

94-J-14

日本における corporate governance の発展：  
歴史的パースペクティブ

岡崎哲二

東京大学経済学部

1994年5月

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられたい。

東京大学経済学部  
岡崎哲二

はじめに

近年、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。第一に、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 corporate governance の構造に求める見方がある。80年代の米国で敵対的テークオーバーという日本におけるそれとは対照的な governance 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])。第二により最近の動向として、80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 corporate governance 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。corporate governance の問題は決して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 corporate governance 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 corporate governance 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

---

<sup>1</sup>岡崎[1993]、岡崎[1994]を拡充し、日本銀行金融研究会提出論文として再構成したものである。

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見て、各主体が契約を enforce する仕組みとして corporate governance を捉えるというものである。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ふまえて日本における corporate governance の発展を歴史的パースペクティブから検討する。corporate governance に関する歴史的研究には2つの意味が考えられる。第一に、歴史は corporate governance についての豊富なデータを提供する。特に、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、corporate governance 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。第二に、一般に制度には path dependence があることが注目されている。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が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 corporate governance の理解に寄与し得ることになる。以下、第2節で上記の契約理論の視点から戦前の corporate governance について整理し、第3、4節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はしたい。

## 2、戦前の corporate governance

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（表1）。株式を通じた資金フローの規模を民間非住宅投資（建設投資、設備投資）に対する株式会社払込資本金増加額の比率によって見ると、戦前期には、25-60%を占めることがわかる。減資・解散を考慮すればこの比率は

さらに高くなる。株式会社制度は、戦前日本の資本形成ないしそのための資金フローに対して量的に重要な役割を果たしたといえる。

次に、戦前に発達した株式会社の governance structure をまずその法制的枠組みについて見よう。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意味を持った。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（以上、北沢[1966], pp. 66-70）。

戦前の株主は商法で認められたこのような権限を実際に行使し得る条件を備えていた。その前提となったのは次のような株式所有構造である。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（表2）。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に注意する必要がある。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。財閥系・非財閥系企業ともに自己資本比率は高く、株主は企業に対する主要な資金供給者となっていた。サンプル企業について株式所有の分布を見ると、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両グループに共通して認められる。

大株主の中では財閥・非財閥グループともに持株会社のウェイトが大きい。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、日本鉱業株式の過半数を所有している日本産業<sup>2</sup>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、したがって企業経営をモニターし、コントロール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。

企業の役員構成をまず財閥系企業について見ると、内部昇進役員の比率が比較的高いことが注目される（表3）。財閥本社は内部昇進役員が多数を占める傘下企業経営陣をモニターし、コントロールしていたのである。財閥については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]；麻島[1986]；麻島編[1987]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コーディネーションに置かれているが、corporate governance についても有益な知見を提供している。まず三井財閥では、本社（三井合名）が傘下企業に派遣した役員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 governance 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課からな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

---

<sup>2</sup>日本産業はいわゆる新興財閥の本社の一つである。

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）<sup>3</sup>。

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[1987]、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 governance のための制度を整備していた。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、governance に大きな努力を払うことは当然の行動として理解できよう。これに対して非財閥系企業における株主による governance 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。いかえれば、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。

こうした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 governance 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リ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、特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（社長郷誠之助）の常務となり、経営者としての第一歩を踏み出した。武蔵電鉄は1910年に設立

---

<sup>3</sup>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、32年に再度採用された（長沢[1981]、p.95）。

されたが、第一次世界大戦後の不況に直面して鉄道建設に着手できない状況にあった。一方、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、以後リ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努める武蔵電鉄であった。武蔵電鉄の経営を再建するため、五島は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郷社長の了解を得ずに武蔵電鉄の株式の過半数を買収した。これを背景に1924年、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て、自らはあらためて武蔵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あたっていた（表4）。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維持した。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年以降にも回復しなかった（表5）。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ていた。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株全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あたっていたが、業績は1920年代末以降伸び悩んだ（表6、7）。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株を東京横浜電鉄で買収した。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。

次に経営者に対するインセンティブ制度について見よう。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(表8)。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、利益の増進をより強く動機づけられており、経営者に対するインセンティブ制度が株主の利益に合致するように設計されていたといえる。

以上のように株主が企業に対する有効な governance の手段を有していた。これに対して従業員と銀行は corporate governance 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)<sup>4</sup>。こうした規則の意味は一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つたと考えられるが、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金融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詳細な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](pp.195-196)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、戦前の従業員は企業経営に対して発言し、自己の利益を確保するための制度をほとんど有していなかった。戦後にいたるまで

---

<sup>4</sup>ただし、三菱におけるこの規則は1929年に廃止された。



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。第一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（兵藤[1971]）。しかし、第二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。この点は、雇用調整の速さから知ることができる。周知のように、戦後の大企業では、人員整理は極力回避され、その結果、雇用調整速度は国際的にみて著しく低い（黒坂[1988]; 篠塚[1989]）。マン・ベースで見た1956-70年の製造業における雇用調整速度は0.38にとどまるが、これに対して戦前の1921-35年には0.98であった。戦前には1年ではほぼ最適雇用量に近い水準まで調整が行われたのである（岡崎、[1991], p. 372-373）。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の原因となったと考えられる。

以上から、戦前日本における corporate governance structure 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（表9）。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たことになる。財閥系企業と非財閥系企業を分けると、両グループ間で配当政策に相違が見られる。高率かつ利益に対して弾力的な配当という上記の特徴は後者により明確に見られ、財閥系企業は相対的に配当性向が低く、また相対的に安定配当志向であった。これは財閥系企業と非財閥系企業の governance structure の相違を反映したものと考えられる。上述のように財閥系企業では本社が傘下企業への投資に長期的にコミットしており、そのことが傘下企業に対する評価の時間的視野を長くしていたといえよう。

以上のような戦前の日本企業の性質は当時の実務家にも認識されていた。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碓達之助は、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（高碕[1954]）。

わたしがまず気に入らなかつたのは、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おねらっている。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つた。

これは、まさに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）。その際、高橋は財閥系企業については批判を留保したが（同上、p.9）、これは配当政策に関するは上記の分析結果と一致する。こうした戦前のcorporate governanceの実態およびそれに対する批判がその後の企業改革の前提となつたのである。

### 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た。そのため、戦時経済運営のために実施された広範囲な制度改革の一環として企業とそれを支える諸制度の改革が行われ、corporate governance structureの大きな変化をもたらされた。以下、企業に係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検討する。

第一に株主については、日中戦争の初期の段階で企業の高配当政策が所得分配の観点から問題とされた。軍需産業の好況とそれともなう多額の配当が、縮小の対象となつた民需産業関係者や戦死者の遺族への配慮から望ましくないものと考えられたのである（岡崎

[1991], p. 383)。1939年4月に国家総動員法に基づく会社利益配当及資金融通令が施行され、資本金20万円以上の企業の配当に規制が加えられた。これによって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]）<sup>5</sup>。1938年上期決算で見ると、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よう。1939年4月から1940年10月までに130件の増配申請が提出され、うち許可されたものは50件にすぎなかった（柴田[1992], pp. 14-15）。

さらにヨーロッパで第二次世界大戦が勃発して軍需への資源の重点配分が強化されると、既存の企業システムと戦時経済運営の摩擦が大きくなり、企業改革の動きが加速された。摩擦は「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形で顕在化した。この問題への政府の対応が「経済新体制」であり、その一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、企業が利潤動機にしたがって行動するという前提そのものを変更しようという試みである。

