

財界追放と経営者の選抜：
状態依存的(Contingent)ガヴァナンス・ストラクチャの形成

早稲田大学商学部

宮島 英昭

No. 9505

〒169-50

新宿区西早稲田1-6-1

Tel 03-5286-2019

本稿の前提となるデータ・セットにあたっては、山本克也氏にお世話になった。また、本稿作成過程では、橋本寿朗、亀川雅人、William Lazonick、David Weinstein 氏とのディスカッションが有益であった。記してお礼申し上げる。なお、本稿は、文部省重点領域研究、「戦後日本形成」、同科学研究費一般研究(A)、早稲田大学特定課題研究助成の援助を得た。

1 はじめに

日本型企業システムのコーポレート・ガバナンス面での特徴は、いったい何か？いま経営陣の構成、及び経営者と株主の関係に焦点を絞れば、次の点が、様式化された事実としてすでに内外の研究者の間にで共有されているといってよからう。（青木 1992、Aoki, Patrick, Sheard 1993, 橋本 1995-a, b）。

1) 内部昇進の専門経営者によって構成された取締役会の構成、並びにこの取締役会メンバーと、実際に戦略的・日常的意志決定を担うマネージメント・チーム（経営陣）の事実上の一一致。わが国大企業の場合、銀行から派遣された少数の役員を除いてほぼ取締役会メンバーの総てが、内部昇進者によって占められ、監査役すらその一人は内部昇進者であることが通例である。こうした構成は、取締役会とマネージメント・チームが分離し、大株主・債権者を含む前者が後者をコントロール、あるいはモニターするアメリカの大企業における両者の関係、あるいは、わが国と同様に戦後改革を経験したドイツの場合の、株主（事実上Proxy voteを通じて30%以上の株式を保有する銀行）代表と従業員代表から構成されるSupervisory boardとマネジメント・チームの関係とは大きく異なる。

2) こうした特徴をもつマネージメント・チームの株式市場から相対的に自立した企業経営。もとより、経営者は、株式市場の圧力から完全に自由ではない。しかし、わが国の大企業のマネージメント・チームは、株式相互持ち合い、あるいは株主安定化を通じて株式市場からの影響を相対的に遮断することが可能となつた。こうした株式市場と経営陣の関係は、株価の低落が敵対的乗っ取りによる経営陣の交替の可能性を高めるという意味で株式市場の強い制約の下にあるアングロサクソンタイプの企業とは著しく異なる。そして、こうした株式市場の圧力の相対的な緩和が日本企業の長期的な視野 (long-term time horizon)を可能とするというのがほぼ共有された理解であろう。

3) 取締役会から外部重役が排除され、また安定株主工作を通じて経営者が株式市場の圧力から相対的に自由となれば、経営者のモラルハザードの可能性、とくに経営者が内部者の利害を重視した経営を行う傾向が強まる。この株式分散にともなうエイジエンシー問題を解決するのが、最大の債権者であると同時に大株主であり、かつ通常1-2名の役員を顧客企業に派遣とするメインバンクである。メインバンクは、顧客企業に対する事前・期中・事後のモニタリングを専一的に担うことによって経営陣を規律する一方、顧客企業の企業業績が悪化した場合には経営に介入し、しばしば経営陣を交代させ、また救済にイニシアチブを取る（状態依存的(contingent) なガーヴァナンス・ストラクチャ；Aoki, 1994.）。こうした経営者の規律のシステムは、テーク・オバーと破産手続き中心とするアング

ロサクソンタイプの企業の市場による企業のコントロール(*market for corporate control*)と大きく異なっている。

本章の主題は、こうした日本型企業システムにおけるコーポレート・ガバナンス・ストラクチャ面での特徴の発生史を描くことにある。

ところで、この主題については、Aoki(1988,1992)、Milgrom and Roberts(1992)によって提示された比較制度分析の枠組に依拠した岡崎(1991,1993)による債権者・従業員を含めた包括的な研究がある。本稿の主題は、経営者の選任というより限られた側面に焦点をあてるが、あらかじめ、これまで岡崎が明らかとした点との関連で、本章のねらい、つまり、いかなる方向で岡崎の成果を発展させようと試みているかを明示しておくことが重要であろう。

1) 方法的枠組み　　企業を多様な利害関係者(stakeholder)の集合体と捉えること、各stakeholder間の関係にはエイジェンシー関係があり、従って企業システムの理解にあたって情報構造とインセンティブの分析が焦点となること、さらに企業が労働・金融・資本市場などの他の経済制度と補完関係にあること、こうした点について本章の採用する枠組みは、岡崎のそれと大きな相違はない。ただし、本章では分析の焦点となる「所有と経営」の関係をより厳密に以下のように捉える。すなわち、「所有と経営」における経営を日常的意志決定と区別される戦略的意志決定(設備投資・事業のリストラクチャリング)と捉え、その経営と所有(株主)との関係を次の四つの段階に区分する(Fama, and Jensen, 1983, Aoki, 1994)。

- 1) 経営計画の起業(*initiation*)：経営内の資源の利用を可能とする投資計画の提議(Proposals)
- 2) 経営計画の承認(*ratification*)または、事前モニタリング(*ex ante monitoring*) 提示された計画の承認⁽¹⁾
- 3) 経営計画の実施(*implementation*)：承認された投資計画の実行
- 4-1) 期中のモニタリング(*intrim-monitoring*)：投資計画の実施過程の監視
- 4-2) 事後モニタリング(*ex post monitoring*)：実施された投資計画の成果の測定と関係者に対する報酬の決定。低い成果の場合の経営者の交替を含む。

「所有と経営の分離」とは、われわれの理解では、1・3 = 企業経営(Dicision Management)と2・4 = 決定のコントロール(Dicision Control)が分離することを指し、しかも、これまで必ずしも厳密に扱われてこなかった決定のコントロールについては、2)の承認、または、事前のモニタリングが常にリスク負担、したがって資金調達のパターンと結びつくこと、また2)及び4)の実効性が、最終的に経営者の選任権によって保障されるとの認識が重要である。こうした視角に

立つことによって所有と経営の分離の進展過程をより厳密に記述できるとともに、これまで視野から脱落する傾向のあった決定のコントロール (Decision Control) の問題をより明示的に取り扱うことができよう。

また、経営者の選任に焦点をあてる本章では、これまで試みられなかった経営者の交替と企業のパフォーマンスの関係の定量分析を試みる。採用するのは、Kaplan(1992), Moreck and Nakamura(1992)等の近年の研究が80年代の日米の経営者の交替の比較のために開発したProbit分析を利用した方法である。経営者の交替を被説明変数として、交替の場合を1、継続してその地位を占めた場合をゼロとし、それを企業の各利害関係者の利害を考慮して設計された企業のパフォーマンスを示す変数で回帰するというのが基本的手法である。これによって経営者に対するモニタリングの有効性の歴史的推移と、経営者の交替に与える各利害関係者の影響の歴史的变化を解明することが期待されよう。

2) 戦前の企業システムの理解 岡崎の研究は、戦前の大企業を、あらかじめ財閥系企業とその他企業とに2分して、企業行動を示す基本的指標から量的に優位を占める非財閥系企業の企業行動が市場をベースとした点を明示して、戦前の企業システムをアングロサクソン的関係と特徴づけた。この理解は、アングロサクソン的という特徴付けが、ややミスリーディングであるという用語の問題²⁾を別とすれば、戦前のシステムが市場機構をベースとした面の強いことに改めて注目し、さらに戦前の企業システムが、戦後の企業システムとは異質の性格をもつ（ないしは、異なった「均衡」を示す）との見方を提示した点で、その功績は大きい³⁾。もっとも、この点を実証するにあたって岡崎の分析がサンプルとしたのは、戦前（1935年）大企業上位60社中、財閥直系企業10社、非財閥企業10社の計20社にとどまりるから、データを拡大して確認する必要がある。しかも、より重要な点は、岡崎が非財閥系と一括した企業群が株式を分散させた経営者企業のみならず、所有と経営が一致した企業を含んでいたことである。⁴⁾しかし、先の視角に立ったわれわれの集計によれば、古典的な企業家型企業はいまだ無視しがたい比重を占めた。戦前期の大企業のコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャは、直感的には図1の3タイプに類型化することができる。（詳しくは、宮島、1995-c）。

①財閥直系企業 専門経営者が戦略的意志決定にあたった広義の経営者企業のうち、株主＝持株会社（財閥本社）が専門経営者の投資計画を承認・モニターした企業。本社の封鎖的所有を特徴とする三大財閥直系企業を典型とし、その量的比重は、財閥直系企業に限定すれば、上位100社中16社、筆頭株主の保有比率25%以上、もしくは10大株主50%以上で形式的に分類すれば全体の約30%にあたる。

②経営者企業 同じく専門経営者が戦略的意志決定にあたったが、株式が相対

的に分散した経営者企業。ただし、ここでも専門経営者の経営計画は、株式市場を通じた間接的なモニターばかりでなく、大株主が加わった取締役会の直接を通じてコントロールを受けた。特に、大株主が、経営者の事後的モニターの点で決定力をもっていた点が重要である。こうしたタイプの企業は戦前の大企業の上位100社中ほぼ40%前後を占める。

ハ)準財閥・同族企業 大株主を中心とした所有構造を基礎に、いまだ、所有(上記1・3)と経営(2・4)が一致した所有型企業。これらの企業の多くではすでに株式がある程度まで分散し、その結果経営行動は株式市場の影響を受けたが、大株主と経営者が一致している以上、株式市場、あるいは社外の株主が経営者の選任に影響を与える余地はなかった。こうした準財閥・同族企業は、37年時点でもほぼ全体の40%を占める。

岡崎との関係では、とくにハ)が無視しがたい比重を占めていた点に注目することが重要であって、以上の理解が、戦時のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャの変化を捉える際の出発点となる。

3) 戦時の変化と戦後の変化。岡崎が企業システムの変化における戦時の変化の重要性を明示した点は大きな功績であり、同稿は戦前から戦後改革期の企業システムの変化を、連続的な変化としてバランスよく叙述した。ただ、これまで注目されてこなかった戦時の変化、及び戦時変化と戦後改革の連続面(官僚・財界人の企業統制構想)を強調するあまり、戦前とは異質なシステムをわが国に強制した戦後改革の意義が過小評価された。

たしかに戦前の企業システムは、戦時期を通じて変化を遂げたが、それにもかかわらず、戦時には、いぜん株式所有に基づき企業経営者の選任という本質的な点で、戦前の企業システムの慣性を残し、仮に戦後改革のインパクトがないまま平時に復帰して、外的な統制が排除されたとき、株主(持株会社、同族経営者・大株主)が再び、企業経営者の提議する投資計画の承認と、期中・事後的モニターの両面で、改めて発言力を強めた可能性は否定できない。⁵⁾むしろ、われわれの理解によれば、新たなコーポレート・ガバナンス・ストラクチャへの移行に決定的なインパクトを与えたのは、日本経済の潜在的戦争能力除去を目的として着手された財界追放・財閥解体を中心とする一連の経済民主化措置であった。そこで占領軍総司令部(以下、GHQ)が試みた改革は、戦時に進展した変化とは、場合によっては180度ベクトルを異にするものであり、それは端的にいってわが国の企業システムのアメリカ化(Americanization)に他ならなかった。戦後直後の企業がさまざまの統制と持ち株会社整理への発行株の強制譲渡によって"準"国営企業に近い性格をもったことに着目すれば、GHQのイニシアティヴによる改革は、

アメリカモデルによる”国営”企業の民営化(Privatization)に近接した性格すらもっていた(Aoki, 1995; 宮島、1995-a)。しかし、この企業システムのアメリカナイゼーションが、実際に実現され、GHQの理想とするシステムが戦後日本に定着したわけではない。むしろ戦後のシステムは、この占領政策のインパクトを49年以降の市場経済の復帰の過程で実態的にも制度的にも修正することによって定着を見た。このアメリカ的制度の日本化 (Japanization) を通じて、1955年前後には既述の企業システムの原型が形成されたのである。

(4) 高度成長期の進化 岡崎は、戦後改革を経ることによって成長志向的な日本企業の特性が形成されたと結論したかにみえるが、日本型企業システムの形成史の分析にあたっては、むしろ戦後改革で創出された関係の原型にとどまるという認識が重要であろう。たしかに55年前後には、日本型企業システムの原型は形成されたが、いまだ *market for corporate control* をモデルとした戦後改革のインパクトは大きかった。この文脈では、50年代前半には、いったん企業行動が、株価維持のために配当率を引き上げ、償却を軽視するという意味で短期的 (*myopic*) な方向へ傾斜する傾向を示したこと注目すること必要がある。企業システムが再び異なった進化の方向を示すのは、55年末からの神武景気からであった。この局面でメインバンクシステムが、普及・拡大し、状態依存的なコーポレート・ガバナンス・ストラクチャが定着した。もっとも、この進化の過程では、戦後改革によって強制された制度的枠組みと企業行動との摩擦や経営者・従業員と銀行との間で状態依存的なガバナンスに適合的なルールについての係争が目立ち、株式所有構造の変化は停滞していた。そして、日本型企業システムが冒頭で様式化したその特徴に近似した形で定着したのは、これまで障害となっていた法制度的枠組みの修正、株主安定化が進展した証券不況以降の高度成長期後半であった。この局面で、戦後改革によって創出されようとした *market for corporate control* の側面は、完全に払拭される一方、安定的な株式所有関係とメインバンクシステムを前提とした状態依存的なガバナンス・ストラクチャが定着し、それに照応した企業の行動特性が全般化したと見られるのである。

なお、本章の分析には、株式所有構造、経営者の交替等のデータが不可欠となる。そこで、本章では、戦前・戦中の変化の分析にあたっては、1937年か、1955年のいづれかの時点で総資産ベースの鉱工業上位100社を占めた企業をプールしたデータベース（計133社）を作成し、高度成長期の分析にあたって57、64、72年のいづれか一時点での総資産ランク上位150位を占めた企業をプールしたからデータベース（計204社）を作成した。また、高度成長期の経営者の交替の分析の際には、上記のプールされた企業から、産業部門別企業数でウェイトして無作為に抽出した

102社のデータを利用する。

2 初期条件——敗戦直前のコーポレート・ガバナンス

戦時統制の進展と株主権の制限 戦時計画経済の進展と、それと並行した企業統制の進展は、大企業の経営者、及び経営者と株主との関係に大きな影響を与えたことはすでに岡崎(1991)が明らかにしている。先ず、われわれのデータベースを用い、かつ冒頭の視点に立つことによって可能となる追加的な論点を明示しつつ、戦時下に生じた変化を敗戦直前の43-44年の状況に焦点を合わせて、確認しておこう。

第一に、計画経済に基づく戦時の経済運営の結果、投資計画に対する株主の承認の役割が低下した。この背景には、増産が企業経営に課された課題となる中で、株主の投資計画の承認ないし拒否の余地が事実上失われたという事情に加えて、資金調達における増資払込みの役割が役割が低下したことが重要であった。民間企業の資金調達の増資への依存度は、32-6年平均の35%から、40-43年には、26%と低下し、44年以降は10%を切った。一方、資金調達の借入への依存度は、32-6年のマイナス14%から40-43年には27%に上昇し、さらに戦争末期44年には60%以上に達した(図2)(日本銀行, 1970)。この結果、もともと投資計画に対する株主の承認の役割が小さかった経営者企業ばかりでなく、財閥系企業でも、本社による傘下企業の投資計画承認の実効性が低下した。各財閥では、戦時下に三菱の財務委員会・査業委員会の設置(40年)に見られるように、本社のコントロールを強化する試みが繰り返されたが、傘下企業の分権化は進展し、傘下企業のほぼ全てが戦時生産の中核として軍需会社に指定され、設備投資資金が政府の債務保証を背景に指定金

融機関から供給された43年末以降には、本社の傘下企業の活動に対する承認の実効性は著しく低下した(沢井, 1992)。

第二に、取締役会における専門経営者、特に現場出身の技術系専門経営者の比重が増加した(表1)。特にこの傾向は、これまで専門経営者の登用の遅れていた図1の準財閥・同族企業で顕著であった。ここでは、取締役会に占める株主重役の比率は、32%から20%に低下した。この背景には、マネージメント・チームが、投資計画の起案における役割を低下させる反面、その実施における役割を増大させたという事情があった。戦時統制の進展が、マーケティングや金融上のスキルの重要性を低下させ、生産面でのスキル、(限られた物的、人的資源によって生産水準を最大化させる能力)の重要性を引き上げたからである。この動向は、軍需会社法制定と前後して、工場長の地位を引き上げ(生産担当者の指定)と決定

権限の工場長への委譲（現場即決主義）が導入されることによって制度的にも追認された（北野, 1944）。⁶⁾

第三に、株式市場の規制の結果、株主による経営者に対する期中・事後的なモニターの規制力が低下した。配当率が、利益率にたいする感応を低下させたことは既に指摘されているが、この点は、我々のデータでも確認できる（表2）。しかも注目されるのは戦前期に見られた企業経営者の交替と企業のパフォーマンスとの相関が失われたことである。昭和恐慌期（1928-32）の毎年の経営者の交替を、前年の企業のパフォーマンスを示す変数で回帰した結果によれば、準財閥・所有型企業を除く、財閥系企業、及び経営者企業では、前者が利益率と、後者が配当率との有意な負の相関を確認できた。しかし、戦時（1937-43）の計測ではいづれのタイプの企業でもこうした交替とパフォーマンスの負の相関は消失した（宮島、1995-c）。

他方、この時期、企業の資金調達面での役割を高めた都市銀行の顧客企業に対するモニターも軽微であった。40年前後から盛行をみた協調融資は、各都市銀行が協調融資の幹事行に顧客企業のモニタリングを相互に依頼した点で、高度成長期の相互的モニタリング（reciprocal monitoring）に近似した側面をもったものの、銀行の顧客に対する影響（交渉）力は弱く、株式保有・役員派遣などのモニターを支える慣行も形成されていなかった。しかも44年初頭の指定金融機関制度の導入によって、民営銀行の貸出のリスクは最終的に政府によって保障されることとなつたから、銀行のモニターのインセンティブは著しく低下した。（序章、参照）

もっとも、戦時に追求された企業統制では、株主とは異なる基準（計画生産量の実現）に基づく政府の企業経営のモニターが株主によるそれに代替するはずであった。新体制運動を担った政府・新官僚の理想は経営者が計画経済の目的を内面化する点にあり、それには、専門経営者が望ましく、また、報奨制と物資・資金面の割当のペナルティーが、この内面化を誘導すると想定された。以上のうち前者の理念は、新体制運動とその前後の日本製鉄の人事で実際に具体化された。同社では40年の改組によって日常的な経営活動と遊離した社外重役は更迭され、内部昇進者が取締役会を構成することとなつた（長嶋, 1986, pp. 248-9）。また、同時期の日本曹達への新官僚、大和田悌二の就任もそうした政府の人事介入の一環として位置づけられよう（日本曹達, 1989, 78-84）。さらに生産責任者の任免を政府の承認事項とした軍事会社法制定後には、同法に基づく人事介入が強まった。しかし、全体として見れば、実際の政府によるモニターは必ずしも厳格ではなかつたとみられる。この点は、増産を要請された重化学工業部門の企業のみをピッ

ク・アップし、経営者の交替と産業平均で標準化された売上及び総資産の成長率の相関をテストした結果が傍証となる。経営者の交代と、資産の成長率・販売の成長率との間に想定される負の相関は確認できない。⁷⁾ また軍需会社法制定以降、政府の直接の人事介入が可能となつたが、発動された事例は少数にとどまり、しかも対象は下位企業に限定された（宮島、1993）。この結果、戦時期、特にその末期には企業経営者に対するモニターは著しく弱まつたと見ることができる。経営者は、株式によるモニターから解放されたばかりではなく、それに代替すべき政府のモニターもまた著しくソフトなものであったからである。

しかし、こうした戦時の変化は、軍需会社法の株主権の制限が、商法の改正ではなく緊急措置として実施されたことに示されているように、一時的性質を帯びていたばかりでなく、いぜんとして戦前の構造の強い慣性をともなっていた。⁸⁾

戦時の変化に注目すると同時に、この側面を確認しておくことが重要であろう。

第一に、戦時下における株式所有構造の変化は、漸進的であった。表1の通り、最大・10大株主の保有比率の低下はそれぞれ3%、及び5%にとどまつた。財閥系企業では、傘下企業の増資払込み急増のため、本社の株式所有比率が低下したが、この低下は傘下企業間の持合いによって補完された（麻島、1986）。また、既述の取締役会における専門経営者の比重の増大は、株主代表が後退したというより、むしろ企業規模の拡大にともなう取締役会の増員の結果、株主代表の地位が相対的に低下した面が強かった⁹⁾。取締役会における株主の比重という面から見れば戦時の変化は必ずしもドラスチックなものではなかつた。

こうした安定的な株式所有構造の下で、第二に利益金処分における株主の地位は、基本的に維持された。既述の通り、配当制限の結果、配当の利益に対する感応度は低下したが、政策的に上限を画された配当率8%を境にサンプルを二分した表2によれば、8%未満の領域では配当率と利益率の相関は明瞭であった。しかも、注目すべきは、戦前に見られた配当率・賞与率と、1マイナス筆頭株主の保有比率（C¹）、1マイナス10大株主の保有率（C²）で計測された株式分散度との間の正の相関が、戦時にあっても基本的に維持されていたことである。配当制限にもかかわらず、分散した株式所有構造の企業の経営者が、配当率を引上げる傾向があり、逆にそうした企業の経営者の活動は、相対的に高い賞与がインセンティヴとして機能していたというこの計測結果は、経営者と株主の関係が事後のモニターの点でいぜん戦前のシステムの慣性を残していたことを示唆しよう。

しかも第三に、既述の株式所有構造の安定性は、経営者の選任における株主の決定権を維持し、37-43年の間に最大100社中、経営者が交替したケースを整理した表3によれば、全ケース52のうち内部昇進タイプの専門経営者が所有型経営者

に代わって新たに社長の地位についた事例は、わずか2例（理研・日本曹達）にとどまり、他の交代のケースは、いずれも戦前の3タイプの大企業に見られた経営者の選任のパターンに従った。

財閥系企業では、この時期依然として、本社による内部昇進者の指名というパターンを踏襲した。ここでは、軍需部門の経営者企業で見られた退役軍人の採用という事態が比較的まれであったことも注目する必要がある。封鎖的所有は、財閥系企業の政府介入からの自由を保障したのである。しかも、財閥系企業では、経営者が、所有者（持株会社）の方針に反した場合、持株会社が人事権を行使した事例を確認することができる。例えば、43年3月東条内閣下の内閣顧問に就任した三菱重工の郷古潔は、「政治不介入」の社是に反したとして、社長を更迭された。この時期、財閥家族の世代交代の進んだ三井では、家族（株主）の人事への搅乱的な介入が専門経営者に脅威を与えたという。¹⁰⁾

