めたもので、特別管理人はこれに従って企業再建整備計画を作成し、主務大臣の認可を得ることとされた。株主および債権者は企業再建整備計画に対して異議を申し立てることができたが、決定に当たっては株主総会の決議は必要ではなかった。従業員代表は特別管理人には入らなかったが、これに代

わる措置として1947年12月の企業再建整備法改正で労働組合による整備計画への異議申立てが認められた（大蔵省財政史室[1983]、pp.740-744）。要するに、この2つの法律は、戦時補償打切りによって打撃を受けた企業を事実上の銀行管理下に置き、株主の権限を制限する一方、従業員にも再建整備という基本的な経営上の問題に関する発言権を認めたものといえることができる。²⁷⁾

(2) 株主・従業員・銀行の地位と役割の実態

以下、企業に関する各ステーク・ホルダーのコーポレート・ガバナンスにおける地位と役割の実態について検討する。第1に株主の地位との関連で鉱工業主要20社の役員構成をみると、1947年には大株主代表および財閥本社からの派遣役員が全く姿を消した（第2表）。公職追放令（1947年1月）、財閥同族支配力排除法（1948年1月）による戦争関係・財閥関係の経営者パージが行われ、少なくとも前者によって1,987名、後者によって145名の企業役員が追放されたことが上の変化の前提となった（大蔵省財政史室[1982]、pp.309-338）。しかし、一般に経営者の交代自体はその構成変化と直接には結び付かない点に注意する必要がある。旧役員が退任した際、コーポレート・ガバナンスに関する制度的・実態的变化が進展していたため後任の役員の大部分を企業の内部昇進者が占めた、すなわち経営者の構成変化は背後で進展していたガバナンスの structure の変化の表現と考えるべきであろう。この点は新しい役員の選任経過に示される。事例として、事実経過が

27) 1946年9月28日付けの『東洋経済新報』は、特別管理人は「日本産業の再建に、見方に依っては主役を演ずるともいい得る」と述べている。

明らかな三井鉱山のケースについて説明しよう。

三井鉱山では、1947年1月の公職追放令に対応して全役員が辞任した。そのため同社は、労働組合・部所長会・坑課長会の意向を汲んで、全員を内部昇進者が占める役員候補者のリストを作成、これを筆頭株主であった持株会社整理委員会に諮った。これに対して持株会社整理委員会は、公職追放令、財閥関係をチェックしたうえ、「新役員選任のいきさつも労働組合、部所長会、坑課長会の意向をくんでいるし、かつ人選も主として社員中勤続年数の長いものを選任しようとする順当なものであると思われるので総司令部とも連絡の上これを承認し、委任状を交付した」（持株会社整理委員会[1951]、p.264）。すなわち、役員の選任に従業員の意向が反映され、その結果、内部昇進者が選任されて、この選任方法と結果を株式を集中していた持株会社整理委員会が妥当なものと認めたのである。

経済同友会経済民主化研究会の「企業経営の民主化」（1947年8月）は、上のようにして新しく選任された経営者層のコーポレート・ガバナンスに対する考え方を明確に示している。その基本的な主張は「資本と経営の分離」であった。経営者を公共の利益を代表する「経営技能者」として、これに独立した法制上の地位を与え、経営者を媒体として労資を協同関係に導くというものである。経営者の地位の独立によって、資本の地位を後退させると同時に労働の地位を引き上げ、両者

を並列させること、企業を「経営、資本、労働の三者によって構成される協同体」とすることが明記された。また、これを具体化するために企業の最高意思決定機関を経営、資本、労働の三者が構成する企業総会とし、三者は利潤分配にも危険負担にも参加するとされている（経済同友会[1951]、pp.39-45）。これが「経済新体制」下の企業改革論、ないし戦後の商工省の企業改革論と類似していることは明かであろう。²⁸⁾

株主は企業経営に対する発言権だけでなく分配を受ける権利についても戦時期から引き続いて制限された。会社配当等禁止制限令（1946年4月）によって、制限会社令の対象企業と後に特別経理会社に指定される企業については、5%以上の配当ないし借入金による配当を禁じられた（平岡政治経済研究所[1950]、p.270）。会社配当等禁止制限令は、1947年12月の会社利益配当等臨時措置法制定によって廃止されたが、この法律でも特別経理会社と過度経済力集中排除法の指定会社の配当は禁止されたままであった（平岡政治経済研究所[1950]；『東洋経済新報』1948年1月3日）。

第2に、従業員は、労働組合の圧力を背景に経営協議会を通じて企業経営に参加した。1946年6月、政府は内閣書記官長談話の中で、労使の民主的協力を図るため企業別に経営協議会を設置し、経営者が経営計画、経理状況、人事に関する一般方針などを説明するとともに労働者の意向を経営に反映させる場とする

28) 経済同友会経済民主化委員会の委員長であった大塚万丈が企業民主化の背景として、「資本家の私益を放逐して社会公益（Interest of Community）を以てこれに代える」（大塚[1947]）と述べたことは、経済同友会の企業民主化論と「経済新体制」論の親近性をさらに明確に示すものである。また、中立的な経営者による労資の媒介という考え方と、株主集団と従業員集団の裁定者としての経営者という現代の日本企業における経営者の役割に関する見方（青木[1992b]、第5章）との一致も注目されよう。

