

博士学位請求論文

企業統治と資金提供者
—戦後日本企業に関する実証研究—

(要旨)

平成10年11月

一橋大学大学院商学研究科

博士後期課程

CD602

田 中 一 弘

1. 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

謝辞

第1章 問題設定と既存研究の展望

第1節 関心領域

第2節 資金提供者と企業統治に関する既存研究のレビュー

- (1) 日本企業の株式所有構造と経営者支配論
- (2) 資金提供者による経営者の規律づけ

第3節 問題提起

第4節 本論文の課題と構成

第2章 特定の資金提供者システムの原型の形成過程：終戦～1960年

第1節 株主安定化の展開

第2節 同系金融機関との関係の深化

第3節 経営者の地位確立への歩みと対資金提供者関係

第3章 企業－資金提供者間関係：マクロ的概観

第1節 日本の企業－資金提供者間関係の特徴：国際比較

第2節 株式所有構造

第3節 資金調達構造

第4節 特定の資金提供者との関係：借入・株式所有

第5節 まとめ：独自のデータ・ベースの必要性

第4章 企業－資金提供者間関係：大企業30社の分析

第1節 調査対象企業30社の選定と調査方法の概略

第2節 株式所有構造

- (1) 所有者全体の構造
- (2) 特定の資金提供者としての主要株主構造の分析

第3節 資金調達構造

- (1) 30社の資金調達の全体像
- (2) 借入構造の分析

第4節 役員受入状況

第5章 〈資金提供者の影響力〉の制御：対資金提供者関係への対応

第1節 分析の枠組み

- (1) 制御戦略の2つの視角：資金調達と法的権限
- (2) 制御戦略の3分類：回避・分散・対抗

第2節 資金調達面での制御戦略

- (1) 回避
- (2) 分散

第3節 法的権限面での制御戦略

- (1) 分散
- (2) 対抗

第4節 まとめ

第6章 企業の自己統治と制御戦略

第1節 日本の企業統治主体再考

第2節 日本企業における自己統治

- (1) 統治主体としての「経営者自身」
- (2) なぜ自己統治が機能したのか

第3節 制御戦略に内包された自己規律化メカニズム

- (1) 制御と自己規律化の関係
- (2) 鏡としての資金提供者

第4節 自己統治と制御戦略、バブル経営

第5節 まとめ

第7章 制御戦略を支えた諸要因

第1節 経済・金融環境

第2節 法制度

第3節 経営思想

- (1) 従業員主権論
- (2) 戦後の従業員主権的経営思想の嚆矢—経済同友会の「企業民主化試案」を中心に—

第8章 結論

第1節 本論文の要約

第2節 本論文の貢献

第3節 今後の課題

2. 第1章 問題設定と既存研究の展望

近年、企業統治 (Corporate Governance) 問題に関する関心の高まりと共に、主要国の企業統治システムに関する国際比較研究が数多く行なわれてきた。これらの諸研究がほぼ共通して指摘しているのは、企業統治の上で中心的な役割を果たしているのが、米国と英国では「市場」であるのに対して、日本及びドイツに代表される大陸欧州諸国では「銀行」や「大株主」などある程度特定化された資金提供者である、ということである。こうしたことから日本や大陸欧州諸国の企業統治は「銀行志向型統治」あるいは「関係志向型統治」と位置づけられている。日本で、「銀行」や「大株主」などの特定の資金提供者が企業統治に何らかの形で深く関わってきたことは、間違いないさそうである。

本論文は、こうした特定の資金提供者と企業経営者との関係を、戦後日本企業の企業統治という観点から論究しようとするものである。ただし予め注意しておきたいのは、この問題に対する本論文のアプローチの仕方は既存研究のそれとはかなり異なる、ということである。

日本企業について、企業統治と資金提供者の関わりを扱った研究には、厚い蓄積がある。これら既存研究の基本的な切り口を取って大きく2つに分ければ、一つは「誰が企業を支配しているのか」、もう一つは「経営者を誰がどのように規律づけるのか」ということになるであろう。前