また、準財閥・同族企業では、経営者が交代される場合、基本的に同族によって代替された。この時期、統制会会长就任等の理由から経営者が社長を退く事例が多くなったが、同籍者がその地位を引き継いだ。例えば、日本钢管の浅野良三、あるいは、倉敷紡績の大原総一郎がその典型例であろう。

さらに、経営者企業でも、大株主がいぜん経営者の選任を決定した。経営者企業の経営者の交代は、この時期も他のタイプに比べると相対的に多かったが、その場合、注目されるのは、外部から退役軍人が招聘されたケースが多いことである。例えば、浦賀ドッグでは、41年、現社長寺島が入閣のため、取締役会（事実上、大株主・山下龜三郎）が海軍からの要請を受けて、退役海軍大臣堀悌吉の就任を決めた（浦賀ドッグ、1957）。この事例は、いぜんブロック・シェアホルダーが人事権を持っていたこと、そして新経営者が、主要な販売先である海軍との取引関係の強化を主たる判断の根拠として外部から調達されたことを示唆しよう。

以上のように戦時の変化にもかかわらず、株式所有構造の変化は小さく、株主は、いぜん最終的な経営者の選任で影響力を維持していた。たしかに、経営者に対する事後的モニターは低下したが、それは、経済統制の結果、企業成果を判断（verify）することが困難になつたために生じた側面が強い。従って、この構造のまま平時に復帰して、外的な統制が排除されたとき、株主（持株会社、同族経営者・大所有者）が、再び、企業経営者の投資計画の承認と期中・事後的モニターの両面で、あらためて発言力を強めた可能性は高かったとみられる。

3 企業システムの”アメリカ化”と、その日本的修正

(1) GHQにおけるコーポレート・ガヴァナンスの”設計”⁽¹¹⁾

敗戦は、企業経営の課題を増産から一転して企業の再建（民需転換・リストラクチャリング）へと転換させた。もっとも、一部の経営者の期待にもかかわらず、敗戦が、企業経営者にその戦略的意志決定の自由を与えた訳ではなかった。敗戦後も経済統制は継続し、企業活動は購入・生産・販売等あらゆる局面で政府の統制下にあった。しかも、企業経営に対する制約は、むしろ戦時より強まった。敗戦とともに賠償指定は、経営者の戦略決定を大きく制約した。企業の現状の固定化を目的とした制限会社令（45年11月・勅令657号）は、資本金・借入金の増加、株主の配当・役員賞与を制限した。また企業再建整備とともに会社経理統制令は、企業の財務面での自由を拘束した。

こうしたマクロ面での経済統制の継続と、ミクロ面での規制の強化を前提として、GHQは、占領後直ちに「潜在的戦争遂行能力の除去」を（三和、1989）基本的目的に戦前の企業システムの解体に着手した。経済民主化である。このGHQのイニシアチブによって遂行された一連の改革は、興味深いことに、望ましい経営者像、財閥に代表される大株主の権利の制限、従業員の経営への関与の諸点で日本側（政府・財界のリーダー）の戦中以来の政策方向と緩やかな一致が存在した。⁽¹²⁾こうした一致は、当初日本側にその概念すら存在しなかった独占禁止政策の進行過程と際だった対照をなしていた。しかし、この面を強調しすぎることは逆にミスリーディングであろう。GHQの改革の方向と、戦時の企業統制の方向との間には、180度ともいるべきベクトルの相違が存在したからである。まずGHQのコーポレイト・ガヴァナンス・ストラクチャーに関する当初の構想を戦時の企業統制並びに実態的変化との関係を考慮して要約しておく。⁽¹³⁾

GHQは財閥家族あるいは大株主への株式所有の集中が戦前の経済システムの特徴であり、経済の軍事化と密接な関連があったという認識のもとに、これまでトップの地位を占めていた大株主あるいは財閥家族を徹底的に取締役会から排除するよう要求した。⁽¹⁴⁾それに代わってGHQが望ましいと考えていた経営者は、株式所有ではなくその経営能力に基づく専門経営者であった。この点で、戦時の企業統制と連続面があった。ただ注目すべき点は、この専門経営者が内部昇進者のみでなく、外部市場から調達される経営者をも含んでいたことである。エドワード勧告（第七項）は、役員の退陣を勧告したあと続けて、「必要な新しい管理職は、内部からの昇進者や、非軍事化政策・賠償政策で解職された人物の雇用によって得ることができる」と述べた。実際、司令部が人事に関与した昭和電工のケースでは、昭電側が、内部者の候補を内定していたにもかかわらず、GHQは、同業他社

(化学工業)の社長級の人物を条件とした。(持株会社整理委員会、1951, p261)

GHQが戦前の財閥家族あるいは大株主に集中した所有構造に代えて新たに創出しようとしたのは、個人へ株式が広範に分散された所有構造であった。その際小投資家ばかりでなく企業の内部者、特に従業員も望ましい保有主体として推奨された。従業員所有に期待された機能は二重である。第一に従業員の所有は従業員が企業活動に、より多くコミットすることを動機づけ、第二にこの従業員所有によって、経営者の労働条件に関する問題について恣意的な取扱いを避けることができるという二点であった。そしてこの従業員所有と、それに基づく内部的コントロールというアイデアは、戦時の革新官僚、あるいは経済人の一部の発想と連続面を持った。大戦後、商工省は、従業員の企業再建への積極的な参加を目的として、従業員所有の導入を提案し、戦後新たに若手経営者によって形成された経済同友会は、従業員の経営参加を自ら提案していた(大嶽、1987; 岡崎、1993)。

もっとも、GHQと日本側に大きな志向の相違があったことも重要である。第一に、株式分散後に創出されるべき所有構造についてGHQと日本側には大きな隔たりがあった。GHQは旧財閥への再集中の回避のため、機関所有を最少化することを構想した。それに対して日本側は機関所有は望ましいもの、少なくとも避けられないものと考えており、この点が、財閥解体・企業再建整備関係株の処分、あるいは独占禁止政策法の制定過程で両者の係争点となる。

しかも、第二に、GHQは、以上的小投資家を中心とした分散した所有構造の下で、小投資家、とくに少数株主の保護を構想した。この点は、株主の権利を一般的に制限する志向が強かった日本側とは大きくその志向を異にしていた。エドワード勧告は、株主によるコントロールの排除と同時に「内部者による会社支配をより困難とすべき」ことを勧告し、経営情報の公開、取締役会の越権行為に対する株主の是正措置といった具体案を提示した。その場合、所有と経営が分離した自国の状況をモデルとして念頭に置くGHQは、株主総会による経営者の規律には懐疑的であり(GHQの方針は、むしろ取締役会の権限の強化にあった)、取締役会に影響を行使しうる少数株主を保護することによって「内部者の支配」の是正が可能であると想定した。そのために投資家の権利を保護する一方、少数株主が経営者をモニターしうる制度的措置が提示されたのである。したがって、GHQが想定した経営者のコントロールは、経営者市場の存在を前提し、株式市場の整備、投資家の保護、少数株主の権利保障を追求した点で、市場による企業のコントロール(*market for corporate control*)であり⁽¹⁵⁾、従業員の関与、株式の徹底的な分散を強調したという意味で、それは正確には、企業に対する「民主的」な市場によるコントロールと言うべき構想であった。

そして第三に、GHQの構想と日本側の志向は、企業金融の側面でも大きな隔たりがあった。以上に要約されるGHQのコーポレイト・ガヴァナンス・ストラクチャーに関する構想は、健全な財務構成と、内部資金、株式を基本とする企業金融のパターンと対応し、それは、さらに商業銀行と投資銀行の分離というGHQの金融システムの構想と制度的な補完関係にあった。長期資金一証券市場一投資銀行、短期資金一資金市場一都市銀行という組み合わせが構想されたのである。GHQの構想における金融制度間の分業を企業モニターの三つの段階という観点から要約すれば、プロジェクトの評価に関する事前的なモニターは投資銀行に、プロジェクトの進行に関する期中のモニターは商業銀行に、プロジェクトの収益性に関する事後的なモニターは株式市場に委託されると整理できよう。しかしこうしたGHQの構想は、戦時に進展していた実態的変化とは、大きく乖離していた。

2 財界追放——‘上から’の経営者革命

では以上の構想によるGHQの改革は如何に進展したか。経済人に対する措置は、45年10月、GHQが「関係会社の役員中財閥一族関係者、並びに財閥本社及び財閥関係者の代表的色彩を有するものその他財閥的色彩の濃厚なるものは全員退任せしむること」という方針を提示した時から始まった⁽¹⁶⁾。翌11月には財閥本社の解体とともに、財閥傘下企業の役員を兼任していた財閥家族・本社役員が辞任することになった。一方、GHQは、46年末から、以上の財閥関係役員の排除とは目的を異にするより広範な財界人の追放措置に着手した。いわゆる財界追放である。この措置は、技術的には、（イ）「日本の膨張に關係した金融機関ならびに開発機関の役員」と、（ロ）「軍国主義者や、超国家主義者」の排除を要求した46年1月4日の司令部覚書の拡張解釈を通じて行われ、当時G項といわれたその該当者は45年9月2日以前に「主要な」企業の「公職（社長・副社長、会長・副会長、専務取締役・常務取締役、常任監査役）」にあった人物のすべてであった。ここでいう「主要な」企業とは、1) 資本金1億円以上の大会社、2) 総理大臣が過度経済力の集中と認めた大会社、3) 生産財生産・運輸・通信関係の独占的会社等と定義され、特に審査にあたって裁量の余地のない上記の基準1) が追放対象の拡大に寄与したという。⁽¹⁷⁾ 対象企業は、238社、役職から排除されることになった経営者は、約2000名に達した。

しかも、経済人の追放は、以上の措置のみにとどまらなかった。GHQからみれば、公職追放によって直系企業の経営者の交替が進展したもの、財閥同籍者（財閥家族と同一戸籍の者）、財閥関係者の排除には不十分な面があった。そこで48年1月、「財閥の事業の形成維持に有力な寄与を果たした人的結合を切り離し、以て

「民主的で健全な発達を促進する」（第1条）ことを目的とする財閥同族支配力排除法が制定された。同法の該当者は、追放令の該当者との重複も多く（750人）、また同法が辞任を強制したケースも、必ずしも多くない（145人）。しかし、役員経験者3625人が同法に該当したことは重要である。同法は、直系会社の取締役と、比較的規模の小さい制限会社以下の役員を新たに加え、そのためこの措置の実施前に該当者の辞任が進んだからである。

以上の一連の措置の結果、わが国のビッグビジネスの経営陣は全面的に交代することになった。前掲図1の戦前の大企業の三つのタイプに即していえば、もっとも打撃を受けたのは、三大財閥直系企業であった。ここでは経営者の交代が数段階を経て進展し、48年初頭の経営陣は、戦中にはほとんど取締役会への参加の経験を欠くメンバーによって占められた。（表4-b）しかも、財界追放措置は、既述の準財閥・同族企業に大きな影響を与えた。戦時にもいぜん世襲による経営者の交代を続けた企業では、この二つの措置が経営者企業への移行の決定的な画期となつた。さらに、大規模な経営者企業もまたこの措置から完全に自由でなかった。ここでは、G項追放の自動的なルールが旧専門経営者の交替を促した。

こうして大株主に選任された、あるいは、大株主と一致していた旧経営者は、徹底的に排除された。それはまさに”上から”の経営者革命といわれるにふさわしい措置であった。この財界追放のインパクトの大きさは、非ナチ化（Entnazifizierung）の一環として同じく財界追放を経験した西ドイツの場合と比較する時いつそう明らかとなろう。ドイツの場合、政治家・官僚・活動家の Entnazifizierungが徹底的に行われたのに対して、実業家のバージはクルップ・フリック等の象徴的な人物を除けば概して不徹底であった（Berghahn, 1986）。その理由としては、さしあたり第1に、ドイツの場合、基本的に実業家それぞれについてナチとの関係を占領当局が司法手続を通じて個別に検討し、それによって追放の可否を決めたこと、第2に、大企業の集積地であったラインヴェストファーレンが、Entnazifizierungに比較的寛大なイギリス・ゾーンであったこと、そして第3に、占領政策の転換がドイツの場合、46年末から始まり、先のナチとの関係追溯という作業が遅滞したこと等が指摘できる。これに対して事実上アメリカの単独占領であった日本の場合、バージの対象者を既述の定型的な基準から確定し、これに該当するものは自動的に追放するというルールが設定された。同族支配力排除法の手続もほぼ同様であって、こうしたアメリカ占領軍による「紛れのない」ルールの強制が徹底的な旧経営者の排除をもたらしたと見ることができよう。

さて旧経営者は、徹底的に排除されたが、では誰が新経営者として選任されたのか。表4には、戦前と比較した追放後の経営者のキャリアが要約されている。

注目すべき特徴は次の二点であろう。

第一に、新経営者は、専門経営者、しかも外部経営者市場からの採用ではなく、内部昇進の専門経営者によって占められたことである。サンプル企業、133ケース中、外部から採用された新経営者は、昭和電工・東洋製缶等わずか11ケースにとどまり、他は全て内部昇進であった。取締役全体に目を向ければこうした内部昇進者の進出傾向はより顕著となる。監査役ですら少なくなくともそのうちの一人は内部昇進の専門経営者に占められることになった。財界追放と財閥同族支配力排除法によってわが国にもたらされた”上から”経営者革命は、たんに所有型経営者を全面的に排除したばかりでなく、内部昇進者の優位という特徴をともなっていたのである。

第二の特徴は、新経営陣の多くを現場出身の元工場長クラスの人物が占めたことである。この点は、戦後の新経営者に占める技術者タイプの経営者（工学系を卒業し、技術者としてキャリアを形成し工場長を経て社長に昇進したタイプ）の比重が37年の107人中24ケースから126人のうち52ケースに上昇したことからも確認できよう。特にこの傾向は重工業で顕著であって、37年の30%強から、いっきょに50%弱に増加した。

では、何故こうした特徴をともなう新経営者が選任されることとなったのか？第一の理由は、追放後に新経営者の指名がこれまでの大株主に代わってHCLCの事実上の承認を必要としたことであった。持株会社指定を受けた企業の社長の選任は、HCLCの承認を義務づけられた。他方、これまで、財閥本社・大資産家に株式を保有されていた企業では、持株会社整理委員会（以下、HCLC）が、いったん最大の株主になった。別の機会の検討によれば、最大122社中、その発行株が財閥解体措置の主たる対象となった企業は約半数の62社にのぼり、しかもこの62社では、平均して発行株の45%がHCLCへ譲渡を強制された（宮島、1995-a）。勅令233号は、株式処分が終了するまでこの株式の投票権行使する権限をHCLCに与えたから、HCLCは経営者の選任に重大な影響力をもつことになった。具体的に新経営者の選任は、旧経営陣の退任後、残った取締役会メンバーを中心に作成した役員候補のリストをHCLCに提出し、HCLCは公職追放、財閥関係をチェックした上で承認を与えるという形を取った。こうして戦後の経営者は、通常の株主とは異なって、株主利害を代表する経営者ではなく、むしろ専門経営者に強い選好をもつ財閥解体政策の実施機関HCLCの強い影響下でによって選出されたのである。

第二の理由は、経営者の選任に、この時期企業内で発言力を高めた従業員・労働組合が関与したことである。46年6月の「経営協議会に関する内閣書記官長談話」以降、経営協議会は急速に普及し、しかもその協議事項には、経営方針、

経理、人事、利益金処分も含まれた（西成田、1992）。こうした事態の進展は、これまで経営の外部にあった従業員が特に承認と事後的モニターのレベルで企業経営に始めて関与したこと意味した。また企業再建整備法に基づく企業再建計画は、労働組合の承認を必要としたが、この計画には新経営陣の構成も含まれていた。ページ後の経営者の選任は、事実上労働組合の意向に大きく制約された。

経営者の選任が、もっとも”民主的”に行われた事例として注目されるのは、安田生命の事例であろう。旧経営者がページーされた後、同社は「民主主義的精神にのっとり、従業員の総意に基づいて推挙した人物を株主総会に送る」との選任方針を決定、先ず従業員から30名の選考委員を選出し、そこで選定された候補者を3年以上の内勤者と、一定の条件を満たした外勤者を選挙権者とする一般投票により選出した。この徹底的に”民主的”な手続きによって、内部昇進者からなる新経営陣が選出された。（安田生命、1980, p191-2）

経営者の選任に労働組合が決定的に関与したという意味で典型的な事例は、古河電工である。同社では、46年半ばからの生産管理闘争の過程で、労働組合が中川末吉を社長とする旧経営陣の退陣と内部昇進の西村啓造（元日光精鍊所長・技術部長、46年から取締役）を社長とする新経営陣の選出を要求し、この要求は全面的に実現された。しかも、その後西村がG項追放に該当すると、公職回復の訴願にあたって就任が「従業員の総意によるもの」であることを強調し、追放免除を確保した（古河電工（株）、1991, p. 286）。（¹⁸）また三菱電機では旧経営者が追放された後、取締役会は「全従業員の協力なしに再建は不可能」として、労働組合に社長適格者の「推薦」を求め、取締役会は、この推薦に「拘束」されないとしたが、結果として、組合側の推薦順位第一位の高杉晋一が、同社の復興を担うことになった（日本経済新聞社、1980, vol. 8, p. 169）。

しかも、戦後改革は、以上のように経営陣の構成を一変させたばかりでなく、新経営者と株主の関係にも大きな影響を与えた。既述の通り財閥解体は、指定持株会社、制限会社の保有株式のHCLCへの譲渡を強制し、また財産税の徵収が、戦前の財閥家族を含む個人大株主に保有株式の譲渡（現物支払）を促進した。そしていったんHCLCに譲渡されたこれら財閥関係株は、証券処理協議会を通じて処理されることになったが、この処分にあたってGHQは、個人を中心とした所有構造の創出を目的とした厳格な方針を指示した。購入優先順位は、1) それぞれの企業の従業員、2) その企業の工場が立地する地域の住民、3) その他一般公衆という順であって、またいかなる個人も当該企業の発行株の1%以上を所有することが禁じられた。これに加えて、所有の再集中が厳格に制限され、財閥関連企業は事業会社であり、金融会社であり、制限会社に指定された場合、同系企業の株式保

有が厳格に禁止された（大蔵省財政史、1979, pp356-69）。

このいわゆる証券民主化の結果、株式所有構造は大きく変貌した。持株会社を中心とした垂直的な所有構造に代わって、個人を中心とした広範な所有構造が出現したのである。1949年には個人の株式保有比率は、70%に達し、また証券会社所有も13%を占めた（図3）。我々のサンプルでも、筆頭・10大株主シェアは、それぞれ15%, 24%低下し、戦後改革のインパクトの大きさが知られる（表1）。株式所有の分散は戦時に進展したが、戦後改革による株式所有の分散は戦時のトレンドをはるかに上回る徹底的なものであった。

さらに以上の措置と並行して、こうした分散的な所有構造とそれに基礎を置くコーポレート・ガバナンスを支える制度改革が実施された。

第一に、戦前日本では完全に放任されていた株式保有の自由が独占禁止法の制定によって厳しく制限された。財閥の復活阻止を念頭に置いて制定を見た同法は、持株会社の設立と、事業会社の株式保有を禁止する一方、（ただし、49年改正により実質的に競争を制限しない場合、事業会社の株式保有は可能となった）、金融機関の株式保有の上限を5%に定めた。第二に、48年に制定された証券取引法は、大衆投資家の保護を目的として、株主の権利保護を図る規定が盛り込まれた。証取法は、全210条の規定のうち25%の条文が情報開示に当てられた⁽¹⁹⁾。また、50年には、合計監査制度が実施され、この面からも企業の財務面御情報開示が強化された。そして第三に、48年末から既述エードワード報告に沿った商法改正の検討が開始され、49年1月のGHQからのシックス・ポイントの提示を経て50年に商法の大改正が実現した。眼目は、取締役会の権限強化と少数株主の権利の保護

（株主の利害に反する内部者の行動を直接規制するルートの保障）であった⁽²⁰⁾。証券取引法が、主として情報開示（ディスクロージャー）の促進によって株主の株式売買を通じた経営者のコントロール、言い換えれば、Exitによるコントロールを保障したものであったとすれば、商法改正は、少数株主の経営陣に対する直接のコントロール、すなわちVoiceによるコントロールを保障したものと見ることができよう。

こうして広範に分散した株式所有構造が創出され、一連の制度改革を通じて株主が証券市場あるいは法的手続きを通じて経営者をモニターする制度が整備された。GHQの構想したコーポレート・ガバナンスとそれと補完的な制度がいったん日本に形成されたかに見えたのである。

(3) アメリカ的制度の日本化(Japanization): 危機の克服と経営者のスクリーニング

1949年初頭に日本の経済は新たな段階に入った。1948年には実質G N P の水準は戦前の水準（1934—36年 = 100）の85%まで回復し、インフレーションも同年末から鎮静化に向かった。こうした状況の下で賃金三原則・ドッジラインとして知られる一連の安定化政策が導入された。またこれと並行して、これまで物的な資源配分を規制した統制が徐々に解除され、企業の財務政策を拘束した制限会社令、会社経理統制令も緩和・解除された。かくて、企業経営者が自由に経営計画を起案する外部環境はようやく回復した。しかし、そのことは同時に、企業経営者が業績の悪化を補助金・復金融資で補填するというこれまでの計画経済下でのソフトな予算制約に代わって、自由市場経済の下のハードな予算制約に再び直面したこと意味した（岡崎、吉川、1992）。言い換れば戦中・戦後改革期に、その企業経営の成果に対するモニターから自由であった企業経営者は、いまや戦略的意志決定の自由を回復する反面、株主・債権者等、企業外部の利害関係者のモニターに再び直面することになった。

こうした計画経済から市場経済への移行過程で戦後改革期に選任された内部昇進の、しかし、充分な経営経験を欠く新経営陣は厳しいスクリーニングを受けることとなった。同時にGHQが暗黙のうちに”設計”したコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャもまた大きな修正を余儀なくされたのである。

過剰雇用の解消と労働攻勢への対処 戦後の新経営陣の最大の課題はドッジ・ライン後の新たな経営環境に合わせた事業の再建（リストラクチャリング）であった。ところで、旧軍需企業は、敗戦直後の46-7年に人員整理に取り組んだが、人事権が経営協議会における交渉事項となる中で不徹底にとどまり、いぜんとして大きな過剰雇用を抱えていた。岡崎によれば、46-49年の雇用水準は、57年の売上高・人件費比率を基準とした最適雇用量を40%以上上回った（岡崎、1993, pp. 1 27-9）。こうした事態の背後には、経営者の規律を担う機関の不在と、労働者と、その労働者の承認を得て選任された内部昇進者の事実上の「同盟」という *inside r control*⁽²¹⁾ の優位という事態があった。

