

日本の企業・企業集団の史的分析：
企業の統治構造と経営者の組織能力からのアプローチ

(06630063)

平成 6-8 年度科学研究費補助金(基盤研究 C-(2))研究成果報告書

平成 9 年 4 月
研究代表者 宮島英昭
早稲田大学商学部教授

目次

はしがき

研究成果の概要

研究成果

1. 「企業集団・メインバンクシステムの形成と設備投資競争：高度経済成長期前半を中心にして」武田晴人編『日本産業発展のダイナミズム』東京大学出版会、1995年
2. 「専門経営者の制覇：日本型経営者企業の成立」山崎広明・橘川武郎編『「日本的」経営の連続と断絶』岩波書店、1995年。
3. 「財界追放と経営者の選抜：状態依存的（Contingent）ガバナンス・ストラクチャの形成」橋本寿朗編『日本企業システムの戦後史』東京大学出版会、1996年7月。
4. 「日本型金融システムの形成と展開」、復旦大学日本研究所編『日本の金融システムとその変革』（中国語）、近刊。
5. 「戦後日本大企業における経営者の交代と企業パフォーマンス；状態依存的ガバナンスの洗練と変容」、mimeo, 早稲田大学
6. "Bank centered Corporate Groups and Investment: the Evidence from the First Phase of High Growth Era in Japan", *The Waseda Commercial Review*, 1996, June.
7. Regulatory Framework, Government, Intervention and Investment in Postwar Japan : The Structural Dynamics of J-type Firm-Government Interaction, Miyajima, H., and T. Kikkawa, eds, *Competing policies for Competitiveness; Business Government Relationships in the Golden Age*. Oxford University Press, Forthcoming.
8. Will Deregulation change Japanese Capitalism? : the Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance in J-type Firm, Tilton, M., and L. Carlile eds, *The Political Economy of Deregulation in Japan* , Brooking Institute, forthcoming.
9. The Evolution and Change of Contingent Governance Structure in the J-Firm System: An Approach to Presidential Turnover and Firm Performance, Working paper, Waseda University, working paper 9606..
10. Japanese Interwar Policy Toward the Chemical Industries: The Origin of the Developmental State?, Waseda University.(submission to a journal)

はしがき

本書は、平成 6-8 年度科学研究費補助金（一般研究 C）を受けた「日本の企業・企業集団の史的
分析：企業の統治構造と経営者の組織能力からのアプローチ」と題する研究の成果報告書である。
研究組織・研究経費等の概要は以下の通りである

研究組織

研究代表者 宮島英昭(早稲田大学商学部教授)

研究経費

平成 6 年度	700 千円
平成 7 年度	500 千円
平成 8 年度	500 千円
計	1,700 千円

研究発表

(1) 学会誌等

1. "Bank centered Corporate Groups and Investment: the Evidence from the First Phase of High Growth Era in Japan", *The Waseda Commercial Review*, NO. 369, 1996, June.
2. The Evolution and Change of Contingent Governance Structure in the J-Firm System: An Approach to Presidential Turnover and Firm Performance, Working paper, Waseda University, working paper, No. 9606..
3. Japanese Interwar Policy Toward the Chemical Industries: The Origin of the Developmental State?, mimeo.(in the process of submission to a journal)
4. 「戦後日本大企業における経営者の交代と企業パフォーマンス；状態依存的ガバナンスの形成と変容」、mimeo, 早稲田大学 (投稿予定)

(2) 口頭発表

<国内>

- 1 戦後日本金融システムの展開、コンファランス「日本の金融システムとその変革」、復旦大学日本研究所、1996年5月。
- 2 戦後日本大企業における経営者の交代と企業パフォーマンス；状態依存的ガバナンスの形成と変容、経営史学会関東部会、1996年6月、文京女子大学。
- 3 Corporate Governance; the Structure and Issue in Japan, The 2nd Waseda-Hanyang Joint Symposium "Toward Globalization", May, 1996, Waseda University.
- 4 同上、経営学六甲コロキウム、関西経済研究センター主催、1996年11月。

<海外>

1. "Zaibatsu Dissolution Revisited: From the Comparative Corporate Governance Approach," at the Conference on Business History, Erasmus University, Rotterdam, October, 1994.

2. "The Privatization of Ex-zaibatsu Holding Stocks and the Emergence of Bank centered Corporate Groups", at the Conference on the Competing Models of Capitalism, Brussels Liberal University, October, 1994.
3. "Bank centered Corporate Groups and Investment: the Evidence form the First Phase of High Growth Era in Japan", at the Conference on "the Bank-firm Relationships", Wissenschaftszentrum in Berlin, June, 1995.
4. "Will the Deregulation change the Japanese Capitalism?: the Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance of J-type Firm, at the Conference on "The Political Economy of Deregulation in Japan" organized by East-west center (Hawaii University), April, 1996
5. Will the Deregulation change the Japanese Capitalism?; the Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance of J-type Firm、Annual Conference of AAS (Association for Asian Studies), April, 1996.
6. 戦後日本金融システムの展開、コンファランス「日本の金融システムとその変革」、復旦大学日本研究所、(上海)、1996年5月。
7. The Evolution and Change of Contingent Governance Structure in the J-Firm System: An Approach to Presidential Turnover and Firm Performance, Conference on "Japan and East Asia, its lessons for Middle East in the Era of Peace", Hebrew University, January, 1997.

(3) 出版物

< 邦語 >

1. 「設備投資競争と企業集団・メインバンクシステム：高度成長期前半を中心にして」武田晴人編『日本産業発展のダイナミズム』東京大学出版会、1995年
2. 「専門経営者の制覇：日本型経営者企業の成立」山崎広明・橘川武郎編『「日本的」経営の連続と断絶』岩波書店、1995年。
3. 「財界追放と経営者の選抜：状態依存的 (Contingent)ガヴァナンス・ストラクチュの形成」橋本寿朗編『日本型企业システムの戦後史』東京大学出版会、1996年7月。
4. 「戦後金融システムの形成と展開」、復旦大学日本研究所編『日本の金融システムとその変革』(中国語)、近刊。

< 英語 >

1. Regulatory Framework, Government, Intervention and Investment in Postwar Japan ; The Structural Dynamics of J-type Firm-Government Interaction, Miyajima, H., T. Kikkawa eds, *Competing policies for Competitiveness; Business Government Relationships in the Golden Age*. Oxford University Press, Forthcoming.
2. Will the Deregulation change the Japanese Capitalism; the Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance of J-type Firm, Tilton, M., and L. Carlile eds, *The Political Economy of Deregulation in Japan*", Brooking Institute, Forthcoming.

<研究成果の概要>

本研究は、第1次大戦前後から石油ショック前後を主たる対象時期として、当該期の日本経済をリードした大企業に焦点を合わせ、その企業構造並びに行動特性と、以上の大企業から構成される企業集団の機能の史的分析を課題とした。具体的には、企業の統治構造（エイジェンシー関係、情報構造、誘因体系）と経営者の組織能力の形成の2点に分析の焦点を定め、対象時期を、1)戦間期（第1次大戦期から37年まで）、2)戦時期、3)戦後改革期、4)高度経済成長期（55年前後から73年）、5)石油ショック後（ポスト高度成長期）の5期に区分した。

研究の初年度にあたる平成6年度は、データベースの作成に注力し、まずデータが比較的利用しやすい高度成長期の分析から着手した。データ作成にあたっては、1957年以降は、日本開発銀行のデータベース（磁気テープ、のちにCD）を利用した。しかし、56年以前の財務指標、ならびに企業集団を分析する際の基本的な諸指標、系列融資比率、同系持ち株比率などは、株式会社年鑑、各社社史、営業報告書、戦後改革関連資料、「系列の研究」、「系列総覧」から得られないため、これらを利用して適宜入力した。この作業は、比較的順調に進展し、平成6年度中に高度成長期のデータセットは一応終了し、年度後半から平成7年度にかけて、それもとに高度経済成長期の投資行動の計測を試みた。その成果の一部は、高度成長期前半を主たる対象に、投資に対するキャッシュ・フローの制約に視点を置いて企業集団の投資促進機能を分析した論文（「設備投資競争と企業集団・メインバンクシステム：高度成長期前半を中心にして」）、及びBank Centered Corporate Groups and Investment Competitionとしてまとめられ、Bank Firm Relationship Conference（平成7年6月、Berlin, Wissenschaftszentrumにて開催）で報告された。

平成7年度は、前年度の作業を前提に、戦時、戦後改革期の企業データの収集とそのコンピューターへの入力に力点を置き、とくに本年度は、この時期がコーポレート・ガバナンスを大きな変化を経験したことを考慮して、経営者の交替に関するデータの収集に多くのエネルギーを投入した。さらに本年度は、上記のデータセットを基礎に、昭和恐慌期、戦時期、戦後改革期、高度成長期の企業経営者の交替と、企業のパフォーマンスの関係を分析を試み、昭和恐慌期の経営者の交替が、株式市場の評価から大きな影響を受けたこと、戦時には経営者の交替が、企業パフォーマンスを示す変数と相関を失うこと、戦後改革期には、その相関を回復するが、この時期以降、経営者の交替にメインバンク大きな影響をもつこと等の事実を新たに発見した。

この結果は、戦時から戦後改革期、さらに高度経済成長期における経営者層とコーポレート・ガバナンスの変化の検討した論文、「専門経営者の制覇」（山崎・橘川編『日本的経営の「連続」と「断絶」』岩波書店、平成7年刊行所収）、「財界追放と経営者の選抜：状態依存的（Contingent）ガバナンス・ストラクチャの形成」（橋本寿朗編『日本型経済システムの戦後史』東京大学出版会）にまとめられた。

本研究の最終年度あたる平成8年度は、これまで、戦時・戦後改革期について一定の前進をみたことを前提に、まずポスト高度成長期、つづいて戦間期の順に、本研究計画で設定された基本的な手順にしたがい、企業の統治構造の把握にとって重要な指標（株主構成・銀行借入・経営者の構成＝所有型・専門経営者・経営者の交代等）、企業経営の基本的な指標（資産・売上・利益・原価・金融費用・配当）、及び企業集団に関する指標（株式保有比率融資比率・役員派遣等）に関する独自のデータベースを作成・充実させ、これをもとに分析を進めた。主要な成果は以下の通りである。

1) 高度成長から石油ショック後の時期について、企業経営者の交代と企業のパフォーマンスの相関分析(probitモデル)を試み、いわゆる状態依存的コーポレート・ガバナンスの歴史的変化を

変化を追跡した。この成果は、別紙記載の邦語（「戦後日本大企業における経営者の交代と企業パフォーマンス；状態依存的ガバナンスの形成と変容」）、及び、英語の論文（The Evolution and Change of Contingent Governance Structure in the J-Firm System: An Approach to Presidential Turnover and Firm Performance）にまとめられ、ワーキングペーパーの形で配布した。コメントを得た後、改稿して、しかるべき雑誌に投稿する予定である。

2) 前年度も試みた、流動性制約に注目した投資関数の計測を試み、その成果の一部は、日本企業システムの歴史的変化を扱った論文に活かされた（Regulatory Framework, Government, Intervention and Investment in Postwar Japan ; The Structural Dynamics of J-type Firm-Government Interaction, 及び、Will the Deregulation change the Japanese Capitalism? ; the Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance of J-type Firm）。ただし、計測は、代理変数（ q の測定、資本コストの算定）的確さ、企業に固有の要素の導入などの点で、まだ多くの改善の余地を残した。

3) 本年度秋以降から、1937年の上位100社を母集団として戦間期のデータベースの作成に着手した。ただし、これは、三菱経済研究所の「本邦事業成績分析」が利用可能な1931年以前のデータ入力に多くの努力を必要とし、本年度中に完成にいたらなかった。企業タイプ（旧財閥・新興財閥・家族企業・経営者企業）別の投資関数・利益、成長率の格差と分散を計測する点に課題があったが、暫定的な計測を試みるにとどまり、その成果は、戦間期の産業政策を扱った論文（Japanese Interwar Policy Toward the Chemical Industries: The Origin of the Developmental State?）に一部生かされたにとどまった。今後データの充実・改善をすすめ、企業パフォーマンス・企業金融と財閥の関係を主題とした論文をとりまとめ、本研究の成果として公刊を期したい。

研究成果

日本産業発展の ダイナミズム

武田晴人—[編]

東京大学出版会

- 43) 1984年と88年のIBMと富士通の機種別設置台数については、『日経コンピュータ』1984年10月15日、74-77頁、同1988年9月26日、80-83頁による。
- 44) 『日経コンピュータ』1991年10月14日、45頁、92年10月12日、60頁。
- 45) 『日経コンピュータ』1991年10月14日、67頁、92年10月12日、61頁。
- 46) IDC, *Computer Industry Report*, August 9, 1991, p. 5.
- 47) HDS (日立データシステムズ社) は、1989年に日立がGMの子会社EDS (エレクトロニックデータシステムズ社) と共同出資で設立したコンピュータ販売会社で、PCMメーカーのNASのアメリカ部門を買収した。
- 48) すでにふれたアムダール以外にも、スベリーランド社の技術者であったノリスはクレイらと1957年にCDCを設立し、クレイはさらに1972年にクレイリサーチ社を設立したし、IBM1401の責任者であったハンストラは後にGEに移籍しコンピュータ事業の責任者になった。またハネウェル社でH200の設計者の1人のチュアン・チューはユニパック社からの移籍者であり、逆にH200の設計チームのリーダーであったブロックは後にGEに移籍している (Flamm, *op. cit.*; Brock, *op. cit.*; Fisher, F. M., McKie, J. W. and Mancke, R. B., *IBM and U. S. Data Processing Industry*, 1983)。

第7章 企業集団・メインバンクの形成と設備投資競争

—高度経済成長期前半を中心にして—

宮島英昭

1. はじめに

戦後の一連の改革措置はわが国大企業の構造と行動に大きな影響を与えた。そのインパクトを市場構造並びに企業の所有・資本構造に与えた影響のみに限ってみても、第1に、戦後改革は、戦時期に集中の進んだ各産業部門の産業組織を解体して、競争的市場構造を形成した。それは、たんに集中排除措置が従来の独占的大企業を分割したからだけではない。旧財閥系企業が一連の改革措置への対応に追われ、その間隙をつく形で、下位企業が拡大のチャンスを得て、その結果競争構造が流動化した面が重要であった。そして、第2に、財閥解体措置は、持株会社と大資産家に集中した戦前の大企業の所有構造を解体して、日本の大企業の多くが経営者企業へと変貌する画期となった。株主の権利の制限と専門経営者の地位の上昇は、戦時に進展していたが、財閥解体、財界追放を中心とする一連の改革は、その動向を一挙に加速し、戦後日本の大企業は、著しく分散した所有構造の下で専門経営者によって担われることとなった。しかも、第3に、敗戦とその後の企業再建整備は、借入依存の資金調達のパターンを構造化させることになった。戦前の自己金融・内部金融を中心とした資金調達パターンは、戦時に負債依存の方向に大きく変化した。こうしたパターンは、企業・家計両者の貯蓄水準の低位のために継続した。

こうした競争的市場構造の下で戦前とは異なる構造を持った日本の企業は、1955年以降、技術導入を中心とした積極的な設備投資を展開し、急速な産業発展を担っていくことになる。そして、この過程と並行して企業集団、

あるいはメインバンク・システムが拡大した。財閥解体によっていったん持株会社のモニタリングから解放された旧3財閥系企業は、社長会を形成するとともに、メンバー企業間の株式の相互持合いを進めた。他方、各都市銀行は、大口融資先の拡大に積極化し、いわゆる「融資系列」を形成した。この融資系列の形成は、後にそれを母胎に社長会を構成することとなる富士・三和・第一の各行のみにとどまらず、三菱・住友・三井等の旧3大財閥系銀行にも該当した。

本章は、以上の高度成長前半の企業集団の形成の局面、すなわち、水平型の企業集団として現在注目を集める6大企業集団が形成され、その様式化された特徴が定着する以前の局面をとりあげる。1955年前後にほぼ原型が形成されていた企業集団、メインバンク・システムが、各経済主体のいかなるインセンティブに支えられて、どのように拡大したのかという発生史的な問いに解答を与えるとともに、こうした経済制度が、その形成の過程で、いかなるメカニズムを通じて、どの程度産業発展、あるいは企業成長を促進したのかを解明することが、ここでの具体的課題である。

もっとも、企業集団が産業発展に果たした役割の検討は、さまざまな観点から可能であろう。例えば、山崎は、産業発展の基盤を既述の競争的な市場構造にもとめ、企業集団、融資系列が、参入の促進と退出の阻止を通じて、企業間競争を促進した側面を強調した¹⁾。この視角に立てば、同系企業の安定的需要がもつ新規参入のリスク逓減効果、リスクの分散と必要な経営資源の容易な調達を可能とするメンバー企業間の共同投資、あるいは逆に業績の悪化したメンバー企業に対する救済等が産業発展に影響を及ぼす可能な経路として注目されよう。しかし、本章では、企業集団が特に設備投資に及ぼした影響に注目する。というのも、高度経済成長の過程が高い設備投資によって支えられ、この高い設備投資が生産性の上昇を支え、この生産性の上昇が輸入代替の進展と輸出の拡大に表現される対外競争力の鍵であったと考えるからである。

では、企業集団と設備投資の関係はいかに明らかにすべきか。ここでは、次の2点に焦点を絞ろう。第1は、株式相互持合いによる経営の自立性保障機能（経営者の裁量の拡大）である。企業集団の最も中心的な特徴が、株式

の相互持合いにあるとすれば、それが設備投資に促進的な影響を与えるもっとも重要な経路の1つは、相互持合いによる株式市場の影響の緩和→株価最大点から相対的に自由な企業経営→高投資・高成長というルートであろう²⁾。高度成長の前半期は、戦後改革によって株式が広範に分散され、経営者に対する株式市場による制約が高まった時期であったから、相互持合いが、実際にそうした制約を緩和し、企業成長を促進したか否かが検討されるべき重要な論点となる。

第2は、企業金融の側面であって、ここでは、企業集団、メインバンク・システムが共有する「系列融資」の持つ投資促進的側面が焦点となる。そこで想定される経路は、企業集団、メインバンク・システムが、各企業の直面する投資に対する流動性制約を緩和することを通じて設備投資を促進するという Hoshi, *et al.* が、指摘したルートである³⁾。大企業の資金調達が、借入に依存し、しかも、一方で戦前からの大企業が戦後改革の打撃からいまだ回復できず、他方、新興の企業は、いまだ資金市場で名声の確立していなかったこの時期は、戦後の歴史の中でも借手と貸手との間の情報の非対称がもっとも大きい時期であったと見ることができよう。こうした局面で、企業集団、メインバンク・システムが、情報の非対称性の緩和、あるいは経営者のモラルハザードの抑制を通じて負債発行のエイジェンシー・コストを削減する機能を果たしたか否かが、いま1つの焦点となる。

ところで、宮崎以来のこれまでの研究は、最大の貸手・株式保有・歴史的関係を指標とした『年報・系列の研究』の分類に基本的に依拠して分析を進めてきた。しかし、これまでの研究では、『系列の研究』の定義が曖昧でかつ広範囲であったために、株式持合いを前提に社長会を組織した企業集団と、系列融資を特徴とするメインバンク・システムとが「系列」として同一視される傾向があった。しかも、より重要な点は、これまでの研究が、そこで「系列」下にあると認定された企業間のメインバンク関係の強弱についてはほとんど考慮を払ってこなかったことであろう⁴⁾。そこで、本章では、1957、64、72年のいずれかの時点で製造業上位150位を占めた企業を母集団(計202社)とする独自のデータ・ベースを作成し、これらの大企業を、まず、①社長会メンバー企業とそれ以外に2分し、さらに後者について、メイ

ンバンク関係を表現する諸変数からその結合度を示す代理変数を主成分分析を通じて開発し、これを用いて、②銀行系企業——ここには旧3大財閥系銀行をメインバンクとする企業と、富士・三和・第一をメインバンクとする企業の双方を含む——、③独立系企業に区分して、集団形成の論理と、設備投資に対する集団の機能の解明を試みる。

2. 初期条件：財閥解体のインパクトと1955年の所有構造・資本構成

冒頭でも触れたように一連の戦後改革措置は、わが国の大企業の所有構造と資本構成に大きなインパクトを与えた。そこで、高度成長の出発点である1955年のそれを戦前と比較して要約しておくことが便宜であろう。

戦後改革の結果、大企業の所有構造は著しく分散的になった。1949年に70%に達した個人の株式保有比率は、ドッジライン以降の個人株主の退出の結果、20%近く低下し、同時に証券会社の保有比率も低下したが、いぜん両者の合計した比率は60%以上に達した。これを戦前と比較可能な最大株主・10大株主のシェアで見れば、表7.1のとおりである。1937年、1955年の総資産ベースの鉱工業最大100社でみて、最大株主のシェアは23.9%から8.7%、10大株主は47.1%から25.6%と、戦前の大企業に比して集中度が著しく低下したことを確認することができる。また、戦前の個人の最大株主を中心とした構成に対して、戦後は、小投資家の比重とともに、金融機関の保有比率が上昇した点も重要な特徴であった。GHQの改革は、その初期の改革の理念と大きく異なったとはいえ、そのインパクトが大きかったことが改めて強調されるべきであろう。

しかも、戦後改革の結果、大企業の所有構造は著しく同質的となった。戦前の大企業の所有構造は、①三井・三菱・住友の財閥に代表される家族一持株会社一傘下企業という垂直的な所有（上位100社のほぼ30%）、②創業者家族が株式の相当部分を保有する所有型企业（ほぼ40%）、③大紡績企業に代表され、比較的広範な株式の分散を示した経営者企業（同30%）と幅広い分布を示した⁵⁾。財閥解体は、このうち①と②を主たる対象とし、その家族、持株会社所有株を全面的に分散した。その結果、表7.1のとおり、財閥

表7.1 株式所有・資本構成における戦前と戦後

	1937・N=105	1955 N=122	旧財閥 63	独立系 59
筆頭	23.9% (22.5)	8.7% (10.0)	8.9% (12.0)	8.7% (9.2)
10位	47.1 (24.5)	25.6 (12.9)	26.1 (14.4)	25.4 (10.7)
金融機関	6.0 (7.5)	28.5 (11.0)	26.9 (9.9)	30.0 (14.8)
個人	N.A.	52.5 (14.0)	53.9 (15.2)	53.6 (13.4)
負債・自己資本	0.396 (0.403)	1.702 (0.909)		
借入・総資産	0.040 (0.07)	0.238 (0.122)		
社債・総資産	0.055 (0.082)	0.046 (0.037)		

資料) 東洋経済新報社【株式会社年鑑】1938年、山一証券【株式会社年鑑】1956年。

注1) パーレン内は標準偏差。

2) 1937年は、同年の資産上位100社、1955年は、同年及び1937年のいずれかの時点で資産上位100社を占める企業。

3) 旧財閥系企業は、指定家族、指定持株会社によって発行株の相当部分を保有された企業。

4) 1937年の金融機関保有比率は、10大株主中に金融機関の占める割合。従って、総発行株中のシェアを示す55年の値とは厳密には対応しない。

解体の対象となった企業（旧財閥系企業）と独立系企業の1955年時点の各所有主体のシェア、および10大株主集中度はほとんど等しい構造をもつことになった。

一方、企業の資本構成は、自己金融を理想としたGHQの初期の方針とは対照的に自己資本比率が著しく低いという特徴を持った。1955年の負債・自己資本比率は、1を大幅に上回り、借入・総負債比率は、37年に比して著しく高い。また大企業間の両指標の分散値は小さく、企業の所有構造と同様に、自己資本比率の低い資本構成もまた大企業間で著しく同質的となった。これは、企業再建整備による大幅な減資に加えて、その後の復興資金が株式市場の低迷のために、主として借入によって調達されたことによる。しかも、この都市銀行からの資金貸出は、すでに1949年以降の局面から系列融資というパターンをともなった。系列融資は、戦時の協調融資・指定金融機関制度に起源をもつが、その拡大にとって重要であったのは、旧指定金融機関が、

戦後改革期に最大の債権者として各企業の再建整備の特別管理人となることによって顧客の経営状況に関して情報優位を確立したことであった⁶⁾。これを基盤に旧指定金融機関は、ドッジライン後の再建過程で、各企業が直面した財務面の危機が「倒産の危機」か「流動性の危機」かを的確に審査し、必要な資金を供給して最大の貸手となった。この時期に固有の情報問題は、こうして解決され、系列融資をともなう借入依存の資金調達パターンが定着したのである。