者は、いわゆる株式会社支配論の系譜に属するものである。企業の株式所有構造の実態やそこに特徴的に見られる株式持ち合いなどに着目することによって、「経営者支配」が成立していることが様々な論者によって主張されてきた。一方、「経営者を誰がどのように規律づけるのか」という問題に関しては、主にエージェンシー理論に基礎をおきながら、多くの理論的ないしは実証的な研究がなされ、銀行（とくにメインバンク）と大株主の、企業統治主体としての役割が強調されてきた。

ただこれまでの研究では、「企業統治主体になりうる資金提供者に対して、経営者の側がどのように対応したのか」という、いわば経営者から資金提供者への「反作用」の視点は、株式持ち合いに関する議論を除いて、ほとんどとらえることがなかった。本論文の課題は、この「反作用」の実態とその意義とを明らかにすることである。その際、中心的に扱う「資金提供者」は、大株主（ないしは安定株主）と主要取引銀行である。これらの資金提供者は、一般株主や社債権者など匿名性のある市場参加者と異なり、「顔が特定できる」資金提供者であることから、これを本論文では「特定の資金提供者」と呼ぶことにする。

課題をより具体的に示せば次の通りである。まず、①経営者が特定の資金提供者の影響力をどのように制御してきたのか、②そうした「制御」が企業統治にどのような意味をもったのか、という2つの問いが中心的な問題となる。

ところで、①の問題を解明するためには、経営者が「制御」した個別具体的な事例を収集できればそれが最も望ましいであろうが、企業統治上のやりとりは極めてポリティカルなものであり、通常、外部者が知り得ないところである。従って本論文では、外部者が知り得るデータから「制御」のありようを読みとっていく方法を採用。そうした「読みとり」の材料を与えてくれるのは、企業の資金調達構造、株式所有構造、役員受入状況に関するデータである。そこで、③これら3つの側面を通じて、企業と特定の資金提供者の間にどのような関係が築かれてきたのか、についての事実を確認する作業が必要になる。これが第三の課題である。

以上3つの問いを扱う、第4章（③）、第5章（①）、第6章（②）が本論文の柱となる。

こうした問題を議論する準備段階として、第2章では、第二次大戦の終戦から1960年までの時代に焦点を当て、戦後の混乱の中から特定の資金提供者システムとでも言うべきものの原型が1960年頃までに成立したプロセスを大まかに叙述する。これが成立して以後の1960年から90年までが第3章以下における考察の対象期間となる。なお、第4章で③の問題を詳細に吟味するのに先だって、第3章では1960年以降の企業—資金提供者間関係を概観する。

3. 第2章 特定の資金提供者システムの原型の形成過程：終戦～1960年

まず第1節において、第二次大戦後のGHQ占領下での財閥解体・証券民主化によって著しく

分散し不安定化した株式所有が、次第に安定化されるプロセスを見る。安定化の大きな契機になったのは、1950年前後の敵対的買収の脅威の高まりであった。占領下で同系銀行・会社による株式所有を禁じられていた企業は、当初証券会社や他系金融機関、その他第三者への所有依頼、ないしは実質的な「自社株所有」によって、株主安定化を図った。1952年の講和条約発効以後は、同系金融機関を中心とした同系内での持ち合いが進展し、1960年頃にはいわゆる「持ち合いマトリクス」が一通り完成するに至った。

第2節では、同系金融機関との関係が確立されてくる過程を概観する。1947年からの日銀の幹旋融資では主取引銀行の役割が大きかったこと、1948年の会社経理応急措置法と企業再建整備法は、企業を事実上銀行の監督下におくものであったこと、などにより、企業にとって自らの取引の中心となる銀行（「メインバンク」）は一復興期の様々な混乱にも拘わらずかなり早い段階から絞られていた。さらに、1950年以降、企業の復興・合理化資金需要が増大する中で、そうした銀行を中心とした同系集団内での系列融資の傾向が強まった。系列融資比率がピークになったのは、1960年代初頭であった。