II. 報告論文

よう求めた（労働省[1969]、pp.282-292）。経営協議会は急速に普及し、1947年末には経営協議会を有する単位労働組合が総数の50%以上に達した（労働省労政局[1954]、p.187）。経営協議会のうち協議対象として賃金・労働条件だけでなく経営方針・経理を含めるものが多く（西成田[1992]、p.209）、文字どおり従業員の経営参加制度として機能した。

企業における株主の地位低下と従業員の地位上昇を象徴的に示す出来事として経済復興会議の結成がある。経済復興会議は、労働者の経営参加および経営者との協力による生産復興をめざした日本労働総同盟と企業民主化を標榜する経済同友会が核になり、政府の支持を得て1947年2月に結成された（早川・吉田[1982]）。「労働者は資本の弊害を打破しつつ生産意欲を高揚し、経営者は企業の民主化を徹底しつつ経営能率を増進して、互いにあい携えて国民の生活の安定と向上のために生産再建に邁進する」ことを訴えた経済復興会議の「趣意書」（早川・吉田[1982]、pp.29-34）は、株主のコントロールから自由になった経営者と発言権を増大させた従業員の連帯の宣言といえよう。

第3に、銀行（メインバンク）は会社経理応急措置法に基づいて特別管理人を派遣し、企業を事実上の管理下に置くとともに再建に当たっての new money の供給においても主導的な役割を果たした。経済復興資金の供給のために1947年1月に復興金融金庫が設立され、1947年には産業資金の33%を供給したが、銀行貸出の伸びによってその比率は1948年に15%に低下した。銀行融資の制度的枠組みとなったのは、日本銀行の融資斡旋であり、

1947～48年には主な大企業のほとんどが必要な資金を斡旋融資によって賄ったとされる（日本銀行調査局[1959]、p.295）。²⁹⁾

融資斡旋は主に企業の主取引銀行の申請に基づいて日本銀行が協調融資ないし融資シンジケートの結成を斡旋する制度であり、「産業資金貸出優先順位表」において高い順位を与えられた産業の企業で、経営が健全で生産復興に寄与できる条件があるにもかかわらず資金調達が困難なものが対象とされた。主取引銀行は事前的に融資先企業を審査するとともに、融資後も融資先企業をモニターして日本銀行および協調融資メンバーに報告した（日本銀行調査局[1959]、pp.297-298）。これは戦時期に全国金融統制会において事実上日本銀行が行った共同（協調）融資の斡旋と同じ仕組みであり、delegated monitoring ないしメインバンク制を制度化したものにはかならない。特別管理人としての役割と協調融資団幹事としての役割を合わせて考えると、主取引銀行は企業のガバナンスに大きなウエイトで参加しつつ new money を供給するという、企業の経営危機時にメインバンクが担う救済機能を果たしたことになる。

以上のような戦時期と連続した従業員・経営者・メインバンクのコーポレート・ガバナンスにおける地位の上昇は、当時の企業資産の状況に適合的であった。前述したように終戦後の企業では戦時期にも増して人的資本・ソフトウェア技術の相対的役割が高くなっていったと考えられる。そのため生産の回復と企業の再建を図るうえでそれらの資産を体化した従業員の積極的な参加が必要とされた。同時に従業員の側にも前述のようにガバナンス

29) 日本銀行融資斡旋制度に関する詳細については岡崎[1994b]を参照。

に参加して企業特殊な性格の強い自己の資産を守るインセンティブがあった。それら資産をマネージするための内部昇進経営者の役割、およびこれを審査・評価するメインバンクの役割は戦時期と同様である。終戦直後に日本銀行総裁が担保主義による銀行融資は経済復興のため適切でなく産業・企業の内実の審査・監査に基づいて融資を行う必要があることを指摘したが、これはメインバンクの役割と企業資産の特性との関係についての上述の見方を裏づけるものである。また戦時期以来企業特殊な審査能力を蓄積してきたメインバンクは、その資産を守るために企業のガバナンスに参加し再建に協力するインセンティブを有していたと考えられる。要するに、地位を上げた従業員・経営者・メインバンクは経済復興に必要な能力を持つと同時に、ガバナンスに参加するインセンティブを有した主体であったといえることができる。³⁰⁾

(3) 生産の回復により生じた問題点—過剰雇用と赤字経営

こうしたガバナンスの構造の下で1947年以降、傾斜生産に代表されるような経済統制に基づく生産の回復が進展した。すなわち、経済復興は政府による統制と上記のコーポレート・ガバナンスの組合せという戦時期に極めて近いシステムの下で開始され、

生産の点では一応の成果を挙げたといえる。しかし、このシステムは同時にソフトな予算制約の問題も戦時期から継承していた。その表現が企業における過剰雇用と赤字経営である。売上高人件費比率で測った過剰雇用は膨大な規模に達し（第10表）、多数の企業が新勘定でも赤字を計上した（岡崎[1993]、p.128）。³¹⁾

赤字に対して企業は、短期的には復興金融金庫を中心とする赤字融資で対処し、事後的に公定価格引上げないし補助金増額によって補填する行動をとった。品川白煉瓦社長の青木均一は、当時の企業経営の実態について「まず賃金が上げられて赤字がどうにもならない。その差は政府の物価の引き上げを待ち、価格の吊り上げでカバーしてもらおう。こういう形で過去ずっと来たので経営の方面でも自ら苦心して原価を下げるより価格の吊り上げを待つ方に運動したほうがよいという邪道にみな入っておった。これは非常に易きについた」と述べている（『経営者』1949年2月、p.14）。これは典型的なソフトな予算制約の描写である。