戦後改革による所有構造、資本構成の変化は、さらに経営者の規律のメカニズム（コーポレート・ガバナンス・ストラクチャー）にも大きなインパクトを与えた。戦前の大企業にあっても経営陣への専門経営者の進出が進展し、すでにその70%が俸給に基づく専門経営者によって占められていた。そして、これらの専門経営者は、財閥系企業の場合、持株会社の兼任役員によって、経営者企業では、大株主の取締役会への参加を通じて直接にモニターされるという構造を持った。しかし、こうした構造は、財界追放による全面的な「上からの経営者革命」の結果、大きく変貌した。戦後には取締役会から外部者（大株主と社外重役）が排除され、取締役会と経営陣（マネージメント・チーム）が事実上一致するという大きな変化を生み出した⁷⁾。

このように取締役会が全面的に内部昇進者によって構成されたことは、実際の企業経営が内部者（インサイダー＝従業員と経営者）の利害を重視する傾向を帯びたことを意味した。株式の分散と内部昇進者の全面化は、コストの低減、特に過剰雇用の解消というこの時期企業が直面した課題に対するインセンティブの欠如というインサイダー・コントロール問題を生み出したのである⁸⁾。戦後復興期にこうしたバイアスをもつ経営者を規律する上で、重要な意味を持ったのは、市場による経営者の規律（Market for Corporate Control）であった⁹⁾。市場による規律は、株価が崩壊した1949年以降ビルトインされた。この株式市場のクラッシュとともに、企業経営者は資金調達面での困難だけでなく、テークオーバーの危機に直面したからである。この局面でこれまで内部者（従業員）の利害を重視する傾向が強かった企業経営者は、株価に対する考慮を強めた¹⁰⁾。

しかも、この文脈で、1950年以降、金融機関の株式保有が勧奨されたこ

と、特に51年に投資信託制度が導入されたことが重要であった。個人投資家の株式投資にともなう高い取引費用とリスクの軽減を通じて株式市場への資金の流入、株価の維持を目的とした同制度は、株式市場による企業経営の規律として新たなメカニズムが制度化されたことを意味した。この点は、別の機会に明らかにしたとおりこの時期の信託銀行、生・損保の株式投資が、基本的にポートフォリオに基づいていたことからシステムティックに確認することができる¹¹⁾。

小投資家と従業員によるコントロールというGHQの証券民主化の理念は、そのままの形では定着しなかったが、投資信託を介して部分的には定着したと言えよう。個人投資家は、GHQの想定に反して投資した企業をモニターをする意志も能力もなく¹²⁾、この小投資家の動向が企業経営に攪乱的影響を与えることになったが、機関所有の進展は、こうした攪乱的影響を緩和するとともに、株主の利害に沿う方向に経営を規律づけたといつてよい。

もっとも、こうした所有機関が役員派遣等を通じて経営者を直接に規律するという意味でいわゆるブロック・シェア・ホルダー¹³⁾の役割を果たしたわけではない。むしろ、戦後復興期にインサイダー・コントロールへの傾向を持つ専門経営者を規律したのは、企業金融面で重要な役割を担った旧指定金融機関＝メインバンクであった。各企業の復興資金の審査に当たった各行は、講和発効前後から、貸出額が大きいか、融資依存度の高い企業に、積極的に役員を派遣した。これは、既述の信託・生損保の役員派遣がほとんど見られなかったこととは著しい対照をなしていた。また都市銀行各行は、大口の顧客企業の株式を所有する傾向が強く、しかも株式所有は、ポートフォリオに基づいたものではなく、むしろ負債比率の高い企業、あるいは利益率の低い企業の株式を保有する傾向が強かった¹⁴⁾。こうした役員派遣と株式保有で補完されたシステムの下で、メインバンクは、戦時・戦後改革期にインサイダー・コントロールの傾向を強めていった企業経営者を規律する重要な役割を演じた。この点は1950-55年の企業経営者の交替が産業平均でコントロールした1951-54年の企業利益率と有意な負の相関を持つこと、そしてこの交替のケースでは、ほぼすべての事例で最大の貸手であるメインバンクが人事に介入していたことから確認できる¹⁵⁾。

もっとも、以上のように戦後復興期に固有の情報・インセンティブ問題を解決する上で重要な役割を演じたメインバンク関係が、この時点で未だ流動的側面を残していたことは、注目されねばならない。1948年の最大の民間の貸手が戦時の指定金融機関と同一であったケースが、61社中54社(88.5%)であったのに対して、1948年と1955年の民間の最大の貸手が同一であったケースは、108社中81社(75%、但し、同系金融機関内で変化のあった場合を含む)と、1948-55年の最大の貸手の安定度はむしろ低下していた。特に独立系企業の安定度は、58.4%(53ケース中、31)と低く、この戦後復興期には、都市銀行間で激しいメインバンク競争が発生していたのである。

3. 旧財閥系企業：集団形成のフォア・ランナー

3.1 相互持合いの進展と社長会の「大株主会」化

三菱・住友・三井の旧財閥企業はすでに講和条約締結後に、その結合を強めつつあった。すでにこれらの企業のトップマネジメントは、同系企業間の公式の会合が許される以前から非公式の定期的会合を重ね、それは講和発効と前後して社長会として公式化した。1952年には三菱の金曜会、住友の白水会が結成され、旧三井系社がその社長会、月曜会を定例化したのは、はやくも1951年であった¹⁶⁾。

講和発効後、旧3財閥、特に三菱・住友系の社長会構成企業では、すでに株式相互持合いが進展していたが、この傾向は1955年以降も継続した。両グループの社長会メンバーの相互持合い比率は、表7.2のとおり1954-58年、58-62年に上昇し、60年代半ばに25%の水準にまで達した。三菱・住友グループの場合、社長会メンバー企業間では60年前後にすでに非金融企業間の持合いも進展し、マトリックス型の相互持合いの構造が形成された。

では、こうした持合いの進展を支えた経済主体のインセンティブは何か？

第1に、発行側のインセンティブは、一般的には、株主の安定化による株式市場からの圧力の緩和にあった。ドッジ・ライン以降深刻であったテーク・オーバーの危機は実質的に低下していたとはいえ、財閥解体で株式の分散を余儀なくされた財閥系企業は、いぜん、証券会社への保有依頼等の手段

を通じて、発行株の安定化を図っていた¹⁷⁾。1955年の時点ですら証券会社の保有比率は、11.8%を示し、この大部分が企業の依頼による名義貸しであった¹⁸⁾。

第2に、この時期、資金需要が大きかった企業の場合には、株価の引き上げ、自己資本比率の維持が重要なインセンティブとなった。例えば、1958年、62年の2度にわたって設備投資資金を世界銀行からの借入に求めた住友金属の場合、この多額の世銀借款の条件として自己資本比率の引き上げが要請された。これに対して、58年以降の最初の局面では、配当率の引き下げ(12%から6%)と、每期3%の無償交付によって社外流失の阻止と内部留保の充実を図ったが、株式市場はこれを好感せず、株式ブームにもかかわらず、株価は低迷した。そのため1960年から同社は「株主安定化に努力し、ある程度の成果を上げた」。しかし、62年の第2次世銀借款の直前、前年の株式市場の崩落の影響のために同社の株価は低迷し(額面割れ)、この借款は重大な困難に直面した。そこで、同社は、無額面発行によってこの難局を切り抜ける一方、増資新株の引き受けを同系企業に依頼した¹⁹⁾。住友金属株のメンバー保有比率の1958-62年上昇がこの時期12%に達した背景には、以上の事態があった。

では、引受側のインセンティブは、いかに理解されるべきか？ 第1に、相互持合いである以上、将来の保有依頼の可能性が引受のインセンティブとはなりうるが、特にメーカー間の持合いには、取引関係の強化が重要なインセンティブであった。このことは、メーカー間の株式保有は、東レ・三井石油化学、三菱3重工、三菱鋼材、日本電気・住友電工等、取引関係の密接な企業間を起点に進展したことから確認できよう。メーカー間の相互持合いは、取引先企業の機会主義的行動を牽制し、取引関係を安定化する意図に基づく面が強かった。

もっとも、第2に、保有の中心は金融機関であり(表7.2)、しかも、1959年から62年が比較的大きな株式ブームであったことを考慮すれば、この金融機関の保有比率の上昇が、しばしば想定される取引関係の維持にあったのか、それとも通常のポートフォリオから説明できるのかを検討しておく必要があろう。表7.3は、三菱・住友の社長会構成企業について金融機関

表 7.2 高度成長前半期の持合い比率の推移

	(単位:百万株/%)				
	1950年	54年	58年	62年	66年
〈三菱〉 24社					
発行株数	138.7	392.0	1877.3	4692.0	6428.0
相互持合い	2.18	12.61	13.92	17.39	17.50
金融機関保有比率	2.01	10.29	11.96	11.72	11.45
銀行	—	—	3.95	2.74	3.48
信託・生損保	—	—	8.01	8.98	8.16
非金融企業保有比率	0.17	2.32	1.96	5.67	6.05
商社	—	—	—	0.59	0.75
メーカー	—	—	—	5.08	5.30
〈住友〉 14社					
発行株数	63.1	236.6	812.8	2515.9	3727.7
相互持合い	0.00	15.00	17.03	25.77	22.13
金融機関	0.00	10.35	10.40	15.70	12.53
銀行	—	—	3.66	5.46	4.50
信託・生損保	—	—	6.74	10.24	8.04
非金融企業	0.00	4.65	6.51	10.07	9.60
商社	—	—	—	1.85	1.20
メーカー	—	—	—	8.21	8.40
〈三井〉 20社					
発行株数	118.7	379.6	950.1	2122.4	3566.6
相互持合い	0.44	6.87	8.24	13.99	11.70
金融機関	0.13	3.22	5.95	7.19	6.54
銀行	0.13	—	2.24	2.90	2.43
信託・生損保	0.00	—	3.70	4.29	4.11
非金融企業	0.31	3.65	2.29	6.80	5.15
商社	—	—	—	1.30	1.21
メーカー	—	—	—	5.50	3.94

資料 東京証券取引所「上場会社総覧」、経済調査協会「系列の研究」各年版

注1) 1961年の社長会メンバーによる、三井は月曜会、ただしゼネラル物産、昭和飛行機、三池合成、三井建設、農林を除く。

2) 1958年までは、10大株主名簿のデータ、1962年以降は『系列の研究』による。従って、厳密には連続しない。また、50年のデータには、若干の欠落がある。

の株式ブームの前後(58-62年)の信託・生損保の株式保有比率の変化を政策的要因(融資比率)と、ポートフォリオ要因(株価上昇率)で回帰したものである。同表によれば、保有比率の変化は、ポートフォリオ要因と有意な相関をもたず、むしろ融資比率、あるいは融資比率の変化率との相関が強いという結果が得られる。企業集団の場合、株式ブームの時期ですら、政

表 7.3 3大企業集団メンバーの信託銀行、生・損保保有比率変化(ΔSH-Trust)の要因分解(58-62年, N=27)

計測式: $\Delta SH-Trust = C + \alpha_1 V + \alpha_2 M_{58} + \alpha_3 \Delta M + \alpha_4 SH-Trust_{58}$						
説明変数						
	定数項	V	M_{58}	ΔM	SH-Trust ₅₈	R ²
(1)	-1.550 (-1.17)	0.223 (0.04)	0.179 (2.76) ^b	0.104 (1.25)		0.164
(2)	2.628 (0.97)	-0.314 (-0.51)	0.181 (2.97) ^a	0.111 (1.40)	-0.350 (-1.95) ^c	0.255
(3)	-1.550 (-1.17)		0.179 (2.91) ^a	0.105 (1.28)		0.199
(4)	1.882 (0.84)		0.174 (2.98) ^a	0.108 (1.39)	-0.324 (-1.91) ^c	0.280

資料) 表7.2と同じ。

注1) 各変数の定義は次の通り。

V = 株価上昇率: 62年平均株価/58年平均株価。但し、平均株価は最高、最低の中間値。

M_{58} = 58年融資比率: 信託、生・損保からの借入/総借入。(％表示)。

ΔM = 58年-62年融資比率変化率: 同上の変化。(％表示)。

SH-Trust₅₈ = 信託、生・損保58年保有比率: 58年信託、生・損保の保有株/総発行株。

$\Delta SH-Trust$ = 信託、生・損保58年-62年保有比率の変化率: 同上変化率。

2) パーレン内はt値、a=1%、b=5%、c=10%水準で有意、以下同じ。

策的要因が保有の第一義的インセンティブであったことが理解できよう。

こうした相互持合いの進展を背景として、社長会の活動も活発化した。社長会と株式相互持合いとの関係については、次の諸点が重要である。

第1に、社長会は株式持合いに先行して形成されていた。結成の契機は、戦後改革期の不確実な状況に対する情報交換にあったと推定されるが、重要なことは、社長会が株式の相互持合いにあたって調整機能を果たしたことである²⁰⁾。講和発効後、同系企業間の株式保有が自由になった後、社長会は特にテーク・オーバーに直面した企業の株式の買い戻しについて調整的機能を演じた。

第2に、1955年以降の株式持合いの進展は、旧3財閥、特に三菱・住友の場合、社長会に「大株主会」としての性格を与えたと見られる²¹⁾。グループ企業は、持合いを通じてその経営の自立性を保証される一方、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もモニターされることとなった。この相互信任、相互監視の機構は60年前後に

ほぼ形成されたといえよう。この点で、後に見る銀行の系列企業とは、コーポレート・ガバナンスの構造が異なっていた。

第3に、こうした相互持合いの進展を背景として、社長会の活動も活発化した。もっとも、活発化したといっても、すでに繰り返し指摘されている通り社長会は、意思決定の主体ではなく、メンバーに共通の利害を調整したにとどまり、しかもその調整には失敗したケースすらあった。その活動は、よく知られているので、1)戦後改革期に企業分別を余儀なくされたメンバー企業の再結集の調整（三井物産の再結集、三菱3重工の合併に対する再編支援がこれにあたる）、2)共同投資のコーディネイト（石油化学・原子力産業への新規参入）、3)再建支援（石炭・海運業）、4)共有資産（ノレン）の管理（三井、三菱、住友の名を社名に冠する場合の協議）等が主要な活動であったことを指摘するにとどめよう²²⁾。

3.2 系列融資の拡大

高度経済成長前半期には、以上のように株式持合いが進展すると並行して、系列融資も高い水準を維持した。旧3大財閥系企業の融資比率は表7.4に整理されている。重要な点は、第1に、3グループの間で、ピークの時点に差があるものの、高度成長前半期の借入依存度は著しく高く、三菱、住友の2グループでは、1958、62年では40%を超えていることである。第2に、銀行への依存度が傾向的に低下し、同系金融機関の貸出の増加がそれを代替して、系列融資比率が高水準を保つという関係がみられた。銀行から同系金融機関への顧客の質に関する情報のスピル・オーバーがあったことが想定されよう。他方、顧客の行動に対するモニターは、株式持合いの進展していたことから見て、高度成長前半期に銀行及び社長会メンバーの相互監視に依託されていたと見てよかろう。

こうした同系金融機関からの資金供給は、同系企業新規参入、設備拡張に対して、「最初の貸手」としての機能を果たした。典型的な事例は、石油化学工業への進出であろう。三井系8社の共同投資の形で設立された三井石油化学の民間からの借入は、同系金融機関に依存し、1958-60年の依存度は40%に達した。三菱油化の場合も民間からの借入の大部分は三菱系金融機関か

表7.4 企業集団社長会企業の系列融資比率と融資集中度

(単位:10億円,%)

年	1951	54	58	62	66
三菱グループ (21社)					
総借入額	39	100	188	424	866
依存度 (1)	32.6	22.1	30.5	32.9	25.7
銀行(2)	29.9	18.6	23.6	21.6	13.7
信託他 (3)	2.8	3.6	6.8	11.3	11.9
依存度・2(4)	44.0	31.2	46.0	39.9	31.9
集中度・銀行(5)	17.0	10.6	11.1	12.6	9.2
信託他(6)	2.8	3.6	6.8	11.3	11.9
住友グループ (10社)					
総借入額	11	30	63	203	400
(1)	31.3	34.9	36.7	47.8	43.2
(2)	28.3	29.5	24.0	23.1	20.1
(3)	3.0	5.5	12.8	24.7	23.0
(4)	55.3	44.8	39.0	49.7	45.2
(5)	3.5	5.3	4.0	6.8	6.4
(6)	2.0	3.8	7.1	17.1	15.7
三井グループ (15社)					
総借入額	38	74	163	333	718
(1)	16.5	28.8	27.2	24.8	23.1
(2)	15.0	21.7	20.3	16.3	12.9
(3)	1.4	7.1	6.9	8.5	10.2
(4)	30.2	39.9	30.1	30.0	28.5
(5)	8.3	12.3	12.8	10.8	10.2
(6)	3.9	14.0	10.3	10.7	13.2

資料 表7.2と同じ。

注 社長会メンバー企業のうち、51年以降のデータが得られる製造業及び商社をピックアップした。

(1)系列融資率：同系金融機関からの借入/メンバー企業総借入。

(2)銀行依存度：同系銀行からの借入/メンバー企業総借入。

(3)信託・生損保依存度：信託・生損保からの借入/メンバー企業総借入。

(4)系列融資比率：同系金融機関からの借入/メンバー企業総借入-政府系金融機関からの総借入。

(5)銀行の融資集中度：銀行のメンバー企業への貸出/総貸出。

(6)信託・生損保の融資集中度：信託・生損保のメンバー企業への貸出/総貸出。

ら供給された²³⁾。

もっとも、石油化学の場合は、この時期の産業政策の主要ターゲットであって、同系金融機関の情報生産者としての優位は比較的少ない。この意味で、より同系金融機関の存在が重要な意味を持ったのは、開銀融資等の、政策金融の明確な対象とならなかった産業であろう。そうした一例として、高度成

表 7.5 東レの設備投資と系列融資比率

年	投資	借入増加	系列融資比率(%)
1955	1,812	-440	19.7
56	5,014	3,445	34.2
57	7,021	2,737	33.8
58	6,843	4,487	21.0
59	668	-3,182	23.8
60	5,967	7,644	24.2
61	7,284	219	29.2
62	10,307	11,322	31.1
63	16,638	3,540	27.7
64	22,690	16,164	25.7
65	10,194	8,564	23.6
66	-8,198	-10,866	23.1

資料 「日本開発銀行企業財務データバンク」(以下、JDB Database と略記)、前掲「上場会社総覧」、前掲「系列の研究」各年版。

長期初期のリーディング・インダストリーの1つであった合成繊維産業の東レを紹介しておこう。同社の場合、1950年代前半のレーヨンの拡充とナイロンの企業化・生産拡大にともなう設備投資資金は、内部資金と増資による面が強かったが、50年後半に入ると資金調達には借入への依存を強めた。同社の投資のピークは、56-58年の三島工場の建設を中心とするナイロンの生産拡大と、60-62年の岡崎工場の増設、愛媛工場の新設を中心とする合成繊維、特にテトロン生産拡大にあったが、いずれのケースも投資、借入が増加した初期の局面、つまり56、60、62年に系列融資比率が上昇している²⁴⁾(表7.5)。同様の事実は、資金の借入先を開銀融資・世銀借款から民間金融機関にシフトさせた時点の住友金属についても確認できる。

こうした役割を、全体的に確認するために、重化学工業化部門の社長会メンバー企業を取り上げ、神武景気の終了後の1958年から岩戸景気の終了後の62年のこれら企業の融資依存度の変化を、同期間の借入の増加率で回帰した。結果は、表7.6のとおりであって、岩戸景気の局面では、借入の増加率の高い企業ほど、系列融資比率の上昇が高いという関係が確認できる。一般に、借入規模が大きく、資金需要の伸びの高い企業に対する融資比率は、金融機関のリスク分散の要請から低下する傾向が強いと見られ、実際高度成長の後半にはそうした傾向が部分的に確認できる。しかし、この時期の大き

表 7.6 社長会メンバー重化学工業企業の融資依存度変化の要因分析

計測式： $\Delta M = C + \alpha_1 M_{(t-1)} + \alpha_2 \Delta L + \alpha_3 \Delta GM$

年次	$M_{(t-1)}$	ΔL	ΔGM	三井 DUM	R^2	N
1958	-0.713	-0.045	-0.144		0.33	26
	(-3.10) ^a	(-0.47)	(-0.84)			
	-0.452	0.023	-0.233	-19.581	0.43	26
	(-2.49) ^b	(0.27)	(-1.66)	(-2.30) ^b		
62	-0.041	0.043	-0.219		0.64	26
	(-0.23)	(5.23) ^a	(-1.16)			
	-0.036	0.044	-0.224	0.385	0.62	26
	(-0.23)	(4.80) ^a	(-1.09)	(0.07)		
66	-0.230	-0.294	-0.182		0.48	23
	(-2.62) ^a	(-2.12) ^b	(-1.01)			
70	-0.430	0.011	-0.593		0.77	22
	(-5.85) ^a	(0.22)	(-2.78) ^a			

資料 表7.2と同じ。

注1) 各変数の定義は次の通り。

ΔM = 系列融資比率の変化率。

$M_{(t-1)}$ = 前期系列融資比率。

ΔL = 借入の増加率 (L_t/L_{t-1}) - 1, L は借入, %表示。

ΔGM = 政府系金融機関(開銀・輸出入銀行)の融資比率の変化率。

2) サンプルは、三井、三菱、住友の社長会メンバーのうち、重化学工業、合繊、窯業部門の企業。

住友：電気、電工、機械、化学、板硝子、ベークライト。

三菱：三重工、電機、化成、硝子、化工機、光学、石油、江戸川化、鋼材製鋼(66年以降合併)、レーヨン。

三井：高圧、化学、製鋼所、三井精機、東レ、三機、造船。

3) カッコ内t値、有意水準は表7.5と同じ。

な特徴は、中核企業のリスクの大きい巨額の拡張、多角化投資にこれまでの継続取引に基づく情報蓄積によって、「最初の貸手」として、資金を供給した。各企業の設備投資のピークの際に、系列融資比率が上昇するという「資金パイプ」機能は、すでに高度経済成長の後半期について指摘されているが²⁵⁾、この機能は、同表の66・70年の結果からみても、むしろ前半期には、より広範囲にまた大規模に見られたということができよう。企業集団所属企業といえども、高度経済成長前半期は、いまだ資金調達者としての名声は確立しておらず、同系金融機関の「資金パイプ」機能、とくにその「最初の貸手」としての役割が重要性を持っていたのである。

表 7.7 創業者企業の資金調達とメインバンク依存度

年	本 田 技 研			ソ ニ ー		
	投資	借入増加	系列融資 比率(%)	投資	借入増加	系列融資 比率(%)
1958	1,030	—	49.0	926	250	51.7
59	2,744	611	47.4	1,796	157	51.6
60	6,493	1,044	60.9	4,462	1,629	65.0
61	15,187	4,078	56.0	4,685	557	57.0
62	12,599	-622	66.2	3,328	1,374	51.8
63	8,941	-140	51.3	5,083	4,524	49.1
64	10,783	8,460	54.0	5,655	1,657	47.2
65	23,624	5,061	50.0	3,882	1,981	44.8
66	22,001	3,204	40.4	4,599	-1,376	42.6
67	30,438	16,200	35.3	10,221	-3,651	46.0
68	37,416	12,750	34.4	10,556	1,675	46.6

資料 表 7.5 と同じ。

3.3 「外延的拡大」戦略

ところでこうした系列融資はたんに社長会メンバー企業のみにとどまるものではなかった。この時期、旧財閥系銀行、とくに住友、三菱銀行は、社長会メンバー以外への大口貸出先の拡大を積極的に追求した。例えば、1952年に住友銀行頭取に就任した堀田庄三は、成長性のある企業への貸出に積極的に取り組み、それは後に「外延的拡大」戦略と呼ばれた²⁶⁾。また三井・三菱・住友各々が、50年代半ばから改めて銀行運営の大衆化路線を強調する反面、同系（社長会メンバー）企業への貸出の集中という批判に対して著しく敏感であったことも、財閥系銀行がこの時期に貸出先の拡大に積極的であったことの傍証となろう²⁷⁾。各々が、等しくこうした戦略をとった理由は、第1に、大口融資が審査コストの節約・低コスト預金の収集の面でメリットのあること、第2に、社長会メンバーへの貸出だけでは限界のあること、そして第3に、後述の非財閥系都市銀行の積極的な顧客の拡大が旧財閥各々の経営に危機感を与えた点にあったと見られよう。

さて、この貸出の積極的方針は、指定金融機関制度以来密接な関係のある顧客との関係強化と、主として戦後の新産業に勃興した企業との長期貸出関係の形成の2側面からなる。前者の例としては、三菱銀行の味の素、島津製作所、富士紡、住友銀行の旭化成、松下電器、小松製作所、さらに三井銀行

の大日本セルロイド、日野ディーゼル、富士フィルムが指摘できる²⁸⁾。しかし、高度成長期前半の特徴的事実として、銀行及び借手の企業双方により重要な意味をもったのは、後者の新興企業の事例であろう。例えば、三菱と本田技研、三井とソニー、住友とプリンス・東洋工業・出光興産・ブリヂストンの事例がこれにあたる。