しかし、ドッジラインの実施は企業経営者に徹底的な合理化・人員整理を強制することとなった。その際労働協約の改訂によって労働者による「経営権」の拘束を解消しつつ、新たな環境に適合した合理化計画を策定し、それを人員整理反対闘争に対処して実施するという困難な課題に対して、新経営陣は戦前大きな比重を占めた所有型経営者、あるいは外部招聘の経営者に比べて適切な面があった。

かりに、戦前の経営者が、その地位にとどまってこの問題に対処したとすれば、第一に、旧タイプの経営者は、これまで現場での経験を欠くだけに、的確な合理

化計画を策定する上で、文脈的な情報を含む情報蓄積を欠いていたとみられる。また、第二に、旧タイプの経営者は、現場の職長・労働者との間に共有された関係をほとんど持たないために、この時期の困難な交渉を収拾する上で、不利を抱えていたと見られよう。実際、財界追放を免れた同族企業の所有型経営者が、ドッジライン以降の人員整理に失敗してその地位を失ったケースを確認することができる。例えば、豊田自動車、あるいは、久保田鉄工がその典型的な事例である。

しかし、当該企業で昇進する過程で、文脈的知識を蓄積した新経営陣は、的確な合理化計画を策定する上で必要な情報を蓄積する上で優位があったと見られる。また、新経営陣が、現場での日常的な接触を通じて労働者との関係を保持していたことは、厳しい労働争議を乗り切り、その収束後に協調的な労使関係を形成することに寄与した。日立製作所の争議を「断固たる姿勢」乗り切った倉田主税（日立製作所）は、敗戦時には笠戸工場長であったし、住友金属の広田寿一は、敗戦時に和歌山製鉄所副社長の地位にあった。

しかしその反面、インサイダーの代表として経営者に選任され、またこれまで経営者としての経験を欠く彼らは、この局面で不可欠の雇用調整を実施する上で不適切な面があった。労働争議の収拾の過程で退任を余儀なくされた新経営者は、これまで必ずしも注目されていないが、けっして少なくない。例えば、比較的早い事例だが、48年を通じて給与交渉で紛糾を続けた東芝では、追放措置後社長に就任した新聞耕作キャリアが争議を収拾できず、49年4月、戦時に東芝の社外重役であった石坂泰三に交代、この石坂が合理化計画を策定することになった（東京芝浦電機（株）、1963、pp. 305-8）。また、三井化学でも、当初元三池事業所長の榎本好文が社長に就任し、第一次・第二次整理に取り組んだが、いぜん過剰雇用は解消せず、欠損が継続した。その結果、50年6月抜本的な経営再建の推進のため元三井鉱山副社長、石田健が就任し、第三次の24%に及ぶ整理を断行し、ようやく再建を終了した（三井東圧（株）、1992、pp. 314-5）。

株式市場のクラッシュと安定株主工作 新経営陣が直面した第二の課題は、49年半ばからの株式市場のクラッシュによる経営の自立性の危機であった。財閥解体関連株、企業再建整備とともになう増資による供給過剰と、金利の上昇によって発生したこのクラッシュの結果、新経営陣は、企業再建整備の過程で要請される増資の困難、そして、より直接的には、アウトサイダーによる買い占め、テークオーバーという経営の自立性の危機に直面した。企業総価値に対する固定資産の比率、いわゆるトービンの q は、この時期、旧三大財閥直系企業の場合、大きく1を下回り、いくつかの企業では、実際に買占めに直面した（宮島、1992）。それは、買占めを受けた三井不動産・江戸英雄の言葉を借りれば、企業経営者をまさに「震

撼」させる事態であった。（江戸、1985、p. 94）

以上の事態は、一面では、GHQの想定した市場による経営の規律が機能し始めたことを意味した。株価の低下に際会した新経営陣は、株価に対する考慮を強めた。49年上場会社のうち50%にとどまった有配会社は、50年には69、51年に88%と増加し50年－54年の有配会社平均配当率は、20%を上回った（日本銀行、1970、p. ??）。株価の低落は、配当を可能とする合理化を強制した点で経営者を規律し始めた。しかし、その反面で、この株価の低下は、GHQが暗黙に想定した機能を完全に果たしたわけではない。株式市場の価格シグナルと、テーク・オバーは、企業の業績を的確に評価したとは必ずしもいえないからである。たとえば、この時期の株価は、旭硝子、新興レーヨン等の企業再建整備株の企業が投機の対象となるなど「変態的」な価格動向を示した。また実際に買い占めにあった企業も、不動産会社（泉不動産・旧住友、関東・陽和不動産・旧三菱）のように過小資本のために、その市場価値が、実際の資産の再販売価格より低い企業に集中した。

こうした事態の進展は、GHQの”設計”したシステムが、わが国の初期条件と乖離していたことを意味した。この時期の新たに創出された株主は、GHQの想定に反して投資した企業をモニターする意志も、能力も持たなかった。財閥解体によって従業員に保有された株式は、平均して50%が2年以内に売却された。⁽²²⁾また、これまでインフレヘッジとして株式を保有した小投資家も株価低下後一挙に退出した。右の投資家の行動の背景としては小投資家の資産蓄積の水準が低い点が重要であった。一般に、所得水準が低ければ、リスクが高く情報収集コストのため取引コストの高い、株式は回避され、流動性の高い安全資産（預金）が選好される。これが、小投資家の株式から預金への大量シフトをもたらし基本的な要因であった。GHQが暗黙にモデルとしたアメリカ的制度の前提とする条件と、日本の初期条件との間には大きな乖離があった。

以上の事態に直面して、GHQ・政府は対応を迫られることとなった。49年半ばから政府は、銀行・生損保に株式所有を勧奨し、GHQもついに事実上機関所有の重要性を認めた。とくに重要なのが、51年に投資信託制度が導入されたことである。⁽²³⁾もっとも、投資信託の導入は株価対策からのみ理解されるべきでない。同制度は、「戦後の証券民主化運動推進に最も適切な媒体であるという観点から」も検討され、1940年のアメリカの証券会社法をモデルとして制度化されたからである（大和証券、p. 318、野村証券、pp. 366-73）。投信の販売は順調であって、信託銀行の株式保有比率は、53年には6.3%を示した。同制度は、株式投資に伴う高いリスクと取引コストの削減を通じて小投資家の資金の証券市場への流入を促進する一方、この時期信頼性を低下させた市場による経営者の規律を制度化するこ

ととなった。さらに53年には独占禁止法が改正され金融機関の株式保有制限が5%から10%に引き上げられた。こうして戦後改革期に創出された制度の修正（日本化）が図られた。

一方企業経営者は、この経営の自立性の危機に対応し株主の安定化に積極化した。その方法は、同系企業間の株式保有が禁じられていた講和前は、1) 証券会社への保有依頼、2) 第三者への保有依頼、3) 他系金融機関への預金を引き替えとした保有依頼であった。そして、こうして安定化された株主は、講和発行後、同系金融機関の株式保有が可能となると、旧財閥系企業では早くも株式持合という形を取った。この場合、各グループの持ち合いの中心となったのは、金融機関であり、さらに講和前後に形成された社長会が、この防衛に対して調整的役割を果たした（宮島、1992；鈴木、1993）。

この結果、株式の安定化は、いったん個人に分散した株式所有構造を機関所有の方向に変化させた。個人株主の比率は、49年の70%弱から、55年には50%強に激減した（図3）。代わって金融機関・事業会社の株式保有比率が上昇した。とくに金融機関の中では、生損保、信託銀行の役割がおおきかった。また、53年には各グループの持ち合い比率は、三井系はやや低いものの、三菱・住友グループでは、10-15%まで上昇した。こうした所有構造の変化は、新経営陣が、経営の自立性の危機を回避したことを意味した。旧財閥系企業では、持合比率の上昇とqの上昇との間に有意な相関を確認することができる。また、我々のサンプルでは、テークオーバーによって経営者が交代した事例を確認することはできない。経営の自立性の危機は、経営者の株主安定化によって回避されたのである。

メインバンクシステムの形成と経営者の規律 新経営陣の直面した第三の危機は、流動性の危機であった。ドッジラインにともなうデフレ圧力は、企業の手取り収入を減少させた。合理化に伴う人員整理は、一時的な支払いを増大させ、より長期的には戦後の環境に事業を適合させるための新規投資が不可欠となった。一方、戦時補償打切りの結果、企業の財務構成は著しく悪化し、これまで企業の財務面を支えていた復金融資は停止され、既述の株式市場の低迷の結果、増資による資金調達は閉ざされていた。こうした状況下で企業の財務面の危機を救ったのは、メインバンクによる資金供給であった。戦時に指定金融機関として指定された都市銀行が、協調融資の幹事行となるという関係が一般化した。メインバンクシステムの形成過程については最近の研究⁽²⁴⁾に譲るが、ここでは旧指定金融機関が、戦後の企業再建整備の過程で、特別経理会社に指定された企業の特別管理人となることによって、情報面での有意を獲得したことが注目されるべきである。特別管理人は、戦時補償の打ち切りによる特別損失の計算とその処理、さらにその後

の再建計画の決定に関与し、この過程で金融機関は借手企業の情報を戦時よりもむしろ高い密度で蓄積した。こうした情報の有意を前提として協調融資の幹事行となったメインバンクは、大企業の直面した財務面の危機が、流動性の危機か、倒産の危機かを的確に評価し、顧客企業に対して初期には救済資金、後には合理化資金を供給した（宮島、1992）。

しかも、経営者の選任プロセスに焦点を合わせる本章の主題から重要な点は、各都市銀行がこの再建整備・合理化計画に対する融資の条件として経営能力を欠く経営者の交代を要請したことである。戦中の指定金融機関と企業の関係がその貸出の量的優位にかかわらず、前者が後者をほとんど実質的にモニターしなかったのに対して、戦後企業の資金調達における役割を高めたメインバンクは、最大の債権者として経営者の選任について発言力を強めた。例えば、既述の東芝の石坂の就任は、帝国銀行を中心とした協調融資の条件であった。また豊田自動車における石田退蔵の就任にも帝国銀行の意向が反映しているといわれている。さらに合理化の遅れた新潟鉄工では勵業銀行が、直接新社長を派遣した。

既述のとおり株式市場のクラッシュは、新経営陣に従来の経営方針を変える重要な契機となつたが、株主による取締役会を通じた直接のモニター、あるいは、株式市場におけるテーク・オーバーを通じたモニターが定着したわけではなかった。それに代わって経営者を実質的に規律したのは企業の資金調達面で大きな役割を演じたメインバンクであった。最大の債権者であるメインバンクが、この時期の新経営陣のスクリーニングの実施の主体であった。

しかも、49年からの系列融資の形成過程で、銀行の新経営者のモニターを支える制度が徐々に整備されていった。第一に、各都市銀行の審査部が整備され、これが銀行の事前的なモニターの強化に寄与した。貸出しの増加とともに戦時にも審査部の整備・拡充が試みられたが、指定金融機関制度の実施後、政府の債務保証が与えられてからは、審査の意味はいったん事实上消失した。しかし、49年以降各都市銀行は、改めて審査部の拡充に積極化した。この審査部の拡充は、新たに大口雇用を確保する必要の強かった富士、三和において特に顕著であった。

そして第二に、各都市銀行は、貸出額が多いいか、融資比率の高い企業の株式保有を進め、これが、銀行の事後的モニタリングを強化した。この銀行の株式保有は、戦時には、ほとんど見られなかっただけに、戦後の新たな事態として注目されるべきである。しかも、信託銀行、生・損保の株式保有が基本的にポートフォーリオにもとづいていたのに対して、銀行の株式保有（1955年の株式保有比率）は、ポートフォリオ要因（50-54年の平均配当率）と相関が無く、むしろ負債比率と正、利益率と負の相関があった。倒産リスクが高い企業ほど銀行の株式保

有比率が高いという右の事実は、銀行の株式投資が、配当収入の最大化、あるいは通常の意味での収益性の実現ではなく、借手企業との緊密な関係の形成、言い換えれば、顧客企業の機会主義的な行動の阻止にあったという見方を支持しよう。

しかも第三に、各都市銀行は、49年以降、必ずしも全般にしていなかったとはいえる。大口顧客企業に自行の行員を役員として派遣した。⁽²⁵⁾この役員派遣は、生損保・信託が、高い株式保有比率にもかかわらず、ほとんど役員を派遣しなかったことと著しい対照をなしていた。この結果、いったん内部昇進者で完全に占められていた企業のボードに銀行出身者が加わることになった。この銀行からの役員派遣は、企業から見れば戦時・戦後改革期の統制の下で企業内部での養成が中断した財務面のスペシャリストの供給を銀行から受けた面があった。他方、銀行の派遣のインセンティブは、大口顧客の経営情報の収集（期中のモニタリング）、場合によっては、経営行動の矯正（事後のモニタリング）の強化にあった。こうして50年代前半には、企業経営者に対するメイン・バンクのモニタリングの制度が徐々に整備されたのである。

(4) 55年のコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチュア

改革期に選任された新経営陣のスクリーニングが終了することによって「上から」の経営者革命はほぼ終了した。しかもそればかりでない。49-55年の戦後復興の過程で、こうした新経営陣を規律するシステムもほぼ定着した。それは、戦前のコーポレート・ガヴァナンスと異なるばかりでなく、戦後改革期に、GHQが“設計”したそれとも大きく異なっていた。55年前後のコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチュアをあらためて図示すれば、図4の通りである。

投資計画の起案と実行にあたる経営者は、いまや内部昇進の専門経営者によって占められ戦前取締役会に重要な比重を占めた株主は財界追放と証券民主化によって一掃された。その結果、経営陣と取締役会は事実上一致し、株主による取締役会を通じた投資計画の承認と企業成果のモニタリングは戦前の企業に比べれば著しく低下した。一方、株主の分散の結果、発生する可能性が生じた経営者のモラル・ハザードを規律したのは、戦前に比して資金調達面で役割を強めた都市銀行であった。銀行の事前的なモニタリングを通じて、復興・合理化資金を供給する一方、大口顧客の投資計画の実行を役員派遣、決済勘定を通じたモニターし、しかも、その投資成果に対して事後的なモニタリングをえた。最大の債権者であると同時に大株主でもあるメイン・バンクは、戦後の経営者企業の規律で重要な役割を担ったのである。しかし、こうした戦後日本に全般化した経営者企業の構造は、旧財閥系企業とその他の企業では、やや異なっていた。旧財閥系企業

(図4-a)では、講和前後に結成された社長会メンバーの持合が進展していた。他方、その他の大企業(図4-b)では、信託銀行・生損保等の金融機関への安定株主化の依存度が大きく、株式市場の圧力が相対的に強かった。ただし、こうした相違は、冒頭で要約した戦前の大企業のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャの相違に比べれば相対的なものであった。前掲図1の同族企業から経営者企業まで広い範囲の分布をした戦前の分布とは異なって、戦後の企業はほぼ同質化した構成をもつたことになる。

そして、こうして形成された戦後の新たなコーポレート・ガバナンスは大企業に全般化した専門経営者を規律する上で有効であった。この点は、50-55年の経営者の交代と、50-54年の企業パフォーマンスの相関関係を検討した結果からシステムマテックに確認することができる(宮島、1995-c)。こうして、戦時下から継続した、ソフトな予算制約、さらに戦後労働者の地位の上昇によって発生したインサイダー・コントロールは解決されたと見てよからう。

もっとも、この55年の時点のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャは冒頭で要約した日本企業の状態依存的なコーポレート・ガバナンス・ストラクチャと、それに照応した企業行動から見れば、未だ原型にとどまっていた。

第1に、株式の所有構造は、安定化が試みられたとはいえ、いぜん分散的であった。55年の時点でも、個人株主の比率は、50%を越え、経営者から見て株主の安定化は終了していなかった(図3)。こうした財閥解体の所有構造に与えたインパクトは、企業の利益金処分行動にも反映した。50-55年の上場企業の配当率、配当性向は、戦時のみならず、戦前(34-36年)の平均よりもむしろ高かった。しかも、37年、または55年の上位100社をサンプルとした計測では、1950-54年の各企業の配当率は自己資本利益率の変化に戦前よりも敏感に反応していた(表2)。企業経営者は、株式が分散した状況の下で、配当率を引き上げる形で対応したのである(表2)。さらに50年代前半の償却率は戦前(34-6年平均)の4.5%に比べて著しく低く(図5-b)，またこの時期要請された資産再評価が進捗しなかったこともこうした経営者の行動特性の傍証となろう。第1次、2次の資産再評価の遅れは、資産再評価にともなう償却負担の増加と、配当支払いの増加を回避したためであった。⁽²⁶⁾50年代前半の経営行動は、全体としてみれば、短期的な期間認識(Myopic)に傾斜する傾向を示していた。

そして、第2に、資金調達面では、49-52年に高水準を維持した企業の間接金融への依存度が、53年以降にいったん低下し、内部資金の役割が相対的に増大したことが、注目されるべきである。この傾向は、とくに54-55年に著しい。オバーボロイングが問題視される中、この時期各企業は財務構成の「健全化」を追求した

(Teranishi, 1995)。増資目的に占める借入金返済の比重は、設備投資が、45%前後であったのに対して、35%を占めた。この結果、自己資本比率は、55年の資本充実法による強制的な資産再評価の効果もあるが⁽²⁷⁾、55年には、50年の水準を5%前後上回った(図5-a)。資金調達・資本構成の面でも、いったん間接金融からの脱却の傾向が見られたのである。

しかも第3に、戦前の大株主に代わって企業のモニタリングを担うこととなつたメインバンクと企業の関係もいぜん流動的な側面をもっていた。この点は、メインバンクシステムを構成するいくつかの側面から確認することができる。①)まず何よりも、メインバンク関係の特徴であるdelegated monitoringという関係を全般化していなかった。別の機会の検討によれば、戦時の指定金融機関と企業再建整備期の最大の債権者が同一であったケースが88.5%であったに対して、後者と55年の最大の債権者が同一のケースは、75%に低下していた(宮島、1995-a)。特に第一銀行を戦後再分離した帝国銀行の取り先企業がこのメインバンク競争の争点となつた。また、戦後に起業した新興企業では、既存の銀行との取引関係が存在しなかつたから、そこでもまたメインバンク関係は形成過程にあった。②)また、都市銀行の投資プロジェクトに対する事前のモニタリングもこの時期形成過程にあり、むしろ、政府系金融機関、あるいは日本興業銀行に依存する面が強かつた。この点は、定量的には、この時期の設備資金供給に政府系金融機関が大きな役割を演じていたことが傍証となろう(図5-c)。この時期の企業の投資プロジェクトに対する事前のモニタリングは、政府系金融機関、あるいは長期金融機関が担った側面が強く、都市銀行の事前のモニタリングの遂行能力は、形成過程にあった(Packer, 1994)。ドッジライン後の不況過程で各企業の金融的危機を、「流動性の危機」か「倒産の危機」かを的確に判断して「救済資金」を供給した都市銀行の役割は、ただちに各企業の投資プロジェクトを事前に審査し、資金・資本市場へシグナルを送るという「最初の」貸し手としての役割に連続的していくわけではないことが注目されるべきである。

③)さらに、都市銀行の顧客企業の株式保有と、役員派遣も未だ全般化していなかつたし、より注目されるのは、メインバンクの救済的機能がいまだ不安定であったことである。この時期、取引先企業がfinancial distressに陥った際に、銀行が、負担を甘受しながら、救済にあたるというより、清算に関与する例があった。例えば、1954年、業績を悪化させた三井精機では、銀行の内では、三井直系として「上位にランク」されていたにもかかわらず、三井銀行が、「救済」を放棄し、会社更正法によって再建を選択した(江戸、1986,p.129)⁽²⁸⁾。以上の意味で、メインバンクシステムの形成もまた原型にとどまったのである。

4 1955-64：日本型企業システムの普及と洗練——そのプロセスと論理

(1) 経営管理のアメリカナイゼーションとその修正

56年日本経済は、後に神武景気と呼ばれる景気拡大を迎える。57-8年の景気後退を経た後、59年から再び景気拡大を迎えた。その過程で、大企業の専門経営者は、積極的に投資計画を起案した。こうした大企業の経営者の積極的な投資計画の遂行を支えた条件としては、次の諸点が重要である。第1に、55年の時点では、海外と競争企業との規模・費用面での大きな格差があることは企業経営者に痛切に意識されており、しかも、貿易・資本移動に対する規制は、時限的であることがアナンスされていたから、貿易、資本の自由化に備えて、規模を拡大させる不可欠と認識された。それと関連して、第2に、政府の為替割当は実績主義であったから、先行的に設備を拡大することが企業行動として合理的となつた。それは、この時期の企業を率いた経営者が、戦時戦後の割当下でそれを学習した点が重要であった。また、第3に、戦後改革によって創出された競争的寡占構造の下で、技術導入のチャンスが各社に平等に与えられたため、他社に先駆けた設備の拡張は、他社の設備投資を「挫く」戦略として意識されたことが重要であった。

こうした条件に支えられて、大企業の企業経営者は、積極的な投資計画を策定した。これを実施する過程で日本型企業システムを構成する要素が次第に普及拡大した。55-64年は、日本型企業システムの普及のプロセスと見ることができる。

第1の重要な変化は、内部昇進者から構成される取締役会に適合的な経営管理組織が形成されたことである。この時期、大企業の経営者は、経営計画の設定を合理化し、その執行を可能とする内部統制組織の整備を目的として組織構造の革新が試みた。その背景には、第1に、改正商法の施行、会計監査制度の導入といった制度のアメリカナイゼーションへの対応の必要性があった。そして第2に、実態的には、軍需会社法の施行による現場への権限の委譲、さらに戦後改革期の労働組合の工場管理の実施より、アド・ホックな分権化が進展していたことが重要であった。戦後直後にわが国の経営組織を調査した総司令部民間通信局が、わが国の企業経営に対して、「最高経営者の経営についての研究の不足」、「企業組織の研究の不足」、「統制手段の研究の不足」を指摘したのも、こうした戦時・戦後直後の状況を指したものと見られる。こうした背景の下で、大企業の経営者は組織改革への問題意識を強めていた（日通連、1952、p.4；東洋紡績、1986）。この場合、大企業の経営者が、モデルしたのは、アメリカの大企業の分権的な階層的組織構造であり、具体的には、取締役会に直属する経営委員会、長期経営計画の作成、内部統制、事業部制がその学習の対象であった。制度のアメリカナイゼーションに統いて、アメリカ的システムの学習が始まったのである。もっとも、