ソフトな予算制約の下で、発言権を増大させた従業員は企業倒産を顧慮することなく過剰雇用の維持と賃上げを要求することができ、経営者もそれを受け入れて労使協調を維持することができた。³²⁾ さらにメインバンク

30) 従業員・経営者・メインバンクは、各自の戦時期における企業特殊な資産の蓄積がサンク・コストとなって、企業に強くコミットしたということもできる。

31) 1948年1月に『東洋経済新報』誌上の座談会で日本銀行理事（江沢省三）は、「今日企業がペイしないのは、人件費が大きいためですね。殆ど収入の全部を人件費に食われて、しかもまだ足りないのだから借りる。そういうふうで、百五十万とか百七十万とかいうような大きな擬制雇用を出しておる。企業が国に代わって失業救済事業をやっておる。これでは立つて行く筈はありません」と述べている（『東洋経済新報』1948年1月10日、p.11）。

32) この点について、1948年4月24日付けの『東洋経済新報』は、「終戦後に簇出した新経営者の多くが余り

Ⅱ．報告論文

第10表 過剰雇用率の推計

	製造業計	食料品	織 維	製 材	出版・印刷	化 学	金 属	機 械
1946	0.490	0.272	0.497	0.455	-0.216	0.466	0.573	0.495
1947	0.477	0.450	0.467	0.457	-0.027	0.447	0.525	0.494
1948	0.468	0.346	0.548	0.340	0.244	0.434	0.521	0.547
1949	0.438	0.412	0.323	0.431	0.117	0.414	0.513	0.557
1950	0.266	0.336	0.009	0.344	-0.040	0.249	0.355	0.471
1951	0.053	0.153	-0.179	0.185	-0.292	0.124	0.077	0.274
1952	0.090	0.007	-0.037	0.175	-0.291	0.140	0.133	0.268
1953	0.059	-0.027	-0.086	0.042	-0.260	0.077	0.152	0.224
1954	0.111	-0.023	0.031	0.070	-0.064	0.128	0.251	0.245
1955	0.094	-0.011	0.048	0.123	-0.063	0.091	0.164	0.264
1956	0.013	0.011	-0.038	0.050	-0.019	0.037	-0.020	0.107
1957	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
1958	0.076	0.035	0.099	0.027	0.050	0.029	0.229	0.007
1959	0.043	0.669	0.086	0.004	0.061	-0.065	0.132	-0.007
1960	0.014	0.104	0.138	-0.026	0.075	-0.169	0.410	-0.105

(資料) 東洋経済新報社 [1991]

(注) 1. 過剰雇用率 = (各年人件費対出荷額比率 - 1957年人件費対出荷額比率) / 1957年人件費対出荷額比率 (労働省 [1987]、p.102を参照)。

2. 神武景気のピークに当たる1957年を基準時点にとり、売上高人件費比率で過剰雇用率を測ると、各産業とも1940年代後半には膨大な過剰雇用を抱えていたことが分かる。そのため多数の企業が新勘定でも赤字を計上した (岡崎 [1993]、p.128)。

も企業の規律づけのために経営に介入する強いインセンティブを持たなかった。2.で引用した高碕達之助の随想は、続けて1947年に満州から再度日本に帰国した際の日本企業に対する印象を次のように述べている。

「今から思うと、当時はまるで百鬼夜行の状況であった。株主の権益は全然無視され、事業の経営は従業員によって牛耳られて、ちょうど私が大正5年にはじめて日本に帰って来た時とは、全く反対の状態で

あった。すなわち、株主配当の如き、株価の如きはすべて二の次で、従業員の待遇がまず第一義となり、誰一人として会社の基礎の強化や資本の蓄積など考える者がいないありさまであった。」

これは、上記のような企業経営の状況を簡潔に要約したものといえよう。

もっとも、こうした企業経営は当面政府以外の株主によっても基本的に支持されていたと考えられる。このことは株式市場の推移に

にだらしがない」とときびしく批判した。同誌によれば、新しい経営者は「経済職能人とか、経営技術者と呼称することによって熾烈な労働攻勢を回避し、たくみに一身の安全第一主義を堅持しようとしたことに問題があり」、「譲るべからざる最後の一线まで放棄し、その結果、経営の本体を崩壊している例は枚挙にいとまがな」かった (p.4)。

示される。政府機関に集中されていた株式の売却処分は1947年から開始された。処分は1949年初めまで順調に進み、株式が多数の個人投資家の間に分散しただけでなく、株価も急速に上昇した（岡崎[1993]、p.131-132）。これは一般の投資家が株式を資産として高く評価したことを示している。低利益率にもかかわらず株式が買われたのは、急激なインフレ下で企業資産の価格上昇が評価され、インフレ・ヘッジの手段として株式が選好されたためである。拡張的なマクロ経済政策とそれによるインフレは、資産価格の上昇を通じて株主の不満を緩和するという点でも企業のソフトな予算制約の条件となっていたといえる。

(4) ドッジライン以降の変化

1949年に始まるドッジラインは一挙に予算制約をソフトにしていた条件を取り払った。ドッジライン開始に先立って1948年末にGHQは補助金・公定価格引上げ・赤字融資に基づく賃金引上げを禁ずるという内容の「企業三原則」を指示した。ソフトな予算制約を直接的な措置で排除しようとしたものである。1949年度の超均衡予算と復興金融庫の新規融資停止により、ソフトな予算制約のマクロ的条件が解消した。さらに価格統制・配給統制の撤廃が進み、製品市場における企業間競争が復活してそのミクロ的な条件も失