「経済新体制」を構想した企画院は、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認識した。そのため企画院は「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。具体的には、商法を改正して所有と経営を分離し、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ことが提起された。前述した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

---

<sup>5</sup>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。

沢[1966], pp.72-76)。「経済新体制」の実現手段として商法改正が提起されたのは当然といえよう。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」に対する報償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。

企画院原案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[1970])。しかし、閣議決定された「経済新体制確立要綱」の中で、企業を「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。しかも企業システムを構成する諸制度について具体的な改革が実際に進められた。まず、「経済新体制」構想の立案と並行して1940年10月に、利益配当及資金融通令に代えて会社経理統制令が制定された(柴田[1992])。会社経理統制令の重点の一つは配当統制の強化であり、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された。配当統制の効果は明確である。財閥系企業、非財閥系企業とも、戦時期には配当性向が低下し、また配当率は利益率に対して反応しなくなった(表9)。会社経理統制令は役員賞与についても規制を加え、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ただけでなく、利益に対してほとんど反応しなくなった(表8)。

インセンティブ・システムの変更と同時に、役員構成も変化した。一部の企業は「経済新体制」に対応して、役員の大規模な入れ換えを行った。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。こ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鋳工業企業20社でも、かなりの役員構成の変化が見られた。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わかる（表3）。特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。

戦前に機能していた株主による corporate governance の仕組みに以上のような制限が加えられたことは、投資家を株式投資に消極的とした。1940年の株価低下は、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（図1）。41年6月に独ソ戦が開始されると、株価は一段と低下した。こうした事態に直面して、政府は株式市場に対する全面的介入を開始した。41年4月に株価維持機関として日本協同証券株式会社が日本興業銀行の指導下に設立され、41年6月以降の株価低下に対応して日本協同証券は無制限の株式買い支えを行った（『東洋経済新報』、1941年8月30日、pp. 390-391）。日本協同証券の株式購入資金は興銀の命令融資によって供給された（伊牟田[1991], p. 250）。政府の全面的な介入（株価支持政策）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。

さらに太平洋戦争の後半期に入るとあらためて企業システムの見直しは政府・民間で行われた。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では、1943年2月に戦時企業体制委員会を設置して、企業システムに関する再検討に着手した。当時一部で主張されていた企業国営論・国家管理論に対抗して、「経営者の逞しい創意と責任を生かす企業形態」を、株式会社制度の枠内で、戦時緊急法令による商法を制限することを通じて実現することを意図したものである（重要産業協議会「戦時企業体制委員会設立趣意」、1943年）。<sup>6</sup>

検討過程で政府が後述する軍需会社法の議会への提出を決めたため、急遽、政府に提出されたのが重要産業協議会「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）<sup>7</sup>である。この要望書は企業の「人的結合体」としての性格を強調し、社長（「生産責任者」）の地位の強化を求

---

<sup>6</sup>『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』）。

<sup>7</sup>『重要産業協議会(1)』（前掲『石川一郎文書』）。

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すること、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」を確立することが求められた。特に、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取締役にあてることは、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<sup>8</sup>。

軍需会社法は、商法に定められた株主権限を明示的に制限した点で画期的な法律であった。同法によって、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」を置くことになった。「生産責任者」は、「会社の従来役員から選任し、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（北野[1944]）。すなわち、事実上、株主総会に対して社長の地位を政府が保証する制度となった。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なった。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社が第一次指定、同年4月に424社が第二次指定され、1945年3月時点では678社が指定を受けていた（日本銀行[1984], p. 306）。

第二に、銀行の役割は、株主の地位の後退の反面で大きくなった。上述のように株主による governance の制限は投資家の株式投資に

---

<sup>8</sup> 「第四回戦時企業体制委員会議事要録」、前掲『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』

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見れば消費の削減ないし個人部門の貯蓄率の引き上げであり、戦時期に民間部門の貯蓄率（民間貯蓄／G N P）は急上昇した（表10）。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）。一方、一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。その結果、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（表11）。要するに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資本市場の役割の低下をもたらしたのである。

しかし、株式市場に代替すべき銀行貸出の増加率も1940年秋以降低下した（表11）。株式市場ないし株主のモニタリングおよび資金供給能力が低下し、間接金融への重点の移動が必要になる一方で、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・コストを高め、銀行に融資に対して慎重な態度を取らせたのである。「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「金融機関の投資、融資及回収を政府の金融統制の方向に即応せしむるが如き機構を整備し、日本銀行との資金的関係を緊密ならしむると共に、同業連帯の精神を一層昂揚せしめ共同的投融資の方法を活用せしむ」ること、「産業と金融の関係を緊密ならしむ」ることを掲げた<sup>9</sup>。これを踏まえて1941年8月、大蔵大臣（小倉正恒）は、東京銀行集会所で銀行の代表者を前に次のように演説した（『銀行通信録』1941年9月20日、p.188）。「従来普通銀行に於ける貸出業

<sup>9</sup>日本銀行調査局編『日本金融史資料』昭和編第三四巻、一九七三年、一五二—一五四頁。

務の方法は主として商業金融を目標としたものであったと申せるかと思ふ。しかし乍ら時局の進展に伴ひ銀行に求められる金融需要の重点は商業金融より事業金融に移って居る」。そのため「銀行としても従来 of 業務の方法を改め、事業金融に最も即応した方法に依り貸出を行ふことが必要である」。株式市場の停滞によって、従来、株式によって調達されていた長期資金が銀行に求められるようになったことに対応して、長期資金供給に応じられるような間接金融システムを整備する必要があるという提言である。

この提言を受けて、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他ならない（寺西[1993]）<sup>10</sup>。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のである（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、第一のいわゆる五大銀行は第二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（表12）。以後、安田銀行の業務部審査課設置、住友の審査部設置（43年1月）、三井・第一合併に伴う審査第一部・第二部設置（43年4月）によって五（四）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。間接金融への重点の移動が必要になったことを前提として、企業の自己資本比率の低下のため貸出リスクとエージェンシー・コストが高まる中で、銀行によるモニタリングとリスク分散の制度が導入されたのである。従来、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、delegated monitoring の仕組みによって審査能力

---

<sup>10</sup>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。



の節約が図られ、また全国金融統制会ないし日本銀行の斡旋が幹事銀行の審査・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。

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月から大蔵省通達「軍需会社に関する資金融通に関する件」に基づいて軍需会社指定金融機関制度が導入され、従来の融資実績・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一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、迅速且適切」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付けの機能を低下させた。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 soft budget constraint は早くから金融当局によって問題視された。1944年4月に行われた日本銀行部局長支店長会議において、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<sup>11</sup>。このような議論を受けてまず、44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<sup>12</sup>。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1月に制定された軍需金融等特別措置法によってさらに進められた。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」を強調した（第1条）<sup>13</sup>。これに対応して指定金融機関は融資にあたって「当該事業者の資金の使用を効率的ならしむる配慮」を求められた（第4条）。そのため指定金融機関は各担当軍需会社につ

---

<sup>11</sup>前掲、日本銀行、三〇八―三〇九頁。

<sup>12</sup>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』昭和編第三四巻、四二―四二三頁。

<sup>13</sup>日本銀行調査局編『日本金融史資料』昭和編第一九巻、七三九頁。

いて軍需金融担当者を選任し、担当者は「常時当該軍需金融機関と担当事業者との間の連絡に当たり当該事業者の事業の適実なる遂行に必要な資金の調達に支障なからしむると共に其の資金の効率的使用の促進に努め」ることとされた（第7条）。また、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ようになった（第22条）。さらに同法施行規則（第12条）に基づいて軍需会社の預金を指定金融機関に集中する方針が採られた<sup>14</sup>。資金の出入りを金融機関がモニターするためである。