このアメリカモデルの経営組織の学習は、移転対象の取捨選択、あるいはモデルの修正といった日本的修正をともなった。

立ち入った検討は今後の課題としたいが、例えば、取締役会の設置を義務づけた改正商法の実施を契機とした経営委員会の制度の移転は、常務制という形を取って定着した。しかし、もともとモデルとなつたアメリカの経営委員会（Executive Committee）は、社外重役が、重要な比重を占める取締役会の小委員会として発達し、トップ・マネジメントチームの設定する経営計画の批准と、そのモニターについて取締役会の代行機関として発達した（Chandler, 1977, chap. 11）。しかし、日本のそれは、現場出身者を平取締役として登用した結果、構成員数が増大し、意志決定機関として形骸化した取締役会に代わって経営の基本方針を設定と下部組織のモニターを担う機関として定着した。また、51年の財務諸表に関する会計監査の制度の導入を契機として、内部統制、予算統制、いわゆるコントローラ制の実施が普及を見た。経済同友会の調査によれば、61年時点の普及率は86%に達し、60年前後には大企業にほぼすべてがそれを導入した。しかしこうして普及した、日本企業の内部統制は、計数的統制を行う部門と、資金調達の運用をを計る部門（財務部・経理部）とを分離する傾向が強く、しかも、これらの部門は、アメリカ企業のように予算編成の独自の立案能力と、モニターにおける強い権限を欠き、稟議性の下で下部から起案された原案をもとに予算を決定するなど、ボトムアップの戦略的決定に適合させる日本的な修正を施されることとなつた（壽永・野中, 1995, p. 164; 吉野, 1975）。

さらに、50年代後半には、長期経営計画の設定が普及し、その60年の普及率は87%に達した。もっとも、モデルとなつたアメリカでは、各事業部の予算と管理を統一的指標を通じて行うために発達した経営計画は、むしろ長期的な設備投資計画に力点を置いて定着した。この制度の導入は、トップマネジメント・チームの経営計画の起案能力を強化した反面で、それが本来アメリカでもついていた機能、すなわち各事業部の事業遂行の目標の提示と、そのモニターの基準という役割は定着しなかつた（東洋経済、1961）。そして、注目すべきは、以上の組織革新の前提とも言うべき事業部制の大企業への導入が遅れていたことである。60年時点の事業部制の普及は、28%にすぎず（東洋経済, 1961, p. 681），しかも、導入された場合でも、アメリカでは各事業部に含まれる人事部を別組織として常務会の下に配置し、事業部長が常務会のメンバーを兼ねる等の大きな修正がモデルとなつたアメリカ大企業の事業部制とは異なつた特徴を持った。

このようにアメリカをモデルとした組織改革は、わが国の実態に即して、大きな修正をともない、高度成長の前半は、その修正の試行錯誤の過程であった。そ

して、この過程を通じて内部昇進者を中心としたトップマネジメントチームの経営の計画立案能力と執行力が強化されたのである。

(2) メインバンクシステムの普及と状態依存的ガヴァナンス・ストラクチャの進化

一方、企業と債権者＝都市銀行の関係は、この55-64年に再び緊密化した。メインバンク・システムがこの時期定着したと見て良い。メインバンク関係の拡大を支えた企業側の要因としては、神武景気以降、旺盛な資金需要の結果、各企業は資金不足に直面したことが重要である。景気の回復とともにう積極的な投資計画の実施とともに、内部資金の不足は、再び顕在化し（図2）、反面、代替的な調達手段である社債発行は政策的に厳しく制限され、高い法人税と株主割当額面発行の慣行を所与とすれば、この局面では、増資の資金調達コストは著しく高かった。⁽²⁹⁾ この結果、銀行への依存は、設備拡張を追求しようとすれば、不可避の選択となった。しかも、政府系金融機関は、特に60年以降産業金融から後退したから、企業の都市銀行への依存度は上昇した。この時期大企業のメインバンクへの依存度は、一貫して20-30%前後の高水準を示した（経済調査協会、1961、p. 20-23）。そしてこうした企業の内部資金の不足と、代替的な資金調達手段の欠如が、企業が、後述の通り、メイン・バンクに決済を集中して自発的に情報を開示し、また銀行からの役員派遣を受け入れる理由であった。

他方、都市銀行の側の要因としては、大口取引先の確保がメイン・バンクレントの確保を可能とする制度的条件が形成されたことが重要である。⁽³⁰⁾ 政府・日銀による人為的低金利政策、社債発行の厳格な規制、銀行への参入規制という政策的枠組みの下で、銀行の経営にとって貸出の増加が、営業収入の拡大につながるという条件が形成された。こうした環境の定着は、都市銀行に大口顧客の獲得が、経営にとって不可欠だという認識を定着させた。例えば、富士銀行の迫頭取は、支店長会議の席上「経済の正常化について産業界における資本の蓄積集中は、漸次優良大企業の地位を確固たらしめると同時に、これが関連企業の範囲の拡大と明確化、いわゆる系列の強化を招来し……これら優良大企業を確保し、系列関連企業の取引網を把握している銀行は、自然自らに地位を高め、かつ安定させることができると同時に将来の拡大均衡における躍進の潜在力を包蔵している……」として「主柱取引先の紐帶強化」の方針を提示した（富士銀行、1982、pp. 930-1）。

銀行経営者に上記の認識が定着するとともに、メインバンク関係が拡大した。その論理は、おおむね次のように捉えることができよう。

もともと、旧財閥系銀行は、戦時指定金融機関制度以来、各企業と密接な関係

をもち、戦後その取引を拡大していた。他方、比較的大口顧客の少なかった非財閥系都市銀行（富士、三和）は、こうした旧財閥系銀行に対する対抗的な戦略を早期にとった。50年代初頭、三和銀行総務部長の地位に就いた人物は、当時の中心課題が、「旧財閥系銀行」との対抗にあり、「どのような企業と取引を広げていけば、旧財閥系銀行に匹敵できる銀行になれるか」が同部の最大の検討課題であったと回顧している。そして、こうした対抗意識が一貫して堅持されたことは、1963年に渡邊頭取は、同行の30周年（1963年）にあたって「三和銀行を旧財閥系銀行に対抗してどう強くしていくか」を今後の課題として、あらためて強調したことからもうかがうことができる。（三和銀行、1974年、p. 242、344）。こうした旧財閥対抗的な拡大戦略は、成長力のある大口顧客の獲得と結びつき、この戦略を両行は、それぞれ「経済主流取引」（富士）、「重化学工業化路線」と自ら規定した。そして、こうした非財閥系都市銀行の積極的な戦略の採用は、翻って旧財閥系3行に危機感を強めることになった。この結果、旧財閥系3行は、いずれも50年代半ば、改めて「大衆化路線」を強調しながら、新規の大口顧客を拡大を追求した。旧財閥系銀行の大口顧客への貸出の集中度はこの時期高い水準を維持した。例えば、三菱銀行が自ら同系と認定した企業への融資比率は、57年の12%からいったん低下した後、62年には再び上昇して16%に達した（三菱銀行、p. ）。

以上の企業側の資金不足と、都市銀行側の大口顧客拡大競争を背景として、高度成長の前半期には、メインバンクシステムが、その様式化された特徴を整えた。

第1に、都市銀行と企業との間の安定した関係が拡大した。別の機会にメインバンクの固定度をチェックした結果からは、メインバンクの安定度が傾向的に上昇したことが、確認することができる（宮島、1995-b）。⁽³¹⁾

そして、第2に、メインバンクの事前的なモニタリング能力が強化された。定量的には、この時期、企業の資金調達における都市銀行の役割が再び大幅に上昇したことが傍証となろう。政府系金融機関の貸出の比重は傾向的に低下し、特にこの傾向は、60年以降、顕著であった。また、この時期各金融機関とも審査部をさらに拡充し、審査能力の向上に努めた。

第3に、こうした都市銀行と企業の長期的関係の拡大過程で、期中・事後的モニタリングを強化を可能とする経済制度が次第に拡大した。期中のモニタリングを支える決済口座の主取引銀行への集中の進展については、今後の実証の課題であるが、1)銀行の株式保有、3)銀行の取引先企業への役員派遣は、この時期徐々に進展した。1)については、例えば、都市銀行の「系列」企業の株式保有比率は、60年の最大の貸し手の株式保有比率は、60年の三菱、2.5%，住友、3.3 富士3.1、三和3.1から、64年のそれぞれ2.7、4.5、4.1、3.6%と傾向的に上昇した（経済

調査協会、）。さらに、すでに復興期に見られた役員派遣も、この時期に拡大した。表5によれば、サンプル企業96社のうち63年に銀行からの派遣役員を抱える企業の割合は、最低でも40%弱に達した。こうして、事前・期中・事後的モニタリングをメインバンクが統合的に担うという関係が60年代前半には形成されたと見られる。

そして、こうしたメインバンク関係の拡大は、この高度成長前半期に、借り手と貸し手の間の情報の非対称性の緩和を通じて投資を促進したと評価することができる。高度成長前半期は、現代の大企業ですらいまだリブテーションを確立せず、また戦前からの大企業の一部も完全に再建を終わっていないために、借手＝企業と貸手の情報の非対称性が著しく大きかった。こうした環境のもとで都市銀行は、投資プロジェクトの事前のモニタリングで重要な役割を演じることになった。この点は、メインバンク純依存度（メインバンク借入/総借入・総借入/総資産）、および借入、株式保有、役員派遣を総合したメインバンク結合度によって測定したメインバンク関係の強弱が、設備投資に対する内部資金の制約の緩和に有意な影響を与えていたという別の機会の計測結果からも確認することができる（表8、詳しくは、宮島、1995-b）

状態依存的コーポレート・ガヴァナンスの形成 以上の企業の内部組織の革新、そしてメインバンク関係の形成を前提として、高度成長前半期には、日本型企業のコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャ面での特徴、すなわち状態依存的なガヴァナンス・ストラクチャが形成された。

第1に、パフォーマンスが良好であった大企業の場合、企業の経営者の選任に、現経営者が後継者を内部者からなる常務会のメンバーから指名するというパターンが定着した。この時期、戦後改革期に選任された経営者が後継者を選ぶこととなつたが、このパターンは、旧経営者が、内部昇進者から成る取締役会メンバーから次期社長を指名するというパターンをとった。こうしたケースは、高度成長前半（58—63年）期の交代中39、19ケースをしめる（表6, 1-1）。

鉄鋼業では、59年に浅田長平が外島兼吉に社長職をゆずった後、62年日本钢管、住友金属で、戦後改革期に就任し10数年にわたってトップの座にあった経営者が交替した。いずれも副社長からの昇格であった。また、電気機械産業では、東芝が、57年に石坂泰三から岩下文雄へ、三菱電機が、高杉晋一から関義長へバトンタッチされた後、61年14年社長の座にあった倉田主税が同社専務に駒井健一郎にその地位をゆずった。交替の目的は、「若返り人事」であった。さらに化学部門では、62年、戦後16年にわたって同社を率いた土井正治が社長に退任、日立のケースと同様に専務が昇任した。さらに、59年、戦後改革記の異例の日野原節三の

就任苟、長い清次（日東化学）石川一郎（経団連会長）佐竹次郎（富国生命）と、アウトサイダーが社長の地位にあった昭和電工について内部昇進者の社長、安西正夫が生まれた。そして、この戦後初の内部昇進者の社長の就任は、同社内で大いに「歓迎」されたという。⁽³²⁾

以上の交替で共通することは、第一に、現社長が事実上後継者を指名、常務会で内定した後、株主総会で承認を受けるという手続きをとったことである。そして第2に、退任した社長は、通常会長職に就いた。会長制が大企業に全般化したのもこの時期であった。第三に、新会長に副社長が昇任するのが通例であったが、専務、またはまれに常務が抜てきされる場合は、上位者は退任するという慣行が形成された。第四に、交替のモチーフが基本的に「若返り」を目的とし、第五に公表された選任の理由は、「労務に明るいこと」、「現場の経験を積み、経営者意識のはっきりしていること」、「人事も公平で信頼感を与えること」等があげられることが多かった。文脈的知識が重視されたとみてよかろう。

そして、経営状態が順調な企業では、経営者がインサイダーから、「社内」理由、あるいは、世代的交替を理由としてリクルートされるという関係は、煩雑となるため表7には掲していないが、このインサイダーによる経営者の交代（かつ取締役会の構成変化をともないわないケース）が、全く企業のパフォーマンスを示す変数と相関をもたないという同表と同じ計測式の結果からも確認することができる。高度成長期前半に、企業の経営状態が良好な限り、経営陣は、外部者から自由に経営者を選抜する関係が形成されたのである。そして、この選任のパターンの定着は、遅い昇任という日本企業のもう一つの特徴を生み出していた。戦後改革期の新経営陣の平均年齢は、いったん50歳以下に低下していたが、新経営陣の長期政権下と年功序列的な社長の選抜の結果、58年大企業の社長の平均年齢は、すでに60.6才に達し、63年には62.7才に上昇した。そして、その分散も著しく小さかったのである。⁽³³⁾

一方、業績の悪化した企業では、最大の債権者であり、同時に大株主の一人であるメインバンクが、経営者の選任に関与した。いくつか事例を紹介すれば、高度成長の前半期には、エネルギー革命に直面した石炭産業、石炭化学から石油化学への転換過程にあった化学工業で業績の悪化する企業が目立った。石油化学の進出の遅れた日産化学は、58年7月二工場を全面的に整理、それに労働組合が、全面的に反発し、132日及ぶ大争議に発展した。当時「総資本対総労働」の対決といわれたこの争議に対して興銀・富士銀行は金融的に支援したが、59年初頭には、「会社の経営状態は、もはや独立では再建困難」、経営陣に両行と、旧日産系有力会社から役員を受け入れ、その協力の下に企業の再建に取り組んだ。しかし、

こうした努力にもかかわらず、61年同社の「経営状態は以前危機を脱することができず、」62年6月、日本興業銀行から社長（日高輝）が派遣された。この局面で、完全に経営権は、インサイダーから銀行側に移動した。日高は着任後、大規模な人員整理、資産管理、分社化をすすめ、64年5月に同社はようやく復配を実現した（日産化学、1969、p. 155-62）。

旧経営陣が、人員整理を回避したため、業績の悪化した日東化学では、日本興業銀行は、追加融資の条件として秋葉社長の退陣を要求、この局面で経営権はインサイダーから日本興業銀行に移動した。同行は新経営者として旭電化の東海林武雄を選任、同氏は、旭電化から七人の役員をつれて日東化学の再建にあたった。同社の従業員からは、“GHQの進駐軍”といわれた新経営陣は、取締役23名を4人減らし、同時に880名（全従業員の四分一）希望退職を募り、充足できない場合は、指名解雇に切り替えるとの再建案を提示した⁽³⁴⁾。他にも、こうした業績の悪化→銀行介入→リストラクチュアリングという事態の進展は、我々のサンプルでは、石原産業、東邦レーヨン、日本油脂等で確認することができる。

このように業績が悪化した場合、経営者が銀行のイニシアチブによって交替する関係は、経営者がアウトサイダーにとって代わられたケース（表6の2）を、被説明変数にとった場合、交替（Turnover）と営業利益率(OR)、自己資本利益率(PR)との間に有意な負の相関があることからシステムチックに確認できよう（表7）。

不安定な均衡、しかし、メインバンクが顧客企業の財務状態が悪化した場合のみ、経営に介入するというこの時期形成された状態依存的コーポレート・ガバナンス・ストラクチャは、いぜんとして不安定な側面もっていた。

第1に、業績の悪化した企業に対するメインバンクの介入が、過剰という意味で不安定であった。この時期、業績の悪化した企業に対する銀行の介入は、債権確保の観点が先行して、かなり強引なケースが目立った。このことは、社長の交代のケースで銀行出身者が、社長に直接とって代わったケース、あるいは同業他社の経営者のリクルートにイニシアチブをとったケースが相対的に多いことが一つの傍証となろう。58-63年に経営者の交替が、外部者の就任、及び取締役会の大幅な編成替えをともなったケース20（表6の1-2と2欄の合計）のうち、外部者の就任（同、2欄）は、過半を占めた。

具体的に見れば、この時期には、銀行の過剰の介入が社会的批判を招き、独占禁止法の審決の対象となったことが注目される。こうした事例は、すでに日本冶金に対する日本興業銀行の人事介入事件（1953年）で見られたが、この時期では、近江絹糸事件として知られるケースが著名である。このケースでは、三菱銀行が、同社の新工場建設の協調融資の幹事銀行であったが、同社に労働争議があったこ

とから、三菱銀行はこの融資に際して、近江紡糸全役員の辞表を要求して同社の人事権を手中に収め、さらに同行監査役が、近江紡糸の副社長に就任する際、副社長が「重要事項は取締役会、常務取締役会に於いて決定し、副社長名をもって実施する」と一方的に決定して、経営権を掌握した。公正取引委員会は、三菱銀行のこの行為が、銀行の債権保全の目的及び限度に照らして、不当に不利益な条件を付すものであって不公正取引の方法の一般的指定の10に該当し、独占禁止法19条に違反すると判断し、この結果、三菱銀行の経営陣は総退陣した（公正取引委、1968、p. 120）。同様に独禁法の対象となった事件として、大和銀行の十合への社長の派遣がある（1962年）。また、他にも独占禁止法に審決には至らなかつたが、銀行の過剰介入が社会的批判を浴びた事件として、日本火災、日本水素等があった。⁽³⁵⁾

業績が悪化した場合、企業の経営権が内部者からメインバンクに移動するという状態依存的なガヴァナンス・ストラクチャに対応したルールは、銀行・企業双方の間で、定着過程にあったと見てよかろう。

他方、第2に、上記の点と一見矛盾するかに見えるが、銀行の企業に対するモニターが弱い、言い換れば、この時期の激しいメインバンク競争が、事前的な soft budget constraint の傾向を帯びたことが重要である。設備投資競争下にある企業には、借入に対して強いインセンティブがあり、銀行にとって大口顧客の拡大がメインバンクレントを生み出すとすれば、貸出の事前審査が甘くなり、その結果デフォルトリスクの高い投資案件にも貸出が増加するという事前的な soft budget constraint の可能性が高まる。（Aoki, 1994）こうした典型的な事例としては、丸善石油に対する三和銀行の貸出があげられる。

和田完二に率いられた丸善石油は、50年代後半、国内で過剰となつた過剰なガソリン輸出という「奇手」による外貨枠の拡大を通じて、業界中堅からトップクラスの企業に成長していた。その経営方針は、あくまで積極的で、また利益は、「第一に株主、残りは、全従業員と特約店に公平に分配する」として、高率配当と、経営の拡大につとめた。こうした積極方針に対して、同社を中心とした石油化学グループの形成方針をとった三和銀行は問題を意識しつつも、59-60年には業績が安定していたため、「実際にはなにもできなかった」という。しかし、62年には、同社の業績が悪化、この時点で、すでに貸出残170億円（丸善の総借り入れの20%、三和の総貸出の3%）に達した三和銀行は、同社に専務を派遣し、高率配当の是正と、経営の合理化を説得する一方、不足する資金需要に関しては、同行の取引先と関係の深いモービル石油からの外資導入を求めるなどを勧奨した。しかし、和田は、これまでの積極の方針を堅持する一方、外資導入の対象としては、

主要な原油輸入先（ユニオン石油）を選択し、三和銀行の間に対立が強まった。その後、丸善の業績はさらに悪化、しかし、独力でこの丸善問題を処理できなくなつた三和は、鍵となる外資導入の審議にあたる外資委員会の財界人メンバーに丸善の内情を開示して、裁定を依頼した。これよつて財界人によつて結成された五人委員会（後に再建顧問団）は、丸善の再建に取り組み、63年1月、和田社長と原専務（三和派遣役員）の退陣が決める一方、新経営陣は、森閏電相談役を社長とし、松原与三郎（日立造船）、谷野三和銀行支店長他3名が常務会に加わるという布陣をとつた。同経営陣は、5月この時点で「戦後最大」の赤字といわれた決算を公表して再建に入った。⁽³⁶⁾こうしたsoft budget constraintが過剰な投資をもたらし、それがこの高度成長前半期に業績悪化として顕在化した事例は、少数（ほかに興銀と富士重工のケース）にとどまる。しかし、この事前的なsoft budget constraintは、後述する証券不況期によりはっきりした形で現れることになる。

（3）安定株主政策とMarket for Corporate Controlの併存

では、メインバンクシステムが普及していく過程で企業経営者は、株主との関係をいかに形成しようとしたのか。

既述の通り、55年の株式所有構造は、安定化が試みられたとはいえ、いぜん分散的であった。個人株主の比率は、50%を越え、経営者から見て株主の安定化は終了していなかつた（図3）。こうした株式の分散は、潜在的な敵対的買収の可能性をいぜん残していたことを意味した。とくに財閥解体の影響が大きかつた企業、あるいは、企業再建整備による減資の結果、資本が過小資本化していた企業では、こうした潜在的可能性が相対的に高かつた。前者の点は、55年時点の証券会社の株式保有比率と財閥解体による打撃（HCLCへの譲渡比率）との間に正の相関あることからシステムチックに確認することができる（宮島、1995-a）。この証券会社への安定株主の依存は、名義貸し問題として社会的批判を浴びた。後者の点は、この時期には商法で禁止されている自己株保有がいぜん普及していたことが傍証となろう（鈴木、1992；日本証券経済研究所、1992）。財閥解体によって株式の分散を強制された企業、あるいは過小資本化していた企業は、いぜん証券会社に保有を依頼するか、ある種の違法行為にまで訴えて株主の安定化を図つていた。

こうした状況の下で、大企業の経営者は、より制度に適合的なかたちで株主の安定化を試みた。これに積極的であったのは、財閥解体の株式保有面での打撃の大きかつた旧財閥系企業であった。旧財閥系企業の経営者は、相互持合いを徐々に進展させることによって株主の安定化を図つた。旧3大財閥の社長会メンバー

の相互持合い比率は、最新の集計（橘川、1995, p. 245）によれば、53年の三菱、10.6% 住友11.2%、三井5.2%、から63年には、それぞれ、19.8%、27.6%、12.4%に上昇した。この結果、旧財閥系企業の社長会は、60年前後には「大株主会」（奥村、1985, p. 61-3）の性格を強めた。これらの企業の経営者は、持合いを通じてその経営の自立性を保障される一方、その経営行動は、ブロック・シェアホルダーとなった社長会メンバーによってモニターされることとなった。社長会メンバー企業の場合、銀行からの役員派遣は少なく、取締役会は、ほぼ内部昇進によって占められたが、当時「中核」企業といわれた大株主企業が、メンバー企業のモニターに重要な役割を果たすことになった。