われた。

企業に資金を提供する銀行と株主にとって過剰雇用をかかえた非効率な企業経営を容認できない状況に転換したことになる。興味深いことに、銀行と株主は相互に異なった対応をとった。³³⁾ 株主の基本的な対応は株式を売ることであった。インフレ・ヘッジのために株式に投じられていた資金はインフレの終息とともに企業の低利益率を嫌って株式市場から流出し、1947年から49年初めにかけて高騰した株価はピークのほぼ1/2の水準に低下した。株主の発言権低下は株主の資金供給に対するインセンティブを奪うという懸念が1947年から『東洋経済新報』等によって表明されていたが、³⁴⁾ ソフトな予算制約の解消によってこの懸念が現実のものとなったのである。これは、経営者・従業員グループによって支配され、低利益率・過剰雇用の経営を続けて株主の利益を軽視してきた企業をそのままのかたちで再建することに対する資本市場の否定的な意思表示とみることができる。

他方、銀行（メインバンク）は企業との融資関係を継続しながら規律づけのために経営に介入するという別の対応をとった。その際、日本銀行による融資斡旋が引き続き銀行融資の制度的枠組みとして機能した。復金融資に代替して長期金融機能を果たすことが期待された資本市場が有効に機能しないという状況に対処するため、日本銀行は融資斡旋を積極化

33) 第1表のように、銀行の株式所有比率は小さかった。

34) 『東洋経済新報』1947年8月。同誌は1948年1月17日付けの社論の中でも、「終戦後の傾向を見ると労働尊重のみが力説せられ、資本はむしろ虐待され、それが民主経営の新方針であるかのごとき偏見さえ一部に行われていた。かかる偏見を是正し資本尊重の対策を採ることが、日本経済再建の必須条件であることは記者が本誌において逸早く唱道したところである」と主張した（『東洋経済新報』1948年1月17日、p.3）。また、日興証券社長も「買った人が損をするようでは、無闇に『買え買え』という宣伝はできない。配当制限、高い法人税、株主は会社の経営に何らの発言権がない、と云うわけで資本は非常に虐待されておる」と述べた（同上、p.13）。

II. 報告論文

した（日本銀行[1984]；『東洋経済新報』1949年6月11日、p.1；同1949年10月29日、pp.42-43）。³⁵⁾メインバンクは企業再建整備計画に過剰人員整理を盛り込み、メインバンクを幹事とし日本銀行の斡旋によって結成された協調融資団は人員整理の実行を融資の条件とした。著名な東芝のケースが示すように、協調融資団は必要に応じて経営陣の交代を要求した（山本[1983]）。

いい換えれば“exit”と“voice”という2つの一般的な影響力行使のメカニズム³⁶⁾のうち株主は前者、銀行は後者を選択した。この相違の理由は各主体の能力とインセンティブから説明することができる。改めて整理すると戦時期以来の銀行・企業関係がメインバンクにガバナンスの能力とインセンティブを与えたほか、会社経理応急措置法・企業再建整備法に基づく特別管理人としての権限を保証し、さらに日本銀行の斡旋によって銀行団が協調して企業と交渉することが可能になった。これに対して株式は小規模な個人株主に分散していた。また戦前にガバナンスの仕組みとして機能した持株会社も解体、禁止され、金融機関・事業会社の株式所有にも独占禁止法・証券保有制限令による規制が加えられた。さらに株式処分に当たってGHQと日本

の政策当局が既存のガバナンスの structure を尊重する方針をとったため、³⁷⁾いわゆる安定株主工作によって従業員などの友好的な株主に所有された株式も少なくなかった（奥村[1969a、1969b]；宮島[1992]；鈴木[1992]）。こうした事情は株主のガバナンス能力とインセンティブを低下させたと考えられる。1949年以降数年にわたる株価の低迷は株主が有効なガバナンスの仕組みを欠いていたことの表現といえる。

メインバンクを中心とする銀行団の介入により企業の人員整理が進められ、おりからの朝鮮戦争ブームとあいまって過剰雇用が急速に解消、企業利益率は好転した。この後、1950年代初めから投資信託ないしその受託者としての信託銀行、生命保険会社、銀行等が大株主として進出し、その動きが講和後の株式所有制限の緩和によって加速された（第1表）。これら法人株主の進出について2つの点に注意する必要がある。第1に、この動きは上述のような銀行の介入による企業経営の健全化を前提とした。投資信託の資産運用は、過去3か月間の平均株価が額面以上であること、配当を行っているか配当の見込みが確実であること、過去3か月間の平均株価に対して8%程度の利回りが確保できることなどか

35) 日本銀行理事（井上敏夫）は、1949年6月の『東洋経済新報』誌上の座談会で、融資斡旋による合理化（整理）資金の供給について「整理した結果、会社が自立するようになって、生産費にもいい影響を与えるという見透しのあるものは、市中銀行さんに出していただく。しかも資金の足りないところは日本銀行で尻を見るという行き方でやって」いると述べている（『東洋経済新報』1949年6月25日、p.13）。

36) 伊藤・松井[1989]、pp.39-40。

37) 株式処分に当たって従業員を最優先することが証券保有制限令（1946年12月）に明記された（大蔵省財政史室[1979]、p.385）。従業員に対する売却部分は株数ベースで全体の43%を占め（大蔵省財政史室[1982]、p.373）、結果として株式のかなりの部分が従業員所有となった。しかも、株式処分に当たって「日本側は、会社が元の経営者の下で運営できるように努力し」、「持株会社整理委員会の委員長は、非常に苦心して、旧財閥会社の放出にあたっては20~30%を固めて関係方面に分けるよう考えてやった」といわれている（東京証券業協会[1971]、pp.98-101）。