要するに指定金融機関を軍需会社に対する金融の立場からのモニターとして制度化し、資金使用の効率化を図った制度改正といえる。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政府は考慮を払った。すなわち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<sup>15</sup>。

銀行の側でも帝国銀行では、大蔵省の「会社の資金繰に対しては一層充分の検討を加へ苟且にも資金の不当なる濫費に陥らしめざる様特に誘導に努む可き」という要請を受けて、「融資額は常に物量とにらみ合せて決定し過大な支出を抑制し、その貸出時期も実際の必要に対応させて分割融通し、貸出後に資金が他に流用されないよう融資金の効率化に注意した」<sup>16</sup>。三菱銀行では軍需金融等特別措置法の制定に対応して軍需融資部長が各店に対して、「担当事業者に対しては単なる貸出得意先とする従来の観念に一步を進め経理上の相談相手となり其指導監督者たるの心組にて対処せられたし、從而会社当務者とは常に連絡を密にし経理上の実体を充分把握し置く様平素努力せられたし」、「事業者取引の出納状態を通覧するは其

---

<sup>14</sup>第八六議会衆議院委員会における政府委員答弁。日本銀行調査局『日本金融史資料』昭和編第一九卷、七五二頁。

<sup>15</sup>同上、七五九頁。

<sup>16</sup>『第一銀行八十年史稿本』第三分冊、三九一—三九四頁。

經理状態の一端を推知し得る有力なる資料たり、此意味に於て振込金の集中を一層励行し且つ日々の当座勘定出入りの状態を常に注視せられたし」等の指示を与えた<sup>17</sup>。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ディシプリンは必ずしも強力なものではなかったであろう。しかし、指定金融機関と軍需会社との間の情報ルートがこのような形で強化されたことは緊密な銀行－企業関係の制度化に大きな役割を果たしたと考えられる。

第三に、従業員の地位については、戦前型の労使関係制度が従業員のインセンティブを低め、労使関係を不安定化することが日中戦争初期から問題視された。この問題に対処するための制度として導入されたのが産業報国会である。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。

産業報国会設置の背景には、後に「経済新体制」の中で提起されることになる前述の新しい企業理念が存在した。産業報国会設置の出発点となった協調会時局対策委員会の「労資関係調整方策」（1938年3月）は、「産業は、事業者従業員各自の職分によって結ばれた有機的組織体」と規定し、従業員を組織体としての企業の正規のメンバーとしてとして位置づけた（岡崎[1991]）。戦前は職工と職員の身分格差が大きかったため、両者をあわせて「従業員」と呼ぶこと自体一つの革新であった。またこうした新しい企業理念は戦前の corporate governance に対する批判を前提としていた。この点は、厚生省事務官が1938年4月に発表した次の論文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。

---

<sup>17</sup>『三菱銀行史』、一九五四年、三五―三五二頁。

— 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に顔を出したこともない株主よりも、工場従業員は遙かに利害の深いものであり、責任も多いものである

労使関係制度の改革は株主権限の制限と密接な関係を持っていたことが示されている。この点は「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）においてより明確になった。この文書は「勤労の地位の確立」を提起し、「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）が優位に立った企業への転換を労使関係制度改革の前提として明記した。株主の地位低下に対応して、経営者とともに従業員の地位の上昇が図られたのである。具体的には、従業員組織として生産協力会議を階層的に設置し、そこでは賃金、労働条件、福利厚生、などを含む広範な事項を協議することが提案された（岡崎[1991], pp. 388-389）。この生産協力会議の階層的設置というプランは、1941年8月以降、産業報国会と職制との一体化という形で実現した（神田[1981], pp. 604-605）。

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むしろ従業員に対するインセンティブとして利用された。まず、企業が特に生産性を上げた場合には、企業に「価格報償」を与えると同時に、従業員にも特別な報償をあたえる制度が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、より明確な形をとった。軍需省は、1944年3月に「企業の国家性明確化措置要綱（試案第一号）」を作成した。株主には年5%程度の「適正配当」を保証する一方、利益金処分、役員選任、社債募集等に関する株主権を停止する。「適正配当」の残余は、政府が定めるルールにしたがって経営者・従業員に「報償」として分配し、残りは社内福利施設に当て、さらにその残余は国庫に納付させるというものである。株式を事実上の確定利付き証券とし、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分配制度である。この制度は1945年2月、「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（岡崎[1991], pp. 394-395) のである。

以上のように戦時経済下で従業員の地位の向上が図られたことの実物面の背景としては、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の役割が高まったという事情が考えられる。これらの無形の資産は企業特長的 (firm specific) な性質が強いであろうから、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ことが必要とされた。また企業特長的な人的資本・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対応関係にあったと考えられる。企業特長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長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必要があるからである。戦時下における物的資本の不足が生産システムの変化をもたらし、新しい生産システムに適合した相互に補完的な諸制度が形成されて、その結果 corporate governance structure の大きな変化が生じたということができよう。

#### 4. 戦後経済復興期の corporate governance

敗戦とGHQによる戦後の諸改革は、戦時期に進展した corporate governance の変化を一層押し進める役割を果たした。第一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、さらに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。

第二に、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組織され、それらが産業別全国組織を形成し、さらに日本労働総同盟と全国産業別労働組合会議を中心とする連合体に統合された。労働組合の組織が企業別となった要因としては企業別の産業報国会（単位産報）を基礎としたことに加えて、企業別産業報国会組織のさらに背景にあった事情、すなわち企業特長的人的資本の蓄積が戦後に継承されたことが重要であると考えられる。戦前は3%前後にすぎなかった労

働組合組織率は1947年末に、はやくも50%近くに達した（岡崎[1992b], pp. 464-466）。原材料輸入の激減によってマクロ的な産出量が低下し、特に雇用者の実質所得が大幅に減少した状況下で、GHQの支持を受けて労働組合は活発な運動を展開した。

第三に、1945年11月の「持株会社解体に関する覚書」によって財閥解体が開始され、本社（持株会社）・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 governance の仕組みは完全に解体された（大蔵省財政史室、1982、第3章）。また、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、資産の名目額を固定し、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（表2）。

要するに人的資本やソフト・ウェア技術の役割がさらに高まるとともに、従業員の発言権の増大と株主の governance 能力の低下が進行したのである。日本政府はこうした状況を前提として、経済復興のための有効な corporate governance の構築に取り組んだ。具体的には、戦時補償債務の支払打ち切りによって多額の特別損失を計上せざるを得ない多くの軍需企業を再建するにあたり、その目的に適合的な governance structure 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構想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、新会社の設立にあたっては「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ことが提案された。また、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考慮され

た（大蔵省財政史室[1983], p.711）。

商工省ではこのような corporate governance に関する方針について1945年末から検討を進めていた。「産業経済の民主主義化方策案」（商工省企画室、1945年11月）は、「企業の民主的運営を促進」する方針を掲げ、そのために従業員の資本参加に対する優先権を認め、企業経営の重要事項について従業員の意見を反映させる措置を講じることを提起した。これをふまえて「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）は次のようなより具体的な構想を提示した。

第一に、「生産遂行者としての労働者の企業運営に対する積極的参加協力を獲得し産業平和による生産増強を期する」ため、企業別に経営協議会を設置する。経営協議会の協議事項には生産計画を含め、その決定は労使双方を拘束する。したがって商法に規定された株主総会・取締役会の権限は制約される。第二に「企業を構成するものの企業に対する平等の機会と権利とを保証し各人の職能に応ずる相互の協力共働原則によって資本の無人各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。共働集団は、経営・技術・事務・労働の4種いずれかの能力を提供すると同時に出資する参加者と出資者が構成する。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、戦後企業再建にあたっての商工省の基本的な構想だったのである。