第3節では視点を变えて、企業統治において資金提供者に対するもう一方の当事者である「経営者」の立場が1960年ごろまでにどのように展開したのかを、従業員との関係をも視野に入れながら見ていく。戦後の混乱のなか、企業の構成員である資金提供者、経営者、従業員の三者間で企業内権威の正当性をめぐって激しいコンフリクトが生じた。特に経営者と従業員とのそれは激烈で、企業経営者の地位は極めて脆弱なものであった。経営者はそれを克服し自らの地位を固めることなしには、資金提供者と対峙することも難しかった。実際には、資金提供者の特定化が進んだ1960年頃までには、経営者の地位も（資金提供者との間に緊張関係をはらみつつも）当初の脆弱さからの脱却を遂げたのであった。

4. 第3章 企業—資金提供者間関係：マクロ的概観

第3章においては、1960年以降の企業—資金提供者間関係がどのようなものであったのかを、株式所有構造と資金調達構造の側面について従来指摘されてきた特徴を整理する形で、概観する。

第1節では国際比較を通して、株式所有における法人持株比率や株式集中度の高さ、また資金調達における外部資金比率、とりわけ借入金比率の高さ、といった他国比での日本の特徴を再確認する。

第2節以降は、日本の実態を時系列的に跡づけるものである。

株式所有構造を扱う第2節は、①1960年代後半から70年代前半に法人持株比率が上昇し、70年代半ばまでに株主の安定化がほぼ完成したこと、及び②その後の法人持株比率の上昇が専ら金融機関による株式所有によってリードされたこと、についての事実とその背景とに関する叙述であ

る。

第3節では資金調達構造の変遷をみる。日本企業は外部調達においては確かに「借入依存」であったが、資金調達構造全体から見ると、すでに高度成長期の頃から内部資金調達が40～50％程度を占めていた事実が注目される。

続く第4節では、「特定の資金提供者」との関係に焦点を絞って、既存研究などで明らかされた諸事実を再構成する。資金調達構造については、①メインバンクからの借入比率は概ね10～20％で必ずしもこれに「依存」した借入構成にはなっていないが、メインバンクとの取引関係自体は、「メインバンク離れ」が言われるようになった1980年代後半以後でさえ、長期継続的であること、②（メインバンクも含めた）同系金融機関によるいわゆる「系列融資」の割合は、高度成長期以降1990年代に入るまで、一貫して低下傾向を示していること、などを指摘する。また株式所有構造については、①大株主（筆頭、5大株主、10大株主等）の特徴や構造に関する発見事実は従来意外に少ないものの、例えば金融機関株主のプレゼンスが大きいことなどはしばしば指摘されてきたこと、②同系企業集団株主の持株比率は、各集団によって水準に開きが見られるが、どの企業集団も1970年代半ば以降横這いであること、などをみる。

第4節においては、以上で概観したような従来の知見からだけでは、企業と資金提供者との関係（特に経営者からの「反作用」）が1960年から90年という30年間にわたってどのように築かれてきたのかを理解することが困難であることを指摘する。その理由としては、既存研究が明らかにしているデータが、例えば①スポット的にある特定の時点を調査しただけであったり、②特定の資金提供者の内のメインバンクや同系株主のことは扱っていても、メイン以外の主要取引銀行や大株主については、ほとんどフォローしていないことが挙げられる。

5. 第4章 企業－資金提供者間関係：大企業30社の分析

そこで第4章では、戦後日本の代表的企業30社を選んで、資金提供者との関係を詳細に調査する（大半の分析は30社のデータを集計したベースで行われる）。その際に着眼するのは、株式所有構造、資金調達構造、役員受入状況の3つの側面である。

第1節では、調査対象企業30社の選定方法と調査方法の概略を述べる。我々の「30社」は、1960年、70年、80年、90年という4時点における売上高（実質ベース）平均で上位30位以内に入る製造業企業であり、戦後日本を代表する企業と言ってよいであろう。これらの企業1つ1つについて、1960年から90年までの5年ごとに、上記3つの側面に関するデータを集め、分析していくのである。