ら成る大蔵省の基準に従って行われた（田中[1953]、p.164）。また、生保会社の株式投資原則は優良企業の安定株主となって、投資元本の安全性と高い配当利回りを確保することであった（本間[1953]、pp.149-150）。企業のガバナンスに関する大きな能力とインセンティブを持つ銀行（メインバンク）が代表してガバナンスに従事し、他の大株主はその機能に依存して株式を所有するという関係が形成されたといえよう。銀行としても、貸出先企業の高い debt-equity ratio がもたらすリスクを避けるために、株主の増資引受けへのインセンティブを確保し、増資を円滑に進める必要があった。この点で、他の銀行からだけでなく、安定株主からもメインバンクに対するガバナンスの委託（delegation）が成立する条件があったといえよう。³⁸⁾

第2に、銀行、生保会社、投信委託者としての証券会社、投信受託者としての信託銀行は単に投資収益の確保だけを求めたのではない。銀行が預金獲得の観点から企業との安定した取引関係と企業成長を志向したことは

寺西[1993]で強調されている。銀行は証券投資に当たって、法人預金の吸収という営業政策上の考慮に重点を置いた（大野[1953]、p.138）。1948年以降、団体保険獲得競争が開始されたため（大蔵省財政史室[1979]、pp.210-211; 宇佐見[1984]、pp.272-274）、生保会社も企業との取引関係の維持と企業成長に強い利害関係を持つようになった。また証券会社にとっては株式発行の引受け主幹事となることのメリットが大きく（大和証券[1963]、pp.307-311）、そのため証券会社も企業との取引関係の維持と企業成長を志向した。

一方、人員整理は、銀行団を背後に持つ経営者と従業員の間の対立を顕在化させた。ドッジライン下で企業経営者は銀行団の要求を受け入れて人員整理を図らざるをえず、この動きは当然、労働組合の反発と労働争議を引き起こした。しかし、ソフトな予算制約が解消した以上、労働組合の強硬な要求は企業を倒産に追い込み、それは従業員の利益にも反することは明らかであり、³⁹⁾ 人員整理反対

38) 1950年の商法改正は、これとは異なった株主によるガバナンスの制度の導入を意図していた。GHQの指示によって行われたこの改正は、株式の分散と所有と経営の分離の現実を認め、分散した株主による企業経営に対する有効なコントロールを確保することを目的とした。すなわち、従来の株主総会中心主義を廃止し、取締役会の権限を強化して法律を実態に合わせる一方、取締役の選任権を少数株主に確保し、また取締役の権限乱用から株主を保護することが図られた。具体的には、複数の取締役を選任する場合の累積投票制度、株主代表訴訟制度などが新たに導入され、株主による帳簿閲覧権が強化された。累積投票制度を採用すれば、少数の株主グループも取締役を送り込めることとなり、「昭和25年の改正で取締役会を創設した際立法者がいだいた希望は、取締役員に社外重役が加えられることであった」（鈴木[1967]）。しかし財界はこれに対して否定的であった。1949年8月に発表された「商法改正案要綱」法務府原案は、株主の累積投票請求権に制限を付していなかったため、とくに強い反発を呼んだ。経済団体連合会の「商法改正に関する意見」（『経済連合』1949年11月）は、累積投票制度導入の見合わせを要求し、その理由として「累積投票の結果、会社運営上の一蓮托生の良コンビである取締役団が得られぬ」ことを挙げた。取締役会を内部取締役で構成することは、前述のように戦時期にも財界の意見として提起されたが、ここでもあらためて主張されたことになる。こうした批判を受けて、改正商法では、25%以上の株式を持つ大株主が請求した場合を除いて累積投票を定款で制限できることとされた。

39) 1949年5月28日付けの『東洋経済新報』は、機械工業、電気通信機械工業に人員整理、賃下げがみられる

II. 報告論文

争議の多くは労働組合の敗北に終わった。1940年代末から50年代前半にかけて頻発した「企業整備」を巡る労働争議は、計画・統制経済から市場経済への移行に当たり、そのことの意味に従業員が学習するまでの過程で生じた摩擦現象ということができよう。終身雇用制の下では、企業成長による昇進機会と退職金の増加などの誘因のために、従業員が成長志向的となることが指摘されている（青木 [1992b]、p.178-180; 岩井 [1988]）。これを銀行、安定株主に関する上述の事情と合わせて考えれば、企業に対するステーク・ホルダーの利害が企業成長について一致したことになる。戦時期および戦後復興期の変化を経て形成されたコーポレート・ガバナンスの構造は極めて成長志向的な性質を持っていたのである。

5. おわりに

戦前の日本企業は、古典的なガバナンスの構造を備えていた。この構造は、相互に補完性を持ったいくつかの制度の上に成り立っていたと考えられる。第1に、戦前の日本には有力な株主となってガバナンス機能を果たすインセンティブを持つ大資産家が多数存在し、彼らは企業に対する有効なガバナンスの仕組みを有していた。第2に、銀行は企業金融、とくに長期の企業金融に対して大きな役割を果たしておらず、企業のモニタリングにおいても大株主の機能を補助するにとどまった。第3に、従業員の企業に対する定着度は低く、また、企業経営に対する労働者の発言