従業員の経営参加については、商工省の起案に基づいて閣議決定された「緊急事態に対処する生産増強方策大綱」（1946年2月）<sup>18</sup>においても、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働者の意見を反映せしむ」とされた。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

<sup>18</sup>大蔵省財政史室、1981、pp.622-623。

に導入されたシステムにきわめて近いものといえる。

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 corporate governance 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、企業の財務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）に分離し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いことになった（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旧指定金融機関から選任された。企業再建整備法は、戦時補償打ち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したがって企業再建整備計画を作成して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、決定にあたっては株主総会の決議は必要ではなかった。企業再建整備への従業員の参加については、特別管理人に従業員代表を入れるかどうかをめぐって議論があり、結局従業員代表は特別管理人とならなかった。しかし、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し立てが認められた（大蔵省財政史室、1983、pp.740-744）。要するにこの2つの法律は、戦時補償打ち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。



る<sup>19</sup>。

以下、企業に關係する各種經濟主体の corporate governance における地位と役割の実態について検討する。第一に株主の地位との関連で鉱工業主要20社の役員構成を見ると、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ことがわかる(表3)。公職追放令(1947年1月)、財閥同族支配力排除法(1948年1月)による戦争關係・財閥關係の經營者パーヅが行われ、少なくとも前者によって1987人、後者によって145名の企業役員が追放されたことが上の變化の前提となった(大藏省財政史室、1982、pp.309-338)。しかし、一般に經營者の交代自体はその構成變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、corporate governance に関する制度的・実態的變化が進展していたため、後任の役員を大部分を企業の内部昇進者が占めたのである。經營者の構成變化は、背後で進展していた governance structure の變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、事實経過が明かな三井鉱山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、財閥關係をチェックしたうえで、「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た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、役員を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。このほか、日本石油でもパーヅ後の社長が数カ月で病没したあと、

---

<sup>19</sup>1946年9月28日付けの『東洋經濟新報』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。

取締役会で新社長が選任されたが、これに対して「幹部職員および労働組合からも賛意がよせられた」とされている（日本石油株式会社[1988], p.466）。

著名な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corporate governance 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（経済同友会[1951], pp.39-45）。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。「経営者を独立せしめることによって資本の地位を一步後退せしめると同時に労働の地位を引上げ、両者を並列せしめる」こと、「企業を以て経営、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。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。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[1992], 第5章）との一致も注目されよう。

さらに、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[1950], p.270）。会社配当等制限禁止令は、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（同上；東洋経済新報，1948年1月3日）。

第二に、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「経営協議会に関する内閣書記官長談」を發表し、「企業者側と労働者側の民主的協力」を図るため企業別に経営協議会を設置することを求めた。その運用については「企業者は協議会に対して企業の全般的な計画や経理状況を報告説明し、人事の一般方針等も相談して、労働者側の正しい希望はこれを出来るだけ企業経営の各方面にとり入れて行くべきである」とされた（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数は11,883組合、組合総数の50%以上に達した（労働省労政局[1954], p.187）。また、協議事項として、賃金・労働条件はいうまでもなく、経営方針・経理も含める経営協議会が多く（西成田[1992], p.209）、文字どおり従業員の間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が経済復興会議の結成であった。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」（同上, 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2節で引用した高碓達之助の随想は、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関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ないありさまであった。

これは、上述のような終戦直後の株主・経営者・従業員の間関係を簡潔に表現したものといえよう。

第三に、銀行（メインバンク）は会社経理特別措置法に基づいて

特別管理人を派遣して企業を事実上の管理下に置くとともに、再建にあたっての 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（復金）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48年に15%に低下した（表11）。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に基づく協調融資であった。日銀は1946年12月に「中央地方を通ずる資金交流斡旋方針」を決定し、1947年1月に融資斡旋委員会と融資斡旋課を本店に設置、同年8月には融資斡旋委員会を廃止して営業局に融資斡旋部を設置した。融資斡旋とは主に企業の主取引銀行の申請に基づいて日銀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、1947-48年には「主要大企業はほとんど軒並みにその所要資金を斡旋融資によって賄った」とされている（日本銀行[1959], p.295）。

融資斡旋の増大にともなって1948年7月に市中銀行19行の融資担当主席者と日銀営業局長・資金局長・考査局長・総務部長・営業局融資斡旋部長が構成する融資斡旋委員会が設置され、斡旋の基本方針と重要案件の審査、斡旋状況の報告を行うことになった。委員会が決定した「融資斡旋取扱要領」によれば、融資斡旋は次のように行われた。対象としては、「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に属し、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企業を選定した。申請は、原則として主取引銀行を通じ、「日本銀行は主取引銀行の十分な調査の結果並びにこれに対する意見に基づいてその取引銀行と共同して適正な融資の斡旋に努める」。また、「主取引銀行は融資後は融資先の実情について責任ある監査をなし、随時日本銀行並びに他の融資銀行に報告するとともに、必要な事項は協議」した（日本銀行[1959], pp.297-298）。すなわち、これは戦時期に全国金融統制会において事実上日銀が行った共同（協調）融資の斡旋と同じ制度であり、delegated monitoring ないしメインバンク・システムの制度化に他ならない。特別管理人の機能と協調融資団幹事としての機能をあわせて考えると、特別経理会社における主取引銀行は、経営困難に陥った企業を救済する際にメインバンクが果たす役割を担ったといえることができる。

以上の governance structure の下で企業はどのようにふるまっただであろうか。終戦直後の企業経営を特徴づける顕著な現象は、大

量の過剰雇用である。過剰雇用がない時点の売上高人件費比率からの現実の同比率の乖離は、労働需要の実質賃金と売上高に対する弾力性がそれぞれマイナス1、プラス1であるという仮定の下で過剰雇用のメジャーとなる（吉川[1988], p. 83）。神武景気のピークである1957年を基準にこの値を計算すると、各産業とも1946-48年には適正值をはるかに上回る過剰雇用を抱えていたことがわかる（表13）<sup>20</sup>。しかも、実質賃金は急速に上昇した。その結果、再建整備途上の企業は、新勘定でも低い利益率しかあげることができず（表14）、新勘定で赤字を計上する企業が多数発生した（ダイヤモンド社、1948）。

赤字を発生させながら過剰雇用を維持するような企業経営を可能にしたのは、政策的な枠組みであった（山本[1983], p. 104-105）。復興金融金庫の運転資金貸出の約半分は「赤字融資」が占めた。赤字融資とは「一定期間内における企業の損失を補填し、その企業の運営を維持せしめるための融資」を意味する（大蔵省財政史室[1976], p. 671）。一方、公定価格は、1946年3月に戦後初めて体系的に設定されたあと、47年7月、48年6月に改定された。いずれの場合も、公定生産者価格はコストを基準として設定され、消費者価格との差は価格調整補給金によって埋め合わされた（大蔵省財政史室[1980], pp. 334-365, pp. 427-451）。したがって、企業はコストの上昇による損失に対して短期的に赤字融資で対処し、事後的に公定価格引き上げないし補助金増額を受けて補填していたことになる。

復興金融委員会委員を務めた青木均一（品川白煉瓦社長）は、1949年初めの日本経営者連盟の座談会で「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