本田とソニーのケースを表 7.7 を利用して多少立ち入って考察しておこう。1958年には資本金 17 億円、固定資産 14 億円であった本田技研は、59年から積極的な投資計画を策定、その鈴鹿工場の建設を中心とする投資計画は、2年間で約 100 億円、58年の固定資産規模の 8 倍であった。資金計画の策定に当たって三菱銀行に支援を依頼し、三菱銀行は、60年 8 億、61年 21 億と追加借入の 60%前後を供給した。さらに、64年 5月の四輪への進出・狭山工場への進出の場合も同様で、借入 130 億円の増加のうち 50%を三菱銀行が供給した。

しかも、この三菱銀行による資金供給は、株式市場にも好影響を与えた。この株価の上昇は、本田の技術力と国際競争力に基づくが、三菱銀行の初期の貸出も、それに寄与したものとみられる。定量的な実証は、今後の課題であるが、三菱銀行の貸出は、企業と投資家間の情報の非対称性を緩和し、同社の増資にともなう資本調達コストを引き下げた面をもったとみることができよう²⁹⁾。

1955年からトランジスタラジオの生産を開始したソニー（当時東京通信機工業）はその設備投資資金を三井銀行に依存した。ソニーの拡大にとって重要であったのは、57年末のアメリカ市場への輸出の成功とそれに伴う厚木工場の建設であった。この計画資金は 30 億円に達し、それは 59年の固定資産 2 億円の 15 倍にあたったが、その資金の 70%以上が三井銀行から供給された³⁰⁾。60年代後半以降ソニーの財務戦略は、直接金融への指向と借入先分散の傾向を強めていくが、それ以前の、いまだ名声が確立しない時点でのソニーの設備投資に三井の資金供給のもった意義は大きい。ソニーと三井銀行との関係は、東京通信機工業創立以来、財界追放を受けた万代が相談役（1947年、53年より会長）に就任したときに始まり、以来、一貫して万代が三井銀行からの資金の借入に仲介的役割を果たしたという³¹⁾。

以上の例は、銀行がこれまでの継続的な取引を通じて一見リスクの大きい、投資プロジェクトを的確に審査したという意味で、ある種のベンチャー・キャピタルを供給した事例といえよう。

4. 銀行系集団：集団形成のフォロワー

4.1 「旧財閥対抗的」拡大戦略

富士・三和・第一の各行も、戦前以来の取引、とくに指定機関金融制度以来、多くの大企業と長期的な融資関係を結んでいた。しかし、大口取引先の規模、またその関係の緊密度は、旧財閥系企業に劣っていた。比較的戦後改革期の混乱からの立ち直りの早かった富士は取引先を拡大していたが、取引先との緊密度に難点があった。また、三和銀行の大口顧客は繊維産業に集中していたし、第一銀行も、古河・川崎系の企業を抱えていたものの、いぜんとしてそれ以外の大口の顧客に不足があった³²⁾。

以上の初期の取引関係の下で、富士・三和・第一の各行は、50年代初頭から大口顧客の拡大を積極的に追求した。こうした方針が追求された理由は、既述の貸出の規模の経済性に対する考慮に加えて、長期的な取引先を数多く抱える財閥系銀行に対して、各行が、強い対抗意識を持っていたことが重要である。例えば、1950年新設された三和銀行総務部次長に就任した人物は、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行けば、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³³⁾。

しかも、興味深いのは、三菱・住友が55年前後から預金獲得面であらためて、大衆化路線を追求した反面で、大衆化路線を標榜して出発した富士、三和の両行が³⁴⁾、逆に50年代前半から貸出面では、「経済主流取引」（富士）、「重化学工業路線」（三和）といった重点主義路線を追求していたことである。例えば、富士銀行では、1954年の支店長会議で迫頭取は、「1. 資金ポジションの重視、2. 大衆基盤の確立（預金・中小企業金融）」と並んで、「3. 支柱取引先の紐帯強化」を掲げ、具体的に次のような方針を提示した。

「経済の正常化につれ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、かつ算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……」

さらに、1956年4月の支店長会議でも、「産業界では系列の形成強化が進行し」という認識を再確認して、「従来にもまして誠実謙虚に、しかも積極的に取引先の発展のために協力助言をし」と関係強化の方針があらためて強調された。

こうした方針と前後して富士銀行の調査・審査機構も整備された。はやくも、企業再建整備が一応終了した1950年同行は、「強い調査部をつくる必要がある」という認識から調査部を拡充・独立化させ、同時に従来の審査・管理の両部を審査第1部と、第2部に再編成した。審査第1部の主要な業務は、大口審査にあり、調査部との連携を通じて戦略的な銀行の貸出方針の策定が追求された³⁵⁾。

三和銀行の戦略もほぼ同様であり、むしろ出発点の貸出先が軽工業に偏っていただけにより積極的であった。52年5月、同行は、「重化学工業取引先の開拓・“親善友好関係”の形成」を強調し東京地区強化の方針を確立した。それと並行して同年2月、審査部の組織変更に着手し、審査部を3部に分離、第1部として本店営業部関係の審査、大企業向け貸出の審査を独立させて、上記の方針に対応する体制をとった。54年には、繊維・商社等の主要貸出先の業績が悪化したため、繊維産業への貸出を整理する一方、右の重化学工業化路線をいっそう強化した。日立製作所から独立した日立電線・日立金属のメインバンクに三和がなるのは56年のことである。57年、再度、審査部の機構改革に着手し、審査第1部を大口貸出先に特化させ、優良顧客の拡大につとめた³⁶⁾。

こうした旧財閥系銀行との対抗を強く意識して推進された系列融資が「資金パイプ」機能、とくに新興の企業に対しては、「最初の機能貸手」を持ったことは、既述の旧3財閥系銀行のそれと同様であった。

4.2 グループ形成の論理

もっとも、1955年前後には、第1系の古河・川崎を除けば、富士、三和系列下の企業間の関係は、銀行を中心とした放射状の関係であって製造企業間に特別な取引、株式保有関係はなかった。高度成長前半は、こうした関係が次第に形成されていく過程であったが、この関係の形成に重要な意味を持ったのは、①商社金融、②銀行による関係企業救済と、③石油化学、原子力等の戦略部門への共同投資であった。③が戦略的な共同行動であったのに対して、前2者は事後的にネットワークの形成に寄与したといえることができる。

①については、丸紅の商権の拡大の事例が適当であろう。高島屋飯田がいわゆる新三品の暴落で経営危機に陥った1954年、丸紅は、戦前から高島屋の主力銀行であった富士銀行から救済を依頼され、同社を合併し、この合併を契機として丸紅と富士銀行の関係は一段と緊密になった。その後同行は、高度成長期前半に、従来の鉄鋼に加えて機械、化学等に取引先を拡大し、総合商社化の道をたどるが、「旧財閥系企業と異なり強力な企業グループを持たなかったため、関連企業、系列会社の育成につとめ」、その過程で富士銀行の取引先との提携、取扱量の拡大が進展した。富士銀行の丸紅への融資→丸紅の富士銀行の取引先を中心とした商権の拡大→富士銀行の取引基盤の強化、という関係が展開したのである³⁷⁾。

またネットワークの形成にとって意味を持ったのは、②の銀行による企業救済であった。例えば、1950年代末に肥料部門に重点化したため需要構造の変化への対応が遅れ、業績悪化をきたした日産化学の場合、メインバンクであった富士銀行が救済のために介入し、その際同行は、日立製作所、日本鉱業、昭和電工に役員の派遣を依頼した。この結果、これまで相互の連絡を欠いていた各企業の連携が形成されたという³⁸⁾。同様の事例は、三和銀行の主要取引先の1つであった丸善石油の業績悪化・救済のプロセスにもあてはまる³⁹⁾。

他方、戦略的なグループ形成は、石油化学・原子力等の共同事業で進展した。この共同事業の過程で、銀行は、取引先企業間の調整を担い、メインバンクを同じくする企業間の横断的關係が形成されることとなった。富士の出発点は、1956年2月、東京原子力産業懇談会に参加したときに始まるが、

57年に日本石油化学、59年に東亜燃料工業の計画に協力するとともに本格化した。60年には、審査1部内に第1課が新設され、同課が企業グループ活動に関する渉外業務を担当することになった。以降「同課を中心として親密先主要企業との連絡会を開催」することになり、これが同年の関係6社による芙蓉会設立につながった。1963年、岩佐凱実が頭取就任するとこの動きはさらに加速した。64年には芙蓉会13社に増加し、日本鋼管の千葉進出計画に対して共同して支援することが申し合わされる等、共同行動が始まった⁴⁰⁾。

三和銀行の場合は、1954年、ナイロン製造にあたって原料供給先を求めていた主要貸出先である日本レーヨンのために、三和銀行の植村頭取が、「日本レーヨンのナイロン原料を宇部で引き受けられないであろうか」と打診し、宇部興産との提携を斡旋したのが取引先間の横断的關係の形成の出発点となった。さらに、三和は、翌年に、丸善石油を中心とした石化グループを支援し、60年には、大阪・堺のコンビナートの形成、関西経済開発連合会の結成にあたって中心的な役割を演じた。同連合会は、会長を日立造船におき、三和銀行と三和を主要取引先とする丸善石油・丸善石油化学・宇部興産・積水化学・帝人・東洋ゴム・日綿・日本通運・新日本窒素等の企業が加わった。こうしてグループ化が進展するとともに、三和も「今後の銀行経営は一銀行と一企業との取引にとどまることなく、銀行をはじめとする金融機関グループと企業グループの取引の上に築かれねばならない」との戦略を明確化し、同年7月にはグループ活動の窓口として参与室が設置されたのである⁴¹⁾。

もっとも、こうした富士・三和を中心とするグループの形成は、旧財閥系企業の銀行を中心とした共同事業が比較的スムーズに進展したのに対して、多くの困難に直面した。たとえば、ナイロン生産に関する日本レーヨンと宇部興産との既述の提携に際しては、当初契約の締結の過程で、東レと三井化学、あるいは三菱レーヨンと三菱化成の長期契約の場合には生じえない困難に直面した⁴²⁾。加工にあたる日本レーヨンは、他会社に原料を全部握られることを懸念し、他方原料生産に特化する宇部としては「判然たる権利の裏付けと将来の保障がない限り、単なる原料供給会社か、あるいは従属会社の

域にとどまる」との危惧を表明した。そのため、両者の交渉は難航し、三和銀行も調整に苦慮した。その結果、締結された契約は、まず最初に、「共存共栄の精神」を謳い、しかも、日本レーヨンから契約条件を一任された三和は、「インペクタ社の特許実施権を宇部と日本レーヨン両者が共有し、原料工程—宇部、加工工程—日本レーヨンの分業」を契約に明文化した⁴³⁾。

以上の事実は、第1に、三和による仲介は、宇部・日本レーヨンからみれば適当な取引相手を捜すという意味で、取引先の探索コストの削減には寄与したが、契約締結、あるいは契約履行のコストの削減には限界があったことを示唆しよう。実際、その後の宇部興産と日本レーヨンとの原料取引では係争が絶えなかったといわれる⁴⁴⁾。したがって第2に、長期的な取引関係があり、またその取引が株式保有によって補強されていた旧財閥系企業とは異なっており、三和を仲介としたグループの形成は、そうした相手の機会主義的行動を抑制する枠組みがなく、それ自体を形成することが課題であった。この事件は、グループの形成が、長期的な関係の上に築かれねばならないことを学習する上で、重要な意味を持ったと思われる。

以上のようにグループの形成が進んだものの、1964年時点でも各銀行系列下の企業の相互持合い比率は低かった。後の社長会メンバーで見ても、芙蓉(富士)6.3%、三和10.2%である⁴⁵⁾。『年報・系列の研究』によれば、芙蓉(43社)11.3%、三和(40社)10.8%、第一(35社)9.4%であり、そのうち銀行が、それぞれ4.3%、3.6%、2.6%を占めた。相互持合いというより、大口顧客の拡大戦略をとった各行が、顧客の機会主義的行動を阻止することを目的とした株式保有の側面が強い。銀行を中心とした、顧客企業間の取引、株式保有、人的関係の形成は、高度成長期の前半徐々に進展していたが、その株式保有関係は、相互持合いという形にまでは達しなかったのである。

5. 設備投資と企業集団・メインバンク関係

5.1 横断面：1964年の企業集団とメインバンク関係

以上のように高度成長前半期には、旧財閥系企業の社長会メンバーの相互

表7.8 メインバンクの固定度 (N=172社)

	1957-60	1960-64	1957-64
同一	145 (85.5%)	153 (89.0%)	130 (75.6%)
変更	25 (14.5%)	19 (11.0%)	42 (24.4%)
a) 都市銀行間	12	10 (2)	20
b) 長期金融機関—都市銀行	13	9 (0)	22
旧財閥社長会メンバー			
	1957-60	1960-64	1957-64
同一	25	26	24
変更	2	1	13
a) 都市銀行間	1	0	1
b) 長期金融機関—都市銀行	1	1	2
新たにメインバンクに入ったとみられる主要事例			
	1957-60	1960-64	
旧3銀行	東洋工業 — 広島→住友 帝国石油 — 三井 浦賀ドック — 第一→住友 東洋製罐 — 勧銀→三井	リコ — 富士→三菱 明電舎 — 埼玉→住友	
新興	山陽パルプ — 三菱→富士 徳山曹達 — 興銀→三和 大阪セメント — 興銀→三和 サッポロビール — 第一→富士 NKK — 興銀→富士	東洋タイヤ — 長銀→三和 宇部興産 — 興銀→三和 東亜紡織 — 東銀→三和 小西六 — 三菱系→三和 日清紡 — 第一・勧銀→富士 神戸製鋼 — 興銀→第一	

資料 前掲、『上場会社総覧』、前掲、『系列の研究』各年版。

注1) 本表は、最大の民間の貸手の継続関係をチェックしている。したがって、政府系金融機関(開銀・輸出入銀行)が首位の場合は、借入先2・3位の継続関係がチェックされる。

2) 同一には、同系金融機関間の変更を含む。

3) 変化のうちa)は、都市銀行間の交替。

b)は、長期金融機関(興銀・長銀)と都市銀行間の交替のケース。双方向とも含む。

4) 1960-64年欄のカッコ内は、1957-60年にもメインバンクを変更したケース。

持合いが進展する一方、6大都市銀行の大口顧客拡大戦略を通じてメインバンク関係が徐々に拡大した。『年報・系列の研究』が、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、1959年上期の53.0%から64年の65.8%へと13%弱上昇した。われわれのデータ・セットによって最大の民間の貸手の固定度をチェックした表7.8でも、こうした動向を確認することができる。企業の民間の最大の貸手の固定度は

表 7.9 高度成長期前半の主導産業における代表的企業と集団・メインバンク関係

	三菱	三井	住友	富士	三和	第一	興銀他
合成繊維	三菱レーヨン 45.1/17.7	東レ* 25.7/5.4	旭化成 31.7/8.4	東邦レーヨン 26.4/9.8	帝人 27.0/8.0		
鉄鋼	—	—	0.52 住友金属 46.3/15.5	0.14 日本鋼管 32.1/12.2	0.33	神戸製鋼 16.2/5.1	八幡・富士 19.0/7.4
造船	三菱重工 34.8/12.5	三井造船 51.7/19.6	浦賀重工 47.3/21.3	日本鋼管	日立造船 38.1/15.8	川崎重工 25.8/9.5	石川島播磨 17.0/7.4
電機	三菱電機 31.6/10.2	東芝 21.6/6.9	日本電気 48.7/21.0	沖電機 38.7/17.2	富士電機 18.4/7.7	富士通 21.7/9.0	
自動車	三菱重工 54.0/9.5	トヨタ 10.8/1.6	プリンス 16.4/6.1	日産 13.7/4.6	ダイハツ 31.3/12.1	いすゞ 23.7/8.2	
	0.67	—	0.14	—	—	—	—

注1) 左欄は融資比率、右欄は融資比率×(借入/総資産)。下段は、結合度。定義は本文参照。
2) 下線は社長会メンバー企業。

高度成長前半期に傾向的に上昇した。1957-60年で16%前後あったメインバンクの変化は、1960-64年では10%前後に低下した。高度成長後半、安定成長期のメインバンクの10年間の固定度は70%前後と報告されているから、ほぼこの時期に安定的な関係が形成されたと見ることができる⁴⁶⁾。また、銀行別に見れば、三和銀行の取引先拡大が顕著であった(表7.8, 下欄)。同行が、「重化学工業化」路線に従って積極的に顧客を拡大したことをうかがうことができよう。

こうして、主要産業では、上位企業のほぼすべてを、旧3大財閥の社長会

メンバー企業が、6大銀行とメインバンク関係にある企業が占めることになった。この点は、これまでの諸章でも検討された高度成長期のリーディング・インダストリーについてその集団への帰属を整理した表7.9から明らかであろう。もっとも、しばしば「銀行系列」として同一視されてきたとはいえ、株式相互持合いの進展度、社長会の結成の点で、旧3大財閥系社長会メンバー企業と、6大都市銀行とメインバンク関係にある企業との間には大きな差があった。しかも、同じく都市銀行とメインバンク関係を形成した企業であっても、その関係の強弱は、借入依存度、企業の借入・資産比率、さらに銀行の株式保有等によって異なる。そこで、このメインバンク関係の緊密度を計測する指標を開発することが不可欠となろう⁴⁷⁾。ここでは、サンプル企業から社長会企業を除く174社について、①系列融資比率、②銀行株式保有比率、③役員派遣、④社債発行の幹事行か否かという直接メインバンク関係の強弱を示す変数に、⑤企業の借入・総負債比率、⑥銀行の貸出額を加えた6変数から、主成分分析により総合的な指標(以下、メインバンク結合度)を作成し、この結合度の正の企業を、メインバンク関係の強い企業(以下、銀行系企業)、——ここには、旧3大財閥系銀行をメインバンクとする企業(銀行系列1)と、富士・三和・第一をメインバンクとする企業(銀行系列2)の双方を含む——、逆に結合度が負の企業をそれが弱い企業(以下、独立系企業)として区分した⁴⁸⁾。表7.9下段には、この結合度指数が掲げられている。これによれば、後に独立系企業の代表とみなされるソニー・本田のこの時期の銀行との結合度は高く、逆に、しばしば、第一銀行系とみなされる川崎製鉄のそれは著しく低い。

では、こうした差は、各企業の投資行動に影響を与えたのか?

5.2 所有構造と経営者の裁量

まず、所有構造の側面から検討しよう。1957-64年の所有構造の変化を見ると、相互持合いを進展させた旧3大財閥の社長会メンバー企業の64年の金融機関の持株比率、あるいは、1957年から64年の金融機関の所有比率の変化は、かえって銀行系企業の上昇率よりも低かった(表7.10)。他方、銀行系1, 2の上昇率に大きな差はなく、独立系の動向もほぼ同様であった。

表 7.10 所有構造の変化

(単位：百万株，%)

	1964年・金融機関保有比率と借入・総負債比率			
	社長会	銀行系1	銀行系2	独立系
N	21	22	32	28
64年金融機関持株比率 (全株主のデータによる)	35.6 (10.7)	37.3 (11.4)	43.7 (14.0)	35.6 (12.3)
57-64年同上変化率	8.4 (8.1)	11.7 (9.9)	11.1 (9.5)	10.1 (9.7)
信託銀行、生・損保持株比率 (10大株主のデータによる)	15.9 (9.3)	17.2 (9.9)	19.1 (12.0)	15.6 (7.3)
同上変化率	0.4 (6.2)	4.6 (8.6)	3.3 (7.8)	4.8 (6.5)
64年借入・総負債比率	0.32 (0.15)	0.25 (0.09)	0.35 (0.09)	0.29 (0.13)
同上変化率	0.10 (0.12)	0.06 (0.08)	0.13 (0.11)	0.09 (0.13)

資料 東京証券取引所「上場会社総覧」、ダイヤモンド社「株式要覧」。

注1) カッコ内は、標準偏差。

2) グループは次のとおり。

社長会：三菱・住友・三井の社長会メンバーのうち、最大200社にランクされている企業。

銀行系1：最大200社の中で、社長会メンバーを除く企業のうち、三菱・住友・三井の各行をメインバンクとし、且つ結合度指数が正の企業。

銀行系2：富士・三和・第一の各行をメインバンクとし、且つ結合度指数が正の企業。

独立系：独立系企業、結合度指数下位30社中、データの利用可能な企業。

この上昇は、主に信託・生損保等の機関所有の増大に基づいていたから、この時期には、社長会メンバーに比べて、銀行系の企業、あるいは独立系企業が、機関投資家のポートフォリオの対象であったこと、言い換えれば、この時期の旧3大財閥系企業以外の企業の経営者は、市場による経営の規律を強く受けていたと推定できよう。すでに述べたように、1955年前後に定着したシステムは、メインバンク・システムと並んで市場による経営者の規律を制度化していたが、この高度成長前半は、こうした規律が旧3財閥系社長会メンバー以外の企業には実効性をもっていたとみられる。こうした理解の妥当性をテストするためには、(1)保有側の投資行動のインセンティブと、(2)発行側企業の株式市場による制約を検討する必要がある。

(1)の点を検討するために旧3大財閥系社長会メンバー、銀行系、独立系グループ毎に、1957-64年の金融機関の株式保有の変化を、投資収益率

表 7.11 金融機関持株比率の変化と投資収益率 (1957-64年)

計測式： $\Delta SH-Fin(\Delta SH-Trust) = \alpha SH-Fin(t_0) + \beta RRS + \gamma Bor(t_0) + \delta \Delta Bor$

	金融機関保有比率の変化			信託銀行・生損保有比率の変化	
	N	RRS	R ²	RRS	R ²
平均	94	0.348 (4.343) ^a	0.278		
(1) 社長会	20	0.162 (0.785)	0.05	0.206 (1.208)	-0.03
(2) 銀行系1	19	0.446 (1.309)	0.312	0.324 (1.276)	0.20
(2')	19	0.641 (1.878) ^c	0.395	0.474 (1.583)	0.19
(3) 銀行系2	30	0.398 (3.354) ^a	0.293	0.373 (4.179) ^b	0.32
(4) 独立系	25	0.436 (2.702) ^b	0.325	0.189 (2.023) ^c	0.42

資料 JDB Database, 前掲「系列の研究」、前掲「上場会社総覧」。

注1) 各変数の定義は以下の通り。

 $\Delta SH-Fin$ ：金融機関持株比率。 $\Delta SH-Trust$ ：信託銀行・生命保険・損害保険会社の保有比率の合計値。但し、10大株主の合計値、大和銀行も合算。

RRS：1958-63の投資収益率の平均値。

 $SH-Fin(t_0)$ ：1957年の金融機関持株比率。 $SH-Trust(t_0)$ ：1957年の信託銀行・生命保険・損害保険会社の保有比率。 ΔBor ：借入・資産比率の変化率 $Bor(t_0)$ ：1957年の借入・資産比率

なお、計測式(2')では、オーナーの株式所有比率(64年)を回帰式に追加した。

2) グループは表7.10と同じ。

(RRS)、その他のコントロール変数で回帰した単純な関数の計測を試みよう。資料上の制約から、ここでは、①銀行を含む金融機関の持株比率の変化($\Delta SH-Fin$)と、②10大株主名簿に記載中の、信託・生保・損保の保有比率の合計の変化($\Delta SH-Trust$)の2つを被説明変数とした。結果は、表7.11の通りであって、第1に、社長会メンバーの保有比率の変化は、 $\Delta SH-Fin$ と $\Delta SH-Trust$ のいずれも、投資収益率と有意な相関がなかった。この結果は、既述の表7.3の結果と整合しよう。第2に、富士、三和、第一の3行をメインバンクとする企業(銀行系-2)では、金融機関保有比率の変化は、 $\Delta SH-Fin$ と $\Delta SH-Trust$ のいずれも、投資収益率と著しく高い正の相関をもっていた。こうした傾向は、旧財閥系銀行の系列企業(銀行系-1)あるいは

表 7.12 グループ別の限界評価率 (1958-63 年)

a) 限界評価率							
	社長会	その他	銀行系	銀行系-1	銀行系-2	その他-2	独立系
N	21	142	42	22	21	121	25
限界評価率	1.53	1.78	1.98	1.81	2.11	1.67	1.58
std	0.26	1.05	2.36	0.20	2.58	0.40	0.30

b) 限界評価率平均の検定		
	t 値	自由度
社長会-その他	1.719 ^a	43
社長会-銀行系	1.740 ^a	54
銀行系-1-銀行系-2	0.769	20
銀行系-1-その他-2	1.312 ^b	45
銀行系-独立系	1.419 ^b	74

資料 JDB Database, [株式会社年鑑].

注1) 限界評価率の計算は以下の通り.

限界評価率: $\Delta r / \Delta g$

$\Delta r = V(1963) - V(1958)$

$\Delta g = g(1963) - g(1958)$

V: 企業価値 = 株価総額 + 負債総額

g: 総資産額

但し, 株価総額は, 1963年株価総額を58-63年PER(東証一部上場225銘柄)変化率で標準化した.