権を保証する制度の発展は極めて限定的であった。第1と第2の相互関係は明らかであろう。戦前の企業金融においては株主が主役であり、銀行は脇役にすぎなかったのである。このような株主の大きな役割は、従業員の企業に対する低いコミットメントと補完関係にあった。株主の強い発言権が企業に速やかな雇用調整を行う経営政策を採用させ、逆に労働者が企業に深くコミットしていなかったことがこのような経営政策がもたらす摩擦を小さくしていたと考えられる。

戦時期から戦後経済復興期に、これらの補完的な制度が同時に大きく変化した。物的資本が不足する条件下で人的資本・ソフトウェア技術の役割が増大し、従業員の人的資本投資を促進し労働意欲を高めるために、政府は産業報国会を通じた経営参加を広範囲の企業に普及させた。一方で、株主が利潤動機に基づいて経営に介入し、増産を阻害することを避けるために株主の権限を制限する措置が採られた。配当統制に始まる株主権限の制限は、戦争末期には軍需会社法による商法への特例にまで進展した。この間に経営陣に多数の内部昇進者が進出した。株主によるガバナンス機能が低下した結果、株式市場からの資金供給が減少し、これに対処するため政府は銀行を通じた資金供給のための制度を整備した。delegated monitoring によって希少な銀行の審査能力を有効利用しながら、審査能力ないしそれに関する reputation の不足する部分を全国金融統制会ないし日本銀行が補うというものである。すなわち、戦時期には、株主権

ようになったことを報じ、「企業が存立の岐路に追い込められると、労働組合は今までのように積極一天張りでは行かず、賃下げにも甘んじ、事情によっては人員整理もやむなしというに落ちつくようだ」としている (p.1)。

限が制限される一方で労働者の企業における地位が上昇し、株主権限の制限に対応して銀行が新しいモニターとして登場したという補完的な変化が生じたのである。

さらに人的資本・ソフトウェア技術などの無形の企業特殊的資産の役割の上昇は企業経営者と銀行の役割の変化の前提ともなった。企業特殊的な資産を適切にマネージするためには企業内で訓練を積んだ経営者が必要となり、また資金供給者が企業特殊的資産の価値を正しく評価するためには各企業に固有の審査能力を形成することが必要とされるからである。

戦後復興期の変化は、戦時期と基本的方向を共有した。GHQ が指示した諸改革は一方で従業員の発言権を著しく高め、他方で戦前に大株主としてガバナンス機能を果たしていた有力な資産家層を消滅させた。上のような状況を前提に、日本政府は、戦時期に形成されたコーポレート・ガバナンスの構造を継承して企業再建・経済復興を図る政策を採用した。すなわち会社経理応急措置法・企業再建整備法によって企業を事実上、銀行の管理下に置くとともに、メインバンクを幹事とした協調融資の日本銀行による斡旋を行い、再建のための new money を供給することとした。また政府は、内部昇進者による経営陣の構成を支持するとともに、経営協議会を通じた労働者の経営参加を奨励した。株主の役割の低下を前提に、銀行・経営者・従業員による企業の再建を図ったのである。1948年までの経済復興はこのような企業システムによって行われたといえる。しかし、他面でこのシステムは戦時期にも増して深刻なソフトな予算制約の問題を引き起こした。引続き経済統制下にあったため銀行がモニタリングのインセン

ティブを十分に持たず、しかも労働者の発言権が戦時期より格段に強化されたため、膨大な過剰雇用が発生したのである。

ドッジラインはソフトな予算制約を解消した。この状況下でガバナンスの能力とインセンティブを持たない株主は株式を売却して企業から“exit”し、他方で能力とインセンティブのあるメインバンクは企業経営に介入し、過剰雇用を急速に解消させた。過剰雇用の解消に伴う労働争議は、統制経済から市場経済への移行に当たっての摩擦現象といえることができる。日本ではその際に銀行が重要な役割を果たしたのである。日本企業のガバナンスの構造の特徴として従業員利害と金融的利害の二元性が指摘されているが（青木[1992b]、第5章）、「従業員管理企業」に近い状態の企業を銀行の介入によって市場経済に適応させたという戦後の経緯は、この見方の歴史的な根拠を示すものといえよう。

過剰雇用の解消過程で、従業員は市場経済下では企業成長を図ることが彼らの利益につながることを学習した。一方、過剰雇用の解消に伴って機関投資家が株式市場に進出し、彼らは事実上、メインバンクにモニタリングを委託する関係となった。銀行はいうまでもなく、機関投資家としての生命保険会社、信託銀行・証券会社（投資信託）も、企業と取引関係を持ち、企業成長に強い利害関係があった。成長志向的な終身雇用従業員と同じく成長志向的なメインバンクを中心とする金融主体（投資家）が構成する、成長促進的なコーポレート・ガバナンスの構造が1950年代前半までに形成されたのである。

以 上

[東京大学経済学部助教授]