他方、大企業の過半を占める非旧財閥系企業では、金融機関を中心とした安定化政策をとった。各企業は、融資面で関係を深めつつあった信託銀行、団体保険契約で関係を深めつつあった生命保険会社、取引面で関係の深い損害保険会社に引受を依頼する一方、この時期比重を高めつつあった投資信託にも依存した。比較的長期に保有される投資信託の組入株式となることが、株主安定化の一手段と理解されたのである。この結果、非財閥系企業業（82社）の金融機関の持ち株比率は、57年の28.4%から64年には39.3%と、10.9%も上昇し、この上昇幅は、旧財閥系企業の8.4%を上回った（宮島、1995-b, p. 304）。機関投資家に依存した株主安定化と見てよかろう。

しかし、高度成長期前半は、大企業の経営者が追求した株主の安定化は、経営の自立性の保障の側面で不安定な側面を残していた。

第1に、各企業の追求した株主の安定化が、制度のアメリカ化の一環として制定された商法と抵触した点が重要であった。新商法は、株主の権利の保護の観点から株主、及び第3者への新株引受権の付与を定款の絶対記載事項として厳格に制限していた。そのため、株主割当、あるいは、第3者割当で増資を行う場合、各社の定款の現実が適法であるか解釈疑義を生じた。とくに55年の電気化学社の訴訟を契機にこの問題は顕在化し、経済団体から改正の要望が提示された（証券経済研究所、1991, p. 794-804）。上記のうち、前者の株主の新株引受権の付与は、55年の改正で、取締役会の決議限りで自由に与えることが可能となった。しかし、後者の第3者割当については、とくに既存株主の利害に反するとして「株主総会」の特別決議を要することとされた（矢沢、p. 38-9）。この規定は、とくに59年以降の株式ブームの過程で、企業は公募発行増資を拡大するとともに、現実の問題を生みだした。企業は、株主総会の特別決議という煩雑な手続きを避けるため、増資新株を証券会社に一括して引受を依頼し、株主の安定化を図るという慣行を続けたが、この買取引受の慣行が、商法に抵触したからである。62年12月

には、証券会社による買い取り引受は、商法の「株主以外の者に新株引受権を与えるには、常に株主総会の特別決議を必要とする」の規定（280条）に反するとしての東芝他8社の公募発行増資に対して株主代表訴訟が起こされ、その後同様のケースが続いた（証券経済研究所、1994、p.746-57）。制度のアメリカ化の所産である商法は、各企業の株主安定化行動と抵触していたのである。

第2に、財閥系企業を中心とした安定化にもかかわらず、高度成長前半期には、50年代前半にド拉斯チックに進んだ個人株主の保有比率の低下、逆言えど、株主の法人化傾向は鈍化していた。49年から55年にかけて20%近く低下した個人株主の保有比率の55-64年の低下は、わずか5%にとどまり、この個人保有比率に、投資信託を加えれば、63年の両者の合計は、55年の水準を上回った。特にこの個人+信託の合計が、57-8年、61-2年の好況期に上昇している点が重要であろう（図3）。このことは、いぜん一部の企業では、株主安定化が不十分であり、潜在的に敵対的買収を受ける可能性が残っていたことを示唆する。既述のように、旧財閥系企業の間では、相互持合いは進展し、もはや敵対的買収の対象となる可能性は消失したと見てよいが、独立系企業、しかも比較的規模の小さな企業では、この時期にまだ、敵対的買収を受ける可能性があった。実際、この時期、いわゆる「買い占め屋」と言われるグリンーメイラーの買い占めの対象となった企業は少なくない。著名な事例では、横井英樹による白木屋があるが、製造業でも、東洋精糖、東亜石油、大協石油等、上場会社中、7社を数えた（野村証券、1976、p.399）。⁽³⁷⁾

そして、最後に、この時期大企業によって試みられた金融機関に依存した株主安定化が、market for corporate control の側面を強く残していたことが重要である。一般に金融機関の証券投資のインセンティブは、取引関係の強化=政策投資の側面と、ポートフォリオ（収益最大化）の2側面をもっているが、高度成長前半期は、後者の側面が強かったとみられる。たしかに、この時期の生・損保の証券投資、あるいは、信託銀行の自己勘定の証券投資は、記述の通り政策的側面をもっていた。しかし、例えば、総運用資産に占める株式保有の割合が30%に制限されていた生命保険では、証券保有額が50年代半ばには各社ともその上限に達していたから（日本生命、1992、p.136）、以降ポートフォリオに従った証券投資の要請が強まっていたと見られる。そして、このポートフォリオの側面がより強く現れたのが、高度成長前半にその比重を高め、とくに59-61年の最盛期には、10%以上の保有比率を占めた投資信託である。当初、利回り中心の運用方針をとった投資信託は、早くも52年にはキャピタルゲインへの選好を強めた（証券投資信託協会、1987、p.193）。57年から61年まで、株数ベースの投信の売買回転率は、1を越え、その回転率は、一貫して上場株式の全体の売買回転率を越えていた

(野村総合研究所)。この時期の投資信託は、株主ブームの中、積極的組み入れ株を入れ替え、各企業が、こうした運用方針に立つ投資信託の組み入れ株となるためには、株式市場による高い評価が必要であった。⁽³⁸⁾

こうした金融機関の投資方針は、57-64年の大企業(94社)の金融機関の株式保有比率の変化を58-63年の平均投資収益率(RRS; Rate of Return on Stocks)で回帰した結果から確認することができる。データの制約から、1)都市銀行を含む全金融機関、2)各企業の10大株主のうち都市銀行を除く金融機関の保有比率の変化率を被説明変数とせざるを得なかったが、いずれの場合も、旧財閥系企業以外の企業群で、保有比率の変化とRRSとの間に有意な正の相関があるという結果を得た(宮島、1995-b、p. 305)。高度成長前半期の機関投資家の株式保有のインセンティブセンチヴはいぜんポートフォリオの側面を強く残していたのである。

以上のように、高度成長期前半は、メインバンクが企業経営者の規律にとって重要な役割を果たす一方で、market for corporate controlもいぜん無視しがたい役割を演じていた。この結果、大企業の経営者の行動は、メインバンクと並んで、株式市場に間接的に制約されていたと理解することができる。

第1に、経営者の投資計画の起案は、メインバンクの事前のモニタリングと並んで、株式市場に間接的に制約された。この点は、各企業の設備投資を流動性制約(キャッシュフロー)とトービンの q で回帰したHoshi, Kashyap, Shafstein(1991)と同型の投資関数の計測結果から確認することができる。高度成長期前半には、表8の通り、 q の係数は有意に正であり、各企業の設備投資行動が、株式市場による投資プロジェクトの評価に制約されてた。しかも、企業を社長会を構成する旧財閥系企業と独立性の高い企業(50社)に2分すると、前者の係数が後者に比して2分の1程度低いばかりでなく、係数の有意正も劣った。つまり株主の安定化が遅れた、言い換れば金融機関への依存度の高かった非財閥系大企業は、この時期の q に感応的な投資行動をとったのである(宮島、1995-b)。

そして第2に、経営者は、メインバンクの事後のモニタリングと並んで、株式市場によるモニタリングに直面した。言い換れば、企業経営者は、その利益金処分にあたって株主の利害を強く意識したと見られる。一部上場会社の額面の平均配当率は、56年以降傾向的に低下し、とくに「利回り革命」が注目された、59-61年には13%前後の水準に安定化したが、依然と配当性向は高く、しかも、額面の配当率(D)と自己資本利益率(π)の間にはいぜん高い相関があった。各年のサンプル企業の配当率を自己資本利益率によって回帰した結果を示した表9によれば、——ただし、データが一部未整備なため暫定値にとどまるが、——、その係数は高度成長前半期には0.6-7前後で安定的であり、決定係数も高い水準を示し

た。利益金処分が取締役会を構成する株主によって直接に決定された戦前の状況とは異なるにしても、各企業は、この高度成長前半期にいぜん利益金処分の面でいまだ間接的に株式市場に制約されていたのである。

5 証券不況以降（65年以降）――日本型企業システムの制度化

以上のように、高度成長期の前半期には、メインバンクシステム、株主の安定化、それを前提とした状態依存的な内部者から構成される取締役会、それに照應した経営組織、さらにガヴァナンス・ストラクチャが普及する反面、その状態依存的なガーヴァナンス・ストラクチャは、いぜん不安定な側面を抱えていたし、また、市場による企業のコントロールが残存するという意味で戦後改革期に強制されたアメリカナイゼーションのイムパクトはいまだ完全に吸収されていなかった。こうした関係を変化させ、日本型企業システムの形成に大きな画期となつたのは、戦後最大と呼ばれた証券不況とその後の克服過程であった。日本型企業のコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャ面での特質は、この局面で全般化したと見られる。

当時「転型期」と呼ばれた63-65年の景気後退とともに、大企業の業績は急速に悪化し、この過程で、経営者の交替があいつだ。65-69年交替42ケースにのぼり、しかも、このうち65年の交替が12、66年が10と過半を占めた。この局面での経営者の交替は、高度成長前半とは異なる、次の2つの特徴を持った。

第1に、社長の交替した場合、直接、アウトサイダー（銀行派遣役員、あるいは同業他者の人物）が就任するケースが減少したことである。しかも、表6の6例中、3例（日本水素、日産化学、日東化学）は、すでに事実上銀行管理にある企業の銀行派遣社長の交代であるから、この時期アウトサイダーが社長に就任したケースの純増は、3ケースにとどまる。それに代わって増加したのは、業績が悪化した企業の常務会銀行メンバーを派遣するケースである。57-63年に常務以上の役職に銀行から派遣されたケースは、23ケースにとどまったが、64-69年には、46ケースに増加した（表5）。銀行は、取引先企業の業績が悪化した場合、直接、社長を派遣するのではなく、経営計画の起案と実効のコントロールにあたる常務会に役員を派遣する傾向を強めた。そして、この派遣役員の増大は、メイン・バンクのモニタリング能力を高めたと見られる。

他方、第2に、この時期の交替は、インサイダーによる交替でなおかつ常務会の構成変化をともなうケースが増大した点が前半期と区別された特徴であった。ここで、大幅な常務会のリストラとは、3人以上の常務会メンバーが交替し、かつその際、1人以上の降格、ないし外部からの役員の受入れを含むケースを指す。

こうしたケースは、高度成長前半の5ケースからこの時期一挙に14ケースに増加した。また、社長が継続したまま、常務会の大幅な変化を試みたケースも58-63年の11、64-69年には25ケースに増加した（表6）。幾つか事例を紹介しよう。

例えば、高度成長期前半に急拡大した小野田セメントでは、64年から65年初頭業績が急速に悪化、安藤豊碌率いる現経営陣は、65年2月に、1)人員の2割削減、2)ベースアップの停止、賞与・手当の削減、3)厚生行事費の支出2年間停止という、合理化計画を、労使協議機関である中央経営協議会に提示した。この従業員側に大きな負担を迫る合理化計画に対して労働側を反発を強め、合意の形成は難航したが、同4月末、現経営陣が人事刷新の意向を公表するとともに交渉は進展した。65年10月、先の内容に設備投資計画の選別実施を等を加えた緊急合理化計画が発表され、同社リストラクチュアリングに取り組むこととなった。そして、翌66年3月に高度成長期に同社を率いた安藤豊碌社長他6人の常務会メンバーが退任、代わって内部昇進者が抜てきされるとともに、レスキュバーケージを提供した銀行から2名の派遣役員が加わった（小野田セメント、1981, pp. 620-3）。上記の事例は、人員整理を含むリストラのためには現経営の陣退陣が不可欠であったこと、逆に組合側は、銀行管理よりも内部者による早期の危機脱出を選好しはじめたことを示唆しよう。63年、三菱鋼材との合併を実現した三菱製鋼も同様であった。64年上期に損失を計上せざるをえなかった同社では、翌65年3月に首脳陣を大幅に交替、会長、現社長をそれぞれ会長代表権なしの取締役相談役に格上げするとともに、中島副社長が社長に就任、同時に常務会メンバーのうち3人が退任、三人を降格した。そのうえで中島は、1)事業部制のプロフィットセンターとしての推進強化、2)組織の簡素化、3)社屋、工場の移転等の合理化政策を採って経費の削減を計った。以上の一連措置は、同社の社史によれば「社運をかけた大改革であり、大事業」と評されている（三菱製鋼、1985, p. 558）。

以上の事例を典型とする、大幅な常務会の構成変化をともなうインサイダーによる社長の交代のケースを、企業のパフォーマンスを示す変数で回帰した結果は、表7、A欄の通りである。特徴的なことは、同表、B欄のアウトサイダーによる交替のケースとは異なって、投資収益率（RRS）、あるいは自己資本利益率（PR）といった株主の利害と密接な関係を持つ変数が経営者の交替との間には、有意な負の相関を欠く一方で、経営者の交替は、前年、及び前2年平均の金融費用支払い前の営業利益、ないし、過剰雇用の代理変数、常用雇用者1人当営業利益（OR/E）、と有意な負の相関をもつたことである。この結果は、銀行の介入の可能性が高まる状況が発生した場合、企業のインサイダーは自発的に経営者を交替させたことを示唆しよう。

そして、証券不況の過程で経営者の交替のパターンにこうした変化が生じたことは、企業の内部者、及びメインバンクが、状態依存的なコーポレート・ガバナンス・ストラクチャに適合的な行動を学習したことを意味しよう。銀行のこうした行動の変化の背景には、企業規模の拡大・リブテーションの上昇→銀行にたいする交渉力の上昇が進展した面があるとみられるが、同時に高度成長の前半の過程で各都市銀行は、過剰な経営の介入は、問題含みである事を学習した。他方、企業の内部者は、業績の悪化、銀行介入、リストラというプロセスが繰り返される過程で、業績の悪化が経営権の移動をともなうことを学習したのである。こうして各経済主体の行動のルールが定着したという意味で状態依存的はコーポレート・ガバナンス・ストラクチャは制度化した。

他方、よく知られているように証券不況前後の株価の低下を経て株主所有構造の法人化、株主の安定化が急速に進展した（図3）。岩戸景気の過程でブームを享受した株式市場は、61年7月の頂点を経て低落局面にはいった。株価は、以降62年末から63年初頭のみじかい上昇を挟んで4年にわたって低下し、65年の株価水準は、ピークの2分の1まで低下した。以上の低下は、個人投資家の株式市場からの撤退、投資信託の解約とそれにともなう証券会社による投資信託組合株式の売却によって進展した。こうした事態は、非財閥系企業の企業経営者に、これまでの機関投資家に依存した安定株主工作が、限界をもっていたこと、再び敵対的買収に直面する危険が高まったことを強く意識させた。

しかも、この危機感は、資本自由化によって増幅された。64年のOECDの加盟とともに不可避となった資本自由化に直面して、企業経営者は、外国資本による日本企業の経営支配について危機感を強めた。アメリカ企業の支配下に入るヨーロッパの企業が増大したという事実は、この危機感の現実性を高めた。

こうした背景の下で、株主の安定化が進んだ。安定化に寄与した要因としては次の諸点が重要である。

第1に、これまで安定株主化に対して阻止的な側面が強かった制度的枠組みが修正された。既述の第3者割当に関する障害は、66年の商法改正（280条ノ2、第2項）により除去された。この改正により、第3者割当は、割当価格が著しく時価から乖離する場合以外は、取締役会の決議限りで可能となった。また、同年改正では、「定款によって株式の譲渡につき取締役会に承認を要すると定めうる」旨が追加され、50年商法のもっともアメリカ法的規定とされた株式の絶対的自由譲渡性の原則が制限された。これにより、企業経営者は、株主を選択することが法制上可能となった。⁽³⁹⁾もっとも、後者の改正は、東京証券取引所が、定款によって株主が制限されていないことを上場条件したため実質的な意味は小さか

った。また、後者の改正も、この時期の増資が、株価低下の結果、90%以上が株主割当発行増資であったから短期的な効果は小さく、公募発行増資が増加した69年以降にはじめて促進的な意味を持ったと見られる。⁽⁴⁰⁾

第2に、株主の法人化・安定化に大きく寄与したのは、証券不況下に株価維持機関として設立された。日本証券保有共同組合、日本共同証券がその保有株の放出にあたって、発行企業の関係企業、金融機関に「はめ込んだ」ことである。日本証券保有組合の投資信託分売却の売却先の80%弱が、銀行、信託銀行、生命保険会社、関連会社であった。(東京証券取引所、19、表118)

そして、第3に、この時期株主の法人化が進展した背景には、引受側にインセンティブ変化が生じたことが重要である。一つは、この時期、富士・三和・第一の各行と取引関係を持つ各企業の間で社長会が結成され、企業集団が形成されたことが重要である(岡崎、1992)。この結果、非財閥系の大企業にとって安定株主の範囲は拡大した。また、大企業が、この時期までに関連会社を増大させていたことも重要であった。垂直的な企業グループでは、子会社が親会社の安定株主の重要な支柱となった(伊藤他、1989)。さらに、これまで株式保有にあたってポートフォリ面の考慮の強かった生・損保、信託の投資行動における政策投資のウエイトが上昇したことでも重要であった。その契機は、1962年から始まった企業年金であった。企業年金契約の拡大を業務か拡大の中心に位置づけた信託・生損保は、相互に激しい競争をともないつつ、取引先、あるいは潜在的な取引先企業の保有依頼に対して、運用利回りの低下を甘受しつつ対応したのである。⁽⁴¹⁾

こうした条件に支えられた安定株主工作の結果、55-63年まで比較的变化の小さかった株式所有構造は、大きく変化した。64年以降、個人・投資信託の保有比率が、毎年2-3%前後低下し、その結果、72年の個人保有比率は、35%まで低下した。63年に比して実に20%近い低下である。株主の法人化による安定化が、完成したのである。(図3)

こうした状態依存的なガヴァナンス・ストラクチャの「制度化」と株主の安定化を通じてこの高度成長の後半期に日本型企業の行動的特徴も形成された。

第1に、株主安定化の結果、設備投資が株式市場からの影響を緩和された。この点は、高度成長の前半期に q の水準に対して感応的であった企業の投資が、この時期になると非感応的となつたことからうかがうことができよう(表8)。

しかも、第2に、企業の設備投資は、ますます銀行借入への依存を深め、その結果、自己資本比率は、66年以降低下し、借入・総資産比率、負債・資本比率は、は、傾向的に上昇した(図5-b)。一般に、以上の財務指標の変化は、デフォルトリスクの増大を意味するから、それにもかかわらず設備投資が進展したことは、

証券不況化で定着し、「洗練された」メインバンクシステムが、情報の非対称生の緩和とdelegated モニターの2側面で有効に機能したことを示唆しよう。

そして、第3に、企業の利益金処分に対する株式市場の間接的な影響も低下した。65、6年にいったん上昇した配当性向は、低下を続け71年からの不況期の増加幅は小さい。額面の配当率は、67年の業績の回復にもかかわらず、12%前後で安定した。しかも、注目すべきは、高度成長の前半に確認できた配当率の自己資本利益率に対する相関は、著しく低下し、最終的に相関を失ったことである。65-69年の係数並びに決定係数は、68年を除けば著しく低く、配当の率の自己資本比率の変化に対する感応は微弱となった。(表9) そして、70年には、ついに係数の符号は逆転し、完全に両者は相関を失うのである。ほぼこの時点で、安定配当政策が定着したと見てよからう。

そして、第4に、経営者の交替と株価との関係も微弱となつた見てよからう。経営者が、銀行のイニシアチブで、外部者によってとて代わられたケースでは、交替は、投資利益率(RRS)と明確な負の相関をもつたが、取締役会の再編成とともになうインサイダーによる交替は、RRSと有意な相関を欠いていた。したがって、「世代交代」、あるいは「若返り」を理由とする経営者の交替を除く、経営者の交替(表6の1-2' と 2, の合計)を全体としてみれば、経営者の交替に対して、次第にRRSに代表される株主の利害が低下し、インサイダーの内部的な影響力が増大してきたと見られよう。経営者の交替に対する、株主の間接的な影響も低下したのである。(表7)

こうして高度成長の後半期には、冒頭で要約した日本型企業システムのコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャ面での様式化された特徴が定着するとともに、それと照應した日本企業の行動特性もまた全般化したのである。この高度成長期の後半に日本型企業システムは、そのヘイディを迎えるのである。

- 1) この承認と事前的モニタリングは、投資プロジェクトの評価という点で同一の手続きを指すが、実施の主体の対応して、以下、リスクの負担者である株主の場合を「承認」、債権者の場合を「事前的モニタリング」と使いわける。
- 2) 1920年代に所有と経営が分離したアメリカの大企業は、1970年代以降、年金基金の増大などにより、株主の権利が復権するなど、アメリカの企業システムも歴史的に大きな変化を遂げており、アングロ・サクソンタイプとして、いつのどのような実態を想定しているか不明確であろう。おそらく想定されているのは、経営者のコントロールのメカニズムとしてtakeoverが全般化した1970年代以降のアメリカ・イギリスの事態であろうが、とすれば、そこに古典的な企業家企業を含むのかという疑問がただちに発生する。
- 3) たとえば、由井(1978)、Fruin(1992)は、戦後の企業システムを戦前の企業システムの延長線上に見る見方を提示している。
- 4) この結果、これまでの経済史・経営史研究（森川, 1981; 由井, 1978）の重視してきた同族企業・地方財閥等、所有と経営の未分離な企業の存在が過小評価されている。
- 5) 比喩的には、戦時に生じていた変化は戦後改革のインパクトのないまま平時に復帰すれば戦前の均衡に回帰したという意味でevolutionary game理論で言うサドル・ポイントを越えていなかったといいかえてもよい。青木, 1995。
- 6) 但しここで委譲されたのは日常的な意志決定の権限にとどまる。この間の事情は、例えば、日産自動車（株）『日産自動車三〇年史』、1965年、123頁。
- 7) 宮島、1995-cの計測による。但し、理想的に各企業計画達成率が被説明変数とされるべきであろう。
- 8) 実際、同法は、敗戦直後失効した。また恒久法である商法は、むしろ38年の改正を通じて株主総会中心主義の原則を強化した。北沢（1966, p. 72-6）
- 9) 岡崎(1991)及び、本章表1は、いづれも10大株主が取締役会メンバーに加わっているかどうかを基準として作成された。そのため、増資の結果、株主=取締役会メンバーが、10大株主からドロップした場合も比率は低下する。
- 10) この経過とそれが他の三菱系企業の経営者に与えたインパクトについては、高杉晋一（三菱電機）（日本経済新聞社、1980、vol. 8. p）、三井については、萩原吉太郎（北炭）（同、vol. 4、p. ）
- 11) G H Qは、旧社会主义諸国の国営企業の民営化を中心とする経済改革において明示的に考慮されているエージェンシー・プロブレムの緩和という意味で、コーポレイト・ガバナンス・ストラクチャーについて明確な意識は持っていないかった。むしろ経済改革はG H Q政策担当官が、改革のモデルとして自国の経済制度