2) グループは表7.10, 7.11と同じ. 但し独立系は, 結合度指数が下位30社の企業のうちデータが得られる企業.

3) aは10%水準, bは20%水準で有意. ウェルチの検定による.

は, 独立系企業でも, やや有意性が劣るものの妥当した.

他方, (2)の経営者の株式本市場の圧力からの自由度については, R. マリスの開発した「評価率」, すなわち, 企業の純資産簿価に対する株価総額の比率が1つの指標を提供する⁴⁹⁾. ただし, 取得原価ベースの簿価データを利用することが含むバイアスを避けるため, ここでは岡崎の手法にしたがって1958-63年の総資産の増加額に対する企業価値(株価総額+負債総額)の増加額の比をとって「限界評価率」を求め, かつ, 株価総額は1958-63年のPER(株価収益率)の変化率で調整することによって株式市場全体に共通する割引要因を除去した⁵⁰⁾. 表7.12の結果によれば, 社長会メンバー企業22社の限界評価率の平均は, その他(142社)を下回り, 有意水準10%で両者の平均値が等しいという帰無仮説を棄却することができる. 旧財閥系企業グループメンバーの間で先行的に進展した株式持合いは, 企業経営者が株式市

場の圧力から相対的に自由な経営政策をとることを可能にしたとみることができよう. 他方, 銀行系, 42社の限界評価率は, その他121社に比べて高く, 20%水準で両者の平均が等しいという仮説を棄却することができる. 都市銀行と密接な関係を形成した企業の行動が, 他企業に比べて株式市場が高く評価する投資プロジェクトを選好したこと, 言い換えれば株式市場に強く制約されていたことは, この銀行系の限界評価率を社長会のそれと比較するときより明瞭である. 他方, 銀行系1と2の間には有意な限界評価率の差はなかったから, 株式市場からの経営に対する圧力という点では, 都市銀行とメインバンク関係を結び, かつその結合度が相対的に高い企業の間では, 旧3財閥系銀行をメインバンクとする企業であれ, 富士・三和・第一をメインバンクとする企業であれ, はほぼ同様の状況のもとにあったと見ることができよう.

高度成長の前半期には, 投資信託(その運用に当たる証券会社), あるいは生・損保といった機関投資家は, 基本的にポートフォリオに従って行動し, こうした制約の下で, 大企業の経営者は, これら機関投資家によって高く評価される投資プロジェクトを選好する傾向を持った. 株式市場による規律は, メインバンクによる経営者のモニターと並んで機能していた. 持合いを進めて株式市場の影響を相対的に遮断した旧3大財閥系企業の在り方は, 高度成長前半にはむしろ例外であり, しばしば日本的企業システムの特徴と言われる状況, つまり, 株式市場の制約から自由な企業経営は, 必ずしも全般化していなかったのである.

5.3 設備投資と流動性制約

では, 資金調達に対する, 企業集団, あるいはメインバンク関係の強弱の影響はどうであったか? この点を明らかにするために, Myers and Majlufによって開発され, Hosh *et al.*, 堀内・岡崎らによってメインバンク関係の計測に採用された, 投資に対する流動性制約に注目した以下の投資関数を利用して, 企業集団, 銀行との結合度が投資行動に影響を与えたか否かをテストしよう⁵¹⁾.

表 7.13 設備投資とキャッシュフローの制約 (1957-72)

計測式: $\log I_t = a + \alpha_1 \log K_{t-1} + \alpha_2 \log L_{t-1} + \alpha_3 \log F_t + \alpha_4 r_t + \alpha_5 c_t + \alpha_6 Y$ 計測式: $\log I_t = a + \alpha_1 \log K_{t-1} + \alpha_2 \log L_{t-1} + \alpha_3 \log F_t + \alpha_4 \log F_t \cdot B_t + \alpha_5 r_t + \alpha_6 c_t + \alpha_7 Y$

	N	K_{t-1}	L_{t-1}	F_t	r_t	c_t	$F_t \cdot B_t$	R^2 (adj.)
1957-64	1189	0.843 (28.16) ^a	0.020 (0.867)	0.201 (11.95) ^a	-0.009 (-1.749) ^c	-0.066 (-1.713) ^c	-	0.748
57-64	1189	0.864 (27.67) ^a	-0.029 (-0.914)	0.196 (11.170) ^a	-0.009 (-1.746) ^c	-0.068 (-1.761) ^c	0.096 (2.351) ^a	0.749
65-72	1472	0.940 (40.37) ^a	-0.003 (-0.189)	0.185 (12.48) ^a	-0.004 (-3.08) ^a	-0.004 (3.403) ^a	7.836 (0.820)	0.811
	1466	0.938 (32.72) ^a	-0.007 (-0.235)	0.158 (12.45) ^a	-0.004 (-3.11)	7.619 (3.284) ^a	0.020 (0.820)	0.811

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

	N	K_{t-1}	L_{t-1}	F_t	Q_{t-1}	R^2 (adj.)
1957-64	1084	0.859 (26.74) ^a	0.021 (0.861)	0.172 (8.924) ^a	0.034 (4.390) ^a	0.722
65-72	1521	1.008 (39.45) ^a	-0.024 (-1.216)	0.101 (10.24) ^a	-0.000 (-0.286)	0.782

計測式: $\log (I_t / K_{t-1}) = a + \alpha_1 \log (F_t / K_{t-1}) + \alpha_2 \log (L_t / K_{t-1}) + \alpha_3 Q_{t-1} + \alpha_4 Y$

	N	$\frac{L_{t-1}}{K_{t-1}}$	$\frac{F_t}{K_{t-1}}$	Q_{t-1}	R^2 (adj.)
1957-64	1084	0.005 (0.188)	0.155 (8.652) ^a	0.101 (4.50) ^a	0.193

資料 JDB Database.

注 各変数の定義は次のとおり。

 I_t : 設備投資: $K_t - K_{t-1} + \text{Dept}$. K_t : 有形固定資産残高。 L_{t-1} : 前期末借入れ残高, 対数値。 F_t : 内部資金・キャッシュ・フロー: $\text{Dept} + \text{Prof}_t - D_t$.但し, Dept =減価償却額, Prof_t =当期純利益, D_t =当期配当額。 q_{t-1} =トービンの q : $(V_{t-1} + \text{Debt}_{t-1}) / (E_{t-1} + D_{t-1})$ 但し, V =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 =自己資本, Debt =負債。 B_t =借入・総負債比率: 借入残高/総負債。 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。

$$\log I_t = C + \alpha_1 \log K_{t-1} + \alpha_2 \log L_{t-1} + \alpha_3 \log F_t + \alpha_4 r_t + \alpha_5 c_t \quad (1)$$

$$\log I_t / K_{t-1} = C + \alpha_1 \log L_{t-1} / K_{t-1} + \alpha_2 \log F_t / K_{t-1} + \alpha_3 q_{t-1} \quad (2)$$

ここで, I_t は投資, K_{t-1} は前期末の固定資本ストック, F_t はキャッシュ・フロー (当期利益+減価償却-配当), L_{t-1} は前期末の借入残高である。また(1)式の r_t は資本の限界効率, c_t は資本コスト, (2)式の q_{t-1} は前期末のトービンの q である (各変数の定義の詳細は表 7.13, 注・参照)。このモデルの背後には, 企業にとって設備投資をファイナンスする場合, 税制・情報の非対称性等の理由から資金コストに差があり, 自己資金, 借入, 増資の順に資金調達を行うという認識が前提されている。つまり, 負債発行は, 借手と貸手との間の情報の非対称性が著しい場合, 貸手がプレミアムを要求するし, 株式の新規発行の場合も, 同様に企業と投資家との間に存在する情報の非対称性のために, 企業に対して投資家がある種のプレミアム (しばしば, レモン・プレミアムと呼ばれる) を要求する。そのため, 企業にとって内部資金がもっとも資金コストが低く, 企業の設備投資需要が, r_t , c_t , あるいはトービンの q によって与えられた場合, このキャッシュ・フローが, 投資をどの程度制約するかを検討しようというのがここでの基本的な考え方である⁵²⁾。

表 7.13 から, 高度成長の前半期の設備投資が, キャッシュ・フローに制約されていたことを確認できよう。しかも 1957-64 年の F_t の係数が, 1965-72 年のそれに比べて著しく大きいことは, 高度成長前半期には, キャッシュ・フローの設備投資に対する制約が特に大きかったこと, 言い換えれば負債発行のエージェンシー・コストがそれ以降に比べて大きかったことを示唆する。さらに, (1)式に借入・総負債比率 B_t とキャッシュ・フロー F_t との交差項を追加すると, その係数が 1957-64 年についてのみに有意に正であることが, こうした見方に頑強性を与えてくれる。借入への依存度が上昇すれば, キャッシュ・フローの投資に対する制約は上昇するのである。この時期がとりわけ情報の非対称性が大きかったことを示唆するこの計測結果は, 現在の大企業とはいえ, いまだ名声が確立せず, ある意味で企業勃興の時代であったという高度成長前半に関する共有されたイメージと符合しよう⁵³⁾。また, 注目すべき点は, ビジネスチャンスの代理変数である q_{t-1} が,

表 7.14 グループ別投資関数の計測 (1957-64)

	社長会	メインバンク純依存度		結 合 度	
		High-50	Low-50	銀行系	独立系
N	172	297	295	388	516
K_{t-1}	0.935 (12.246) ^a	0.930 (13.910) ^a	0.785 (12.041) ^a	0.790 (15.208) ^a	0.873 (19.167) ^a
L_{t-1}	0.074 (1.081)	-0.131 (-1.689) ^c	0.030 (0.825)	0.013 (0.275)	-0.009 (-0.262)
F_t	0.105 (3.242) ^a	0.103 (2.569) ^b	0.262 (6.325) ^a	0.249 (9.560) ^a	0.214 (7.123) ^a
r_t	-0.024 (-1.001)	-0.037 (-5.319) ^a	0.017 (1.208)	-0.010 (-1.284)	-0.030 (-3.151) ^a
c_t	-0.062 (-0.821)	-0.031 (-0.395)	-0.088 (-1.031)	-0.026 (-0.452)	-0.070 (-1.077)
$R^2(adj.)$	0.783	0.717	0.738	0.773	0.726
N	142	297	282	355	478
L_{t-1}/K_{t-1}	-0.017 (-0.220)	-0.040 (-0.529)	0.028 (0.650)	0.028 (0.623)	-0.020 (-0.485)
F_t/K_{t-1}	0.080 (2.042) ^b	0.090 (2.053) ^b	0.210 (4.945) ^a	0.173 (6.262) ^a	0.139 (4.583) ^a
q_{t-1}	0.094 (2.116) ^b	0.142 (2.865) ^a	0.152 (3.321) ^a	0.174 (4.377) ^a	0.179 (4.030) ^a
$R^2(adj.)$	0.176	0.134	0.213	0.300	0.199

資料 前表と同じ。

注1) グループは本文参照。

2) 計測式は本文の式(1)及び(2)。

1964-72年とは異なって良好な当てはまりを見せている点である。企業の設備投資行動が、 q の水準に強く感応していたというこの事実は、高度成長前半期の企業の投資行動と株式市場の関係が後半期とは明確に異なっていたことを示唆する。

さてここでの主題は、この投資に対する流動性制約を、社長会への帰属、メインバンク関係の強弱が、緩和したか否かをテストすることである。その際、既述の1)結合度指数に基づく銀行系・独立系の区分に加えて、さらに2)企業の借入・総負債比率に系列融資比率を乗じたメインバンク純依存度(表7.12では上段右欄に掲げられている)に従ってサンプル企業を純依存度上位50社(High-50)と下位50社(Low-50)とに区分し、各グループの F_t の係数の比較を試みる。このメインバンク純依存度は系列融資のウエイ

表 7.15 産業別投資関数の計測

計測式： $I_t = a + \alpha_1 K_{t-1} + \alpha_2 L_{t-1} + \alpha_3 F_t + \alpha_4 F_t \cdot \text{Index}_{(64)} + \alpha_5 r_t + \alpha_6 c_t + \alpha_7 Y$

	N	K_{t-1}	F_t	$F_t \cdot \text{Index}$	r_t	c_t	$R^2(adj.)$
産 業	1017	0.824 (24.235) ^a	0.212 (11.108) ^a	-0.004 (-1.099)	-0.009 (-1.615)	-6.334 (-1.473)	0.728
低成長産業	394	0.901 (14.846) ^a	0.194 (4.873) ^a	-0.003 (-0.455)	-0.20 (-2.960) ^a	-4.082 (-0.536)	0.625
高成長産業	623	0.842 (20.890) ^a	0.191 (9.439) ^a	-0.008 (-2.060) ^c	0.035 (3.909) ^a	-7.662 (-1.628)	0.809
合 織	36	3.230 (8.138) ^a	1.056 (8.909) ^a	-0.017 (-2.311) ^b	-0.015 (-0.410)	2.551 (0.348)	0.930
金 属	137	0.686 (5.306) ^a	0.137 (2.285) ^b	-0.025 (-2.066) ^b	0.033 (3.201) ^a	-24.009 (-2.107) ^b	0.859
化 学	179	0.867 (11.320) ^a	0.142 (3.498) ^a	-0.007 (-1.075) ^b	-0.013 (-0.277)	6.892 (0.792)	0.697
一般機械	88	0.759 (8.067) ^a	0.255 (4.153) ^a	0.008 (1.143)	0.169 (3.679) ^a	-19.001 (-2.442) ^b	0.841
電気機械	91	0.834 (6.360) ^a	0.244 (2.444) ^b	0.014 (1.278)	0.222 (2.076) ^a	-12.935 (-1.161)	0.863
輸送機械	92	0.870 (5.592) ^a	0.178 (2.187) ^b	-0.021 (-1.815) ^c	6.179 (2.442) ^b	15.584 (1.495) ^b	0.822

資料 JDB Database.

注 Index は、結合度指数(Bank Tie Index)。

トを純粹に表現するという点で、メインバンク関係の資金調達面の役割を検討する上で有益な指標であろう。

このグルーピングに基づく、既述の投資関数の計測式(1)、(2)の結果は表7.14のとおりである。いずれのグループの計測式の当てはまりも良好であって、 $\log F_t$ の係数も信頼できる。1964年のメインバンク純依存度、及び結合度指数を1957-64年の各企業のデータのグルーピングに利用している点で、同表の計測ははまだ改善の余地はあるが、暫定的に以下の点を指摘してはば誤りあるまい⁵⁴⁾。

①社長会企業27社の投資に対するキャッシュ・フローの制約は平均、あるいは、Low-50に比べて著しく低い。その F_t の係数0.10は、ほぼサンプル平均、あるいはHigh-50を除くすべてのグループの $F(t)$ のほぼ2分の1以下であった。系列融資・株式保有・社債発行等の点で、同系企業との緊密な関係をもつ社長会メンバー企業は、内部資金の制約からもっとも自由で

あった。他方、社長会メンバーの企業の投資行動は、またその他の企業に比して q の変動に対しても敏感ではなかった(表下段)。この結果は、社長会メンバーの企業経営が相対的に株式市場の制約から緩和されていたという既述のファクトファイディングと整合的であろう。

②メインバンク純依存度の高い企業(High-50)の内部資金の投資に対する制約も、純依存度の低い企業(Low-50)に比べて小さく、社長会メンバーとはほぼ同水準であった。Low-50の場合、内部資金 $\log F_t$ の増加が設備投資を0.26%増加させるのに対して、High-50では0.10%増加させるにとどまる。既述の通り、この時期借入・総負債比率の上昇は、負債発行にともなうエイジェンシー・コストの上昇を介して、投資に対するキャッシュ・フローの制約を引き上げていたが、メインバンク関係は、この制約を緩和した。負債比率の高い企業にとって特定銀行への依存は、企業の直面するキャッシュ・フローの制約を緩和し、独立系企業に比べて投資の水準を引き上げたのである。

③もっとも、銀行と企業の総合的な関係を示す結合度でグルーピングすると、必ずしも明確な関係を見て取ることはできない。むしろ結合度の高い企業(銀行系列)の F_t が低い企業のそれをやや上回っている⁵⁵⁾。しかし、これは、サンプル企業を大きく正負に2分し、かつ産業間の設備投資の水準の不均衡が考慮されないために生じたバイアスの可能性が強い。そこで、産業を1957-64年の生産増加率に即して成長産業(合成繊維、金属・化学・機械)と停滞産業(その他)に2分し、かつ結合度指数そのものと F_t の交差項を計測式(1)に追加すると、メインバンク関係の機能はより明確となる(表7.15)。全産業、停滞産業では F_t と結合度指数の交差項は、負であるものの統計的に有意でないのに対して、成長産業では、5%有意水準で結合度指数の高い企業ほどキャッシュ・フローの制約から緩和されるという関係を確認することができる。この傾向は、特に合成繊維、金属、輸送機械といったこの時期の成長産業で明確であった。成長産業では、結合度指数1ポイント(ちなみに、結合度指数の最大値は3.84、最小値は-1.84)の上昇は、平均で0.8%、金属では2.5%キャッシュ・フローの制約を緩和する方向に作用した。高度成長期前半は、大きなビジネス・チャンスが開ける反面、設備拡

表7.16 企業成長率と企業グループ (n=205)

計測式： $\Delta \text{Asset} = \alpha + \beta \text{Asset}(t_0) + \gamma \text{group} + \delta \text{Ind-dum}$

説明変数	Asset	Group Dum				Ind-dum	R ²
		社長会	銀行系列	銀行系1	銀行系2		
1957-64							
(1)	-1.749 (-4.424) ^a	0.522 (1.097)	0.867 (2.887) ^b	—	—	NO	0.09
(2)	-1.726 (-4.590) ^a	0.184 (0.426)	0.589 (2.119) ^b	—	—	YES	0.30
(3)	-1.549 (-4.200) ^a	-0.169 (-0.407)	—	—	—	YES	0.30
(4)	-1.672 (-4.731) ^a	—	0.552 (2.086) ^b	—	—	YES	0.31
(5)	-1.606 (-4.617) ^a	—	—	1.039 (2.504) ^b	—	YES	0.31
(6)	-1.625 (-5.130) ^a	—	—	—	0.361 (1.345)	YES	0.30
64-72							
	0.024 (0.143)	0.601 (3.210) ^a	—	0.069 (0.640)	0.299 (1.594)	YES	0.196
	Asset 57	Dep. 50	Ind. 50	Ind-dum	R ²		
(7)	-1.774 (-4.710) ^a	0.414 (1.233)	0.864 (2.404) ^b	YES	0.31		

$\Delta \text{Asset} = \alpha + \beta \text{Asset}(t_0) + \gamma \Delta \text{SH-Fin} + \delta \text{SH-Fin}(t_0) + \epsilon \Delta \text{Bor} + \zeta \text{Bor}(t_0) + \eta \text{Ind-dum}$

	Asset	$\Delta \text{SH-Fin}$	ΔBor	Ind-dum	R ²
1957-64	-0.752 (-1.905) ^c	0.030 (2.028) ^c	0.748 (0.532)	YES	0.23
64-72	0.130 (0.838)	0.025 (4.201) ^a	0.938 (1.975) ^c	YES	0.30

JDB Database. ダイヤモンド社「企業要覧」

注 各変数の定義は以下の通り。

ΔAsset : 資産成長率、64年総資産/57年総資産。

$\text{Asset}(t_0)$: 初期時点総資産、対数値。

社長会: 旧3財閥系企業集団メンバー企業。

銀行系1: 結合度指数が正の企業のうち、三菱・住友・三井3銀行をメインバンクとする企業。

銀行系2: 結合度指数が正の企業のうち、富士・三和・第一をメインバンクとする企業。

Ind-dum: 産業ダミー、産業二分分類。

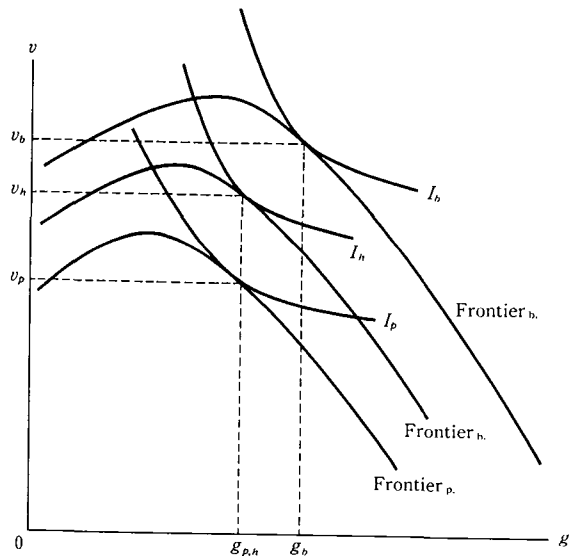
$\Delta \text{SH-Fin}$: 金融機関株式保有比率の変化。

SH-Fin: 初期時点の金融機関保有比率。

ΔBor : 借入-総負債比率の変化率、64年借入/総負債-57年借入/総負債。

$\text{Bor}(t_0)$: 初期時点借入比率。

図 7.1 企業成長率と集団企業



注 Frontier b: メインバンク結合度の高い企業。
 Frontier h: メインバンク純依存度の高い企業の成長フロンティア。
 Frontier p: 社長会メンバーの成長フロンティア。
 I_b, I_h, I_p : それぞれの無差別曲線。
 g : 成長率, i : 割引率, p : 売り上げ。
 v : 企業価値, $v = (P - \Psi(g)) / (i - g)$ 。
 $\Psi(g)$: 成長費用, 但し $\Psi'(g) > 0, \Psi''(g) > 0$ 。

大を指向する企業は、未だ名声を確立していなかった。この意味で、借手と貸手の情報の非対称性が著しく大きかったこの時期に、当該企業の資金を供給し、役員派遣、株式保有を通じて事前・期中・事後のモニタリングを整備したメインバンクは、情報問題、あるいは経営者のモラルハザードを軽減し、設備投資に対する内部資金の制約を緩和することを通じて設備投資を促進したのである。

5.4 集団帰属と企業成長

では、企業集団、メインバンク関係は企業成長をも加速することになったか？ この点を明らかにするために、われわれのデータ・セット、鉱工業最

大 200 社の 1957-64 年総資産成長率を初期時点の資産規模とグループ帰属ダミーによって回帰した。ここで、グループの区分は、表 7.14 と同様である。この結果を要約した表 7.16 から、次の諸点が明らかである。

- 1) 社長会メンバーの成長が有意に早いとはいえない。既述の通り株式持合いを通じて株式市場の制約から緩和され、他方でキャッシュフローの制約からもっとも自由であった旧財閥系企業も、高度経済成長の前半には、それが相対的な高成長につながったわけではない。社長会メンバーが有意に企業成長を高めたのは、高度経済成長の後半に属す。
- 2) 企業の銀行に対する純依存度でグルーピングした場合、High-50 の成長率が有意に高いとは言えず、むしろキャッシュ・フローの投資に対する制約が大きかった Low-50 の成長が有意に高かった。設備投資との関連で言えば、High-50 の企業に対するメインバンクの役割は、もしそれがなければ投資水準が低下したであろう企業の投資を促進するという点で重要な役割を演じたものの、High-50 がそれによって高成長を実現したわけではなかった。
- 3) 他方、銀行の貸出額・株式保有比率等を総合した結合度で見れば、銀行系の成長が有意に高いことが確認できる。またこの傾向は銀行系でもとくに旧財閥系 3 都市銀行（銀行系-1）で特に顕著であった。メインバンク関係は、ここでは、これまで高成長を実現し、しかもそれでもなお内部資金の制約に直面した企業群の投資を促進することを通じて企業成長を加速させたのである。
- 4) さらにこの時期の企業成長を金融機関の持株比率の変化 ($\Delta SH-Fin$) と、借入・資産比率 (ΔBor) で回帰した表 7.16 下欄の結果によれば、金融機関の保有比率の変化と、企業成長率に有意な相関があった。ポートフォリオに基づいて行動する金融機関によって高く評価された企業ほど、高い成長を示したことになる。

ところで、株式市場の制約から相対的に自由であり、かつキャッシュ・フローの制約から最も自由であった企業集団系企業の成長が、必ずしも有意に高くなく、むしろ相対的に株式市場の強い制約下にあった企業（銀行系企業）ほど企業成長率が高いという以上の事実はいかに理解されるべきか？