第2節では株式所有構造について分析する。「30社」各社の株主全体（大株主以外も含む）の株式所有者別（金融機関、事業法人、個人、・・・）内訳を見ると、同一産業内企業間（例えば

トヨタ・日産の間、日立・東芝・三菱電機の間）で、かなりの相似性が、1960年から90年の30年間の長きにわたって維持されてきたことが分かる。また、株式所有の法人化は確かにこの30年間に進展してきた。一方、10大株主の属性（銀行、信託、生保、その他金融機関、事業会社、個人等の6分類）を調べると、銀行と生保が1970年前後から一貫して中心的な属性となってきた。ただ、法人株主が大半を占める10大株主の合計持株比率（株式保有の集中度を表す）はこの30年間にあまり上昇していない。しかも10大株主内での集中度（ハーフィンダル指数で測定）は長期的に低下する傾向にある（筆頭株主の持株比率も低下傾向）。従って、株式所有の法人化が必ずしも集中化を伴わなかったのである。なお企業統治の観点から企業と主要株主との関係を議論する場合、従来は同系集団株主との関係に専ら注目が集まってきた。しかし同系株主の持株比率は10大株主のそれに比べて、かなりマグニチュードが小さい（後者に対する前者の割合は最大でも0.7程度）ことを考えれば、本研究のように10大株主との関係にも着目することが欠かせないのである。

第3節では資金調達構造をみる。通常、借入依存度と借入先集中度（例えば借入上位5行の合計シェア）は負の相関関係にあることが想定される。しかし企業は借入依存度の如何にほとんど関係なく、借入先集中度が高まらないような借入構成をとってきた。それは1960年以降一貫して見られる現象なのである。また、主要取引銀行については、企業側がつける取引銀行の序列上位3行（『会社四季報』等による）と、借入シェア上位3行とに関して分析する（なお、前者における序列1位行を本論文ではメインバンクと定義する）。序列上位3行の顔ぶれは各社ともこの30年間にほとんど変化せず、かつ序列の順序自体も安定している。借入シェアについては、①1960年代から70年代半ばにかけて、借入1位行のシェアが借入2位行及び3位行のシェアに接近していった（1位行のシェアが低下した）一方、②借入第2位行と第3位行のシェアの開きは1960年以降不変であった（70年代半ば以降は、1位、2位、3位行の間の開きがほぼ不変）。なお、メインバンクを借入1位行にしなかった企業が、メインバンクが最もよく機能したとされる高度成長期において30社中18社もあったことは注目される。

第4節は、資金提供者からの役員受入（ここでは金融機関出身者及び10大株主に入る大株主事業会社出身者）に関する分析である。受入役員数は1960年代後半に増加した後、75年をピークにその後は減少している。資金提供者からの役員受入が皆無である企業数は、1975年までは漸減傾向であったのが、1980年の調査時点を境に急増した（75年は4社、80年は9社）。高度成長期を通じて、資金提供者出身者が多く就くポストは中核的役員（会長・社長、役付取締役）から周辺の役員（平取締役、監査役）へとシフトしていった（＝「役員の周辺化」）。資金提供者の中では銀行出身者が突出した比重を占めるが、銀行出身の「周辺の役員」の数が1980年以降減少しており、「役員の周辺化」の流れの中で、銀行出身者は相対的にプレゼンスを低下させている。

6. 第5章 〈資金提供者の影響力〉の制御：対資金提供者関係への対応

第5章では、主に調査対象30社のデータ（第4章で明らかにされた事実を含む）に依拠しながら、経営者が〈資金提供者の影響力〉の制御をどのように行ったのかについて分析する。企業—資金提供者間関係が含む2つの要素である「資金調達面」と「法的権限面」という視角から、大別して「回避」、「分散」、「対抗」という3つの制御戦略パターンを明らかにする。資金調達面には「回避」と「分散」が、また法的権限面には「分散」と「対抗」が、関連する戦略パターンとして位置づけられる。第1節で、以上のような分析枠組みを明らかにする。