Ⅱ. 報告論文

【参考文献】

- 青木昌彦、「日本企業の諸側面」、青木昌彦他、『日本企業の経済学』、TBS プリタニカ、1986年
- 、「契約論的アプローチと日本企業」、今井賢一・小宮隆太郎(編)、『日本の企業』、東京大学出版会、1988年
- 、「システムとしての日本企業」、『季刊 理論経済学』第43第5号、1992年a
- 、「日本経済の制度分析」、筑摩書房、1992年b
- 麻島昭一、『戦間期住友財閥経営史』、東京大学出版会、1983年
- 、「三菱財閥の金融構造」、御茶の水書房、1986年
- 、「三菱財閥」、麻島昭一(編)、『財閥金融構造の比較研究』、御茶の水書房、1987年a
- 、「住友財閥」、麻島昭一(編)、『財閥金融構造の比較研究』、御茶の水書房、1987年b
- 鮎川義介、『物の見方考へ方』、実業の日本社、1937年
- 石坂泰三、「ガラス箱の中の経営」、『経営者』、1951年1月
- 伊藤元重・松井彰彦、「企業：日本的取引形態」、伊藤元重・西村和雄(編)、『応用ミクロ経済学』、東京大学出版会、1989年
- 伊牟田敏充、『明治期金融構造分析序説』、有斐閣、1976年
- 、「日本興業銀行と戦時金融金庫」、伊牟田敏充(編)、『戦時体制下の金融構造』、日本評論社、1991年
- 岩井克人、「従業員管理企業としての日本企業」、岩田規久男・石川経夫(編)、『日本経済研究』、東京大学出版会、1988年
- 宇佐見憲治、『生命保険業100年史論』、有斐閣、1984年
- 宇田川 勝、『新興財閥』、日本経済新聞社、1984年
- 大蔵省財政史室、『昭和財政史』第11巻、東洋経済新報社、1957年
- 、『昭和財政史—終戦から講和まで』第2、7、10、13、14、17巻、東洋経済新報社、1982年、1977年、1980年、1983年、1979年、1981年
- 大塚万丈、「修正資本主義の基本構造」、『東洋経済新報』、1947年5月10日
- 大野義昌、「銀行の証券投資」、『経営評論臨時増刊100万人の株式の手引き』、大蔵出版、1953年
- 岡崎哲二、「戦時計画経済と企業」、東京大学社会科学研究所(編)、『現代日本社会』4、東京大学出版会、1991年
- 、「重化学工業の再建」、通商産業調査会(編)、『通商産業政策史』第3巻、通商産業調査会、1992年
- 、「企業システム」、岡崎哲二・奥野正寛(編)、『現代日本経済システムの源流』、日本経済新聞社、1993年
- ・吉川 洋、「戦後インフレーションとドッジライン」、香西 泰・寺西重郎(編)、『戦後日本の経済改革』、東京大学出版会、1993年
- 、「日本—制度改革と経済システムの転換」、『社会経済史学』第59巻第6号、1994年a
- 、「戦後日本の経済復興と日本銀行融資斡旋」(mimeo)、1994年b
- 、「雇用調整と企業の適応能力」、東京大学経済学部 Discussion Paper Series, 94-J-20、1994年c
- 奥村 宏、「戦後日本における株式所有構造—相互持合制の展開とその矛盾」、大阪証券経済研究所(編)、『戦後証券経済論』、1969年a
- 、「財閥の解体と再編成」、川合一郎他(編)、『講座日本資本主義発達史』、日本評論社、1969年b
- 奥野正寛、「現代日本の経済システム—その構造と変革の可能性」、岡崎哲二・奥野正寛(編)、『現代日本経済システムの源流』、日本経済新聞社、1993年
- 春日 豊、「三井財閥」、麻島昭一(編)、『財閥金融構造の比較研究』、御茶の水書房、1987年
- 神田文人、「解題」、神田文人(編)、『資料 日本現代史』7、大月書店、1981年
- 北沢正啓、「株式会社所有・経営・支配」、矢沢 惇(編)、『現代法と企業』、岩波書店、1986年
- 北野重雄、『軍需省及軍需会社史』、高山書院、1944年
- 黒坂佳央、『マクロ経済学と日本の労働市場』、東洋経済新報社、1988年
- 経済同友会、『経済同友会五年史』、経済同友会、1951年
- 桜林 誠、『産業報国会の組織と機能』、御茶の水書房、1985年