1つの解釈は、この時期の旧財閥系企業の成長フロンティアが、都市銀行と密接な関係を持った企業に比べて低かったという見方であろう。図7.1は、表7.12の「評価率」の計測の背後にある考え方を利用してこの点を図示したものである⁵⁶⁾。高度成長前半期に、旧財閥系企業グループメンバー企業の成長フロンティア (Frontier_p) は、銀行系 (Frontier_b) に比べて南西方向に位置し、経営者の相対的に自由な裁量を意味する株価最大点からの右方向への乖離にもかかわらず、企業成長率は、銀行系に比べて相対的に低かったと解釈できよう。よく知られているように成長フロンティア、 $v-g$ 曲線の形状は、成長費用関数 $\Psi(g)$ と割引率 (i) によって規定される。旧財閥系企業グループメンバー企業の割引率が銀行系に比べて、高かったとは考えにくいから、このフロンティアの相違は、両者間で成長費用に関して相違があったとみることができよう。この時期、企業グループメンバー企業は、成長費用を引き下げるような革新的な投資の担い手ではなかった。高度成長前半期、3財閥系社長会メンバーは、企業グループの形成のフォアランナーではあったが、革新的な設備投資を担うという点では必ずしもフォアランナーではなかったのである。

他方、都市銀行と密接な関係を形成した企業こそ、成長費用の引き下げを可能とする革新的な設備投資の担い手であった。この銀行系に分類される企業では、本田技研・ソニーに代表されるストーリーが、程度の差こそあれ発生していたのである。技術革新をともなう企業の積極的な投資計画→大口顧客の拡大を追求する銀行による事前の的確な審査と貸出→情報の貸出・資本市場へのスビル・オーバー→株価の上昇→借入と増資による資金調達→高投資・高成長という事態が進展していたとみられよう。

以上の事実を、都市銀行側からみれば、銀行の貸出行動が、基本的に picking up winner であったことを示唆している。銀行は、相対的に成長率の高い企業を選択し、その関係を強化することによって、低コストの預金を確保し、貸出の規模の経済性を実現した。すでにみた財閥系銀行の「外延的拡大」戦略、あるいは、それとの対応で形成された富士の「経済主流取引」、あるいは三和の「重化学工業化」戦略はその目的を実現したといえよう。もっとも、こうした都市銀行の貸出行動は、やや積極的にすぎた面もあった。

都市銀行は、金融引き締め局面で、しばしば大口顧客の金融危機に直面したからである。とくに初期時点において大口顧客が乏しく、それゆえ高度経済成長期前半を通じて大口顧客の開拓に積極的であった三和銀行ではこの傾向は顕著であった。三和銀行自身もこの点を「三和は不況に弱い、金融引き締めには弱いとしばしば言われる」⁵⁷⁾と自覚していたが、こうした三和の積極的な貸出は、不況期に多額の不良債権を生み出した。高度成長期の前半のこの貸出競争は、デフォルトリスクの上昇をあえて甘受する形で進展したとも見ることができよう。

6. 展 望

よく知られているように1965年の証券不況後、企業グループの形成は進展し、いわゆる6大企業グループがその形を整えることになった。最後に、その過程を展望して結びに代えることにしよう。

証券不況後の株価低下による敵対的買収の可能性の上昇に、資本自由化による外資の進出の危機感が加わって、各企業は安定株主工作に積極化した。この過程で旧財閥系では相互持合いがいつそう進展した。とくに、これまで相対的に持合いの進展が遅れていた三井系の進展が著しく、1968年には社長会の強化がはかられた。他方、投資信託の解約、金融機関の株式の放出が進む中で、旧3大財閥系企業以外の企業はあらためて安定株主工作を進めた。関係会社との間の持合い、特に借入、企業年金等で関係の深い信託・生損保への保有依頼等によって安定株主化がはかられた。1966、67年に芙蓉・三和銀行系の社長会が相ついで形成され、第1銀行の社長会(5日会)が勤業銀行の社長会(15会社)と合同社長会を開始したというよく知られている事実も、証券不況後の危機に対する金融機関、非金融企業双方の対応の一環として理解できよう。株価の低下に直面した企業は、グループ形成に関与することによって株主安定化を追求した。一方、取引先のいくつかが金融的危機に陥った各銀行は、保険的動機から明示的なグループの形成を指向したのである。

こうした株式所有構造の大幅な変化は、企業の投資行動に影響を与えるこ

とになった。

第1に、以上の安定株主工作の結果、たんに旧財閥系企業集団のみでなく、新たに形成された3企業集団を含めて企業の投資行動は株式市場の影響から遮断されたとみられる。この点は、既述の投資関数で設備投資に対する q の影響が高度成長期後半にその有意性を失うことが、1つの傍証を与えよう(表7.13)。株式市場の影響から比較的自由的な経営者企業という日本企業に関する様式化された特徴は、この時期に全面化したと見られる。

他方、第2に、高度成長前半期に見られたメインバンクの資金パイプ機能が低下した。これまで、都市銀行に成長資金を依存していた企業のうち一部は、自己金融化の傾向を強めた。典型的な事例は、ソニーであって、1965年以降は、設備投資に対する借入の依存度が低下した(表7.7)⁵⁸⁾。こうした傾向は、三洋(住友)、シャープ(富士)、本田(三菱)にも確認することができる。高度成長前半期について都市銀行が持っていたベンチャー・キャピタルの供給機能は、各社が規模を成長させ名声を確立するとともに、鉱工業上位150社のレベルでは消失したと見てよからう。

また旧3大財閥系社長会メンバー、あるいは新たに形成された芙蓉・三和・第一の各集団メンバーの系列融資依存度も低下した。大規模の設備投資の際、同系金融機関の融資比率が上昇する傾向は見られたが、その頻度は低下し、大企業の借り入れ先は分散化の傾向を強めた。

しかし、第3に、系列融資比率の低下の反面で、各企業は設備投資に対する自己資金の制約からいっそう緩和された。表7.13のとおり、1965-72年の設備投資に対する F_i の係数は低下した。この低下は、各企業が名声を確立した結果、情報の非対称性が低下したために生じた面が強いとみられるが、メインバンク・システムが全面化していたことも重要な意味をもったとみられよう。メインバンクによる事前・期中・事後のモニタリングは、負債発行のエイジェンシー・コストの削減と、経営者のモラルハザードの抑制を通じて投資に対するキャッシュ・フローの制約を緩和したのである。1972年の結合度指数を算出して、集団帰属、あるいは結合度とキャッシュ・フローの制約との関係を検討するのは今後の課題であるが、64年と同じグルーピングの計測では、企業集団メンバーと独立系企業との間に有意な格差を見いだ

すことができる。

そして最後に、株式市場から相対的に遮断され、メインバンク関係によって負債発行に伴うエイジェンシー・コストの削減された企業は、全面的に外部資金に依存した積極的な設備投資を展開することになった。大企業の自己資本比率は、大幅に低下した。企業は借入に依存した設備投資の傾向をいっそう強めた。そして、重要な点は、表7.16のとおり企業成長と、借入・総負債比率の増加率、及び金融機関の持株比率の増加率との間に有意な正の相関が確認できることである。借入依存度の増加率が高ければ高いほど、また、金融機関の株式保有比率の上昇が高ければ高いほど企業成長が高いというのがこの時期の特徴であった⁵⁹⁾。しかも、この過程で、もっとも企業集団としての結束度が高かった旧3大財閥系企業集団メンバーは、自己資本比率の低下のテンポが平均を上回り、かつ同時に相対的に高い成長を享受した。つまり、相互持合いを通じて株式の安定化がもっとも進んだ社長会メンバー企業は、株式市場の影響を遮断しながら、借入先を分散させつつ、借入に全面的に依存した成長を実現したのである。しばしば、企業集団の特徴として叙述されるこうした投資行動は、この時期に全面的に、そして旧3大財閥系企業集団メンバーにおいてもっとも典型的に見られたのである。この意味で、株式相互持合いとメインバンクによって特徴づけられる水平型の企業集団は、高度経済成長の後半にそのヘイ・デイを迎えることとなるのである。

* 本章の基礎となるデータ・セットにあたっては、Yishay Yafeh, 星岳雄, 坂野友昭の各氏, 日本開発銀行設備投資研究所の方々のご教示を得た。現代経済研究会(東京大学社会科学研究所), 経済学セミナー(早稲田大学)の参加者, 及び河合正弘, 武田晴人氏から初期の草稿に対して貴重なコメントを得た。データ作成にあたっては、荻野拓也・岡田伸大両君の助けを受けた。本稿は、文部省科学研究費一般研究(A), 早稲田大学特定課題研究の成果の一部である。

- 1) 山崎広明「日本企業史序説」, 東京大学社会科学研究所編『現代日本社会』第5巻, 東京大学出版会, 1991年。また, Johnson, C. *MITI and Japanese Miracle*, Stanford University Press, 1982, pp. 205-7; Okimoto, D. *Between MITI and Market*, Stanford University Press, p. 132. もこうした見方を示し

ている。

- 2) 小田切宏之「企業集団の理論」,『季刊理論経済学』1975年8月,中谷巖「企業集団の経済的機能と銀行の役割」,『金融経済』Vol. 202,岡崎哲二「資本自由化以降の企業集団」,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,1992年,第7章。ただし,1970年以降を対象とした前二者の計測結果は,企業成長に対する企業集団の効果に懐疑的である。
- 3) Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships," in G. Hubbard, ed. *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, 1991; Hoshi, et al., "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, 1991, 但し, 両論文は, オイルショック以降の局面を扱っている。
- 4) 宮崎義一『戦後日本の経済機構』新評論, 1966年。注1)-3)の文献も社長会企業とそれ以外に二分した岡崎を除けばこうした観点からはかならずしも自由ではない。
- 5) 鉱工業上位100社のデータによる試算。①三井・三菱・住友直系企業のみ, ②は, 創業者家族, あるいは持株会社が10%以上保有しているケース。
- 6) Teranishi, J., "Emergence of loan Syndication in wartime Japan: An investigation into historical origin of main bank," in M. Aoki and Patric, H. *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economy*, Oxford University Press, 1994; Hoshi, T., "Evolution of the main bank system in Japan," mimemo, U. C. San Diego.
- 7) 宮島英昭「財界追放と新経営陣の登場」, 森川英正編『戦後経営史入門』日本経済新聞社, 1992年, 宮島英昭「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, 1992年, 第5章。
- 8) Aoki, M., "Controlling the Insider Control," in Aoki, M. and Kim, H. ed., *Corporate Governance in Transitional Economy*, The World Bank, 1995.
- 9) ただし, この用語をテイク・オーバーに大きな役割を与えるジャンセン・メックリング的な意味で厳格に使っているわけではない。Jensen, M. and Meckling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, pp. 305-360.

- 10) 岡崎哲二「企業システム」, 岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社, 1993年, 132-138頁。
- 11) 宮島英昭「証券民主化再考: コーポレート・ガバナンスの視点から」, 『証券研究』近刊。
- 12) Grossman, S. J., and O. Hart, "Takeover bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, 11, 1980.
- 13) Shleifer, A. and Vishny R. V., "Large Shareholder and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 1986, Vol. 94, No. 3, pp. 461-488.
- 14) 前掲, 宮島「証券民主化再考」。
- 15) Miyajima, H., "Privatization of Ex-zaibatsu Holding Stocks and Emergence of Bank Centered Corporate Groups," The World Bank Working Paper, 94-8, 1994.
- 16) 社長の形成経過については, 大槻文平編著『私の三菱昭和史』東洋経済新報社, 1987年, 72-3頁。前掲, 宮島「財閥解体」。
- 17) 1957-58年まで自己株保存問題が社会的注目を集めていたことが, この点の傍証となろう。鈴木邦夫「財閥から企業集団・企業系列へ」, 『土地制度史学』Vol. 138, 1992年。
- 18) 前掲, 宮島「証券民主化再考」はこの点をシステムティックに確認している。
- 19) 以上の経過は, 住友金属工業株式会社社史編纂委員会『住友金属工業最近10年史』, 1967年, 88-103頁, 引用は, 93頁。
- 20) 前掲, 大槻文平編著『私の三菱昭和史』, 71頁。
- 21) 奥村宏『法人資本主義』お茶の水書房, 1985年, 61-63頁。
- 22) 橘川武郎「戦後型企業集団の形成」, 前掲, 橋本寿朗・武田晴人編著『日本経済の発展と企業集団』第6章。志村嘉一監修『戦後産業史への証言5 企業集団』毎日新聞社, 1979年, 10-92頁。
- 23) 石油化学の資金調達については, 工藤章「石油化学」, 山崎他編『戦後日本経営史』第2巻, 東洋経済新報社。
- 24) 東レ株式会社社史編纂委員会『東レ50年史』, 1977年, 96頁, 258-260頁。
- 25) 前掲, 岡崎, 「資本自由化以降の企業集団」。
- 26) 近藤弘『住友銀行7人の頭取』日本実業出版社, 1988年, 68頁。
- 27) 三菱銀行株式会社『続・三菱銀行社史』1977年, 33, 47-48, 314-318頁。例えば, 三井銀行の佐藤喜一郎は, 融資の集中という批判をしりぞけながら,

- 機会ある毎に貸出先を分散させる方針であることを強調した。
- 28) この取引関係が「最初の貸手」の機能を果たした点について一例を紹介しておけば、当時の小松は依然小企業であったが、ブルドーザーには非常な情熱を持っていた。同社の小松が住友の堀田にキャタピラー社に対抗できると説得し、住友銀行からの融資が成立したと言う。他方、三井銀行は、この過程で旧来からの取引先企業を失った。例えば、電気化学（第1銀行）、大同製鋼（第1銀行）、山陽パルプ（富士銀行）がその事例である。
- 29) 以上の記述は、本田技研株式会社『ホンダの歩み』1975年、47、61頁、『東洋経済新報』1959年10月27日、1960年1月2日、5月27日。
- 30) 以上の、ソニー株式会社『ソニー創立40年記念誌 源流』1986年、240頁。
- 31) 万代とソニーの関係については、佐々木邦『在りし日——人としての万代 順三郎』1964年、212-224頁。田島道治（元ソニー会長）は、「万代君は、ソニーの赤ん坊時代、いわば海のものと山のものともつかぬ頃から、正副社長の人柄、手腕にはれこんで大ファンとなり同君によって絶大な援助を三井銀行から受け得られたのは、まことに奇しき縁であった」と回顧している。井深大は、上場後のソニー株の販売に奔走したエピソードを伝えている。
- 32) 出発点の状況は、「銀行の支配力強化と財閥再編成の方向」『東洋経済』、1953年1月1日、「財閥再編成と金融支配力の実態」同1955年10月24日から得られる。
- 33) 三和銀行株式会社『三和銀行の歴史』、1974年、242頁。
- 34) 「皆様の富士銀行」、「ピープルズバンク」（三和銀行）からもこの当初の大衆化路線がうかがわれよう。
- 35) 以上の記述は富士銀行株式会社『富士銀行100年史』、1982年、797頁、930-1頁、大石亨「芙蓉グループ」ユニオン出版社、1978年、56-7頁。
- 36) 以上の記述は、前掲『三和銀行の歴史』、242頁。
- 37) 丸紅株式会社『丸紅本史』1984年、22-33頁。
- 38) 現代企業研究会『昭和電工』1961年、157-8頁。
- 39) 前掲、『三和銀行の歴史』、426頁。
- 40) 前掲、『富士銀行100年史』、925-7頁。
- 41) 前掲、『三和銀行の歴史』、407-9頁。
- 42) ちなみに東レのナイロンの原料供給は、三井銀行をメインバンクとする東亜合成から（49年契約締結。前掲『東レ50年史』55頁）、またテトロン（テレフタル酸・TPA）は三井石油化学から供給を受けた。

- 43) ユニチカ社史編纂委員会『ユニチカ100年史』1991年、550-2頁によれば、「当社と宇部興産との契約締結のための交渉は、難航した。諸権利の所有のあり方をめぐって膠着状態が続いた。当社はもともとインベンタ社との技術と特許の包括契約を結び、このうちラクタム製造までを宇部興産へ再実施する考えであったから、当社に帰属する諸権利の一部を同社に分権する事を主張した。これに対して宇部は、諸権利を共有することを主張したので見解は真っ向から対立した」。
- 44) 俵田翁伝記編纂委員会『俵田明伝』1962年、398-400頁。契約締結後も「宇部と日本レーヨンの間のラクタム取引価格の決定はスムーズにいかなかった。これには宇部は製造した総てのラクタムの売り渡し先を当社に限定されており、自家消費または外販する場合は、当社の同意を得るという契約内容」になっていたためであった。『ユニチカ100年史』616頁。
- 45) 前掲、岡崎、「資本自由化以降の企業集団」、表7.6、313頁。
- 46) 堀内昭義・福田慎一「日本のメインバンクはどのような役割を果たしてきたのか」、『金融研究』第6巻3号、1987年；三輪芳郎「メインバンクとその機能」、中村隆英他編『現代日本の信用システム』東京大学出版会、1985年。前掲、岡崎、「資本自由化以降の企業集団」、表7.13がこの点を整理して便宜である。
- 47) すでに、岡崎竜子・堀内昭義「設備投資とメインバンク」、堀内昭義・吉野直行『現代日本の金融分析』（東京大学出版会、4章、1992年）が結合度指数（メインバンク変数）の開発を試みている。ここでの試みは、その延長線上にあるが、系列融資比率の役割が大きいことを考慮して、銀行の貸出額、企業の借入・総負債比率を変数に加えた点に特徴がある。なお、結合度は第1主成分による。詳しくは別の機会に公表したい。
- 48) この銀行系1には本田、野田醤油、大昭和製紙、ソニー等の創業者タイプの企業が含まれる。
- 49) Marris, R. L., *The Economics Theory of Managerial Capitalism*, London, Macmillan, 1964. Odagiri, H., *Growth Through Competition: Competition Through Growth*, Oxford, 1994.
- 50) 前掲、岡崎哲二「資本自由化以降の企業集団」、309-310頁。
- 51) Myers, S. C. and Majluf, N. S., "Corporate Financing and Investment Decision: When Firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13, 1984, pp. 187-221; Fazzari, S., Hubbard

- R. G. and Perterson, B., "Financing Constraint and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activities*, No. 1, pp. 141-195, 1988; Hoshi, T. et al., "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups"; 前掲, 岡崎電子・堀内昭義「設備投資とメインバンク」, (1)式は岡崎・堀内, (2)式は Hoshi et al. と基本的に同じ設計である。
- 52) Fazzari, S. et al., "Financing Constraint and Corporate Investment."
- 53) 堀内昭義・桜井宏二郎「金融・資本市場の展開」, 宇沢弘文編『日本経済: 蓄積と成長の奇跡』東京大学出版会, 1989年。
- 54) 統計学的には, 各グループの F_i の係数間の差が有意であるか否かを検定する必要があるが, GMM (Generalized Method of Moments Estimation) を利用した検定は, 今後の課題としたい。
- 55) さらに旧3財閥銀行をメインバンクとする企業(表7.11, 7.12の銀行系1)と, 富士・三和・第一をメインバンクとする企業(同じく銀行系2)とに区分した計測では, 前者1の F_i の係数はやや高く, 0.33である。
- 56) Odagiri, H., *Growth Through Competition: Competition Through Growth*, Oxford, 1994; 青木昌彦・伊丹敬之『企業の経済学』岩波書店, 1984年, 112-113頁, 170-173頁。
- 57) 前掲, 『三和銀行の歴史』, 441, 454頁。
- 58) 1961年からADR (American Depositary Receipt) によるアメリカ市場での証券発行を契機にソニーは直接金融と, 借入先の分散を指向した。前掲, 『ソニー創立40年記念誌 源流』240-4頁。
- 59) 表7.16のとおり, 高度成長後半期にも前半期と同様に金融機関の持株比率($\Delta SH-Fin$)と企業成長との間に有意な正の相関があるが, 高度成長後半期の金融機関持株比率の変化は, 前半期とは異なって, ポートフォリオではなく, 政策的要因(取引関係のある企業の依頼)に基づくとみられる。つまり, 高度成長前半期の企業成長と $\Delta SH-Fin$ との正の相関が, 成長フロンティアの高い(図7.1の北東方向に位置する)企業に金融機関が投資したことを表現しているのに対して, 後半のそれは, 株式市場の影響力を相対的に遮断し, 経営者の裁量の拡大を通じて成長に貢献するというメカニズム(図7.1の株価最大点からの右方向への乖離)を示すものとみられるが, この点の立ち入った検討は, 今後の課題としたい。

第8章 企業金融

——高度成長期の設備資金供給と金融機関——

日高千景

1. はじめに

戦後日本の経済発展の謎を解き, 日本型資本主義の本質を探ろうとする国内外の研究は, 「日本株式会社 (Japan, Inc.)」論の登場以来今日ますます活発に続いている。海外における近年の研究の方向性は, 何故日本に競争力を奪われたのかという従来までの関心に日本の経験は他に移植可能かという新たな関心が加わったことにも起因して, 戦後日本経済に築かれたシステムをより多角的な視点から捉えようとするものに進展しつつある¹⁾。一方, われわれにとっても, 戦後キャッチアップの過程で築かれたシステムと急展開する現実との間の不調和が確実に認識されつつある今日ほど, このシステムの実態を様々な角度から解明するにふさわしく, かつ, それが必要な時期はないだろう。

本章に与えられた課題は, 戦後日本の産業発展を企業金融という角度から考察することであるが, この分野はこれまでの研究において最も蓄積の乏しい分野の1つと言わざるを得ない。戦後の日本企業あるいは産業の成し遂げた飛躍的な発展を個々に辿り直そうとする研究は近年急速にその数を増しつつあるが, その発展に占める金融の役割には必ずしも十分な関心が払われていない。一方, 金融を対象にした研究は, いわゆる金融制度史の枠の中でのものが中心である。両者の接点に位置する問題, すなわち, 個別企業や産業の発展がいかにしてファイナンスされたか, あるいは金融のありかたが個別企業や産業の発展過程にいかなる影響を及ぼしたかを主題とする研究は, その分析の枠組を含めてこれから構築をはからねばならないように思われる。

日本経営史 4

「日本的」経営の連続と断絶

編集

山崎広明 橋川武郎

岩波書店

2 専門経営者の制覇

—日本型経営者企業の成立—

宮島英昭

はじめに⁽¹⁾

戦時・戦後の時期にわが国の大企業が経験した大きな変化の一つは、専門経営者の制覇であった。産業化とともに所有と経営の分離は進展していたが、この動向はこの時期に⁽²⁾つきよに加速した。「トップ・レベルの経営決定をその会社の株式をほとんど所有しない専門経営者」が行なう経営者企業⁽²⁾が全般化するという意味で「経営者革命」⁽³⁾が進展し、この変化は、戦時の企業統制と戦後改革という外生的ショックによってもたらされた点で「上から」の経営者革命というにふさわしい性格を帯びていた。しかもこの間の変化はそればかりではなかった。企業経営者と、その他の利害関係者(Stakeholder)の関係、すなわち、経営者の選任とその政策選択を規制する構造としてのコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャーもこの上からの経営者革命を経て、戦前から大きく変化することになった。

いま、「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、その意味の経営と所有(株主)との関係を最近の理論的成果に従って整理すれば次の四つの段階に区分できる。⁽⁴⁾

- (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、事前的モニタリング(ex ante monitoring)・・・提示された計画の承認⁽⁵⁾
- (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(Intrium-monitoring)・・・投資計画の実施の監視
- (4-2) 事後的モニタリング(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。

定。低い成果の場合の経営者の交代を含む。

「所有と経営の分離」とは、厳密には右の1・3⇐企業経営(Decision Management)と2・4⇐決定のコントロール(Decision Control)が分離することを指す。この視角から見れば、戦前の大企業は、大株主を中心とした所有構造を基礎に、⁽⁶⁾いまだ1・3と2・4が一致した所有型企業が無視しがたい比重を占め、しかも専門経営者が戦略的意志決定にあたった企業でも、株主(持株会社またはブロック・シェアホルダー)が取締役会あるいは株式市場を通じて専門経営者の投資計画を承認・モニターした点に大きな特色があった。しかし、戦後改革が終了し、日本経済が復興を終えて、高度成長の出発点にたった一九五五年の大企業では、広範に分散した所有構造を基礎に、1・3と2・4が分離したばかりではなく、決定のコントロールにおける株主の役割が著しく低下した。そして戦前の株主、または市場による経営者の規律に代わって、メインバンクによる事前、期中、事後的なモニタリングが経営者を規律し、最終的な経営者の選任に大きな影響力を持つことになった。したがって、戦後日本の大企業に全般化した経営者企業は、戦前に見られた経営者企業ばかりでなく、例えばチャンドラーの描く経営者企業とも、大きく異なった特色を備えた。一九五五年前後には、しばしばJ型企業と様式化される現代日本の大企業の制度的特徴の原型が形成されたのである。⁽⁶⁾

右の変化は、戦時に進展したコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャーとそれを支える他の諸制度の変化を初期条件として、戦時の変化とは異なるベクトルをもつ戦後改革というショックが加わることによって発生した。後述のように、戦時企業統制の進展は、戦前の企業システムを変化させたが、戦前の構造はこの変化を押し止める慣性をもった。しかし、連合国総司令部(General Headquarters of Allied Nations, 以下GHQ)によって実施された戦後改革は、戦前の構造の徹底的な解体を通じて、戦時の企業統制によって生じた変化を徹底的に押し進めたばかりでなく、さらに、戦時に追求された方向と重要な側面で大きく異なる制度をわが国に強制した。改革は、GHQが自国の制度を念