続く第2節において、資金調達面での制御戦略が議論される。まず、資金調達面における「回避」戦略は、資金調達を内部化してしまうことによって、外部の資金提供者からの影響力そのものを回避しようとするものである。注意すべきは、日本の大企業は「借入依存」と言われた高度成長期においてさえ、すでに経営の自律化を図るべく内部調達の比重を高めていたことである。

「回避」戦略は、早い段階から始まっていたのである。

資金調達面における「分散」は、2つに分けられる。「非集中化」と「拮抗化」である。「非集中化」とは、借入先を特定少数の貸し手に集中しないようにすることである。これについては、すでに第4章で見た「借入依存度と借入先集中度との間に通常想定される負の相関関係が見られなかった」という事実が裏付けとなる。一方「拮抗化」とは、メインバンクを含めた複数の主要取引銀行が、自企業への影響力行使を、銀行相互間で牽制し合うような構造をつくり出す、つまり銀行間の勢力関係を拮抗させることである。企業は、銀行序列を長期にわたって安定化させることによって、「拮抗化」を図ったと考えられる。

次に、法的権限面（ここでは「株式所有」に基づく株主の法的権限を中心的に扱う）での制御戦略を第3節において議論する。法的権限面での「分散」には、「非集中化」と「拮抗化」に加えて、3つめのサブパターンとして「安定的流動化」がある。

戦後の証券取引所再開（1949年）以後、概ね一貫して進展してきた株式所有の法人化は1960年以降も進んだが、第4章でも見たように、そうした中で法人株主の集中化はほとんど進まなかった。つまり法的権限面での「非集中化」が図られていたわけである。二番目の「拮抗化」については、その最たる事例は筆頭株主の並列化であるが、そうした事例はごく少数見られるだけである。もっとも、（株式所有とは異なる次元で）役員受入に伴う法的権限問題への対応（高度成長期に銀行出身の役員受入が増える局面で、銀行とは立場の異なる大株主事業会社出身の役員受入も増加）はかなりの企業で観察される。法的権限面の分散戦略でむしろ重要なのは、「安定的流動化」である。これは、大株主になるメンバーの顔ぶれをある程度一定させ、かつその中で特にぬきんでた力を持つ者（first among equal）を作らないように、大株主の序列を適宜入れ替えるというものである。

おしまいに、法的権限面における「対抗」とは、企業の側が大株主に対する法的権限を保持しようとするものである。そのための方法は、言うまでもなく大株主の株式を企業の側が持ち合いによって「持ち返す」ことである。対抗の度合いを示す指標である「10大株主カパー率」は、1970年をはさんだ前後10年間に大きく上昇した。

7. 第6章 企業の自己統治と制御戦略

以上のような制御戦略が企業統治に対してもつ含意を論じるのが、第6章である。「制御戦略そのものが経営者自身を規律づけるロジックを内包していた」というのがこの章での主張のポイントとなる。

その議論を展開するための準備段階として、まず第1節において、これまで日本の企業統治の中心主体とされてきたメインバンクや大株主が、企業の業績が悪化していない平常時において、真に統治主体として機能したのかどうかについて、疑問を呈する。

その上で第2節では、企業統治の中心主体であったのは、じつは経営者自身であり、その意味で企業の「自己統治」の色合いが濃厚だった可能性の高いことを指摘する。それを可能にしたものとして「環境」、「エートス」、それに「制御戦略」が挙げられるが、このうち第2節では前二者について言及する。日本社会の「エートス」については、組織体の経営を「公」のことと捉える考え方、ある種の「ミクロ規範」としての「世間並み」の重視、自己統治の歴史的伝統、がここでの文脈との関連で指摘される。

第3節では「制御戦略」が内包する経営者の自己規律化メカニズムを明らかにする。経営者が資金提供者を制御することが自己統治を促すというロジックには、消極的ロジックと積極的ロジックとがある。

「資金提供者を制御するために、自らを規律づける」というのが消極的ロジックである。これは、適正な統治を自らが行うことによって、資金提供者の介入を未然に防ごうとする側面をとらえたものである。