を念頭に置いて進めたという側面が強い。また財閥解体政策をめぐってGHQと國務省、あるいはGHQ内部においてさえ激しい対立があったことも事実である。しかしここでGHQの構想コーポレイト・ガバナンスの視角から客観的に再構成することは充分に可能であり、以下、“設計”とはこの意味で比喩的に用いる。なお、最近の中東欧の経済改革については、Aoki, 1995 参照。

12) 例えば戦時に企業統制にあたった革新官僚の一人、美濃部洋次は後に「我々の目的は、かなりの程度まで占領軍の財閥解体措置によって実現されたと言ってよい」と回顧している。同「戦時中の経済問題」（美濃部洋次文書－K－）

13) 以下の叙述は JSC(Joint Chief of Stuff) 1380/50 in November 1945,

SCAPIN(Supreme Commander doe Allied Powers, Instruction to Japanese Government) No. 244, "Dissolution of Holding Companies", and FEC (the Far Eastern Commission) 230, "Policy on Excessive Concentration of Economic Power in Japan" in May 1947. エドワード勧告書（大蔵省, 1982），1946年及びGHQ, 1951-a-cに基づく。なお、エドワードレポートとは、財閥解体および集中排除政策の設計を目的として派遣されたエドワード使節団が提出したレポート。GHQはエドワード・レポート勧告のあまりにアカデミックなトーンを批判していたものの、基本的にはそのアイデアを受け入れた(GHQ, 1951-b, p. 23-7)。

14) 株主=経営者の排除は、後に10%以上の株式を持つ株主の退職を定めた勅令523号によって拡大された。GHQによればこの措置の背後には「いかなる大株主も企業の意思決定に対して明確な影響を与えるべきではない」という基本的な考えがあったという。GHQ/SCAP, (1951-b)

15) もっとも、例えば、Jensen, and Reuback. (1983)に代表される現代的な意味のそれに比べればテークオーバーに重要な役割は与えられていない。

16) 以下、本節の経過は、特記しない限り、大蔵省財政史室編『昭和財政史一終戦から講和まで 2 独占禁止』第1章第2節、持株会社整理委員会編『日本財閥とその解体』1951年、ハドレー、エレノア、（小原敬士他監訳）『日本財閥の解体と再編成』東洋経済新報社、1973年、第4章による。

17) 日本工業俱楽部, 1967, pp. 170-2, 公職追放委員会・原安三郎の回顧。

18) 北海道炭坑汽船でも同様旧経営陣の退陣要求が確認できる。（日本経済新聞社, 1980, vol. 5 p. 107)

19) 重要な点のみ列挙すれば、1) 証券発行の届出制。2) 有価証券報告書制度、3) 届出書、報告書、財務諸表の用語と様式の統一、4) 議決権の代理公使の勧誘の規制、5) 内部者の自社株取引の規制等である（大蔵省、1979、pp. 319-25）。

20) 後者について新たに法定されたのは、a) 少数株主の総会招集権、b) 取締

役の違法行為差止請求権、c) 発起人及び取締役の責任追及訴権、d) 帳簿閲覧権（保有株式10%以上）、e) 累積投票請求権（同25%以上）、f) 株主の株式買い取り請求権、g) 新株引受権の定款記載等の項目であった（鈴木・竹内、1977年、pp. 158-64）。

21) インサイダー・コントロールについては、Aoki, 1995, chap. I. その実態については、「追放を解除されて」『経営者』、1950年12月、15-6頁。

22) SCLC(Securiteis Liquidation Committee), Democratization of Securities Holding After the War, Box7577, File 12. 宮島、1995-a. p. 79.

23) 詳しい経過について、大蔵省、1979, p406-20参照。この投資信託の重要性をはじめて指摘したのは、岡崎、1993, pp. 134-70である。

24) 寺西重郎、1992, Teranishi, 1994, Hoshi, 1994.

25) この役員派遣の情報は「銀行支配力の強化と財閥再編成の実態」「東洋経済新報」1953年10月24日、「財閥の再編成と金融支配力の実態」「東洋経済新報」1955年6月1日に詳しい。

26) 「資本の食い潰しを早くやめよ」「東洋経済新報」1954年1月2日。当時、過小資本と不充分な減価償却による資本の食いつぶしなおざりにして、「見せかけの高利潤・高配当を示す傾向」が問題視された（野村証券、1976, p. 350）

27) 正確な名称は、「企業資本充実のための資産再評価等の特別措置法」。強制的な同法により、資産再評価が画期的に進歩した。

28) こうした姿勢は、企業経営者が戦時・戦後の企業経営の過程で経営者の間に広がったsoft budget constraintを払拭する点で重要な意味があった（Hoshi et al. 1993）

29) この時点の法人税は、35%、その他地方税を付加すると当期純利益に対する税率は、55%と試算されている（「日本経済年報」、1959年1号、p. 143）。

30) メインバンク・レントの定義については、Aoki, 1994, pp. , 参照。

31) 「年報の研究」が融資比率、株式保有を基準として都市銀行の「系列」下にあると認定した企業の、全上場企業に占める使用総資本集中度は、59年上期の53.0%から64年の65.8%へと13%弱上昇した。

32) 「後継社長はどう選ばれるか」、「財界」1957年7月1日。

33) 表6・7と同じ102社のデータによる。ちなみに58年の標準偏差は7.5, 63年7.2。その後も社長の年齢は確実に上昇し、69年には64.6^才 標準偏差6.9に達する。

34) もっとも、この強硬な再建案は、組合側が、その後撤回され、「日東方式」といわれる解決によって決着を見た。その理由は、労働側が指名解雇に反対しつつ

も、当初より無用な紛争を避けようとする姿勢をとり、経営側もこれを受け入れて、「銀行筋からの指名解雇の公式論」押さえ込んだためと言われる。このケースは、「経営危機に対する現実認識が労使に浸透していく過程をしめすものとみられよう。（財界、1963年3月1日）

- 35) 『財界』、1958年8月1日。
- 36) 以上の経過は、三和銀行、1974、pp. 424-6。『財界』1963年3月1日。なお、丸善の再建が軌道に乗るのは、三和銀行社長が派遣される65年以降である。
- 37) 他にも日活、小田急、養命酒、日本皮革、秩父セメント、昭和飛行機等がある（「ねらわれる同族会社」、『財界』1958年8月1日）。
- 38) 『証券白書』（1956年、p. 263）は、この間の事情を「投資信託は優良銘柄の組入れを原則とするが、経済事情や経営分析に細心の注意を払い絶えず、優良銘柄選定の標準を変動させる。それ故、上場有価証券は常に投資信託に組み入れられかどうかというふるいにかけられ、……」と記している。
- 39) この改正は、「会社にとって好ましくないものが、株主となり、あるいは会社乗っ取りを行うことを阻止する意図のもので」株式会社の原則を変更した点で画期的と評価されている（野村証券、1976、p. 605）。
- 40) Mason(1992, pp. 205-7)が、この政策転換の直接的な効果を強調しているのに対して、Weinstein(1995)は、否定的である。
- 41) 日本生命、1993、P. 263。例えば、三菱信託（197?）は、「40年度に始まった新しい安定株主工作に当社が協力することによって、一面では、「銀行勘定の資金運用利回りが低下」したが、取引先との関係が「この株式投資を通じて一段と密接となった」と評価している。

参考文献

- Aoki, M. (1988). Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese economy, Cambridge University Press. (『日本経済の制度分析』筑摩書房、1992年)
- Aoki, M. (1993). "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: an analytical and historical View", in Aoki, Patrick(1994)
- Aoki, M. (1994). "Controlling Insider Control : Issues of Corporate Governance on Transitional Economies", in Aoki, Kim(1995)
- Aoki, M., Kim, H., ed. (1995). Corporate Governance in Transitional Economy.

The World Bank.

Aoki, M., H. Patrick and P. Sheard (1993), "The Japanese main Bank System : An Introductory Overview", in Aoki, Patrick(1994).

麻島昭一(1986)『財閥金融構造の比較研究』御茶の水書房。

Volker R. Berghahn, (1985) The Americanization of West German Industry 1 945-73, BERG Publisher.

Chandler, A. (1977), The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business, Harvard University Press, 鳥羽欽一郎他編
「経済者企業の時代 下」, 東洋経済新報社。

大和証券(株) (1963)『大和証券 60年史』。

江戸英雄(1985)『私の三井昭和史』東洋経済新報社、1985年。

Fama, E. (1980), "Agency Problem and the Theory of the Firm",
Journal of Political Economy.

Fama E., and Jensen, M.(1983), "Separation of Ownership and Control"
Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, June 1983.

Fruin, M. (1992), The Japanese Enterprise System, Oxford

藤原信夫(1956), 「証券白書」, 産業経済研究所

General Headquarters Supreme Commander For the Allied Nations, (GHQ/SCAP) ,
(1951-a), History of the Nonmilitary Activities of the Occupation
in Japan, Vol. 3, The Purge,

GHQ/SCAP, (1951-b), History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan (1945 through September 1949), Money and Banking.

GHQ/SCAP, (1951-c), History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan, Vol. 24, Elimination of Zaibatsu Control.

Hadley, E. (1970), Antitrust in Japan, Princeton University Press.

小原敬士・有賀美智子 監訳『日本財閥の解体と再編成』東洋経済新報社,
1973年。

橋本寿朗(1992)「財閥のコンツェルン化」橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会

橋本寿朗(1995-a)「日本型企業システムの形成」

橋本寿朗(1995-b)『戦後日本の経済』岩波書店

伊藤邦雄・三隈隆司・市村常彦(1978), 「株式持ち合いの螺旋型ロジック・シフト」, 『ビジネス・レビュー』, 37-3

J. ヒルシュマイヤー・由井常彦(1978)『日本の経営発展』東洋経済新報社、24

- Hoshi, T.(1995), "Evolution of the Main Bank System in Japan", in Okabe, M., ed., *The Structure of the Japanese Economy*. Macmillan. 1995.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and G. Loveman(1994), "Financial System Reform in Poland: Lessons' from Japan's Main Bank System", in Aoki and Patrick. (1994)
- Hoshi, T., A Kashyap, and D. Shavfstein(1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", Quarterly Journal of Economics, vol. 106
- 富士銀行(1982),『富士銀行百年史』
- 古河電工株式会社(1991)『創業一〇〇年史』
- Jensen, M. and R. Ruback, (1983), "The Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, 11.
- Kaplan, S.N., (1992), "Internal Corporate Governance in Japan and the USA: Difference in Activities and Horizons", memo, Chicago University.
- 北野重雄(1944)『軍需省及軍需公社法』、高山書院。
- 北沢正啓(1966)「株式会社の所有・経営・支配」矢沢惇編『現代法と企業』岩波書店。
- 橋川武郎(1995), 「中間組織の変容と競争的寡占構造の形成」, 山崎広明・橋川武郎編『日本の経営の連続と断続』, 岩波書店
- 経済同友会(1961)『トップ・マネジメントの組織と機能：わが国企業における経営の意見決定の実態』
- 経済調査協会, 『年報・系列の研究』
- 公正取引委員会(1948), The Record of the Elimination of Law of Excess Economic Power in National Archives, Box 8520-8535.
- 公正取引委員会(1955), 『証券市場における金融資本の支配と集中』
- 公正取引委員会(1968), 『独占禁止と政策20年史』
- Lazonick, W. (1992), "Controlling the Market for Corporate Control: the Historical Significance of Managerial Capitalism", Industry and Corporate Change, vol. 1.
- Mason, W. (1992) American Multinational and Japan, Harvard Univ. Press
- Milgrom, P. and Roberlz, J. (1992), Economics, Organization and Management, Prentice Hall, New Jersey
- Morch, R. and M. Nakamura, (1992), "Banks and Corporate Control in Japan".

mimeo

- 三菱電機（株）(1982)『三菱電機社史』。
- 三菱銀行（株）、「統三菱銀行史」。
- 三菱製鋼（株）(1985)『三菱製鋼40年史』。
- 三井不動産、(1986)『三井不動産四十年史』。
- 三井東圧株式会社(1992)『三井東圧社史』。
- 三和良一 (1989) 「戦後民主化と経済再建」『日本経済史7 計画化と民主化』岩波書店。
- 宮島英昭(1992-a)「財閥解体」、橋本寿朗・武田晴人編著『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会。
- 宮島英昭(1992-b)「『財閥追放』と新経営者の登場」、森川英正編『戦後経営史入門』日本経済新聞社。
- 宮島英昭(1993)「戦時経済下の自由主義経済論と統制経済論」『シリーズ日本近現代史 三：現代社会への転形』岩波書店。
- 宮島英昭(1995-a)「証券民主化再考：コーポレート・ガバナンスの視角から」『証券研究』。
- 宮島英昭(1995-b)「企業集団・メインバンクの形成と設備投資競争：高度成長前半期を中心にして」、武田晴人『日本産業発展のダイナミズム』東京大学出版会
- 宮島英昭(1995-c)「専門経営者の制覇：日本型経営者企業の形成」、山崎広明・橋川武郎編『日本経営史講座』、岩波書店。
- 持株会社整理委員会(1951)、「日本財閥とその解体」
- 森川英正(1981)『日本経営史』日本経済新聞社、
- 長島修(1986)『日本鉄鋼業統制史論』、法律文化社、248-9頁
- 長島修(1992)「戦時経済研究と企業統制」、下谷政弘・長島修編『戦時日本経済の研究』晃洋書房。
- 日本電気通信工業連合会経営管理研究会訳編(1952)、『C・C・S 経営講座（1）トップ・マネージメントの方針と組織』、ダイヤモンド社。
- 日本銀行(1970)、「明治以降本邦主要経済統計」
- 日本工業俱楽部(1967)『財界回想録』
- 日本曹達（株）(1989)『日本曹達工業社史』、78-84頁。
- 日産化学（株）(1969)『日産化学70年史』
- 西成田豊(1992)「占領期日本の労使関係」、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、

野村証券（株）(1976)『野村証券株式会社50年史』

野村総合研究所『証券統計要覧』各年。

大蔵省(1976)『昭和財政史 終戦から講和まで：12 金融』東洋経済新報社

大蔵省(1978)『昭和財政史 終戦から講和まで：19 統計』東洋経済新報社

大蔵省(1979)『昭和財政史 終戦から講和まで：14 保険・証券』東洋経済新報社

大蔵省(1982)『昭和財政史 終戦から講和まで：2 独占禁止』東洋経済新報社

大蔵省(1983)『昭和財政史 終戦から講和まで：13 金融(2) 企業財務・見返資金』東洋経済新報社

大嶽秀夫(1987)「経営協議会に成立と変容」坂本義和他編『日本占領の研究』東京大学出版会、

岡崎哲二(1991)「戦時計画経済と企業」東京大学社会科学研究所

「現代日本社会 4 歴史的前提出」東京大学出版会、

岡崎哲二(1992)「資本自由化の企業集団」、橋本寿郎・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会。

岡崎哲二(1993)「企業システム」岡崎哲二、奥野正寛編『日本型経済システムの源流』日本経済新聞社

岡崎哲二・吉川洋(1992)「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、

小野田セメント、『小野田セメント100年史』

日本経済新聞社編(1980)『私の履歴書：経済人』 日本経済新聞社

Packer, F. (1990), "The Role of Long-term Credit Banks within the Main Bank System", in Aoki and Patrick(1994)

Prowse, S. (1990), "Institutional Investment Patterns and Corporate Finance Behavior in the U.S. and Japan", Journal of Financial Economics. 27.

昭和電工(株)(1977), 「昭和電工50年史」

日本生命(1992), 「日本生命100年史」

日本証券経済研究所(1984)『日本証券史資料 戦後編第4巻 証券史談(1)』

日本証券経済研究所(1987)『日本証券史資料 戦後編第6巻 証券市場の復興と整備』

日本証券経済研究所(1991)『日本証券史資料 戦後編第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)』

日本証券経済研究所(1991)『日本証券史資料 戦後編第9巻 証券不況』

沢井実「戦時経済と財閥」(1992) 橋本寿朗・武田晴人編「日本経済の発展と企業集団」

三和銀行(1974)、「三和銀行の歴史」。

Sheard, p. (1994), "Main bank and the Governance of Financial Distress", in Aoki and patrick(1994).

鈴木邦夫(1992)「財閥から企業集団、企業系列へ」『土地制度史学』No.135.

鈴木竹雄・竹内昭夫(1977)「商法とともに歩む」商事法務研究会、

寿永・野中(1995)「アメリカ的経営管理技法の日本への導入と変容」, 山崎志郎・橋川武郎編「日本の経営の連続と断続」, 岩波書店

寺西重朗(1993), 「メインバンク・システム」, 岡崎哲二, 奥野正寛編「日本型経済システムの源流」日本経済新聞社。

Teranishi, J., (1993), "Emergence of Loan Syndication in Wartime Japan -- An Investigation into the Histirical Origin of Main Bank". in Aoki, M. and Patrick, H. (1994)

Teranishi, J., (1995), "Saving Mobilization and Investment Financing during Japan's Postwar Economic Recovery", in Aoki, Kim(1995).

東京株式市場『上場会社総覧』 東洋経済新報社

東京海上火災(1982)『東京海上火災株式会社百年史』

東京証券取引所(19?)『東証20年史』。

東洋経済(1961)『日本経営の解明』、東洋経済新報社

浦賀株(1957)『浦賀ドッグ社史』

Winstein, D. (1995) "Foreign Direct Envestment and Keivetsu : Rethinking US and Japanese Policy"

Yafeh, Y. (1994) "Corporate Ownership, Profitability and Bank-Firm Ties: Evidence from American Occupation Reforms in Japan", Journal of the Japanese and International Economies. vol. 8.

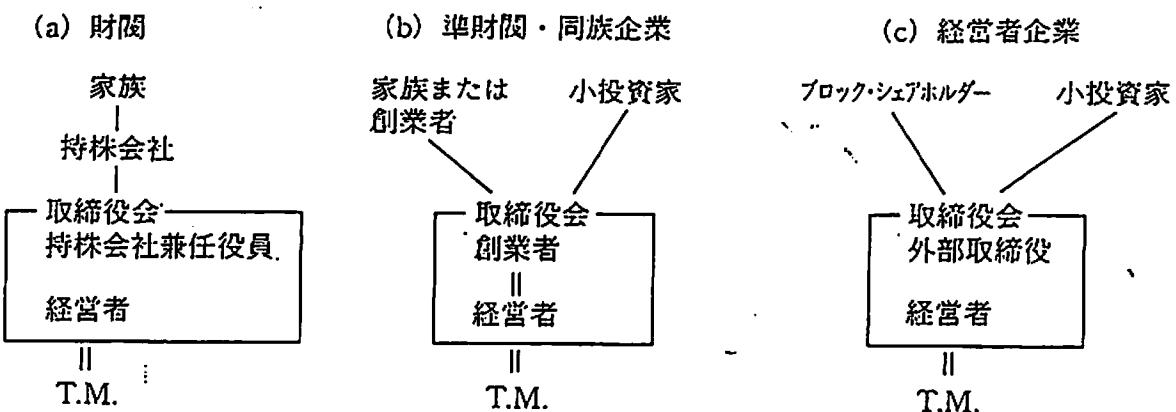
安田生命, (1980)『安田生命100年史』

山一証券(1956)『株式会社年鑑』

山中宏 (1981)『生命保険金融発展史』

吉野洋太郎著、内田幸雄監訳(1975)『日本の経営システム－伝統と革新』、ダイヤモンド社

由井常彦・橋本寿朗編『革新の経営史』、有斐閣、



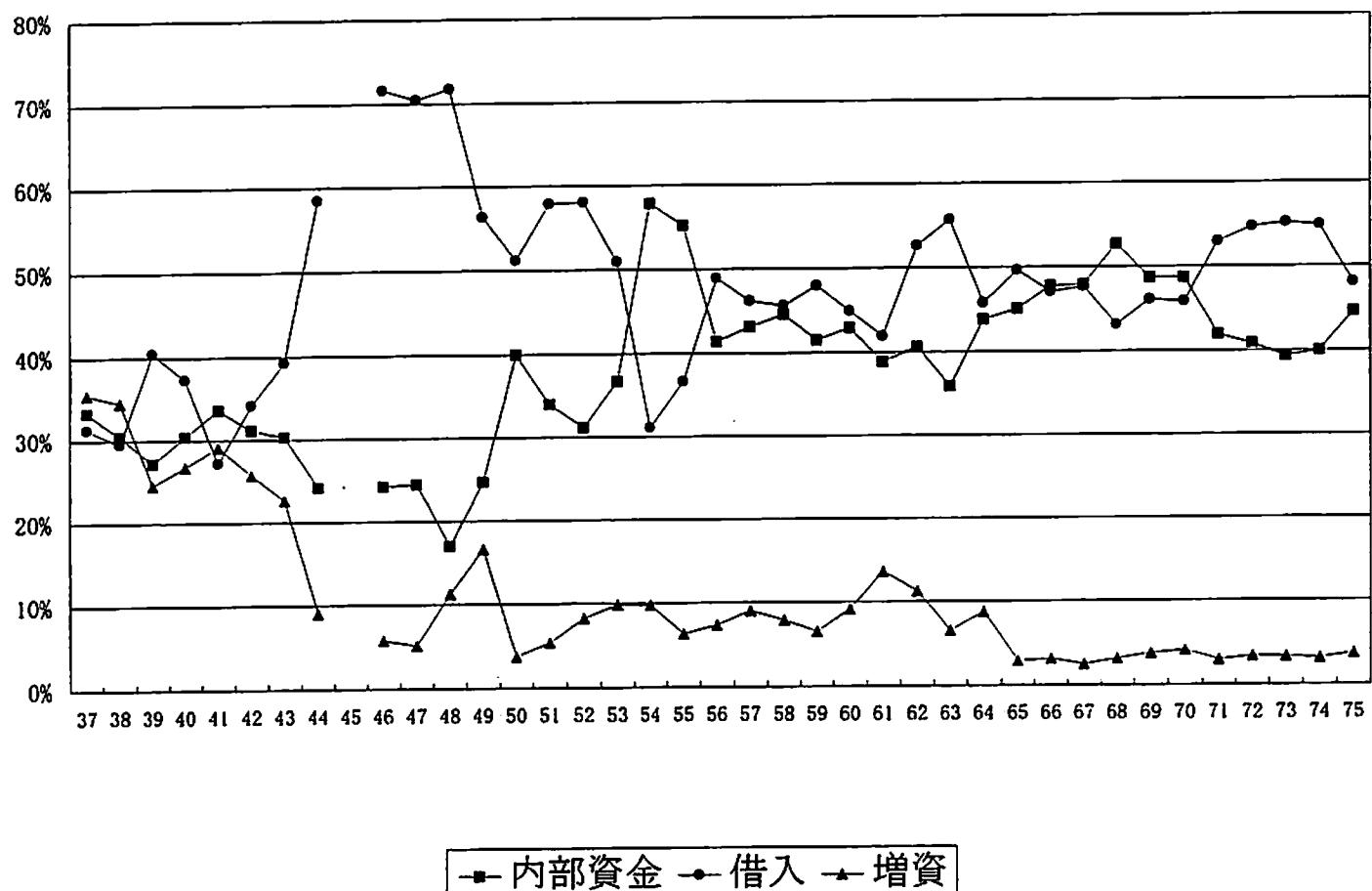
意志決定およびモニタリングを担う主要機関

	財閥	準財閥・ 同族企業	経営者企業
起業	専門経営者	創業者	専門経営者
承認・事前 モニタリング	H.C.	—	取締役会 (ブロック・シェアホルダー)
実行	専門経営者	創業者・経営陣	専門経営者
モニタリング 期中	H.C.	—	取締役会 (ブロック・シェアホルダー)
事後	H.C.	株式市場	株式市場

(注) H.C. は持株会社、 T.M. は、トップマネジメントチーム、あるいは、
経営執行者

図 1 戦前大企業のコーポレート・ガバナンス

図2. 産業資金供給・増減



資料) 日本銀行, 1970; 大藏省, 1978.