金融研究

- 佐口和郎、『日本における産業民主主義の前提』、東京大学出版会、1991年
- 迫水久常、『会社利益配当令 会社職員給与臨時措置令解説』、大蔵財務協会、1939年
- 沢井 実、『戦時経済と財閥』、橋本寿朗・武田晴人(編)、『日本の経済発展と企業集団』、東京大学出版会、1992年
- 篠塚英子、『日本の雇用調整—オイルショック以降の労働市場』、東洋経済新報社、1989年
- 柴田善雅、『戦時会社経理統制体制の展開』、『社会経済史学』第58巻第3号、1992年
- 志村嘉一、『日本資本市場分析』、東京大学出版会、1969年
- 鈴木邦夫、『財閥から企業集団・企業系列へ—1940年代後半における企業間結合の解体・再編過程』、『土地制度史学』第135号、1992年
- 鈴木竹雄、『戦後法制度の20年・株式会社制度』、『ジュリスト』第361号、1967年
- 鈴木宗正、『工場の利潤分配制度と高賃金対策』、『社会政策時報』、1938年
- 高碓達之助、『昔の経営者と今の経営者』、『経団連月報』、1954年3月
- 高橋亀吉、『株式会社亡国論』、万里閣書房、1930年
- 館 龍一郎・諸井勝之助、『戦前・戦後の企業金融』、館 龍一郎・渡部経彦(編)、『経済成長と財政金融』、岩波書店、1965年
- ダイヤモンド社、『ダイヤモンド 会社要覧』1949年版、1948年
- 大和証券株式会社、『大和証券60年史』、大和証券株式会社、1963年
- 田中 勉、『投資信託の投資方針』、『経営評論臨時増刊100万人の株の手引き』、大蔵出版、1953年
- 寺西重郎、『不均衡成長と金融』、中村隆英・尾高煌之助(編)、『二重構造』、岩波書店、1989年
- 、『終戦直後における金融制度改革』、『ビジネス・レビュー』第39巻第2号、1992年
- 、『メインバンク・システム』、岡崎哲二・奥野正寛(編)、『現代日本経済システムの源流』、日本経済新聞社、1993年
- 東京株式取引所、『東京株式取引所史』第3巻、1938年
- 東京急行電鉄株式会社、『東京急行電鉄50年史』、東京急行電鉄株式会社社史編纂委員会、1973年
- 東京証券業協会、『東京証券業協会十年史』、1951年
- 、『証券外史』、1971年
- 東京証券取引所、『東京証券取引所十年史』、1963年
- 東洋経済新報社、『完結 昭和国勢総覧』第2巻、東洋経済新報社、1991年
- 中村隆英・原 朗、『「経済新体制」』、日本政治学会『「近衛新体制」の研究』、岩波書店、1972年
- 長沢康昭、『三菱財閥の経営組織』、三島康雄(編)、『三菱財閥』、日本経済新聞社、1981年
- 西成田 豊、『近代日本労資関係史の研究』、東京大学出版会、1988年
- 、『占領期日本の労資関係—「拘束された経営権」の問題を中心に—』、中村政則(編)、『日本の近代と資本主義 国際化と地域』、東京大学出版会、1992年
- 日本銀行、『日本銀行百年史』第4巻、1984年a
- 日本銀行、『日本銀行百年史』第5巻、1984年b
- 日本銀行金融研究所、『新版 わが国の金融制度』、1986年
- 日本銀行調査局、『融資斡旋の沿革』、日本銀行調査局(編)、『日本金融史資料』昭和統編第9巻、1959年
- 日本製鉄株式会社、『日本製鉄株式会社史』、日本製鉄株式会社、1959年
- 日本石油株式会社、『日本石油百年史』、1988年
- 日本石油株式会社社長長谷川安兵衛、『株式会社読本』、千倉書房、1941年
- 畠山秀樹、『住友財閥の確立—鉱業財閥として—』、作道洋太郎(編)、『住友財閥』、日本経済新聞社、1982年
- 早川征一郎・吉田健二、『経済復興会議の組織と運動 上』、法政大学社会労働問題研究センター・同大原社会問題研究所『研究資料月報』第283号、1982年
- 兵藤 釗、『日本における労資関係の展開』、東京大学出版会、1971年
- 平岡政治経済研究所、『解説 経済再編成法令集』、三笠書房、1950年

Ⅱ．報告論文

- 広田真一・池尾和人、「企業の資本構成と経営効率」、mimeo、1994年
- 藤野正三郎・寺西重郎、「資金循環の長期動態—予備的分析」、『経済研究』第26巻第4号、1975年
- 舟岡史雄、「日本の株価水準と投資尺度」、西村清彦・三輪芳朗(編)、『日本の株価・地価』、東京大学出版会、1989年
- 本間喜一、「生保会社の売買法」、『経営評論臨時増刊100万人の株式の手引き』、大蔵出版、1953年
- 松本 宏、『三井財閥の研究』、吉川弘文館、1979年
- 三鬼陽之助、『五島慶太伝』、東洋書館、1955年
- 溝口敏行、「日本の所得分布の長期変動」、『経済研究』第37巻第2号、1986年
- 南 亮進・小野 旭、「戦前日本の所得分布」、『経済研究』第38巻第4号、1987年
- 宮島英昭、「財閥解体」、橋本寿朗・武田晴人(編)、『日本の経済発展と企業集団』、東京大学出版会、1992年
- 宮本又郎、「産業化と会社制度の発展」、西川俊作・阿部武司(編)、『産業化の時代 上』、岩波書店、1990年
- 持株会社整理委員会、『日本財閥とその解体』、1951年
- 森川英正、『財閥の経営史的研究』、東洋経済新報社、1980年
- 谷沢弘毅、「高額所得者の分布に関する戦前・戦後比較」、『日本経済研究』No.23、1992年
- 山崎志郎、「協調金融体制の展開」、伊牟田敏充(編)、『戦時体制下の金融構造』、日本評論社、1991年
- 山中 宏、『生命保険金融発展史』、有斐閣、1966年
- 山本 潔、『東芝争議』、御茶の水書房、1983年
- 労働省(編)、『労働行政史 戦後の労働行政』、労働法令協会、1969年
- 、『労働白書』昭和62年版、日本労働協会、1987年
- 労働省労政局(編)、『経営参加制度』、労務行政研究所、1954年
- 渡辺 茂・山本 功、「日本企業のコーポレート・ガバナンス—戦後最低のROEから—」、『財界観測』、1992年9月
- Aoki, M., *Monitoring Characteristics of the Main Bank System*, mimeo, 1992.
- Berle, A., and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan 1933.
- Hirschman, A., *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge, Harvard University Press, 1970.
- Kornai, Y., *Economics of Shortage*, North Holland, 1980.
- Milgrom, P., and J. Roberts, *Economics, Organization, and Management*, Prentice Hall, 1992.
- , Y. Qian, and J. Roberts, "Complementarities, Momentum, and the Evolution of Modern Manufacture," *American Economic Review*, May 1991.
- Porter, M., *Capital Choice: Changing the Way America Invests in Industry*, Washington, D. C., Council on Competitiveness, 1992.