---

<sup>20</sup>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、人件費が大きいからです。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で借りる。そういうふ風で、百五十万とか百七十万とかいうような大きな擬制雇用之を出しておる。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）。

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 soft budget constraint の描写である。

政策的な赤字補填の仕組みがあったために、銀行による管理も企業経営に対する disciplineとして十分には機能しなかった。

さらに、そのために労働組合は、企業倒産を顧慮することなく、過剰雇用の維持と、その下での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のである<sup>21</sup>。結局のところ、終戦直後の企業行動を特徴づけたのは、戦争末期のそれと同じ、soft budget constraint に他ならなかった。統制経済の枠組みと corporate governance structure の類似性を考慮すれば当然である。従業員の発言権の増大が、むしろ事態をより深刻にしていた。そのマクロ的表現が、巨額の財政赤字、年率200%前後の激しいインフレーションおよび低い投資・貯蓄率であった（岡崎・吉川，[1993]）。企業のソフトな予算制約は、究極的には政府財政に関する文字どおりソフトな予算制約によって支えられていたのである。また投資家の権利の軽視が、低いマクロ的投資・貯蓄率の背景にあったといえよう。

1947年から政府関係機関に集中されていた株式の売却処分が開始されたが、これもただちには企業行動に影響を与えなかった。GHQは、経済民主化の観点から従業員に対する株式の売却を重視し、また前述のように、従業員による株式所有という考え方は日本政府内にも広く存在した。そのため、株式処分にあ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

---

<sup>21</sup>この点について、1948年4月24日付けの『東洋経済新報』は、「終戦後に湧出した新経営者の多くが余りにだらしない」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線まで放棄し、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）。

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、株式処分にあたって  
「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）。株式  
処分の主体となった持株会社整理委員会は、処分が既存の corpo-  
rate governance structure に影響を与えないように配慮したので  
ある。こうした持株会社整理委員会の対応は、前述した管理下にあ  
る株式の議決権行使の方針と一貫性を持っている。株式処分に際し  
て企業は株主の安定化に努めたことが知られているが（奥村、[196  
9a]; 奥村[1969b]; 宮島[1992]; 鈴木[1992]）、その背景には戦時  
期から戦争直後にかけて企業が株主の利益から乖離した経営を行っ  
てきた事実があり、また安定工作が可能であったのは既存の gov-  
ernance structure について政府も含めた、はば広いコンセンサス  
が形成されていたためであった。株式処分の進展の結果、1949年末  
には東証上場企業株式の約7割が個人株主の所有となり、株式の分散  
も進展したが（大蔵省財政史室,[1979], p.387）、個人株主所有株  
の相当部分は従業員所有株と個人名義の安定株主所有株であったと  
考えられる。

もちろん、全ての株式が従業員と安定株主によって持たれたわけ  
ではないし、安定株主も株主である以上、通常は上述のような著し  
い過剰雇用、低利益率の企業経営を容認して安定株主であり続ける  
とは考えられない。当時から株主権限の回復と株主利益の保護なし  
には、株式の円滑な処分とその後の株主からの資金調達は困難とす  
る見解が表明されていた。例えば、『東洋経済新報』は1947年8月に  
「資本蓄積の減殺を憂う」と題する社論を掲げて、前述の経済同友  
会報告を批判した。経済復興のためにもっとも必要なのは資本であ  
り、大衆資本を株式に集める必要があるが、株主の権限を制限した  
場合、「株主側は均衡のとれない発言権を前提としては、喜んで資

本を供給する気になれぬであろう」というものである<sup>22</sup>。

ところが、こうした懸念に反して1949年初めまで株式処分は順調に進み、株式取引所の閉鎖下で自然発生的に始まった集団取引において、株価もブームといわれるほどの上昇傾向をたどった（図2、大蔵省財政史室[1979]、pp.351-357）。これは、一般の投資家も株式を資産として高く評価したことを示している。低い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 soft budget constraint の条件となっていたといえる。

1949年に始まるドッジラインは、一挙にこれらの条件を取り払った。ドッジラインに先だって、1948年末、GHQは補助金、公定価格引き上げ、赤字融資による賃金引き上げを禁ずる「企業三原則」を指示した。文字どおり soft budget を直接的な手段で排除しようとしたものである。次いで、1949年度予算はドッジの指導により超均衡予算となり、1949年4月以降、復金の新規融資も停止されて、soft budget のマクロ的条件も解消した。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、soft budget のミクロ的な条件も失われた。

以上のような条件変化に金融市場は敏感に反応した。その第一の表現が、1949年5月の株式取引再開直後から始まった株価下落である（図2）。インフレ・ヘッジのために株式に投じられていた資金は、

---

<sup>22</sup>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）。



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た。一方、復金の新規融資を停止させたGHQは、資本市場と金融機関にそれぞれ長期、短期金融を分担させる方針をとり、この立場から、企業再建整備計画の認可にあたって固定資産と常時存在する流動資産額に自己資本が見合うまで増資することを条件とした（大蔵省財政史室[1983], pp.876-877）。戦時補償打ち切りによる特別損失は、流動資産評価益を差し引いたあと、9割までの減資で償却されることになってきたため、増資は巨額にのぼった。しかし1949年の株価低下は、この増資を困難にした（大和証券、1963、pp.270-271）。インフレの終息によって、前述した『東洋経済新報』の懸念が現実化したのである。この事態は、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、そのままの形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見ることができる。いいかえれば、自己の利益を守るための有効な governance の仕組みを欠いた株主は、企業から“exit”する以外になかったのである。

これに対して銀行（メインバンク）は会社経理応急措置法・企業再建整備法の枠組みによって governance の能力を与えられていた。また、メインバンクは戦時期以来企業特殊的資産に対応した審査能力を蓄積してきたため、その点でも governance の能力を有するとともに、審査能力に関する投資が sunk・コストとなって企業の再建に対するインセンティブを大きなものとしていたと考えられる。このような条件に基づいてメインバンクは、企業との関係を継続しながら“voice”によって影響力を行使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は引き続き銀行融資の制度的枠組みとして機能した。すなわち、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ワークしないという状況に対処するため、日銀は融資斡旋を積極化した（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）。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2

5日, p. 13)。

その際、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銀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])。メインバンクは、統制経済から市場経済への移行にあたり、資金供給者の立場から経営に対する矯正的行動をとることを明確にしたのである。

銀行協調融資団の圧力による企業の再建が進められる一方、株価下落に歯止めをかけ、資本市場の機能を回復させるための諸政策が実施された。1949年8月に大蔵省は金融機関融資準則を改正して証券業者の運転資金・投資家の株式購入資金の融資順位を丙から乙に引き上げ、同年12月には甲としたのに続いて、同月、日銀は銀行・生保会社に対して国債買オペ資金による株式の「買い出動」を要請した(東京証券取引所[1963], pp. 189-191)。これらの政策によって銀行は、資本市場との関係を深めた。GHQは銀行と資本市場の分業体制を構想しており、証券取引法第65条に示されるように銀行の資本市場への関与にも否定的であったが、銀行の関与なしには資本市場の復興は困難だったのである。日銀調査局は1950年2月の文書の中で「発行される社債の90%以上が金融機関により消化せられ、株式対策として金融機関の買出動、証券担保金融の実施が要望せられるのは何れも銀行を中心とする狭義の金融市場が再び資本市場をその内部に抱接せざるを得ないことを示している。—中略—証券取引法第65条の実質的实施は困難に直面している」と述べている(日本銀行[1950], p. 774)。