図 3-1

株式保有主体

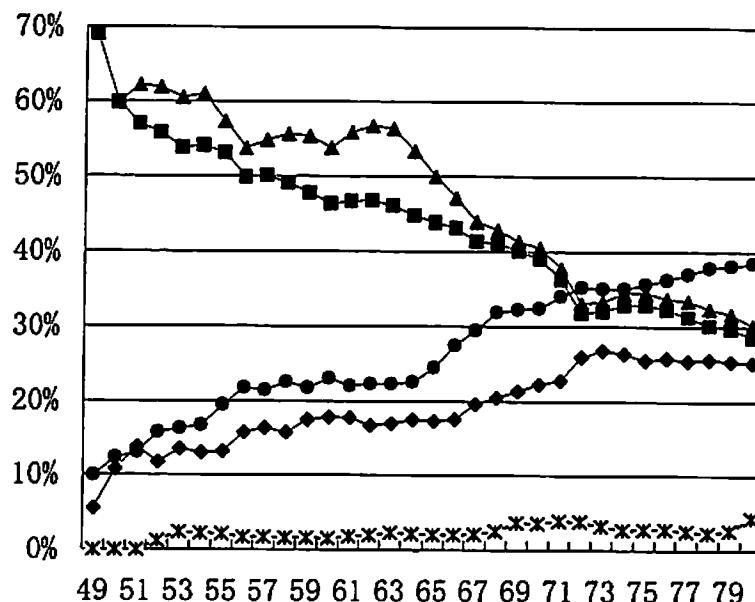
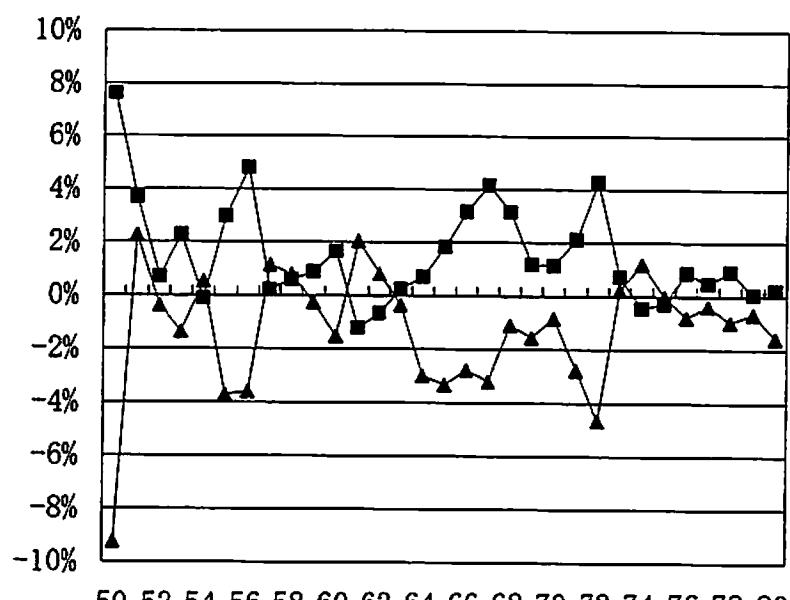


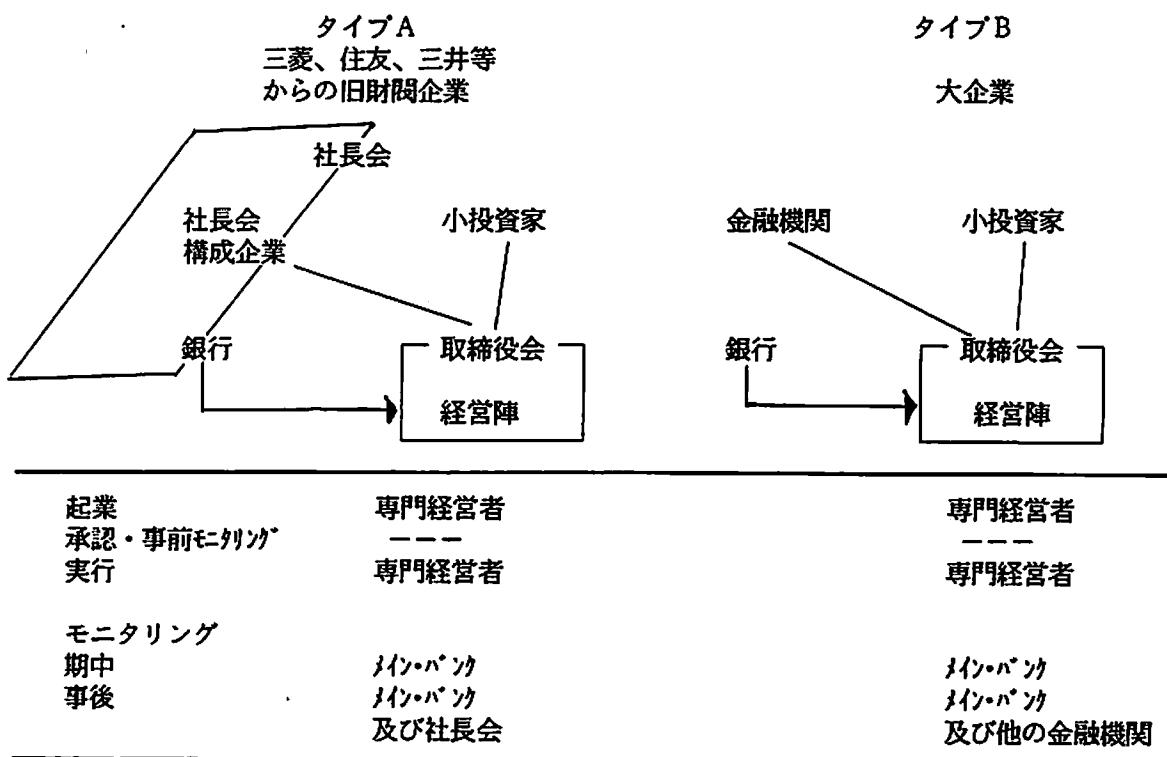
図 3-2

株式所有比率の変化



-■- 金融機関+事業法人 -▲- 個人+信託

図4 1955年のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャ



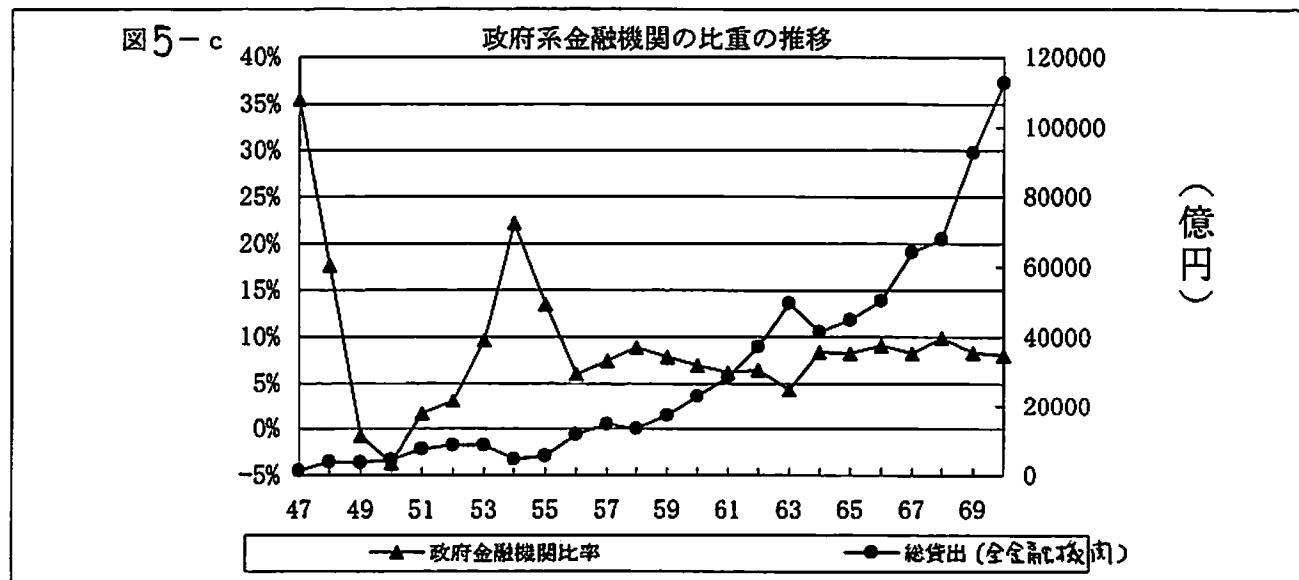
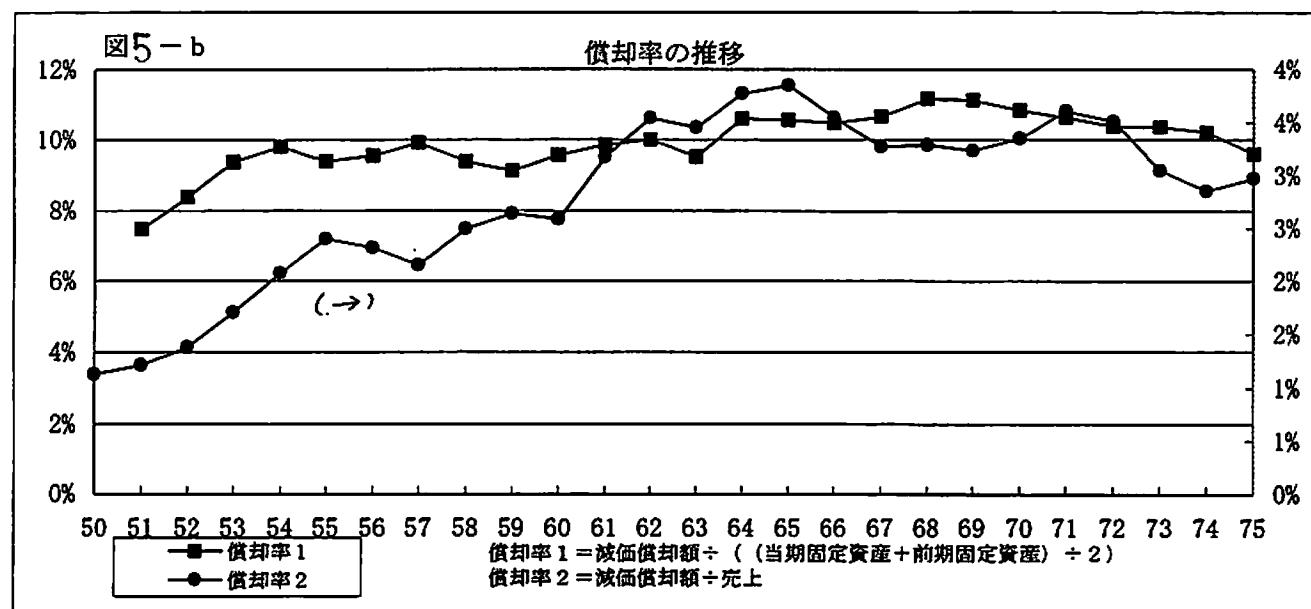
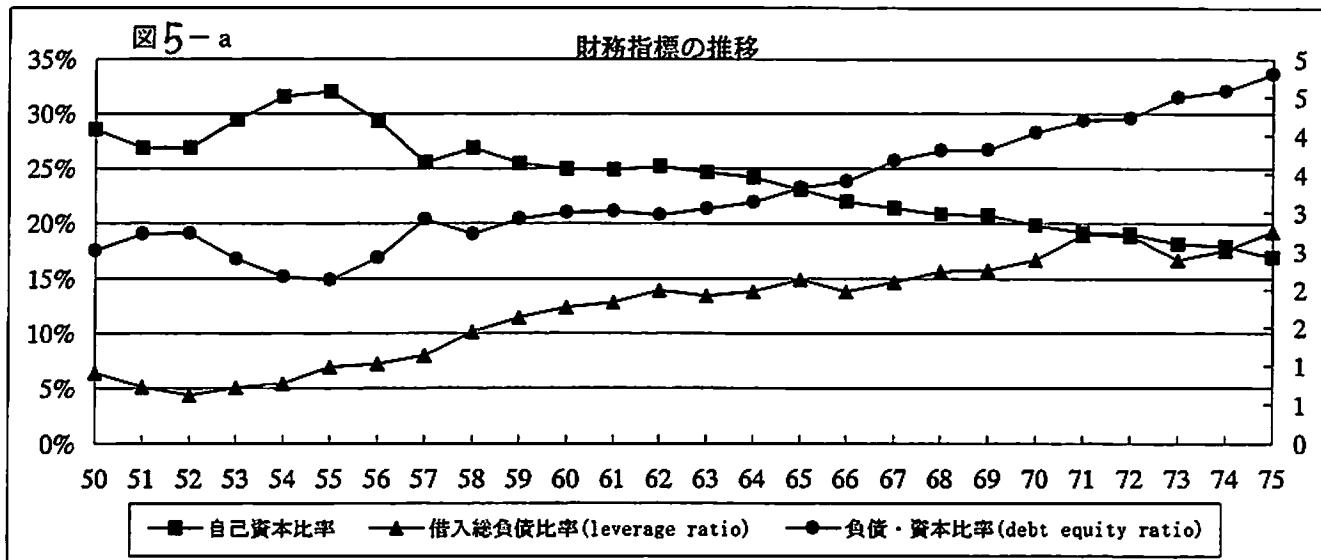


表1. 株式集中度と取締役会の構成

	1937 N=105	1943 N=105	1949 N=108 (1)	1955 N=122 (2)
最大株主	23.9 (22.5)	20.47 (17.20)	6.4 (5.5)	5.9 (5.2) 8.7 (10.0)
10大株主	47.1 (24.5)	42.27 (21.07)	18.8 (11.6)	18.2 (18.2) 25.6 (12.9)
金融機関	6.0 (7.5)	9.59 (9.29)	6.1 (8.5)	6.1 (8.5) 16.7 (10.1)
個人	N. A.	N. A.	N. A.	53.7 (14.0)
証券			7.9 (8.7)	6.5 (7.4)
ボード・メンバー数(a)	11.7	14.3	12.1	14.5
株主(b)	2.3	2.1	0.4 (0.9)	0.4
b/a	23.9%	15.0	3.6 3.2%	2.8

資料) 東洋経済『株式会社年鑑』、東京証券取引所『上場会社総覧』、持株会社整理委員会『日本財閥とその解体』

- 注 1) 財閥系直系企業のうち、37年・47年の株主名簿が不明のものは前後のデータで補った。
 2) 株式集中度は、10大株主名簿に基づく。
 3) 株主・経営者は、10大株主中、取締役に参加している経営者。但し、財閥本社役員は、含まない。
 4) 49年に持ち株会社整理委員会がいぜん首位株主である企業はサンプルから除いた。(6社)

1949年の

- (1) は閉鎖機関、I C I が7%以上もつケース。日本钢管、日本電気、三菱鉱業、三菱化成、古河電工、三井鉱山、川崎重工、住友電工を除く数値。
 (2) は、上記の諸社を、50年で代替。

表2 配当率・賞与の利益感応度と株主所有の影響

計測式：配当率 = c + a₁ · 利益率 + a₂ · C(株式分散度)計測式：賞与 = c + a₁ · 利益 + a₂ · C(株式分散度)

配当率					賞与	
	34-36	41-43(上)		50-54	34-36	41-43(上)
		配当率 > 0	配当率 ≤ 8%			
平均	0.103	0.092	0.064	0.216	利益	0.025
標準偏差	0.035	0.030	0.045	0.089		(22.96)a
利益率	0.339 (6.692)a	0.045 (1.511)	0.137 (4.093)a	1.071 (5.149)a	C ₁	0.378 (1.656)c
R ²	0.12	0.01	0.10	0.07	R ²	0.68 0.71
利益率	0.262 (4.969)a	0.006 (-0.019)	0.137 (3.882)a	0.910 (4.169)a	利益	0.012 (23.07)a
C ₁	0.036 (3.669)a	0.024 (3.786)a	0.007 (0.601)	0.541 (0.228)	C ₂	0.218 (3.033)a
R ²	0.12	0.06	0.10	0.06	R ²	0.68 0.72
利益率	0.282 (5.291)a	-0.006 (-0.192)	0.142 (4.022)a	-		
C ₂	0.028 (3.225)a	0.030 (5.907)a	-0.013 (-1.149)	-		
R ²	0.12	0.12	0.11	-		

(資料) 東洋経済『株式会社年鑑』、三菱経済研究所『本邦事業分析』

(注) 1. 利益率=総資本利益率；利益・賞与は金額(1000円)

C₁=(1-筆頭株主の保有比率)、ただし、50-54は、個人株主の所有比率。C₂=(1-10大株主の所有比率)

2. 本表は、株式の分散度が配当率、賞与に影響を与えるか否かを分析している。34-36のC₁について言えば、企業の株式分散度が1%上昇するにつき、つまり筆頭株主の株式所有比率が1%低下するにつき、その企業の配当率が0.36%高まる傾向のあることを示している
3. 41-43(上)の全データの計測値は、表掲していないが、C₁の係数は0.020(2.671)a、C₂のそれは0.019(3.037)a

表3・戦時下の経営者の変化

企業名	37リンク	41年 総資産	37年経営者	経営者取締役会			交替43年上期末交代時摘要		
				code	数	株主	株主比	code	経営者
倉敷紡績	39	7,051	大原孫三郎	1-A	13	2	15.4%	F	大原紹一郎 42
倉敷紡績	40	8,144	大原孫三郎	1-A	7	1	14.3%	F	大原紹一郎 41
三共	72	3,949	藍原又策	1-A	6	3	50.0%	F	藍原祿三 40
島津製作所	—	4,744	島津源蔵	1-A				F	島津源吉 40
明電舎	—	4,571	重宗芳水	1-A				F	重宗雄三 40
昭和電工	30	21,910	森のぶてる	1-A	15	3	20.0%	F	鈴木忠治 41
日本鋼管	22	33,902	白石元治郎	1-A	12	2	16.7%	F	浅野良三 42.5
浅野セメント	23	12,259	浅野紹一郎	1-A	16	6	37.5%	F	浅野八郎 42.5
磐城炭鉱	86	3,123	浅野継一郎	1-A	12	4	33.3%	F	浅野八郎 42.5
古河鉄業	89	11,538	古河虎之助	1-A	9	6	66.7%	F	古河從純 40 死亡
大阪機工	—	4,836	原清明	1・3-C				OUT	福間忠哉 42.5 海軍造機中将
日本曹達	32	25,865	中野友豊	1-A	9	3	33.3%	OUT	大和田悌二 40 元通信官僚
理研工業	—	23,096	大河内正敏	1-B				OUT	吉見静一 41 東京電灯・東北新興電力理事
日本製鉄	1	132,146	中井動作	2-B	21	0	0.0%	OUT	豊田貞次郎 40 海軍大尉／商工大臣
ヂーゼル自動車	—	14,586	新井源水	2-A				OUT	林桂 42.5 誘取
浦賀ドック	61	6,063	寺島健	3-A	16	4	25.0%	OUT	堀悌吉 42.5 海軍予備役・現経営者入閣
石川島重工	80	9,702	松村菊勇	3-B	10	0	0.0%	OUT	荒木彦弥 41 海軍予備役
日本製鋼所	57	17,153	石塚条藏	3-B	10	0	0.0%	OUT	杉政人 38 海軍予備役
日本電気	52	12,602	秋山武三郎	3-B	12	0	0.0%	OUT	梶井剛 39.5 通信官僚
新潟鉄工所	—	6,499	篠村吉郎	2-B				OUT	大内愛七 41.5 元海軍少将・三菱電器常務
大東紡織	50	3,615	鶴見左吉雄	3-A	9	1	11.1%	OUT	阿部吟二郎 43 三井物産より専務に就任
日本車両	93	5,037	三瓶勇佐	2-A	9	3	33.3%	P-IN	岩塙捨三 42.5 三井物産より専務に就任
大阪蒸業セメン	78	3,021	磯野良吉	2-A	4	3	75.0%	P	浅田平蔵 38.5
内外縫	34	11,107	佐々木國蔵	2-A	11	3	27.3%	P	岡田源太郎 43
東洋紡績	8	30,390	庄司乙吉	2-A	16	2	12.5%	P	種田建造 40
日清紡	47	7,355	宮島清次郎	2-A	11	3	27.3%	P	鷲尾勇平 43 ch. 宮島清次郎
王子製紙	2	60,839	藤原銀次郎	2-A	18	2	11.1%	P	高島菊次郎 39.5
宇部窒素	—	5,011	渡邊剛二	(1-C)?				P	依田明 ch. 渡辺剛二
小野田セメント	41	8,312	笠井貞三	2-A	10	1	10.0%	P	狩野宗三 40.5
登田式機械	74	2,392	兼松しよう	2-A	10	5	50.0%	P	野崎誠一
日本製粉	63	4,126	田中寛	2-A	9	2	22.2%	P	中島義治 43.5
東洋レーヨン	54	6,401	辛島茂彦	2-A	12	0	0.0%	P	小沢武 43.5 統制会会长就任のため
東洋高圧	65	5,628	中井四郎	2-B	13	0	0.0%	P	磯部房信 43
旭ガラス	42	11,760	山田三次郎	2-B	8	0	0.0%	P	大野政吉 43 死亡
扶桑(住友)金	27	45,171	古田俊之助	2-B	15	0	0.0%	P	春日弘 38.5 櫻木並直三郎
住友電気工業	48	11,481	小畠忠良	2-A	12	0	0.0%	P	別宮貞俊 38.5 官界進出のため
三菱重工業	5	109,701	郷古深	2-B	17	1	5.9%	P	元良信太郎 43
北海道炭鉱汽船	24	19,275	藤井暢七郎	2-A	11	0	0.0%	P	加藤徳行 42.5 39.三国庄二郎(P)
三井鉱山	9	42,085	西村小次郎	2-B	15	3	20.0%	P	川島三郎 40.5 38.高島基江
三菱鉄業	11	43,795	池田亀三郎	2-B	14	0	0.0%	P	小林千太郎 41.11
豊島炭砲	53	5,100	伊丹二郎	3-A	12	2	16.7%	P	磯野長蔵 42.5 株式6%保有
富士紡績	28	11,152	後藤正寛	3-A	14	3	21.4%	P	堀文平
日本油脂	—	12,894	二神駿吉	3-A				P-IN	藤田政輔 41 同系からの就任
日本アルミ	—	8,843	井坂幸	3-A				P	吉田一郎 43 三菱鉱山・設立時専務
汽車製造	87	5,777	鳩安二郎	3-B	10	1	10.0%	P	佐々木和三 40.5
日魯漁業	15	10,101	塙田四郎	3-A	19	0	0.0%	P	平塙常二郎 43
日産化成	20	22,719	田中栄八郎	3-A	12	5	41.7%	P	石川一郎 41
日本鉄業	6	58,605	伊藤文吉	3-A	13	1	7.7%	P	島田俊吉 42.8 41.12伊藤交代・下河辺
日産自動車	—	7,430	新井源水	2-B				P-IN	浅原源七
住友化学	55	9,453	大屋教	2-B	11	0	0.0%	P-In	吉田貞吉 43.5 統制会会长就任のため
台湾精糖	17	15,999	武智直道	2-B	10	1	10.0%	P/F	武智勝 42.10 武田直道の長男
日本レーヨン	64	6,217	菊池恭三	2-B	13	3	23.1%	P/F	菊池文吾 43 菊池恭三、4男・2.2%