表 2-1 株式集中度と取締役会の構成

	1937 N=105		1943 N=105		1949 N=108		1955 N=122
			(1)	(2)			
最大株主	23.9% (22.5)	20.5 (17.2)	6.4 (5.5)	5.9 (5.2)	8.7 (10.0)		
10大株主	47.1% (24.5)	42.3 (21.1)	18.8 (11.6)	18.2 (18.2)	25.6 (12.9)		
金融機関	6.0% (7.5)	9.6 (9.3)	6.1 (8.5)	6.1 (8.5)	16.7 (10.1)		
個人	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.	53.7 (14.0)		
証券会社	N. A.	N. A.	7.9 (8.7)	6.5 (7.4)	5.8 (6.2)		
ボード・メンバー数(a)	11.7人	14.3	—	12.1	14.5		
株主(b)	2.3人	2.1	—	0.4	0.4		
b/a	23.9%	15.0	—	3.6	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, 1937年・43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, 取締役会に参加している経営者。ただし, 財閥本社役員は, 含まない

4. 1949年の(1)は閉鎖機関, 持株会社整理委員会が7%以上保有する企業(日本鋼管, 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年の数値で代替

5. カッコ内は, 標準偏差, Nはサンプル数

頭に置いて「設計」した日本の経済制度の「アメリカ化」の傾向を帯びることとなったのである。もっとも、五五年に定着した企業システムがGHQの「設計」したコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャーを実現していたわけではない。むしろ戦後のシステムは、この占領政策のインパクトを四九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を通じて、一九五五年前後に日本型経営者企業の原型が形成されたのである。

本章の課題は、経営者と株主の関係に焦点を合わせ、大企業におけるその変化を、日中戦争直前の三七年の時点の整理を出発点に、(1)戦時の変化、(2)戦後改革のインパクト(アメリカナイゼーション)、(3)四九―五五年の修正・定着(ジャパナイゼーション)の三つの局面に区分して追跡し、専門経営者の制覇、すなわち日本型経営者企業の形成過程を説明する点にある⁽⁷⁾。ところで、この課題の検討のためには、経営者のキャリア、取締役会の構成、株式所有構造等のデータが不可欠となる。そこで、本章では、日中戦争開始時の一九三七年、および一九五五年の二時点を取りあげ、いずれかの時点で総資産ベースの鉱工業上位一〇〇社にランクされる企業をプールした独自のデータベースを作成し、これを基に分析を進めることにしたい。

一 戦時経済下のコーポレート・ガヴァナンスの変容

1 一九三七年の大企業の経営者とコーポレート・ガヴァナンス

明治以降、所有と経営の分離、あるいは取締役会における専門経営者の比率の低下は歴史的趨勢であったが、一九

三七年時点でもいぜん表2-1の通り筆頭

一〇大株主への集中度は高く、保有主体別

にみれば個人株主が大きな比重を占めた。

それに照応して、経営者と株主の関係も所

有者と経営者が同一である所有型経営者が

いまだ大きな比重を占め、専門経営者が戦

略的意志決定の中心に立つ場合でも、その

株式所有構造は持株会社が封鎖的に所有す

るケースから、広く個人に分散したケース

まで広い範囲の分布を示した。

いま、冒頭の視角に従って一九三七年の

大企業の経営者のタイプと、それと株主と

の関係を整理すれば、図2-1の通りであ

る。戦前の大企業は、(1)持株会社の封鎖

的所有と専門経営者による経営によって特

徴づけられる財閥直系企業、(2)経営者が

戦略的意志決定を担い、株式がすでに分散

している経営者企業、そして、(3)株主が

表 2-2 1937 年の株式所有構造と経営者

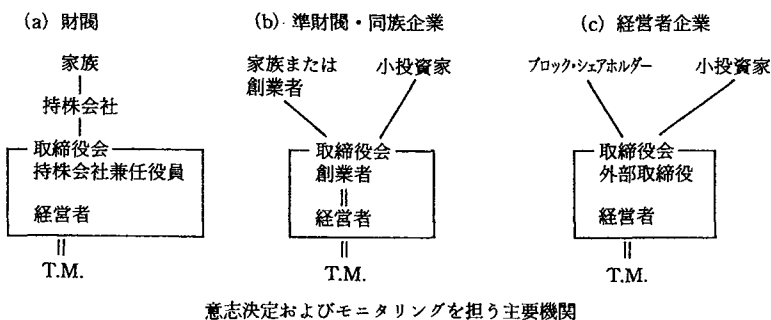
	企業数	所有構造		経営者		集中・専門		分散・専門		分散・集中	
		集中	分散	専門	所有型	経営者	所有型	経営者	所有型	経営者	所有型
食品	10	3	7	7	3	(1) 2	5	2	1		
繊維	27	6	21	14	13	(1) 2	12	9	4		
紙/パ	4	2	2	4	—	(1) 2	2	—	—		
窯業	6	1	5	2	4	(1) 1	1	4	—		
化学	14	4	10	7	7	(1) 1	(1) 6	4	3		
金属	10	6	4	6	4	(3) 4	2	2	2		
機械	27	15	12	16	11	(3) 11	5	7	4		
鉱業ほか	7	5	2	5	2	(3) 4	(1) 1	1	1		
合計	105	42	63	61	44	(14) 27	(2) 34	29	15		
		39.6%	59.4%	57.5%	41.5%	25.5%	32.1%	27.4%	14.2%		
軽工業	47	12	35	27	20	(4) 7	20	15	5		
		25.5%	74.5%	57.4%	42.6%	14.9%	42.6%	31.9%	10.6%		
重工業	58	30	28	34	24	(7) 20	(1) 14	14	10		
		51.7%	48.3%	58.6%	41.4%	34.4%	24.1%	24.1%	17.2%		

(資料) 東洋経済『株式会社年鑑』、『人事興信録』、各社『社史』、その他

- (注) 1. 所有構造欄の集中は、筆頭株主所有比率 25% 以上か、10 大株主が 50% 以上のいずれか一方に該当する場合、それ以外は分散
2. 経営者欄の所有型経営者は、本人、または、その個人持株会社が発行株の 3% 以上を保有する場合
3. 集中・分散・専門経営者の()内は、財閥直系企業。なお、財閥直系企業以外の他の集中・専門経営者企業の代表例は、日産傘下の企業(日本鉱業、日本水産)および、他の事業会社の子会社(日本レーヨン等)

質的トップの座(役職上は、会長(三菱)、専務、ないし常務、四〇年前後まで社長は、家族ないし空席の場合が多い)を占め、投資計画の起案とその実施にあたった。しかも、この専門経営者は、財閥直系企業の場合、学卒後、それぞれの企業に就職し、その後一貫して、同企業でキャリアを積んだ内部昇進の専門経営者が一般的である点に特徴があった。

(2) この専門経営者による投資計画の起案と実施は、本社による承認と厳格なモニターを受けた。住友財閥を例にとれば、本社は、傘下各社に対して①設備投資、新規参入等の重要事項に関する事前承認を求め、また、②傘下各社の期間業務の報告と株主総会の議案の事前提出を求めた。このうち①の実効性は、傘下企業の資金調達も、もっぱら本社の増資払込に依存する財閥企業に特有の資金調達様式によって担保された。この時期傘下企業は



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 2-1 戦前大企業のコーポレート・ガバナンス

同時に戦略的意志決定にあたる所有型企業の三つのタイプに整理することができる。この類型化は多分に理念的であるが、(イ)経営者が所有型経営者か専門経営者か、(ロ)所有構造が集中的か分散的かを基準としてサンプルを整理した表 2-12 から各タイプの量的比重を近似させることができる(定義は表注参照)。

財閥系企業 家族—本社(持株会社)—傘下企業という垂直的な株式所有関係の下に組織された財閥タイプの企業は(図 2-1a)、三井・三菱・住友財閥の直系企業に代表され、われわれのサンプル中一六社を占める。

(1) 封鎖的所有によって特徴づけられる財閥直系企業では、比較的早くから家族は、傘下企業の戦略的意志決定から退き、本社役員として、傘下企業から登用された持株会社の他の理事とともに傘下企業の統括にあたった。一方、傘下企業では、株式を保有しない専門経営者が、実

表 2-3 企業タイプ別の配当・利益感応度の計測

$$\text{計測式： } D=c+a_1\pi \quad (1)$$

$$dD=c+a_1 d\pi \quad (2)$$

計測式(1)	昭和恐慌期(1928-33)			戦時期(1937-43)		
	N	π	R ²	N	π	R ²
全データ	102	0.54(14.30) ^a	0.35	108	0.19(9.42) ^a	0.14
財閥	16	0.21(5.01) ^a	0.28	16	0.19(2.83) ^a	0.09
準財閥・所有型	41	0.62(6.99) ^a	0.24	39	0.15(4.55) ^a	0.10
経営者企業	45	0.53(26.19) ^a	0.81	53	0.15(4.18) ^a	0.07
計測式(2)	N	$d\pi$	R ²	N	$d\pi$	R ²
全データ	102	0.85(10.18) ^a	0.27	108	0.01(0.80)	-0.00
財閥	16	0.61(6.03) ^a	0.50	16	0.05(1.33)	0.01
準財閥(所有型)	41	0.68(2.92) ^a	0.06	39	-0.03(-1.05)	0.00
経営者企業	45	0.98(18.95) ^a	0.75	53	0.06(1.77)	0.00

(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』、『三菱社史』、麻島昭一『戦間期住友財閥の研究』、『人事興信録』、各社『社史』、他

(注) 1. 各変数の定義は次の通り

π : 自己資本利益率 D: 配当率
 $d\pi$: 自己資本利益率の変化率 dD : 配当率の変化率
 いずれも上・下期の平均

- 財閥・準財閥・経営者企業の定義は、本文・図 2-1 参照
- 表 2-2 の集中・専門経営者のうち、財閥系企業を除く 13 社は、経営者企業に分類した。因みにその 13 社を経営者企業から除き、財閥直系企業に加えると、つまり純粋に株式集中で集中と分散に 2 分すると、昭和恐慌期の推計式(1)の a_1 は、集中・専門経営者は 0.37(6.03)、分散・専門経営者は 0.53(18.95)、また推計式(2)は、同様に 1.03(15.90)、0.48(6.67)となる
- 本表は、配当率(D)と利益率(自己資本利益率, π)との相関を分析している。ここでは、利益率(π)およびその変化率($d\pi$)の係数、 a_1 に注目されたい。例えば、計測式(1)の全データの利益率(π)の係数 a_1 は、他に比べて利益率の 1% 高い企業は、配当率が 0.54% 高い傾向のあること、また、計測式(2)の利益の変化率($d\pi$)の係数 a_1 は、自己資本利益率の 1% の上昇が 0.85% の配当率の上昇をもたらす傾向のあることを示す。なお、パーレン内の数値は t 値であり、この値が小さければ、係数の大きさと符号にじゅうぶんな信頼のおけないことを意味する。通常、この値が 2 以上、あるいは 2 に近い場合その係数は統計的に有意である。また、決定係数 R² は、式全体のあてはまりを示し、1 に近いほど計測式の説明力が高い。本表は、これらに注目しながら、各企業タイプ間、および、昭和恐慌期と戦時期に利益率と配当率の関係に変化があったかを分析している。
- パーレン内は t 値、また外側の添字は、有意水準。a. 1% 水準、b. 5% 水準、c. 10% 水準で有意。以下各表とも同じ

増資、社債発行、二〇万円以上の資金借入のすべてについて本社の承認を必要としていたから、資金面からの本社の承認の持つ実効力は大きい。他方、②のうち前者は一種の予算統制であって、各期初に傘下企業は、製品ごとの生産・販売計画を設定し、期末の実績を報告した。また②の後者は、利益金処分の決定権が本社に属することを示す。すでに多くの研究が明らかにしているように、戦間期に財閥企業の分権化が進展したが、この分権化は、設備投資や新規部門への進出といった設備投資計画の立案のレベルにとどまり、本社は、投資計画の承認とモニタリングの点でいぜんとして強い権限をもった。提示された投資計画の的確な審査は、本社スタッフに支えられ、さらに本社役員が兼任が傘下企業の経営陣の活動の期中のモニターを補強した。そして、封鎖的株式所有に基づく持株会社の人事権が、最終的に本社の傘下企業に対するこうしたモニターの実効を支えた。

(3) こうしたコーポレート・ガバナンス・ストラクチャーの下で、財閥直系企業に対する持株会社の事後的モニタリングは、その他の企業とは異なった特徴を持った。昭和恐慌期の財閥直系企業の配当率の自己資本利益率に対する感応度は、平均、限界のいずれをとっても、表 2-3 の通り後述の経営者企業・所有型企業に比べて低く、そのことは本社が傘下企業を相対的に長期的観点からモニターしたことを示唆する。しかも、昭和恐慌期の経営者の交代と、企業のパフォーマンスを相関させた表 2-4 も、—— サンプル数が少ないので確言はできないが——、財閥直系企業の経営者が持株会社から比較的長期の観点によってモニターされていたという見方を支持する。同表によれば、財閥直系企業の恐慌期の経営者の交代は、幾つかの企業で、欠損・無配を計上したにもかかわらず、後述の経営者企業に比べて少ない。例えば、三菱電機は昭和恐慌期に業績を悪化させ、数期にわたって欠損を計上したが、川井源八がこの間一貫して、経営のトップにあつて合理化を指導した。こうした対応は、同じく恐慌期に業績を悪化させ現経営陣の退任、外部者三井物産取締役)による交代が見られた芝浦製作所と対照的であつた。しかし、利益が同業他社に比べ

の存在がこの問題を緩和した。これらのブロック・シェアホルダーが社外重役として参加する取締役会が、専門経営者の提示する投資計画を承認し、その企業成果をモニターした。しかし、この経営者企業における大株主の投資計画の承認の実効力は、既述の財閥本社に比べて小さかったと見られる。第一に、外部重役はその投資計画を的確に評価するために必要な知識を必ずしも十分に備えていたわけではなく、第二に、経営者企業の多くの資金調達には、自己金融傾向が強かったからである。⁽¹⁵⁾むしろ、取締役会の機能は、トップ・マネジメントチームをモニターする点にあった。

(3) 右の経営者と株主の関係は、経営者企業の行動に影響を与えた。取締役会を通じた株主によるモニターの結果、経営者企業の利益処分では、株主の短期的利害が重視された。表2-13によれば、配当率の利益感応度は高く、しかも、利益率の変化に対する配当率の変化は、大幅に平均を上回った。一方、ここでは、経営者の交代も株主の利害に感応的であった。昭和恐慌期に経営者企業では、四五社中、実に四〇%にあたる一八社で経営者の交代が見られた。例えば三〇年、武藤山治が、政界進出のため退任した鐘紡では、後任に社内から長尾良吉が昇任したが、賃金引下げに端を発する大争議の収拾についてリーダーシップを発揮できなかったために退任、取締役会は、直ちに争議収拾に敏腕を振るった津田信吾副社長の昇格を決めた。⁽¹⁶⁾また、金融恐慌後に業績を悪化させた電気化学では、取締役会のイニシアチブによって現経営陣を更迭し、社外重役であった藤原銀次郎が会長に昇格し招聘された。⁽¹⁷⁾しかもこうした交代は、利益率の変化よりむしろ配当率の変化と有意な負の相関を持ったことが注目されるべきである。この時期の経営者企業では、配当を大幅に減少させれば、現経営陣の交代が速まるという関係が明確に確認できる。戦前の経営者企業では、取締役会で大きな比重を占める株主は、いぜんモニターに関して高い実行力を持ち、それは、利益に感応的な利益金処分行動と、経営者の選任と対応していた。

準財閥・所有型企業 第三のタイプは、創業者家族が、実質的にトップ・マネジメントに就いているケースである(図2-1b)。もっとも、この所有型経営者のタイプは、著しく多様であって、財閥家族、創業者家族が、戦略的意志決定に関与した企業群(浅野セメント、日本鋼管、古河電工)あるいは、技術者型の企業家が起業した、しばしば新興財閥と呼ばれる企業群(昭和肥料・日本曹達等)、そして、倉敷紡績、呉羽紡績等の比較的規模の小さい同族企業が含まれる。表2-12では、集中・所有型、分散・所有型がこれに該当し、われわれのサンプルの四〇%強を占めた。こうしたタイプの企業がいまだ大きな比重を占めるところに戦前日本大企業の大きな特徴があった。

(1) このタイプの企業の最大の特徴は、所有と経営が一致している点、つまり設備投資計画の起業と承認、実施とモニターが一致している点にあった。新興財閥と呼ばれた企業の戦略的意志決定は、技術者出身の創業者によって担われ、彼らが、文字どおり強力なリーダーシップを発揮した。また、これらの企業群では、積極的に取締役会への専門経営者の登用がはかられたが、企業成長が急速であったため、外部市場からリクルートされたケースが多く、特にこの傾向は、事務系役員で顕著であった。⁽¹⁸⁾一方、同族企業では、家族を中心に取締役会を構成しようとする指向が強く、専門経営者の登用の進展が遅かった。もっとも、創業者家族だけでは、必要な経営資源の調達面で限界に達するから、この企業でも、専門経営者の取締役会への登用がなされたが、この場合には、姻戚関係によって実質的な経営者が創業者家族の利害に反する行動をとることを阻止するという方法が採られた。例えば、中川末吉(古河電工)、白石元治郎(日本鋼管)がその代表的なケースである。

(2) ところで、この種の創業者では、経営者と大株主が一致しているにしても、経営者と株主との間のエイジェンシー問題が発生しなかったわけではない。このタイプの企業の株式所有はすでに公開が進展し、四三社中、家族が五〇%以上保有するケースは、古河鋳業・徳山曹達等八社にすぎず、残りの三五社は、家族・創業者の所有比率の平均

は、一〇—二〇％程度にとどまった。例えば、昭和肥料の森の株式保有比率は、六・一％、日本曹達の中野の保有比率は、四・三％であり、日本鋼管の浅野の持株比率もわずかに五・八％にとどまった。しかも、特に新興財閥といわれた企業は、資金調達を公募発行に大きく依存していたから、その企業行動は、株式市場に強く制約されていた。したがって、このタイプの企業の間には、大株主（＝経営者）と小株主との間のエイジェンシー問題が存在し、少数株主は、投資計画の承認に関するルートは欠いていたものの、株式市場を通じて経営成果をモニタリングしたと捉えることができる。

(3)この結果、準財閥・同族企業の企業行動は、一面で既述の経営者企業と共通する側面を持つこととなった。利益処分面では、準財閥・同族企業の配当率の利益感応度は、経営者企業の水準とほぼ同一であり、両者にこの点についての有意な差はなかった(表2・3)。しかし、その反面、所有型企業の経営者の選任は、企業利益と相関が低かった。四〇ケース中、昭和恐慌期の業績の悪化にもかかわらず、経営者の交代は、わずか四ケースにすぎず、しかもその交代は、企業のパフォーマンスを示す変数と有意な相関がなかった(表2・4)。こうした特徴は、一面で、企業経営に長期の戦略を可能にする側面を持ったと見られる。新興財閥のケースがよく知られているが、他にも、例えば、徳山曹達は、昭和恐慌期、海外寡占企業のダンピングにもかかわらず、ソーダ灰生産能力を拡大し、規模の経済性の実現を通じて企業成長を実現したが、こうした積極的な行動は、初期の投資資金に私財を提供し、恐慌期に持分の配当を辞退した大株主の岩井のイニシアチブによって支えられた¹⁹。しかしその反面で、経営者の選任権をもつ大株主と経営者が一致しているだけに、資質の劣った同族経営者が経営のトップの地位を占め続けるという、大きな難点も含んでいたのである。

2 戦時経済統制下の変容と戦前システムの慣性

日中戦争の開始とともに、日本経済の資源配分はこれまでの市場から政府の経済計画に代替され、その結果、不確実な市場の下で、ビジネスチャンスをつかみ戦略的意志決定を行なうという企業経営者の本来の役割は次第に制約されることとなった。もっとも、日中戦争初期の一九三七—三九年には、生産力拡充産業でビジネスチャンスが開け、企業経営者の積極的な投資計画は、政府の物資・資金の割当ての獲得を介して高い成長につながる可能性があった。しかし、第二次大戦開戦後(三九年九月)、特に対日経済封鎖が実施された四〇年六月以降には、物的な制約の上昇によって企業経営に対する制約は高まった²⁰。実績に基づく資源の割当ては、後発企業の成長のチャンスを奪い、軍需企業に対する政府の生産命令、民需企業に対する強制的な企業整備は、企業経営者の提示した戦略が企業成果に影響を与える余地を低下させた。しかもこの動向は、戦局が悪化した四三年以降加速した。超重点主義の実施は、軍需産業・民需産業双方の企業経営者の戦略決定の自由を大幅に縮小し、その役割は、不可避となった生産計画の実施の側面に限定された。

こうした企業経営の外部環境に対する統制の進展と並行して、政府の統制は株式市場・企業の利益金処分・人事にも及んだ。いわゆる企業統制の進展である。三八年の利潤統制に端を発する企業統制は、四〇年半ばからの新体制運動で頂点に達した。この新体制運動をリードした新官僚の理念は、企業行動の目的を、従来の利潤追求から生産力の最大化に転換することであり、この経営者による計画経済の目的(計画生産量の実現の内面化が、株主の権利の制限によって可能となるとナイーブに想定された。この構想に沿って経済新体制運動の過程で配当ならびに役員賞与の制限(会社経理統制令)が実施された。もっとも、右の企業統制は、太平洋戦争開始後には、利潤の存在を認める方向で修

正された。生産増強の手段としてインセンティブの提供が選択されたのである。しかし、株主の権利の制限の面では、新体制運動の構想の延長線上に四三年一〇月、軍需会社法が制定を見た。指定軍需会社では、排他的代表権を持つ「生産責任者」が置かれ、その任免には政府の許認可が必要とされる一方、緊急法令によって商法を制約し、生産責任者は株主総会の決議を経ずに業務を執行することが可能となった。⁽²¹⁾

こうした経済の計画的運営と企業統制の進展は、先に要約した戦前の大企業のコーポレート・ガヴァナンスに大きな影響を与えた。第一に、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負担の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、三二―三六年平均の三五％から、四〇―四三年には、二六％と低下し、四四年以降は一〇％を切った。一方、資金調達の借入への依存度は、三二―三六年のマイナス一四％から四〇―四三年には二七％に上昇し、さらに戦争末期四四年には六〇％以上に達した。⁽²²⁾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（四〇年）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四三年末以降には、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。⁽²³⁾

第二に、すでに指摘されているよう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。⁽²⁴⁾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、三二％から二〇％に低下した。この背景には、企業経営者が、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。右の動向は、軍需会社法制定と前後して、工場長の地位の引き上げ（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。⁽²⁵⁾

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⁽²⁶⁾は、われわれのデータでも確認できる。また、財閥系企業とそれ以外の間の感応度の格差も縮小した（表2.13）。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代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。表2.15では、すべて示していないが、戦前、経営者企業で見られた配当率と交代の負の相関ならびに、財閥系企業で見られた利益率と交代の負の相関は、いずれもはや戦時には確認できない（ただし、表2.15では前者のケースのみ示した）。

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）に従った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・資金面の割当てのペナルティが、右の内面化を誘導すると想定された。このうち前者の理念は、新体制運動と前後の日本製鉄の人事で実際に具体化された。同社では四〇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った。⁽²⁷⁾また、同時期の日本曹達への新官僚、大和田梯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。⁽²⁸⁾さらに生産責任者の任免を政府の承認事項とした軍需会社法制定後には、同法に基づく人事介入が強まった。しかし、実際の政府によるモニターは必ずしも厳格ではなかったとみられる。この点は、増産を要請

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2-1の通り、最大・一〇大株主の保有比率の低下はそれぞれ三%、および五%にとどまった。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⁽³³⁾。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。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った。

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八%を境にサンプルを二分した表2-6によれば、八%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、

された重化学工業部門の企業のみをピックアップし、経営者の交代と産業平均で標準化された売上および総資産との成長率の相関をテストした表2-5の下の結果が傍証となろう。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。軍需会社法制定以降、政府の直接の人事介入が可能となったが、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⁽³⁰⁾。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ったと見ることができよう。経営者は、株主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、依然として戦前の構造の強い慣性をともなっていた⁽³¹⁾。戦時の変化を強調する最近の研究との関係では、この側面を確認しておくことが重要であろう⁽³²⁾。

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2-1の通り、最大・一〇大株主の保有比率

の低下はそれぞれ三%、および五%にとどまった。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⁽³³⁾。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。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った。

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八%を境にサン

プルを二分した表2-6によれば、八%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、

表2-5 経営者の交代とパフォーマンス(戦時期)