銀行は、日銀の要請に応じて株式を購入するとともに証券金融を拡大し(同上, pp. 771-772)、証券会社は、この融資によって売れ残った公募引き受け株を自己勘定で凍結した(大和証券[1963], p. 271)。また発行会社が証券会社名義で自社株を所有することも行われた(日本銀行[1954], p. 449; 奥村[1969], p. 58; 鈴木[1992], p. 11)。1949年度末の株式所有分布において証券会社のウェイトが高いのはこれらの事情によると考えられる(日本銀行[1954], p. 458)。

このような短期的な株価対策に加えて、株式の安定的所有の仕組みを整備するための長期的な政策も実施された。1949年6月の独占禁止法改正によって、1947年法で禁止された事業会社の株式所有が原

則自由となったが、この改正は外資導入の準備とともに、企業再建整備に伴う増資に備え、事業法人に増資株を所有させることをも意図したものであった（大蔵省財政史室[1982], p.590; 大和証券株式会社[1963], p.270）。株価下落前から準備されていたこの改正に加えて、株価対策・増資対策として見返資金による証券保有機関の設立、持株会社の設立等も論議されたが、いずれも実現せず、これらに代わる制度として、1951年に投資信託が発足した（東京証券取引所[1963], pp.188-198）。

投資信託は、株式投資の大衆化を促す制度として1948年から大蔵省が検討していたが、株式市場の好況もあって棚上げとなっていた。ところが増資の困難に直面して「株式の大衆化を促進すると共に証券業者手持ちとなっている再建整備法関係増資株をはめ込む機関として投資信託が再び浮かび上がってきた」（日本銀行[1954], p.437）のである。投資信託は委託会社である証券会社の指示によって、受託会社となる信託銀行が証券の売買・管理にあたる制度であり、株式を組み入れた場合は名義人は信託銀行となる。信託銀行が議決権を行使しない場合は、独占禁止法による金融機関の株式所有制限は適用が除外されることとされた（日本銀行[1954], pp.439-440）。証券保有制限令の廃止による旧財閥系企業の株式相互所有の解禁（1952年）、独占禁止法再改正による金融機関の株式所有制限緩和（1953年）といった措置（鈴木[1992], pp.11-13）は、いずれもその延長上に位置づけることができる。

1949年以降実施された一連の措置は、株式所有構造を再度大きく変化させた。1949年にそれぞれ上場会社株式の68.5%、12.6%占めた個人株主、証券会社のシェアが低下し、代わって金融機関と事業会社が地位を高めた（大蔵省財政史室[1983], p.421）。特に投資信託の成長は急速であり、1951年度末にすでに上場会社発行株式の5.2%を組み込み、その比率はピークの1963年には9.4%に達した。投資信託の役割の大きさは個別企業の大株主構成に、より明確に示されている（表2）。1949年から55年にかけて政府と証券会社のシェアが低下し代わって金融機関、特に信託銀行の地位が急上昇した。1960年代の証券不況によって投資信託が大打撃を受けるまで、投信受託会社としての信託銀行は、最大株主グループとなったのである。生命保険会社がこれに次ぐ地位を占めた（山中[1966], p.340）。

投信の資産運用は、過去3カ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カ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らなる大蔵省の指示した基準にしたがって行われた（田中[1953], p.164）。また生保会社は、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を株式投資の原則とした（本間[1953], pp.149-150）。このような方針を持った機関投資家が進出したことは、1950年代前半に企業経営が株主の観点からみて健全化しつつあったことを示している。実際、1940年代後半に膨大な規模に達した過剰雇用は1950年以降、急速に解消し、企業利益率も好転した（表14）<sup>23</sup>。過剰雇用の解消は朝鮮戦争ブームによる売上高の増加とともに人員整理計画の実施によるものである。過剰人員整理については前述のように銀行の役割が非常に大きかった。銀行がイニシアティブをとって経営を再建し、それを前提に機関投資家が株式を購入・所有したという関連があったといえる。

また、大株主となったあともこれら機関投資家が企業に役員を派遣することはほとんど行われず、1951年度末にも1947年度末と同様に、役員の大部分を内部昇進者が占めた（表3）。戦前のように大株主が直接・間接にモニターするのではなく、資金供給者によるモニタリングがもっぱら銀行によって行われるという現代の日本企業の特徴的な制度（青木[1992], pp.159-161）が定着したのである。この点に関して、1940年代末～50年代初めの増資目的の大きな部分が債務の返済であった事実が注目される（大蔵省財政史室[1979], pp.422-423）。銀行としては、戦時期以来累積した対企業債権を回収し、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のである。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モニタリングの委

---

<sup>23</sup>1952年当時、第一生命常務（西山雄一）は講演の中で「今、第一生命では2,400～2,500万株もっておりますが、その平均利回りは1割り7分位になっております。貸付にすると1割ちょっと位ですが、やはり堅実な株式にしておりますと、利回りは非常によろしい。そういうわけでどうしても株式の投資を相当重視して行かなければならんと思っております」と述べた（山中、1966、P.340）。

託 (delegation) が成立する条件があったといえよう<sup>24</sup>。

その際、銀行、生保会社、および投信運営者としての証券会社・信託銀行が単に投資収益の確保だけを求めたのではないことが重要である。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本書第 4 章で強調されている。銀行は証券投資にあたって「営業政策上の方針」を考慮し、その第一は「社債、株式等を取得することによって発行会社との親密度を増し預金増強を計られるかどうか」であった (大野 [1953], p. 138)。また、1948 年以降、従来日本団体生命の独占事業であった団体保険に生保各社が参入し、企業の団体保険獲得競争が開始されたため (大蔵省財政

---

<sup>24</sup>1950年の商法改正は、これとは異なったモニタリング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たくえで、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 (矢沢、1967)。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あわせる一方、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ただいた希望は、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、特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 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的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。

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。さらに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、過剰雇用整理の問題は、経営者と従業員の間で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の要求を受け入れて過剰人員整理を図らざるを得ず、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、労働組合の立場は不利なものとなっていた。第一に、GHQの労働政策が変更され、これを受けて日本政府は労働組合法の改正など、労働組合の活動を抑制する一連の政策を実施した。より重要なのは、過剰雇用を支える政策的枠組みが解消したことであった。政策が転換し、これに対応して銀行が融資態度を変えた以上、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からである<sup>25</sup>。人員整理反対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」をめぐる労働争議は、戦時期以来およそ10年間続いた経済統制下の soft budget constraint が解消する際、そのことの意味を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[1992], 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あわせて考えれば、企業に対する stakeholder 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 corporate governance structure はきわめて成長志向的な性質を持っていたのである。

---

<sup>25</sup>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、賃下げが見られるようになったことを報じ、「企業が存立の岐路に追い込まれると、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)。

## 5、おわりに

戦前の日本企業は、むしろアングロ・サクソンのような governance structure 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。第一に、戦前の日本には有力な株主となって governance 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 governance の仕組み構築していた。第二に、銀行は企業金融、特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。第三に、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障する制度の発展はきわめて限定的であった。第一と第二の相互関係は明かであろう。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生じたのは、これらの補完的な制度が同時に大きく変化するという事態であった。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 governance 機能が低下した結果、株式市場からの資金供給の減少し、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ていた。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 governance 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 corporate governance structure を継承して企業再建・経済復興を図る政策を採用した。すなわち会社経理特別措置法・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銀による斡旋を行い、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・労働者（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 soft budget constraint の問題を引き起こした。引き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 soft budget の条件を解消した。この状況下で governance 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" したが、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に対する矯正的行動を強め、必要に応じて経営陣の交代を要求しながら、過剰雇用を急速に解消させた。過剰雇用の解消にともなう労働争議は、統制経済から市場経済への移行にあたっての摩擦現象ということができる。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 governance structure 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[1992]、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、過剰雇用の解消の解消にともな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おな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 corporate governance structure が1950年代前半までに形成されたのである。