一方、積極的ロジックとは「資金提供者を制御することが経営者自身の規律づけにもなる」というものである。これはさらに2つに分けられる。第一は「制御のプロセスが経営者を規律づける」。これは主に「回避」戦略を進めるプロセス、すなわち資金調達の内部化を進めることに関わるものである。第二は「制御の結果が経営者を規律づける」。「対抗」、それに分散戦略の内の「拮抗化」と「安定的流動化」という3つの制御戦略を実行する結果、特定の資金提供者との関係が深化することによって、言い換えれば、特定の資金提供者と「顔をつきあわせる」関係が構築されることによって、経営者はその関係の中で、ある種のピア・プレッシャーを感じるようになると考えられる。それが経営者自身の規律づけを促すのである。重要なのは、こうした「顔

をつきあわせた資金提供者」が経営者に直接的に掣肘を加えるのではなく、経営者にとってはいわば「鏡」として、間接的に経営者を規律づける働きをした、ということである。

第6章ではさらに、1980年代後半の「バブル経営」を自己統治の機能不全と位置づけて、その原因を「環境」と「エートス」、「制御戦略」という3つの自己統治要因の経時的変化やそれら要因自体がもつ陥穽などによって説明することが試みられる。

8. 第7章 制御戦略を支えた諸要因

本論の最後として第7章において、制御戦略をとることを可能にした諸要因を、経済・金融環境、法制度、経営思想という3つの側面から考察する。経済・金融環境では、①戦後の株式投資パフォーマンスの一貫した高さが法的権限面の「対抗」戦略の維持を支えたこと、②銀行間の激しい競争（という銀行の産業組織のありよう）が、資金調達面での「分散」戦略を容易にしたこと、が論じられる。また、法制度については、①ある意味で「経営者が株主を選ぶ」ことを容認するような戦後の会社法制の展開が、法的権限面での「分散」戦略を進めやすくし、②税制面で企業の内部蓄積を促す租税特別措置などが資金調達面の「回避」戦略を容易にしたこと、を指摘する。経営思想については、従業員主権的な企業観が戦後の比較的早い段階から経営者の間に共有されていて、それゆえに一般に資金提供者の影響力を制御するということを容認するコンセンサスができていた可能性の高いことを主張する。

9. 第8章 結論

第1節で以上の議論の要約をした後、第2節では本論文の貢献を明らかにする。本論文の貢献として次の3つを挙げたい。第一に、「経営者による資金提供者の影響力の制御」の実態を実証的かつ体系的に分析することで、企業統治をめぐる資金提供者と経営者の関係について、従来とは反対方向の視点から考察を深めた。第二に、単に「制御」の事実を分析するにとどまらず、そこから一步踏み込んで、①「制御」が日本企業の企業統治に対してもった含意を検討して、それが経営者の自己規律化、すなわち「自己統治」を促した可能性のあることを明らかにし、併せて②そこでは特定の資金提供者は経営者にとってのある種の「鏡」として「自己統治」には一間接的ではあるが一不可欠の存在であったという、企業統治と資金提供者の関係の議論の中でこれまで指摘されたことのない新しい見方を提示した。そして第三に、本研究の分析の基となった戦後日本の代表的企業「30社」のデータ・ベースは一社数こそ必ずしも多くはないが一経時的変化も把握できる包括的なものであり、これによって1960年以降90年までの日本の大企業と資金提供者

の関係を、立体的に浮き彫りにした。

最後に第3節では、今後の課題を4つ指摘する。第一に、本論文の後半で展開された企業統治における資金提供者の役割、すなわち「鏡としての資金提供者」という概念の精緻化を、過去の事実をさらに吟味しそれを踏まえながら、図る必要がある。第二に、経営者が資金提供者の影響力を「制御」する動機について、本質的に再検討してみる必要がある。第三に、「制御」の実態の時系列的変化、言い換えれば各時代ごとの特徴の変遷のようなものを、より体系的に明らかにすべきであろう。第四に、より個別的な次元での「制御」のあり方（例えばオーナー系企業とそうでない企業における対資金提供者関係の作り方、制御の仕方の違い）に着目することは、興味深い問題の一つであると考えられる。

以 上