全企業	全データ	経営者企業	重化学工業	全データ	経営者企業
企業数	108	53	企業数	49	7
交代	37	19	交代	17	4
計測式: $\text{Turnover} = c + a_1\pi + a_2d\pi$			計測式: $\text{Turnover} = c + a_1dAS + a_2dSA$		
π	0.162 (1.128)	0.137 (0.772)	dAS	-0.126 (-0.557)	-0.173 (-0.512)
$d\pi$	-0.083 (-0.212)	0.545 (1.144)	dSA	0.028 (0.150)	0.017 (0.066)
R^2	0.014	0.004	R^2	0.002	0.004
計測式: $\text{Turnover} = c + a_1D + a_2dD$					
D	0.886 (1.125)	0.315 (0.719)			
dD	-2.227 (-1.019)	0.975 (0.790)			
R^2	0.012	0.007			

(資料) 東洋経済『株式会社年鑑』、『三菱社史』、麻島昭一『戦間期住友財閥の研究』、『人事興信録』、各社『社史』

- (注) 1. 各変数の定義は以下の変数以外表2-4と同じ。死亡、その他の要因の交代(経営者の政界への進出による辞任、統制会会長就任のため辞任等)は、交代としてカウントしていない
 dAS : 資産の交代前年増加率
 dSA : 売上上の交代前年増加率
 資産・売上上の増加率は、産業平均によって標準化した
2. 本表の考え方は、基本的に表2-4と同じであるが、パフォーマンスを示す変数として資産、販売高の成長率を追加した。この推計は、必ずしも十分なものではないが、基本的な想定は、もし利潤追求に制約されない生産拡大を企業に要請した戦時の企業統制に実効性があれば、それを実現できなかった(相対的に生産の拡大の鈍い)企業の経営者の交代の確率は、高まるというものであり、つまり、各変数の符号は負であることが期待されている
3. 財閥・準財閥についても同様の計測を行なったが、いずれの係数も有意でないのて表掲していない。ちなみに、財閥系企業の交代は、16社中4、準財閥・所有型39社中14社

戦前に見られた配当率・賞与率と、一マイナス筆頭株主の保有比率(C₁)、一マイナス一〇大株主の保有比率(C₂)で計測された株式分散度との間の正の相関が、戦時で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、配当率を引き上げる傾向があり、逆にそうした企業の経営者に相対的に高い賞与が提供され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的モニターとインセンティブの提供の二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させた。三七―四三年に最大一〇〇社中、経営者が交代したケース(三七例)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、わずかに二例(理研・日本曹達)にとどまり、他の交代のケースは、いずれも戦前の三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、四三年三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)の人事への攪乱的な介入が専門経営者に脅威を与えたという⁽³⁴⁾。

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

表 2-6 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	34-36	41-43(上)		50-54	賞与		
		配当率>0	配当率≤8%		34-36	41-43(上)	
平均	0.103	0.092	0.064	0.216	利益	0.025	0.012
標準偏差	0.035	0.030	0.045	0.089	(22.96)a	(23.15)a	
利益率	0.339	0.045	0.137	1.071	C ₁	0.162	0.378
(6.692)a	(1.511)	(4.093)a	(5.149)a		R ²	0.71	0.68
R ²	0.12	0.01	0.10	0.07	利益	0.025	0.012
利益率	0.262	0.006	0.137	0.910	(23.07)a	(23.19)a	
(4.969)a	(-0.019)	(3.882)a	(4.169)a		C ₂	0.381	0.218
C ₁	0.036	0.024	0.007	0.541	(3.033)a	(1.623)c	
(3.669)a	(3.786)a	(0.601)	(0.228)		R ²	0.72	0.68
R ²	0.12	0.06	0.10	0.06			
利益率	0.282	-0.006	0.142	-			
(5.291)a	(-0.192)	(4.022)a					
C ₂	0.028	0.030	-0.013	-			
(3.225)a	(5.907)a	(-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年は, 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年の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

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いが、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、浦賀ドックでは、四一年、現社長寺島が入閣のため、取締役会事実上、大株主・山下亀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。³⁵ 右の事例は、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ったために生じた側面が強い。したがって、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否定できない。

二 戦後改革——“上からの経営者革命”

1 GHQにおけるコーポレート・ガヴァナンスの“設計”³⁶

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わけではなかつ

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。敗戦にもなう賠償指定は、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(四五年一月・勅令六五七号)は、資本金・借入金金の増加、株主の配当・役員賞与を制限した。また企業再建整備にもなう会社経理応急措置法は、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、従業員の間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。³⁷ こうした一致は、当初日本側にその概念すら存在しなかつ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には逆にミスリーディングであろう。GHQの改革のベクトルは、戦時の企業統制と決定的な相違が存在したからである。まずGHQのコーポレート・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ならびに実態的变化との関係を考慮して要約しておく。

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。³⁸ 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。エドワード勸告(第七項)は、役員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⁽³⁹⁾。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⁽⁴⁰⁾。またGHQは戦前の財閥家族あるいは大株主に集中した所有構造を徹底的に解体し、それに代えて個人へ株式が広範に分散された所有構造を創出することを構想した。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想定された。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GHQの構想は、大株主の排除と、従業員所有の促進の二点で、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。例えば後者について大戦後、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⁽⁴¹⁾。

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、財閥解体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は個人に分散された所有構造を理想とする一方、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、特に政府および大企業経営者は、個人への分散に強い選好をもたず、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いた。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、右の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。エンドワード勧告は、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、市場による経営の規律(market for corporate control)を構想したと見ることができよう⁽⁴²⁾。

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。右に要約されるGHQのコーポレート・ガバナンス・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―証券市場―投資銀行、短期資金―資金市場―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。こうしたGHQの構想は、戦時に進展していた実態的变化とは、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、四五年一〇月、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。⁴³翌一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、四六年末から、以上の財閥関係役員を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)「日本の膨張に関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」の排除を要求した四六年一月四日の司令部覚書の拡張解釈を通じて行なわれ、当時G項といわれたその該当者は四五年九月二日以前に「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)」にあった人物の全てであった。ここでいう「主要な」企業とは、(1)資本金一億円以上の大会社、(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右の基準(1)が追放対象の拡大に寄与した。⁴⁴対象企業は、二三八社、役職から排除されることになった経営者は、約二〇〇〇名に達した。

しかも、経済人の追放は、右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代が進展したものの、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。そこで四八年一月、「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」(第一条)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(七五〇人)、また同法が辞任を強制したケースも、必ずしも多くない(一四五人)。しかし、役員経験者三六二五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。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教段階を経て進展し、四八年初頭の経営陣は、戦中に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。⁴⁵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った。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代を促した。

こうして旧経営者は、徹底的に排除された。われわれのサンプルでは一三三社中、この措置によって経営者の交代を見た企業は一五社に上った。ではそれに代わって誰が新経営者として選任されたのか。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。追放後の経営者のタイプ、キャリアを整理した表2-7によれば、サンプル企業中、外部から採用された新経営者は、昭和電工・東洋製罐等わずか八ケースにとどまり、他の全ては内部昇進によって占められた。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」の経営者革命は、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

表2-7 財界追放のインパクト(上位100社, および産業別)
(人;%)

	鉱工業上位100社		重工業		軽工業	
	1947	1937	1947	1937	1947	1937
N	133	105	96	65	37	40
専門経営者	106	39	76	24	30	15
内部昇進	(79.7)	(37.1)	(79.1)	(37.0)	(81.1)	(37.5)
専門経営者	11	22	8	15	3	7
外部経営者市場	(8.3)	(21.0)	(8.3)	(23.1)	(8.1)	(17.5)
所有型経営者	16	44	12	26	4	18
	(12.0)	(41.9)	(12.5)	(40.0)	(10.8)	(45.0)
[キャリア形成のルート]						
事務系	72	75	44	43	28	32
	(58.1)	(71.4)	(50.6)	(66.1)	(75.7)	(80.0)
技術系	52	30	43	22	9	8
	(41.9)	(28.6)	(49.4)	(33.8)	(24.3)	(20.0)
[就任前のキャリア]						
副社長・常務・専務	47	—	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し	28	—	23	—	5	—
	(21.1)		(25.0)		(14.3)	

(資料) 『株式会社年鑑』, 『人事興信録』, 各社『社史』, 各社『正式記録』

(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, 経営者の保有株式(本人, 同族, 同族出資の持株会社の合計)が3%以上のケース

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, 人事興信録, 各社『正式記録』等で, 判明したキャリアで補完した。なお, 不明があるため, この欄およびキャリア欄の合計は, 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

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)の比重が三七年の一〇五人中三〇から一二四人のうち五二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, 三七年の三〇%強から, いっきよに五〇%に増加した。

では, なぜこうした特徴をともし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, 追放後の新経営者の指名がこれまでの大株主に代わってHCLC(持株会社整理委員会)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, 最大一二二社中, 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六二社にのぼり, しかもこの六二社では, 平均して発行株の四五%がHCLCへ譲渡を強制された。⁴⁶⁾ 勅令二三三号は, 株式処分が終了するまでこの株式の投票権を行使する権限を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。新経営者の選任は, 具体的に旧経営陣の退任後, 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とった。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の強い影響の下で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労働組合が関与した点である。四六年六月の「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。⁴⁷⁾ 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のモニターのレベルで企業経営に始めて関与したことを意味した。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。パ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, 古河電工であろう。同社では, 四六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(元日光精錬所長・技術部長, 四六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。⁽⁴⁸⁾ 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。⁽⁴⁹⁾

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、また財産税の徴収が、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れ、金融会社であれ、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。⁽⁵⁰⁾

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。しばしば引用される数値であるが、一九四九年には個人の株式保有比率は、七〇%に達し、また証券会社所有も一三%を占めた。⁽⁵¹⁾ われわれのサンプルでも、筆頭・一〇大株主で見た戦後改革のインパクトの大きさが知られる(表2-1)。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、四九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五%に定めた。第二に、四八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。⁽⁵²⁾ そして第三に、四八年末から既述エドワード報告に沿った商法改正の検討が開始され、四九年一月のGHQからのシックス・ポイントの提示を経て五〇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)であって、証券取引法が、主として情報開示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(退出)*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*(発言)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・ガバナンスとそれを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。

三 復興過程——危機の克服と経営者のスクリーニング

1 過剰雇用の解消と労働攻勢への対処

一九四九年初頭に日本の経済は新たな段階に入った。一九四八年には実質GNPの水準は戦前の水準（一九三四—三六年＝一〇〇）の八五%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立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直面したことを意味した。⁵⁴ 言い換えれば戦中・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。

そして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、十分な経営経験を欠く（表2-7）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・ガバナンス・ストラクチャーもまた大きな修正を余儀なくされたのである。

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、四六—四七年に人員整理に取り組んだが、従業員の人事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、四六—四九年の雇用水準は、五七年の売上高人件費比率を基準とした最適雇用量を四〇%以上上回った。⁵⁵ こうした事態の背景には、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insider control⁵⁶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不可欠な、社内の人的ネットワークに関する動向等の文脈的な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收拾する上で、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、トヨタ自動車、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」で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。

一方その反面、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、四八年を通じて、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開耕作が争議を収拾できず、四九年四月、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。⁽⁵⁷⁾ 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、五〇年六月、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、第三次の二四%に及ぶ整理を断行し、ようやく再建を終了した。⁽⁵⁸⁾

2 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、四九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、企業再建整備にとも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、いわゆるトーピンのqは、この時期、旧三大財閥直系企業の場合、大きく一を下回り、いくつかの企業では、実際に買い占めに直面した。それは、買い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。⁽⁵⁹⁾

右の事態は、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。四九年上場会社のうち五〇%にとどまった有配会社は、五〇年には六九、五一年に八八%と増加し五〇―五四年の有配会社平均配当率は、二〇%を上回った。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、テークオーバーは、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、開東・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。⁽⁶¹⁾

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、平均して五〇%が二年以内に売却された。⁽⁶²⁾ 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た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。四九年半ばから政府は、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、五一年に投資信託制度が導入されたことである。投信の販売は順調であつて、信託銀行の株式保有比率は、五三年には六・三%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。⁽⁶⁵⁾ さらに五三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つた。⁽⁶⁴⁾ 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、早くも株式持合いという形をとつた。この場合、各グループの持合いの中心となつたのは、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。

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、四九年の七〇%弱から、五五年には五〇%強に激減した。代わつて金融機関・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つた。また、五三年には各グループの持合い比率は、三井系は、やや低いものの、三菱・住友グループでは、一〇―一五%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することを意味した。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、われわれのサンプルでは、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つ

て回避されたのである。

3 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、流動性の危機であつた。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つた。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、これまでに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きた。こうした状況下で企業の財務面の危機を救つたのは、メインバンクによる資金供給であつた。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つた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に譲るが、⁽⁶⁵⁾ 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つて、情報面での優位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り手企業の情報を戦時よりもむしろ高い密度で蓄積した。こうした情報面での優位を前提として協調融資の幹事行となつたメインバンクは、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。⁽⁶⁶⁾

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し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つたのに対して、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、トヨタ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勧業銀行が、直接新社長を派遣した。⁽⁶⁷⁾

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ったが、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、四九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実上消失した。しかし、四九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、新たに大口顧客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。⁽⁶⁸⁾

そして第二に、各都市銀行は、貸出額が大きいか、融資比率の高い企業の株式保有を進め、これが、銀行の事後的な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リオにもとづいていたのに対して、銀行の株式保有は、ポートフォリオ要因と相関がなく、むしろ負債比率と正、利益率と負の相関があった。⁽⁶⁹⁾ 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、借り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、四九年以降、同じく大口顧客企業に自行の行員を役員として派遣した。⁽⁷⁰⁾ 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と見られる。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(事後的モニタリング)の強化にあった。こうして五〇年代前半には、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整備されたのである。

4 日本型経営者企業の形成

——一九五五年の経営者とコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャー——

五〇年七月の朝鮮戦争によるブームは、翌年の休戦により五一年末には収束し、五二年末から短い回復の後日本経済は、再び国際収支危機を契機に五四年不況に入った。特にこの過程で、朝鮮戦争時に拡大した企業で業績が悪化し、こうした企業では、経営陣がたびたび交代をみた。例えば、三菱重工の三分割の結果成立した三菱日本重工では、一九五二年、「輸出船受注に不手際があり、赤字経営に転落、銀行からの借金が激増」、そのため三菱銀行は、人員整理、工場閉鎖等の合理化を要求し、経営陣も一新された。他にも、日本冶金、新潟鉄工、日本製鋼所、近江絹糸等ではほぼ同様に、業績悪化、銀行介入、経営者の交代という経過をたどった。この結果、五五年の経営陣を見ると、四七一

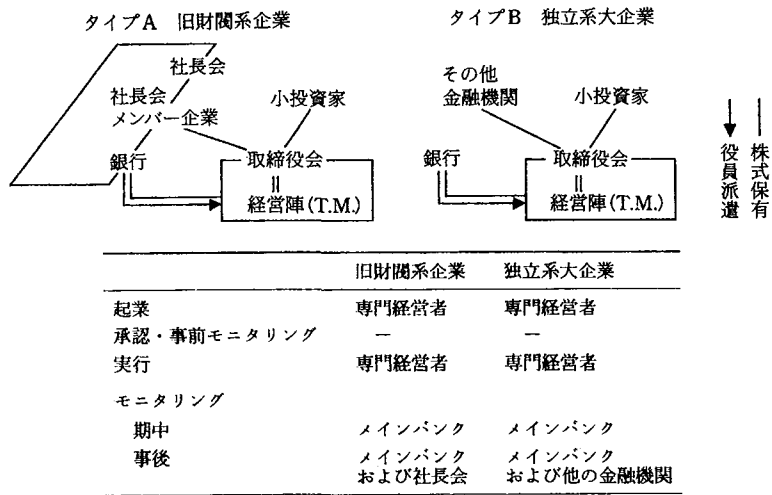


図2-2 1955年のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャー

八年に選任された経営者からは、実は大きく変化していた。われわれのサンプル一二五社のうち、戦後改革の過程で選任された経営者のうち三五社で経営者の交代がみられた。昭和恐慌期（一九二八—三四）ですら生存率が八〇%であったこと（表2-4）、しかも、交代した経営陣の平均年齢が一〇歳程度若返ったことを考えれば、この生存率七二%は著しく低いといえよう。戦後改革による経営者の全面的交代・若き経営者による活発な活動・高度成長の始まりというイメージがしばしば抱かれがちだが、事態はそれほど連続的ではなかった。人員整理・民需転換に成功しなかった経営者は、厳しいスクリーニングを受けていたのである。

もっとも、経営者の交代が、旧経営者の復帰を伴った事例は少数にとどまった。講和と前後して、旧経営者は旧職への復帰が可能となったが、復帰の事例は、われわれのサンプルではわずかに六例にとどまる。このことは、同じく公職追放を受けた戦前の政治家が、石橋湛山、岸信介をはじめとして五〇年以降次々と復帰したのとは対照的であった。しかも、こうした日本の経緯は、非ナチ化の一環として同じく経営者の交代を経験したドイツのそれともまさに対照的であった。ドイツの場合、官僚・政治家の非ナチ化が徹底的であった反面で、経営者の追放は、追放自体が不徹底であったばかりでなく、いったん追放された経営者の復帰が早くも四七年末から進み、五一年にはほとんどの経営者が復帰したという。これに対して、日本の場合、戦前の経営者の復帰は著しくレアケースであった。その理由としては、追放後五年が経過して老齢化が進んだこと、戦後直面した経営上の問題が戦前とは一変し、旧経営陣の知識や経験の範囲を越えていたこと、さらにこの復興の過程で新経営陣に蓄積された労使関係、金融機関との関係における文脈的スキルが、五年近く企業のアウトサイダーにとどまった旧経営者には欠けていたことが指摘できようが、何より決定的な理由は、戦前の旧経営者の地位を支えたコーポレート・ガバナンス・ストラクチャーが戦後改革を経て一変していたことに求められる。

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、四九—五五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・ガバ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。五年前後に定着したシステムをあらためて図示すれば、図2-2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、銀行の事前的・期中・事後的なモニタリングであった。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

表 2-8 経営者の交代と企業のパフォーマンス(復興期)

計測式: $Turnover = c + a_1V$ (N=122)

交替	1:昇進 20	2:外部 9	3:昇進および復帰 15	4:3および会長(復帰) 22	5:1+2+3 35
D(配当率)	-0.05 (-2.61) ^a	-0.08 (-2.82) ^a	-0.06 (-2.81) ^a	-0.58 (-3.00) ^a	-0.07 (-4.11) ^a
R ²	0.09	0.06	0.06	0.07	0.18
π (利益率)	1.26 (0.51)	-12.80 (-2.84) ^a	-11.96 (-2.99) ^a	-9.16 (-2.70) ^a	-2.05 (-1.19)
R ²	0.01	0.12	0.10	0.10	0.03
SA(売上)	-0.3 (-0.98)	-0.72 (-1.29)	-0.82 (-1.70) ^c	-0.05 (-2.08)	-0.60 (-0.98)
R ²	0.01	0.02	0.03	0.01	-0.04
AS(資産)	-0.53 (-1.07)	0.08 (0.13)	-0.29 (-0.55)	-0.06 (-0.13)	-0.55 (-1.27)
R ²	0.01	0.00	0.00	0.00	0.02

(資料) 東京証券取引所『上場会社総覧』、山一証券『株式会社年鑑』

(注) 1. Turnover: 50-55年に経営者の交代、あるいは、追放された経営者が会長に復帰した場合、1. その他はゼロ(死亡による交代は、交代にカウントしていない)

Vは、表2-4、6と同じく企業のパフォーマンスを示す変数、定義は以下の通り

D(配当率)および π (利益率): 51-54年の平均、利益率は、自己資本利益率

SA(売上): 55年度売上/51年度売上

AS(資産): 55年度資産/51年度資産

なお、各変数は、業種平均との差をとることによって標準化した

2. 本表の考え方は、表2-4、6と同じく、probit分析の手法を用いている。ただし前表が、各年の交代を前年のパフォーマンスによって説明しようとしているのに対して、本表は、50-55年の交代を50-54年のパフォーマンスを示す変数で説明している点に相違がある

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、やや異なる。旧財閥系企業(図2-2A)では、講和前後に結成された社長会メンバーの持合いが進展していた。他方、その他の大企業(図2-2B)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。もっとも、こうした相違は、既述の戦前の各タイプの相違に比べれば相対的なもので、戦後の企業は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おり、ほぼ同質化した構成をもったことになる。

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、五〇―五五年の経営者の交代と、その間の企業パフォーマンスの相関を検討した表2-8からシステムティックに確認することができる。

戦時に企業のパフォーマンスとの相関を失っていた経営者の交代は、戦後のあらたなシステムのもとで、再びその負の相関を回復した(表2-8・5列)。しかも、新経営者が外部からリクルートされたケース(2列)、あるいはそれに復帰者を加えたケース(3列)では、利益率と有意な負の相関を示し、こうした事例では、多くの場合、銀行による人事介入が確認できる。企業の利害関係者として発言力を強めた銀行の介入は、業績に対して依存性(contingent)であった。⁽⁷²⁾ とくに興味深いのは、旧経営者の復帰が、企業業績が悪化し、経営陣の交代が必要となったケースにのみみられたことである。すでに述べたとおり、わが国の場合、追放者の復帰はレアケースであったが、企業の業績が悪化した場合、追放を受けた旧経営者(専門経営者に限られる)は、可能な新経営者の候補者となりえた。右の社長交代のケースに追放者が会長として復帰したケースを加えた4列が利益率に対して有意に負であることが、こうした見方の正当性を補強しよう。

もっとも、この五五年の時点では、株式市場の圧力から緩和された長期の期間認識に基づく企業経営というしばしば日本型企業の特徴として理解される行動特性は、いまだ定着していなかったことを最後に強調しておく必要がある。アメリカ化のインパクトを修正することを通じて形成された戦後のシステムは、この時点ではいぜん株式市場の評価が企業経営者の行動を規律するという意味で市場による経営の規律の側面を強く残していた。戦後改革後、配当率は、利益率との相関を回復したが、その係数は、むしろ戦前より高かった(表2-6)。また、企業経営者の交代は、配当率と有意な相関があ

り、それは経営者が同業他社と同程度の配当が維持できない場合、その地位を失う可能性が高いことを意味した表2・8・5列)。これらの事実は、財閥解体・証券民主化のインパクトが四九年以降修正されたとはいえ、極めて大きかったことを示唆しよう。こうした戦後改革のインパクトを吸収して、右の日本型企業の特徴を定着させていくには、いまだ十数年のエボリューションな過程を必要とするのである。⁽¹³⁾

- (1) 本章のデータ作成については山本克也氏の協力をえた。本稿は「文部省科学研究費(一般研究C)および「早稲田大学特定課題研究」の成果の一部である。
- (2) Chandler, Jr., A. D., "The United States: Seedbed of Managerial Capitalism", in Chandler, Jr., A. D., and Dames, H. eds., *Managerial Hierarchies: Comparative Perspectives on the Rise of Modern Industrial Enterprise*, Harvard University Press, 1980, p. 14.
- (3) ただしこの用語法は、その創始者バーナムの定義とは厳密には異なる。詳しくは、森川英正「なぜ経営者企業が発展するのか」同編『経営者企業の時代』有斐閣、一九九一年(五)一六頁。
- (4) Fama, E., and Jensen, M., "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983, Aoki, M., Patrick, H. and Sheard, P., "Main Bank System: Overview", Aoki, M., "Monitoring Characteristics of the Main Bank Systems" in M. Aoki and H. Patrick eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1983.
- (5) 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どう点で同一の手續を指すが、実施の主体に対応して、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」と使っている。
- (6) 日本型企業(J-Firm)の様式化された特徴のひとつは、Aoki, M., "Toward an Economic Model of the Japanese Firm", *Journal of Economic Literature*, Vol. 28, 青木昌彦『日本経済の制度分析』筑摩書房、一九九三年、第三、四章。
- (7) 同様の主題を株主・従業員・債権者の三者の関係で包括的に取り扱い、戦時の変化を強調した研究として、岡崎哲二「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歴史的源流』日本経済新聞社、一九九三年(4)がある。
- (8) 森川英正『日本経営史』日本経済新聞社、一九八一年、Morioka, H., "The Increasing Power of Salaried Managers in Japan's Large Corporations", Wray, W. D., ed., *Managing Industrial Enterprise*, Harvard University Press, 1989. J. ヒルシュマイヤー・由井常彦『日本の経営発展』東洋経済新報社、二四五一二六九頁。
- (9) ただし、住友はやや例外で、官公需と結びつく企業で官僚出身者を採用した。
- (10) 麻島昭一『戦間期住友財閥経営史』東京大学出版会、一九八三年、第二章第三節。
- (11) この間の経過は、橋本寿朗「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、一九九二年、第三章参照。
- (12) 三菱電機(株)『三菱電機社史』一九八二年、三五―三八頁、東京芝浦電機(株)『東芝八五年史』一九六三年、七〇頁。
- (13) 森川英正、前掲『日本経営史』一三九頁。米川伸一郎「明治期大紡績企業の職員層」『社会経済史学』第五一卷第四号、一九八五年。
- (14) このタイプをヒルシュマイヤー・由井は、ゼネラリスト経営者と呼んでいる。前掲『日本の経営発展』二五四頁。
- (15) 志村嘉一『日本資本市場分析』東京大学出版会、一九六七年、一四七―一五八頁。
- (16) 鐘紡(株)『鐘紡百年史』一九八八年、二一七―二三二頁、西島恭三『事業法・津田信吾』今日の問題社、一九三八年、五六―六四頁。
- (17) 電気化学工業(株)『デンカ四五五年の歩み』一九六〇年、二二〇―二二二頁。
- (18) 宇田川勝『新興財閥』日本経済新聞社、一九八四年、一一六―一二〇頁。
- (19) 宮島英昭「戦略的行動と産業政策——戦間期ソーダ灰工業を事例として」『早稲田商学』第三六二号、一九九五年。
- (20) 山崎志郎「戦時工業動員体制」(原朗編『日本の戦時経済』東京大学出版会、一九九五年)。宮島英昭「戦時経済統制の展開と産業組織の変容」『社会科学研究』(東京大学)、第三九巻第六号、第四〇巻第二号。