#### 【参考文献】

- Aoki, M., (1992) "Monitoring Characteristics of the Main Bank System," mimeo.
- Berle A. and Means G., (1933) The Modern Corporation and Private Property, New York, Macmillan.
- Hirschman, A., (1970) Exit, Voice and Loyalty, Cambridge, Harvard University Press.
- Kornai, Y (1980) Economics of Shortage, North Holland.
- Milgrom, P. and J. Roberts (1992) Economics, Organization, and Management, Prentice Hall
- Milgrom, P., Y. Qian, and J. Roberts (1991) Complementarities, Momentum, and the Evolution of Modern Manufacture, American Economic Review, May.
- Porter, M., (1992) Capital Choice: Changing the Way America Invests in Industry, Washington, D. C., Council on Competitiveness.
- 青木昌彦 (1992a) 「システムとしての日本企業」、『季刊 理論経済学』、第43巻第5号
- 青木昌彦 (1992b) 『日本経済の制度分析』、筑摩書房
- 青木昌彦 (1988) 「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
- 青木昌彦 (1986) 「日本企業の諸側面」、青木昌彦他『日本企業の

- 『経済学』、TBSブリタニカ
- 麻島昭一（1987a）「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
- 麻島昭一（1987b）「住友財閥」、前掲、麻島編
- 麻島昭一（1986）『三菱財閥の金融構造』、御茶の水書房
- 麻島昭一（1983）『戦間期住友財閥経営史』、東京大学出版会
- 伊牟田敏充（1991）「日本興業銀行と戦時金融金庫」、同編『戦時体制下の金融構造』、日本評論社
- 伊牟田敏充（1976）『明治期金融構造分析序説』、有斐閣
- 岩井克人（1988）「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
- 宇佐見憲治（1984）『生命保険業100年史論』、有斐閣
- 大蔵省財政史室（1983）『昭和財政史－終戦から講和まで』、第13巻、東洋経済新報社
- 大蔵省財政史室（1982）『昭和財政史－終戦から講和まで』、第2巻、東洋経済新報社
- 大蔵省財政史室（1981）『昭和財政史－終戦から講和まで』、第17巻、東洋経済新報社
- 大蔵省財政史室（1980）『昭和財政史－終戦から講和まで』、第10巻、東洋経済新報社
- 大蔵省財政史室（1979）『昭和財政史－終戦から講和まで』、第14巻、東洋経済新報社
- 大蔵省財政史室（1977）『昭和財政史－終戦から講和まで』、第7巻、東洋経済新報社
- 大塚万丈（1947）「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（1953）「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
- 岡崎哲二（1994）「日本－制度改革と経済システムの転換」、『社会経済史学』第60巻第1号
- 岡崎哲二（1993）「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
- 岡崎哲二（1992a）「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
- 岡崎哲二（1992b）「解題」、経済企画庁編『戦後経済史』1（復刻）

東洋書林

- 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編『現代日本社会』4、東京大学出版会
- 奥村 宏（1969a）「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』
- 奥村 宏（1969b）「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』IV、日本評論社
- 奥野正寛（1993）「現代日本の経済システム－その構造と変革の可能性」、前掲、岡崎・奥野編
- 春日 豊（1987）「三井財閥」、前掲、麻島
- 神田文人（1981）「解題」、同編『資料 日本現代史』7、大月書店
- 北沢正啓「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
- 北野重雄（1944）『軍需省及軍需会社法』、高山書院
- 黒坂佳央（1988）『マクロ経済学と日本の労働市場』、東洋経済新報社
- 経済同友会（1951）『経済同友会五年史』、経済同友会
- 桜林 誠（1985）『産業報国会の組織と機能』、御茶の水書房
- 佐口和郎（1991）『日本における産業民主主義の前提』、東京大学出版会
- 迫水久常（1939）『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
- 篠塚英子（1989）『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
- 柴田善雅（1992）「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
- 鈴木邦夫（1992）「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
- 鈴木武雄（1967）「戦後法制度の二〇年・株式会社制度」、『ジュリスト』第361号
- 鈴木宗正（1938）「工場の利潤分配制度と高賃金対策」、『社会政策時報』
- 高碓達之助（1954）「昔の経営者と今の経営者」、『経団連月報』1954年3月

- 高橋亀吉（1930）『株式会社亡国論』、万里閣書房
- 館 竜一郎・諸井勝之助（1965）「戦前・戦後の企業金融」、館  
竜一郎・渡部経彦編『経済成長と財政金融』、岩波書店
- ダイヤモンド社（1948）『ダイヤモンド 会社要覧』1949年版
- 大和証券株式会社（1963）『大和証券60年史』、大和証券株式会社
- 田中 勉（1953）「投資信託の投資方針」、前掲『経営評論臨時増  
刊100万人の株式の手引き』
- 寺西重郎（1992）「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
- 寺西重郎（1993）「メインバンク・システム」、前掲、岡崎・奥野  
編
- 東京急行電鉄株式会社（1973）『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
- 東京証券業協会（1971）『証券外史』
- 東京証券業協会（1951）『東京証券業協会十年史』、東京証券業協  
会
- 東京証券取引所（1963）『東京証券取引所十年史』
- 長沢康昭（1981）「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
- 西成田豊（1992）「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
- 西成田豊（1988）『近代日本労資関係史の研究』、東京大学出版会
- 日本銀行（1984a）『日本銀行百年史』第4巻
- 日本銀行（1984b）『日本銀行百年史』第5巻
- 日本銀行調査局（1959）「融資斡旋の沿革」、日本銀行調査局編  
『日本金融史資料』昭和続編、第9巻
- 日本銀行調査局（1954）「証券投資信託の解説と問題点」、日本銀  
行調査局編『日本金融史資料』昭和続編第11巻
- 日本銀行調査局（1953）「金輸出再禁止より終戦までの我国経済統  
制の推移」、日本銀行調査局編『日本金融史資料』昭和編第27巻
- 日本銀行調査局（1950）「最近の株式市場（昭和二十四年八月－昭  
和二十五年一月）」、日本銀行調査局編『日本金融史資料』昭和続  
編、第8巻
- 日本製鉄株式会社（1959）『日本製鉄株式会社史』、日本製鉄株式

- 会社
- 日本石油株式会社（1988）『日本石油百年史』、日本石油株式会社  
長谷川安兵衛（1941）『株式会社読本』、千倉書房
- 畠山秀樹（1982）「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
- 早川征一郎・吉田健二（1982）「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
- 兵藤 （1971）『日本における労資関係の展開』、東京大学出版  
会
- 平岡政治経済研究所（1950）『解説 経済再編成法令集』、三笠書房
- 広田真一・池尾和人（1994）「企業の資本構成と経営効率」、mime  
o.
- 藤野正三郎・寺西重郎（1975）「資金循環の長期動態－予備的分析」、  
『経済研究』第26巻第4号
- 本間喜一（1953）「生保会社の売買法」、前掲『経営評論臨時増刊  
100万人の株式の手引き』
- 三鬼陽之助（1955）『五島慶太伝』、東洋書館
- 溝口敏行（1986）「日本の所得分布の長期変動」、『経済研究』第  
37巻第2号
- 南 亮進・小野 旭（1987）「戦前日本の所得分布」、『経済研究』  
第38巻第4号
- 宮島英昭（1992）「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
- 宮本又郎（1990）「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
- 持株会社整理委員会（1951）『日本財閥とその解体』、持株会社整  
理委員会
- 森川英正（1980）『財閥の経営史的研究』、東洋経済新報社
- 谷沢弘毅（1992）「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
- 山崎志郎（1991）「協調金融体制の展開」、前掲、伊牟田編
- 山中 宏（1966）『生命保険金融発展史』、有斐閣
- 山本 潔（1983）『東芝争議』、御茶の水書房
- 吉川 洋・岡崎哲二（1992）「戦後インフレーションとドッジライ