資料) 表1、2、4と同じ

注) 凡例: 経営者コード

1 = 所有型経営者

2 = 専門経営者: 内部昇進

3 = 専門経営者: 外部招へい

A = 事務系 B = 技術系

F = 家族・同族内の交代 OUT = 外部からの招へい

P = 内部昇進 P-IN = 同系企業からの異動

P-F = 専門経営者の家族の就任

表4 財界追放のインパクト
(a)上位100社、及び産業別

	鉱工業上位100社 1947	重工業 1937	1947	1937	軽工業 1947	1937
N	133	107	96	67	37	40
専門経営者	107	48	75	31	0	17
内部昇進	80.5%	44.9%	78.1%	46.3%	0.0%	42.5%
専門経営者	11	22	8	16	3	7
外部経営者市場	8.3%	20.6%	8.3%	23.9%	8.1%	17.5%
所有型経営者	16	37	12	20	4	17
	12.0%	34.6%	12.5%	29.9%	10.8%	42.5%
[キャリア形成のルート]						
事務系	74	75	44	45	28	32
	55.6%	70.1%	50.6%	67.2%	75.7%	80.0%
技術系	52	32	43	22	9	8
	39.1%	29.9%	49.4%	32.8%	24.3%	20.0%
[就任前のキャリア]						
副社長・常務・専務	45	--	30	--	17	--
	33.8%		32.6%		48.6%	
取締役会メンバー	52	--	39	--	13	--
	39.1%		42.4%		37.1%	
取締役会参加経験な	28	--	23	--	5	--
	21.1%		25.0%		14.3%	

(b)企業タイプ別

	1947, 追放直後			1937年		
	旧財閥	準財閥	独立	旧財閥	準財閥	独立
N	27	25	80	17	22	68
専門経営者	27	22	54	16	3	25
内部昇進	100.0%	88.0%	67.5%	94.1%	13.6%	36.8%
専門経営者	0	2	10	1	8	17
外部経営者市場	0.0%	8.0%	12.5%	5.9%	36.4%	25.0%
所有型経営者	0	0	16	0	11	26
	0.0%	0.0%	20.0%	0.0%	50.0%	38.2%
[キャリア形成のルート]						
事務系	12	12	50	11	8	51
	44.4%	48.0%	66.7%	64.7%	36.4%	75.0%
技術系	15	12	25	6	14	17
	55.6%	48.0%	33.3%	35.3%	63.6%	25.0%
[就任前のキャリア]						
副社長・常務・専務	0	--	3	--	44	--
	0.0%		12.0%		55.0%	
取締役会メンバー	8	--	16	--	28	--
	29.6%		64.0%		35.0%	
取締役会参加経験な	19	--	6	--	5	--
	70.4%		24.0%		6.3%	

資料、株式会社年鑑、人事興信録、各社社史、持ち株会社整理委員会、1947

- 注 1)社長就任以前5年、当該企業以外に就業していた人物は、外部経営者市場に分類した
 2)所有型経営者は、保有株式（本人、同族、同族出資の持ち株会社の合計）が10%以上就任しているケース。
 3)事務系、技術系は、最終学歴が文科系出身か、理科系出身かで、基本的に分類し、その興信録、持ち株会社整理委員会、1948 等で、判明したキャリアで補完した。なお、不明があるため、この欄の合計は、N に一致しない。
 4)重工業は、金属、機械、化学、鉱業、軽工業は、繊維、食品、紙・パルプ・窯業。
 5)財閥は、三井・三菱・住友の旧3大財閥直系企業。
 準財閥は、10大財閥（上記の他、日産、安田、浅野、古河、野村、中島、野村）
 従って、この分類は、表 の分類とやや異なる。

表5 高度成長期の銀行からの役員派遣のフローとトストック
(A) 人数ベース

	59	60	61	62	63	63現在数
社長	1	1	2	0	0	5
副社長	-1	0	2	0	1	3
専務	0	1	1	2	2	6
常務	4	1	0	1	3	17
取締役	-1	0	4	4	5	21
監査役	1	4	-1	3	1	15
副社長・専務	3	2	3	3	6	26
取締役・監査役	0	4	3	7	6	36
	65	66	67	68	69	69現在数
社長	0	2	1	0	0	4
副社長	1	3	1	0	0	6
専務	5	-2	4	2	3	18
常務	3	1	0	-1	-2	19
取締役	-2	3	1	6	-1	15
監査役	2	3	3	1	3	26
副社長・専務	9	2	6	1	1	43
取締役・監査役	0	6	4	7	2	41

(B)企業数ベース

	1958年	63年	69年
受入企業数	23	36	53
1人	21	20	34
2人	2	14	13
3人以上	--	2	6
社長	1	5	4
副社長・専務・常務以下	9	19	30
取締役・監査役のみ	13	12	19

資料) 各社『有価証券報告書』、ダイヤモンド『職員録』

注 1. 本表は、表と同じく、役員の構成の変化を追跡した102社のデータベースを下にそのうち有価証券報告書に前歴、就任時の記載を欠く5社を除く97社を母集団として作成した。

2. 集計の手順は、58年、64年を基準時点として、取締役メンバーのキャリアを確認し、過去5年以内に銀行から派遣された役員を派遣役員として確定し、以降5年間のその増減を追跡した。そのため、過去5年以前の派遣役員はインサイダーとして扱われているため、58年、64年の現在数は過小に現れる。また、派遣役員が昇任したケースは、増加にカウントされていない。

表6 高度成長期における経営者の交代のパターン

	1950-55	58-63	64-69	73-78
Sample	125	102	102	102
交代計	35	39	41	56
1. 内部者による交代	20 57.1%	28 71.7	33 80.4	53 94.6
1-1 取締役会の変化なし	N.A. —	19 48.7	13 31.7	32 57.1
1-2 取締役会の変化を伴う (3人以上の交替)	N.A. —	9 23.0	20 48.7	21 37.5
1-2' 取締役会の変化を伴う (3人以上交替し、かつ 降格・役員派遣を伴う)	N.A. —	7 17.9	13 31.7	14 25.0
2. 外部者による交代	15 42.9	11 28.2	8 19.5	5 8.9
2-1 銀行派遣者	9 25.7	7 17.9	3 7.3	2 3.6
2-2 他社 (うち親会社)	-- --	2 5.1	5(2) 12.1	3(1) 5.4
2-3 復帰	6 17.1	2 5.1	- -	- -
3 取締役会の変化 (社長の交代なし)	N.A. —	11 45.4	25 28.0	28 14.3
3-1 3人以上の変化	N.A. —	5 45.4	7 28.0	4 14.3
3-2 3人以上の変化 に降格を含む	N.A. —	1 9.0	7 28.0	6 21.4
3-3 外部派遣者を 含む	N.A. —	5 45.4	11 44.0	18 64.3

資料、宮島、1995-c、『上場会社総覧』、各社・有価証券報告書、各社社史

注 1) 新社長が銀行出身は、入社時点が、5年以前までを含む。

2) 他社からの新社長の就任の内訳は、日東化学(67年、三菱レーヨン)、日本コロナ⁷(同年、首都高速公団)、積水化学(同年、旭化成)1例(沖電気、78年、日本電電公社)。

3) 取締役会の構成変化とは、常務会の構成に注目し、表記のように取締役会のメンバーが3人以上変化したケースを取り上げた。但し、73-78年の取締役会の変化は、常務の増加のため、専務以上のみによる観察。

表7 高度成長期の経営者の交替とパフォーマンス（サンプル企業数102）

計測式(1) : Turnover $t = c + a_1 V_t + a_2 dV_{t-1}$

(A) インサイダーによる交替+ボードの変化

交替数	1958-63			1965-69		
	a ₁	a ₂	R ²	a ₁	a ₂	R ²
RRS	-0.264	-0.002	0.000	-0.223	-0.006	0.000
	-0.089	-0.083		0.169	-0.519	
PR	0.296	0.000	0.000	0.141	0.139	0.000
	0.121	0.021		0.010	0.034	
OR	1.327	-0.034	0.000	-6.079	-0.002	0.005
	0.350	-0.185		-1.693c	-0.109	
OR/EMP	-0.643	0.000	0.001	-0.782	-0.003	0.006
	-0.735	0.046		-1.637c	-0.498	
ASS	-1.150	-0.849	0.002	-0.931	0.015	0.001
	-0.928	-0.862		-0.710	0.015	
SAL	-0.001	0.003	0.000	-1.144	-0.905	0.004
	-0.001	0.030		-0.919	-1.098	

(B) アウトサイダーによる交替

交替数	1958-63			1965-69		
	a ₁	a ₂	R ²	a ₁	a ₂	R ²
RRS	-3.223	-0.065	0.049	-1.488	-0.001	0.015
	-1.757c	-0.733		-1.919b	-0.113	
PR	-5.428	-0.038	0.032	-1.184	0.002	0.121
	-2.501b	-0.537		-1.673c	0.138	
OR	-12.198	-0.068	0.026	-3.377	0.002	0.001
	-2.565b	-0.478		-0.829	0.096	
OR/EMP	-4.580	-0.003	0.040	-0.973	-0.002	0.002
	-2.798a	-0.659		-1.517	-0.266	
ASS	-4.315	-0.836	0.033	0.451	0.211	0.000
	-2.726	-0.732		0.336	0.198	
SAL	-1.133	-0.032	0.003	-1.829	-0.176	0.038
	-1.163	-0.318		-1.203	-1.724	

(C) 取締役会変化計 (A)+(B)

交替数	1958-63			1965-69		
	a ₁	a ₂	R ²	a ₁	a ₂	R ²
RRS	-2.823	-0.028	0.019	-0.949	0.004	0.005
	-1.707c	-0.400		-1.318	-0.499	
PR	-3.612	-0.016	0.014	-0.656	0.006	0.048
	-2.023b	-0.329		-1.022	0.345	
OR	-5.516	-0.076	0.010	-5.506	-0.002	0.046
	-1.708c	-0.555		-1.831c	-0.148	
OR/EMP	-0.923	-0.000	0.011	-0.935	-0.003	0.009
	-1.528	-0.170		-2.213b	-0.549	
ASS	-2.934	-0.929	0.022	-0.327	0.130	0.000
	-2.674a	-1.047		-0.316	0.158	
SAL	-0.704	-0.017	0.001	-1.595	-1.333	0.025
	-0.925	-0.236		-1.519	-1.927b	

(各説明変数の下段は t 値)

計測式(2) : Turnover $t = c + a_1 V_t$
 (A) インサイダーによる交替+ボードの変化

交替数	1958-63			1965-69		
	a1	t-stat	R2	a1	t-stat	R2
RRS	-0.220	-0.075	0.000	0.092	0.073	0.000
PR	0.303	0.124	0.000	0.129	0.129	0.000
OR	1.338	0.354	0.000	-6.075	-1.692c	0.047
OR/EMP	-0.643	-0.736	0.001	-0.772	-1.626c	0.007
ASS	-1.074	-0.886	0.001	-0.931	-0.711	0.000
SAL	-0.005	0.005	0.000	-0.920	-0.766	0.002

(B) アウトサイダーによる交替

交替数	1958-63			1965-69		
	a1	t-stat	R2	a1	t-stat	R2
RRS	-4.094	-2.420b	0.030	-1.497	-1.939c	0.014
PR	-6.438	-2.924a	0.024	-1.182	-1.667c	0.121
OR	-14.459	-2.688b	0.034	-3.372	-0.827	0.001
OR/EMP	-4.469	-2.790a	0.044	-0.964	-1.512	0.002
ASS	-4.466	-2.568	0.036	0.454	0.338	0.000
SAL	-1.116	-1.065	0.003	-2.119	-1.369	0.005

(C) 取締役会変化計 (A)+(B)

交替数	1958-63			1965-69		
	a1	t-stat	R2	a1	t-stat	R2
RRS	-2.929	-1.897c	0.013	-0.996	-1.339	0.005
PR	-3.624	-2.073c	0.012	-0.648	-1.010	0.049
OR	-5.632	-1.758c	0.010	-5.499	-1.829c	0.047
OR/EMP	-0.921	-1.526a	0.012	-0.925	-2.202b	0.009
ASS	-2.838	-2.623	0.018	-0.330	-0.319	0.000
SAL	-0.675	-0.898	0.001	-1.479	-1.430	0.006

資料) 各社『有価証券報告書』、ダイヤモンド『職員録』、各社社史、『企業経営の分析』
 (本邦事業分析)、JDB、企業財務データ

1. 本表では経営者の交代と企業のパフォーマンスとの関係をプロピット分析と呼ばれる手法を用いて分析している。つまり、経営者が交替した場合を1、それ以外を0（経営者の死亡等は0）として被説明変数(Turnover)のデータセットを作成した。
2. 説明変数には以下の定義に従う。

RRS (株価収益率) : $\{D_t + (P_t - P_{t-1})\} / P_{t-1}$

ただし、 D_t は1株あたり配当額。 P_t は平均株価（期中最高株価 + 期中最低株価）÷ 2
 PR (自己資金利益率) : 税引後当期純利益 ÷ 資本合計

OR (営業利益率) : 営業利益 ÷ 売上高

OR/EMP (従業員一人当営業利益) : 営業利益 ÷ 期末従業員数

ASS (総資産成長率) : 当期総資産 ÷ 前期総資産

SAL (売上高増加率) : 当期売上高 ÷ 前期売上高

これらの変数を、『企業経営の分析』から得た各業種平均を控除することで標準化した。

3. dV_{t-1} , V_t は、 $dV_t = V_t / V_{t-1}$ を、また $V_t = (V_{t-1} + V_{t-2}) / 2$ を意味する。つまり、計測式(1)は、Turnoverを前年のパフォーマンス、過去2年のパフォーマンスの変化率に回帰し、同(2)では、過去2年のパフォーマンスの平均に回帰した。
4. 説明変数はいづれも開銀の企業財務データ(CD ROM版)から抽出した。

表8 高度成長期の設備投資とキャッシュフロー・トービンのq (1957-1972)

計測式 : $I_t = a + \alpha_1 K_{t-1} + \alpha_2 Tloan_{t-1} + \alpha_3 F_t + \alpha_4 q_{t-1} + \alpha_5 Y$

	N	K_{t-1}	$Tloan_{t-1}$	F_t	Q_{t-1}	R^2
1957-64	1084	0.859 (26.74)*	0.021 (0.861)	0.172 (8.924)*	0.034 (4.390)*	0.722
1965-72	1521	1.008 (39.45)*	-0.024 (-1.216)	0.101 (10.24)*	-0.000 (-0.286)	0.782

計測式 : $\log I_t / K_{t-1} = a + \alpha_1 \log F_t / K_{t-1} + \alpha_2 \log Tloan_t / K_{t-1} + \alpha_3 q_{t-1} + \alpha_4 Y$

	N	L_{t-1} / K_{t-1}	F_t / K_{t-1}	q_{t-1}	R^2
旧財閥系企業	142	-0.017 (-0.220)	0.080 (2.042)*	0.094 (2.116)*	0.176
独立系企業	282	-0.040 (-0.650)	0.210 (4.945)*	0.152 (3.321)*	0.213

資料) JDB Data Base, 宮島、1995-b

注 1. 財閥系企業は、旧3大財閥直系企業、社長会メンバー。

独立系企業は、本章のサンプル企業(204社中)メインバンク純依存度(メインバンク借入/総資産)でみて依存度の下位50社。

2. 各変数の定義は次のとおり。

I_t : 設備投資 : $K(t) - K(t-1) + Dep(t)$

K_t : 有形固定資産残高

$Tloan_{t-1}$: 前期末借り入れ残高、対数値

F_t : 内部資金・キャッシュ・フロー : $Dep(t) + Prof(t) - D(t)$

但し、 $Dep(t)$ =減価償却額

$Prof(t)$ =当期純利益

$D(t)$ =当期配当額

$q_{t-1} = t-b$ 年のq : $V(t-1) + Debt(t-1) / E(t-1) + D(t-1)$

但し、 $V(t)$ =企業の総価値:平均株価*期末発行株

本来は、期末株価を採用すべきであるが、ここでは年間最高・最低株価の平均値をとった。

$E(T)$ =自己資本:当期自己資本。

r_t =資本の限界効率:代理変数として、営業利益率の対前年増加比をとった。

c_t =資本コスト:代理変数として、手形及びコールレートの加重平均値をとった。

Y =年次ダミー

表9 配当率・配当性向と配当の自己資本利益率感応度（高度経済成長期）

年次	計測式： $D = a + a_1\pi$			(参考)		
	a ₁	t 値	R-square	有配会社平均	抽出データ平均	
				配当率	配当率	配当性向
1957	51.55	1.95	0.06	15.42%	15.05%	0.44
58	54.55	3.39	0.19	14.27	13.52	0.47
59	60.12	2.51	0.10	13.51	12.47	0.59
60	53.25	3.49	0.20	13.42	12.91	0.48
61	73.62	4.02	0.26	13.25	12.84	0.50
62	71.58	5.28	0.34	12.94	11.51	0.53
63	62.91	5.28	0.33	12.51	10.11	0.61
64	69.16	6.34	0.43	12.51	10.10	0.55
65	41.64	6.16	0.31	12.15	10.63	0.52
66	0.92	2.89	0.03	11.83	9.31	0.51
67	6.65	4.68	0.09	11.93	9.75	0.50
68	35.00	6.43	0.17	12.17	10.41	0.36
69	8.17	3.92	0.07	12.56	10.92	0.42
70	-0.82	-0.73	0.00	13.10	11.49	0.40
71	-0.21	-1.56	0.00	13.30	11.43	0.40
72	7.43	3.68	0.06	13.10	10.35	0.31
73	0.24	1.95	0.01	13.00	10.70	0.38
74	-3.94	-1.99	0.01	13.76	11.66	0.35
75	0.09	0.15	0.00	13.02	10.90	0.43

資料) 大蔵省、1979、日本開発銀行データベース

注 1. 配当率の自己資本利益率感応度は、64年以前のデータに欠落があるため暫定値。

抽出データの配当率は、算術平均、配当性向は、加重平均。

2. D 配当率、 π は自己資本利益率。

B A C K I S S U E S

<u>NO.</u>	<u>AUTHOR</u>	<u>TITLE</u>	<u>DATE</u>
9201	Nakamura, Shinichiro	An Adjustment Cost Model of Long Term Employment in Japan.	1992. 09.
9202	Urata, Shujiro	Changing Patterns of Direct Investment and the Implications for Trade and Development.	1992. 12
9203	片岡寛光	行政の責任と統制	1992. 12.
9204	片岡寛光	「縦割り行政」と総合調整	1992. 12.
9301	Agata, Koichiro	Grundriss der Japanischen Telekommunikationspolitik.	1993. 03.
9302	Saigo, Hiroshi	A Gradual Switching Regression Model with Gradual Switching Autocorrelation among Errors.	1993. 04.
9303	Wakatabe, Masazumi	Studies on Adam Smith in Japan: from a Non-Marxian Point of View.	1993. 07.
9304	Saigo, Hiroshi	Bayesian Tests of Serial Correlation in Regression Analysis.	1993. 10.
9305	中村慎一郎	伸縮的且つ大局的に凹な非相似費用関数による規模効果と代替効果の分析	1993. 12.
9401	Agata, Koichiro	Grundfragen zum Vergleich zwischen der Japanischen und Deutschen Telekommunikationspolitik	1994. 03.
9402	Nakamura, Shinichiro	The Generalized Ozaki-McFadden Cost Function and its Application to a Pooled Data on the Japanese Chemical Industry.	1994. 10.
9501	Urata, Shujiro	Japanese Foreign Direct Investment in the United States: Is it a Failure?	1995. 01.
9502	Nakamura, Shinichiro	A Nonhomothetic Globally Concave Cost Function with the General Index of Technical Change and Its Application to Panel Data.	1995. 10.
9503	Kataoka, Hiromitsu	Japan 1945: Regimee Change and Elite Change	1995. 12.
9504	片岡寛光	歴史的観点から見る第二次世界大戦	1995. 12.
9505	宮島英昭	財界追放と経営者の選抜： 状態依存的(Contingent)ガヴァナンス・ストラクチャの形成	1995. 12.