ン」、『ビジネス・レビュー』第39巻第2号  
吉川 洋（1988）「労働市場と産業構造調整」、伊藤元重他『パース  
ペクティブ 日本経済』、筑摩書房  
労働省編（1987）『労働白書』、1987年版  
労働省編（1969）『労働行政史 戦後の労働行政』、労働法令協会  
労働省労政局編（1954）『経営参加制度』、労務行政研究所  
渡辺 茂・山本 功（1992）「日本企業のコーポレート・ガバナンス  
ー戦後最低のROEからー」、『財界観測』、9月

	社数			払込資本金(百万円)			対民間非住宅投資 株式会社 (%)
	合計	株式会社	同構成比	合計	株式会社	同構成比	
1905	8,994	4,214	46.9	976	858	88.0	...
1910	12,300	5,025	40.9	1,481	1,244	84.0	24.1
1915	17,149	7,200	42.0	2,185	1,859	85.1	29.7
1920	29,917	16,228	54.2	8,238	7,280	88.4	67.7
1925	34,345	17,603	51.3	11,157	9,534	85.5	34.8
1930	63,553	19,341	30.4	13,953	11,844	84.9	35.7
1935	94,592	23,264	24.6	16,664	14,197	85.2	40.5
1940	91,028	35,497	39.0	31,337	25,799	82.3	60.3
1942	92,951	38,377	41.3	34,646	31,510	90.9	...

資料: : 総務庁統計局[1987], 商工省[1936], 同[1946].

単位：%

	1935	1942	1947	1949	1951	1955	
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表3を参照。





注 : ①順位は1935年時点における鉱工業企業注の総資産額ランク。

②A=内部昇進者(当該企業従業員から役員に昇進した者)。

B=大株主(上位10株主と財閥家族、但し、内部昇進者は含まない)。

C=財閥本社役員。但し、当該会社の内部昇進者は含まない。

	1926上期		1930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	後藤国彦	16.2	日華生命	24.4	目黒蒲田電鉄	49.9
(上位10名)	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（％）。

	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」。

	1930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	—	—	鶴飼重雄	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	村瀬末一	0.1	丹羽武朝	0.0
同	鶴飼重雄	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	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（％）。

	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」。

企業名	平均			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：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。  
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。

	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	20.11	-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
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 における 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。



(1936年第1四半期=100)

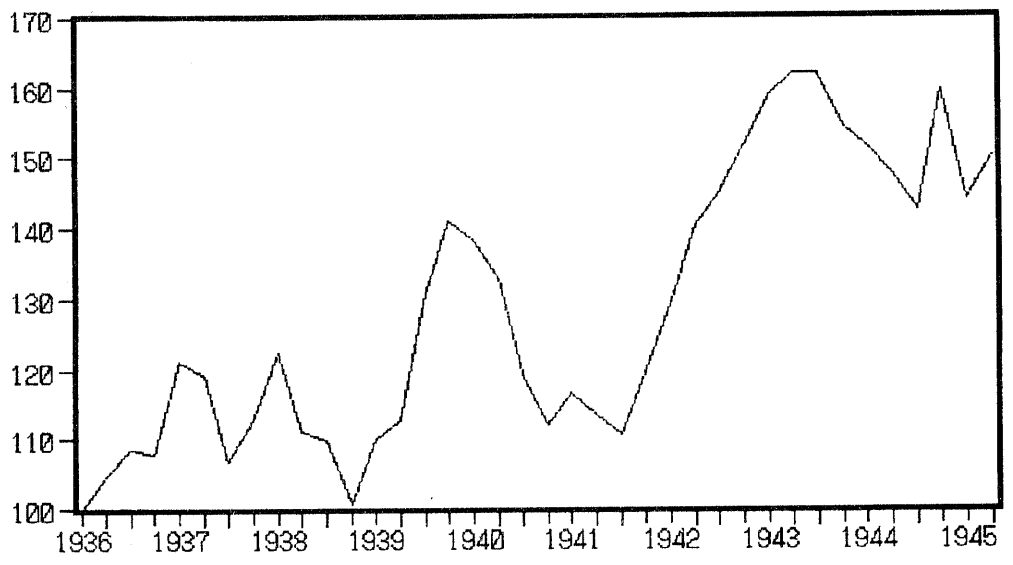


表10 民間部門貯蓄の構成

単位：%

	現金	預金	保険	有価証券	計	民間貯蓄率
1901-05	4.0	17.7	0.6	77.6	100	14.7
1906-10	7.5	36.2	1.7	54.6	100	10.3
1911-15	0.5	46.7	2.9	49.9	100	6.9
1916-20	8.9	53.0	1.7	36.4	100	19.8
1921-25	1.6	35.5	5.5	57.4	100	9.9
1926-30	-7.2	54.7	12.3	40.2	100	8.3
1931-35	7.7	48.1	17.9	26.4	100	8.7
1936-40	6.0	64.0	7.4	22.6	100	31.0
1941-44	12.7	72.6	7.4	7.3	100	54.8
1946-50	18.6	49.5	2.8	29.1	100	15.4
1951-55	3.8	68.0	5.6	22.6	100	16.5
1956-60	3.9	70.5	7.9	17.7	100	18.3
1961-65	3.2	74.1	6.0	16.8	100	22.4
1966-70	4.6	72.9	7.6	14.9	100	21.1

資料：『長期経済統計』1・5、『国民所得白書』1962.

注：貯蓄率の分母は名目GNP（1940年まで大川推計、以後は旧SNA）.

单位：100万円

計	株式 事業債 貸出				民間金融機関 復興金融金庫	
1936	1,562	996	-68	634	543	0
1937	3,733	1,986	-7	1,754	1,783	0
1938	4,598	2,286	357	1,955	1,975	0
1939	6,930	2,330	750	3,850	3,655	0
1940	7,653	2,940	609	4,104	4,213	0
1941	8,041	3,523	1,225	3,293	3,405	0
1942	10,518	3,930	1,362	5,226	5,019	0
1943	12,184	3,956	1,368	6,860	6,264	0
1944	19,225	2,303	2,098	14,824	14,655	0
1945	50,405	3,082	325	46,998	45,826	0
1946	59,153	4,516	-1,230	55,867	56,091	0
1947	133,403	9,030	10	124,363	80,181	44,210
1948	437,703	59,366	207	378,130	312,117	66,949
1949	491,837	108,529	14,963	368,345	363,139	-2,749
1950	512,898	31,919	43,476	437,503	372,555	-18,515

資料：大蔵省財政史室[1978].

表1.2 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）	にあたり審査第一部・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

表 1-6 過剰雇用率の推計

	製造業計	食料品	繊維	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：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)。

1945	上	-3.6
1946	上	0.9
1948	上	0.8
	下	2.5
1949	上	3.7
	下	3.2
1950	上	5.6
	下	12.2
1951	上	10.2
	下	5.9

資料：日本興業銀行『産業金融時報』第22、50、56号、同『本邦主要会社業績調査』1949年上期。

(1946年第3四半期=100)