- (21) 岡崎哲二「戦時計画経済と価格統制」(近代日本研究会編『年報・近代日本研究』、山川出版社、一九八七年)、宮島英昭「戦時経済下の自由主義経済論と統制経済論」『日本近現代史三 現代社会への転形』岩波書店、一九九三年。
- (22) 内部留保も含むフロー値の構成比。日本銀行『経済統計年報』。
- (23) 沢井実「戦時経済と財閥」(橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』第四章)、長沢康昭「本社部門の役割」(三島康雄他『第二次大戦と三菱財閥』日本経済新聞社、一九八七年、第七章)参照。
- (24) 岡崎哲二「戦時計画経済と企業」(東京大学社会科学研究所編『現代日本社会 歴史的前提』東京大学出版会、一九九一年)、表9。
- (25) ただ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。北野重雄『軍需省及軍需会社法』高山書院、一九四四年。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』一九六五年、一二三頁。
- (26) 岡崎哲二、前掲『戦時計画経済と企業』三八四―三八五頁。
- (27) 長島修『日本鉄鋼業統制史論』法律文化社、一九八六年、二四八―二四九頁。
- (28) 日本曹達(株)『日本曹達工業社史』一九八九年、七八―八四頁。
- (29) 敵密には、計画生産量の達成率を説明変数とすべきであるが、この点の検討は今後の課題としたい。
- (30) 宮島英昭、前掲『戦時経済下の自由主義経済と統制経済論』三三三―三三四頁、長島修「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、一九九二年、一八一―二六頁)。
- (31) 実際、同法は、敗戦直後失効した。また恒久法である商法は、むしろ三八年の改正を通じて株主総会中心主義の原則を強化した。北沢正啓「株式会社所有・経営・支配」(矢沢惇編『現代法と企業』岩波書店、一九六六年)七二―七六頁。
- (32) 岡崎哲二、前掲『企業システム』。
- (33) 宮島英昭「財閥解体」(橋本・武田編、前掲『日本経済の発展と企業集団』第五章)表5-2。
- (34) 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)『私の履歴書 経済人』日本経済新聞社、一九八〇年、三井については、萩原吉太郎(北炭)同、5巻、九八頁。
- (35) 浦賀船渠(株)『浦賀船渠六〇年史』一九五七年、二九二―二九七頁。
- (36) GHQは、旧社会主義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blemsの緩和という意味で、コーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャーについて明確な意識は持っていなかった。むしろ経済改革はGHQ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と国務省、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の構想をコーポレート・ガヴァナンスの視角から客観的に再構成することは十分に可能であり、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, M., *Corporate Governance in Transitional Economy*, The World Bank, 1995。
- (37) 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ただけ」と回顧している。同「戦時中の経済問題」(美濃部洋次文書―K1)。
- (38) 株主＝経営者の排除は、後に一〇%以上の株主を持つ株主の退職を定めた勅令五六七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。GHQ/SCAP, *History of the Nonmilitary Activities of the Occupation in Japan*, Vol. 24, *Elimination of Zaibatsu Control*, 1951。
- (39) 「エマワード勅告」(大蔵省「昭和財政史」独占禁止) 東洋経済新報社、一九八二年、一五二頁。ただし、GHQは、仮に追放によって経営陣の能力が低下し、復興に支障が生じても、それは「敗戦国が負うべき」負担と考えていたという。GHQ/SCAP, *History of the Nonmilitary Activities of the Occupation in Japan*, Vol. 3, *The Purge*, 1951。
- (40) 持株会社整理委員会『日本財閥とその解体』一九五一年、二六一頁。
- (41) この連続面について詳しくは、岡崎哲二、前掲『企業システム』、二二―一二二頁。大嶽秀夫「経営協議会の成立と変容」(坂本義和他編『日本占領の研究』東京大学出版会、一九八七年)。
- (42) Jensen M., and R. Reuback, "Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 11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。

(43) 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——終戦から講和まで2 独占禁止』第一章第二節、持株会社整理委員会編『日本財閥とその解体』一九五一年、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、一九七三年、第四章による。

(44) 日本工業倶楽部『財界回想録』下巻、一九六七年、一七〇—一七二頁、公職追放委員会、原安三郎の回顧。

(45) 詳しくは、宮島英昭『財界追放と新経営陣の登場』森川英正編『戦後経営史』日本経済新聞社、一九九二年。

(46) 宮島英昭『証券民主化再考』『証券研究』第二二巻、一九九五年、表2。

(47) 西成田豊「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、一九九二年)。

(48) 古河電工(株)『創業二〇〇年史』一九九一年、二八六頁。北海道炭礦汽船でも同様旧経営陣の退陣要求が確認できる。

前掲『私の履歴書 経済人5』一〇七頁。

(49) 前掲『私の履歴書 経済人8』一六九頁。

(50) 大蔵省『昭和財政史 終戦から講和まで一四 保険・証券』東洋経済新報社、一九七九年、三五六—三六九頁。

(51) 日本銀行『本邦主要経済統計』一九七〇年。

(52) 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)議決権の代理行使の勧誘の規制、(5)内部者の自社株取引の規制等である。大蔵省、前掲『昭和財政史 終戦から講和まで一四 保険・証券』、三一九—三二五頁。

(53) 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(保有株式二〇%以上)、(e)累積投票請求権(同二五%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。鈴木竹雄・竹内昭夫『商法とともに歩む』商事法研究会、一九七七年、一五八—一六四頁。

(54) 岡崎哲二・吉川洋「戦後インフレーションとドッジライン」(香西泰・寺西重郎編『戦後日本の経済改革』東京大学出版会、一九九三年)。

(55) 岡崎哲二、前掲『企業システム』二二七—二九頁および、表4-8。

(56) インサイダー・コントロールについては、Aoki, M., *Controlling Insider Control*, Aoki, M., ed., *ibid*, chap. 1, 66 実態については、「追放を解除されて」経営者』一九五〇年十二月、一五一—一六頁。

(57) 東京芝浦電機、前掲『東芝八五年史』三〇五—三〇八頁。

(58) 三井東庄(株)『三井東庄社史』一九九二年、三一四—三一五頁。

(59) 江戸英雄『私の三井昭和史』東洋経済新報社、一九八五年、九四頁。

(60) 日本銀行『明治以降本邦主要経済統計』一九七〇年。

(61) 日本証券経済研究所『日本証券史資料——証券史談』一九八四年、三一一—三二三頁。

(62) SCLC(Securities Coordinating and Liquidation Committee), *Democratization of Securities Holding After the War*, Box7577, File12.

(63) 大蔵省、前掲『昭和財政史 終戦から講和まで一四 保険・証券』四〇六—四二〇頁、岡崎哲二、前掲『企業システム』一三四—一三七頁。

(64) 以下の記述は、宮島英昭、前掲『財閥解体』鈴木邦夫「財閥から企業集団・企業系列へ」『土地制度史学』第二三八号、一九九二年、による。

(65) Teranishi, J., "Emergence of Loan Syndication in Wartime Japan", in Aoki, M. and Patrick, H., ed., *ibid*, Hoshi, T., "Evolution of the Main Bank System in Japan", in Okabe, M., ed., *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan, 1995.

(66) 宮島英昭、前掲『財閥解体』二二九—二三八頁。

(67) 「銀行の支配力の強化と財閥再編成の方向」『東洋経済新報』一九五三年一月二四日。

- (68) 富士銀行(株)『富士銀行一〇〇年史』一九八二年、七九七頁。三和銀行(株)『三和銀行の歴史』一九七四年、二四一―二四七頁。
- (69) 宮島英昭、前掲「証券民主化再考」表8。
- (70) 前掲「銀行の支配力の強化と財閥再編成の方向」、「財閥再編成と金融支配力の実態」『東洋経済新報』一九五四年一月一日。
- (71) Volker Berghahn, *Americanization of West German Industry 1945-73*, Berg Publisher, 1985, chap. 2.
- (72) Aoki, M., "Monitoring Characteristics", pp. 122-4.
- (73) 宮島英昭「企業集団・メインバンクシステムと設備投資競争」武田晴人編『日本産業発展のダイナミズム』東京大学出版会、一九九五年。

日本企業システム の戦後史 | 橋本寿朗^[編]

東京大学出版会

第1章 財界追放と経営者の選抜*

状態依存的ガバナンス・ストラクチャの形成

宮島英昭

1. はじめに

日本型企业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、およ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で共有されていると、いってよからう(Aoki, 1988; Sheard, 1994; 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・日常的意思決定を担うマネジメント・チーム(経営陣)の事実上の一致。日本の大企業の場合、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すべてが、内部昇進者によって占められ、監査役すらその1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と大きく異なる。また、そればかりか、こうした日本の取締役会の構成は、日本と同様に戦後改革を経験したドイツにおける株主(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・チームの関係とも異質

* 本稿の前提となるデータ・セットにあたっては、山本克世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。

である。

2) 株式市場から相対的に自立した企業経営。もとより、日本の経営者が、株式市場の圧力から完全に自由なわけではない。しかし、日本の大企業のマネージメント・チームは、株式相互持合い、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った。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ェ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統合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とる(状態依存 contingent なガヴァナンス・ストラクチャー; Aoki, 1994)。こうした経営者の規律のシステムは、テイクオーバーと破産手続きを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、こうした日本型企业システムにおけるコーポレート・ガヴァナンス・ストラクチャー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)、Milgrom and Roberts(1992)によって提示された、比較制度分析の枠組みに依拠した岡崎(1991、1993)による債権者・従業員を含めた包括的な研究がある。ここでは、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にした点との関連で、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る

う。

1) 方法的枠組み 企業を多様な利害関係者の集合体と捉えること、それら間にはエイジェンシー関係があり、したが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、さらに企業システムが労働・金融・資本市場などの他の経済制度と補完関係にある点を重視すること、こうした点で本章の枠組みは、岡崎のそれと大きな相違はなく、基本的に比較制度分析の最近の成果に従っている。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思決定と区別される戦略的意思決定(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4つの段階に区分する(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Aoki, 1994)。

- 1) 経営計画の起業：経営内の資源の利用を可能とする投資計画の提議。
- 2) 経営計画の承認または、事前的モニタリング提示された計画の承認¹⁾。
- 3) 経営計画の実施：承認された投資計画の実行。
- 4-1) 期中のモニタリング：投資計画の実施過程の監視。
- 4-2) 事後的モニタリング：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、この区分に従えば、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つねにリスク負担、したがって資金調達のパターンと結びつくこと、また2)および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点に注目することが重要となる。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(Dicision Control)の問題をより明示的に

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、実施の主体に対応して、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。

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)、Morck and Nakamura(1992)等の近年の研究が1980年代の日米の経営者の交替の比較のために開発したプロビット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変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(1991)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二分して、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の関係と特徴づけた。この理解は、アングロサクソンの特徴づけが、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(ないしは、異なった「均衡」)をもつ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

2) 1920年代に所有と経営が分離したアメリカの大企業システムも、1970年代以降、年金基金の増大により株主(機関投資家)の権利が復権するなど、歴史的に大きな変化を遂げており(Lazonick, 1992)、アングロサクソンのように、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テイクオーバーが全般化した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、比喩的な意味を越えてこの点をあまり強調すると、同族企業存在、パターナリスティックな側面を残す企業の内部組織、未整備な資本市場等、戦間期日本企業システムのもつ、1970年代のアメリカのそれには容易に否定しがたい特徴を見逃すことにもつながろう。

3) たとえば、ヒルシュマイヤー・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に見る見方を提示している。

企業10社、非財閥企業10社の計20社にとどまるから、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は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・ガバナンス・ストラクチャは、直感的には次の3タイプに類型化することができる(詳しくは、宮島、1995c)。

イ) 財閥直系企業 専門経営者が戦略的意思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。

ロ) 経営者企業 同じく専門経営者が戦略的意思決定にあたったが、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を通じて直接の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30%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、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小さかった。こうした準財閥・同族企業は、1937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

4) この結果、これまでの経済史・経営史研究(森川、1981;ヒルシュマイヤー・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看過された。

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(1993)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、および戦時の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、戦後改革が戦前とは異質なシステムを日本に強制した側面がやや軽視された。

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礎をおく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、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。そこで連合国軍最高司令官総司令部(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、それは端的に言って日本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な統制と持株会社整理委員会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のイニシアチブによる改革は、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1949年以降の市場経済への復帰過程で実態的

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。

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あらたに形成されたのである。

4) 高度成長期の進化 岡崎は(1993)、戦後改革を経ることによって日本型企業システムとそれに固有の成長志向的な企業行動の特性がほぼ定着し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、戦後改革で創出された関係は原型にとどまるという認識が重要であろう。たしかに1955年前後には、日本型企業システムの原型は形成されたが、いまだ市場による企業のコントロール(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な方向へ傾斜する傾向を示したことに注目することが必要である。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・ストラクチャが形成された。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市場による企業のコントロールの側面は、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年のいず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は、1957、64、72年のいずれか一時点で総資産ランク上位150位を

占めた企業をプールした中からデータベース(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。

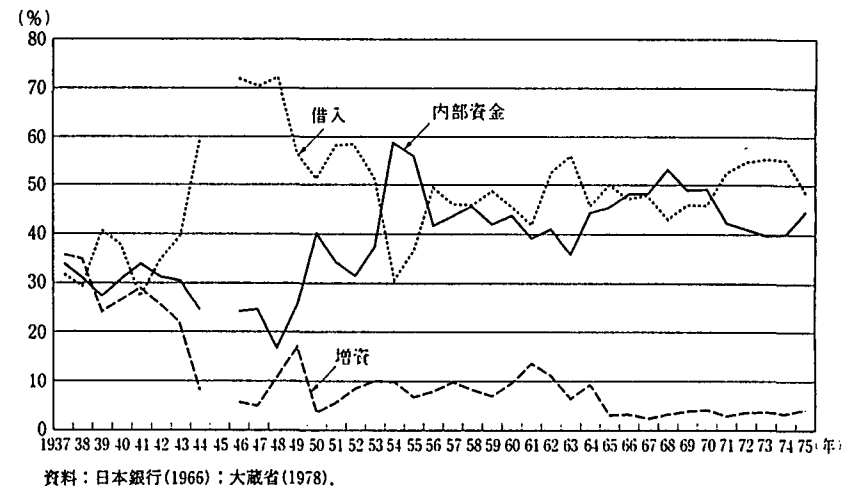
2. 初期条件——敗戦直前のコーポレート・ガバナンス

戦時経済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、およ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。まず、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1943-44年の状況に焦点を合わせて、確認しておく。

第1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、1932-36年平均の35%から、1940-43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1932-36年のマイナス14%から1940-43年には27%に上昇し、さらに戦争末期44年には60%に達した(図1)(日本銀行, 1966)。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、戦時下での三菱の財務委員会・査業委員会の設置(1940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、傘下企業のほぼすべ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)。

図1 産業資金供給・増減



第2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。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準財閥・同族企業で顕著であり、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、工場長の地位の引き上げと決定権限の工場長への委譲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3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、利益率に対する感応を低下させたことはすでに指摘されているが、この点は、われわれのデータでも確認できる。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

6) ただしここで委譲されたのは日常的な意思決定の権限にとどまる。この間の事情は、たとえば、日産自動車(株)(1965), p.123.

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、および経営者企業では、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)の計測ではいず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。1940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1944年初頭の指定金融機関制度の導入によって、民間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ったから、銀行のモニターのインセンティブは著しく低下した(本書序章)。

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1940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った(長島, 1986, pp. 248-249)。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, pp. 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ったとみられる。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およ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ったが、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ったと見ることができる。

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、一時的な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1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。最大・10大株主の保有比率の低下はそれぞれ3%、および5%にとどまった(宮島, 1995 c)。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, 1987)。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った。

第2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。既述のとおり、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すると、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、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、1マイナス10大株式の保有率で計測された株式分散度との間の正の相関は、戦時にあっても基本的に

7) 宮島(1995 c)の計測による。ただし、理想的には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1938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, pp. 72-76)。

9) 岡崎(1991, 表4-4)、宮島(1995 c, 表2-1)は、いずれも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集計された。そのため、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。

表1 戦時下の経営者の変化

企業名	37年 ランク	41年 総資産	37年 経営者	経営者 code	取締役 株主 株主比	交替 code	41年上期末 経営者	交代時	摘 要
倉敷紡績	39	7,051	大原孫三郎	1-A	13 2 15.4%	F	大原誠一郎	42	
倉敷紡績	40	8,144	大原孫三郎	1-A	7 1 14.3%	F	大原誠一郎	41	
三共	72	3,949	藍原又策	1-A	6 3 50.0%	F	藍原慎三	40	
島津製作所	—	4,744	島津源蔵	1-A	7 3 42.9%	F	島津源吉	40	
明電舎	—	4,571	重宗芳水	1-A	6 5 83.3%	F	重宗雄三	40	
昭和電工	30	21,910	森藤和	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	統制会会長就任のため
浅野セメント	23	12,259	浅野鋭一郎	1-A	16 6 37.5%	F	浅野八郎	42.5	〃
磐城炭鉱	86	3,123	浅野鋭一郎	1-A	12 4 33.3%	F	浅野八郎	42.5	
古河鉱業	89	11,538	古河虎之助	1-A	9 6 66.7%	F	古河從純	40	死亡
日本曹達	32	25,865	中野友豊	1-A	9 3 33.3%	OUT	大和田徳二	40	元通信官僚
理研工業	—	23,096	大河内正敏	1-B	6 1 16.7%	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	中井勘作	2-B	21 0 0.0%	OUT	豊田貞次郎	40	海軍大将/商工大臣
デーゼル自動車	—	14,586	新井源水	2-A	9 1 11.1%	OUT	林桂	42.5	陸軍
浦賀ドック	61	6,063	寺島健	3-A	16 4 25.0%	OUT	堀節吉	42.5	海軍予備役・現経営者入閣
大阪機工	—	4,836	原清明	3-A	4 2 50.0%	OUT	福岡忠哉	42.5	海軍造機中將
石川島重工	50	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	87	17,153	石塚条蔵	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	笹村吉郎	2-B	7 2 28.6%	OUT	大内愛七	41.5	元海軍少将・三菱電機常務
大東紡績	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	岩垂隆三	42.5	
大阪産業セメント	78	3,021	磯野良吉	2-A	4 3 75.0%	P	浅田平蔵	38.5	
内外綿	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	鷺尾勇平	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(興産)	—	5,011	渡邊剛二	2-A	9 4 44.4%	P	俵田明	43	ch. 渡邊剛二
小野田セメント	41	8,312	笠井眞三	2-A	10 1 10.0%	P	狩野宗三	40.5	
豊田式織機	74	2,392	兼松照	2-A	10 5 50.0%	P	野崎誠一	43	
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	辛島浅彦	2-A	12 0 0.0%	P	小沢武	43.5	統制会会長就任のため
東洋高圧	65	5,628	中井四郎	2-B	13 0 0.0%	P	磯部房信	43	
旭硝子	42	11,760	山田三三郎	2-B	8 0 0.0%	P	大野政吉	43	死亡
住友金属	27	45,171	古田俊之助	2-B	15 0 0.0%	P	春日弘	38.5	榎木直直三郎
住友電気工業	48	11,481	小畑忠良	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	郷中潔	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
三井鉱山	9	42,085	西村次郎	2-B	15 3 20.0%	P	川島三郎	40.5	38, 高島基江
三菱鉱業	11	43,795	池田亀三郎	2-B	14 0 0.0%	P	小林千太郎	41.11	

麒麟麦酒	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	43	
日本アルミ	—	8,843	井坂孝	3-A	9 0 0.0%	P	吉田一郎	43	三菱鉱山・設立時専務
汽車製造	87	5,777	嶋安二郎	3-B	10 1 10.0%	P	佐々木和三	40.5	
日産漁業	15	10,101	窪田四郎	3-A	19 0 0.0%	P	平塚常二郎	43	
日産化学	20	22,719	田中栄八郎	3-A	12 5 41.7%	P	石川一郎	41	
日本鉱業	6	58,605	伊藤文吉	3-A	13 1 7.7%	P	島田俊吉	42.8	41, 下河辺に交代
日本油脂	—	12,894	二神敏吉	3-A	7 1 14.3%	P-IN	藤田政輔	41	同系からの就任
日産自動車	—	7,430	新井源水	2-B	13 4 30.8%	P-IN	浅原源七	43	
住友化学	55	9,453	大塚敦	2-B	11 0 0.0%	P-IN	吉田貞吉	43.5	統制会会長就任のため
台湾精糖	17	15,999	武智直道	2-B	10 1 10.0%	P/F	武智勝	42.10	武智直道の長男
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：東洋経済「株式会社年鑑」、持株会社整理委員会(1951)、「人事興信録」、各社「社史」。

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
 交代コード 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

維持されていた。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、配当率を上げる傾向があり、逆にそうした企業では、相対的に高い賞与が経営者へのインセンティブとして機能していたことは、経営者と株主の関係が事後的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(宮島, 1995 c)。

しかも第3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た。1937-43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1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(表1の太字)では、この時期いぜんとして、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。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に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。他方、準財閥・同族企業(経営者コード、1)では、経営者が交代する場合、基本的に同族によって代替された。

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。この事実は、いぜん大株主(ブロック・シェアホルダー)が人事権を保持していたこと、そして大株主は、主要な取引先である軍部との関係強化を主たる判断の根拠として新経営者を選任してい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、経営者の交代と企業のパフォーマンスとの間の負の相関は失われたが、それは、経済統制の結果、企業成果を判断することが困難になったために生じた側面が強い。したがって、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

3.1 GHQにおけるコーポレート・ガバナンスの“設計”¹⁰⁾

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

10) GHQは、旧社会主義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、コーポレート・ガバナンス・ストラクチャについて明確な意識は持っていなかった。むしろ経済改革はGHQ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と国務省、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の構想をコーポレート・ガバナンスの視角から客観的に再構成することは十分に可

ラクチャリング)へと転換させた。しかし、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。企業経営に対する制約は、むしろ戦時より強まった。敗戦にともなう賠償指定は、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。また企業再建整備にともなう会社経理統制令は、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」(三和、1989)を基本的な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の戦中以来の政策方向と緩やかな一致が存在した¹¹⁾。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の改革と、戦時の企業統制との間には、180度ともいうべきベクトルの相違が存在したからである。まず、GHQのコーポレート・ガバナンス・ストラクチャに関する当初の構想を、戦時の企業統制並びに実態的变化との関係を考慮して要約しておく¹²⁾。

GHQは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¹³⁾。それに代わってGHQが望ましいと考

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)を参照。

11) たとえば戦時に企業統制にあたった革新官僚の1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-1)。

12) 以下の叙述はSCAPIN(Supreme Commander for the Allied Powers, Instructions to the Japanese Government) No. 244, “Dissolution of Holding Companies,” Nov., 1946; FEC(the Far Eastern Commission) 230, “Policy on Excessive Concentration of Economic Power in Japan,” May, 1947; エドワード・レポート(大蔵省, 1982b; 日本銀行, 1995)、および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/SCAP, 1951 b, pp. 23-27)。

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が、専門経営者として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点に相違点があった。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、内部昇進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, p. 261)。

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勧奨された。従業員所有に期待された機能は、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、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2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株式の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1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、機関所有を最小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における両者の係争点となる。

しかも、第2に、GHQは、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

13) 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(1951b)。

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・レポートは、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、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であり¹⁴⁾、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3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のコーポレート・ガバナンス・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、証券市場からの資金調達を中心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、銀行業務と証券業務の分離、というGHQの金融システム構想と制度的な補完関係にあった。GHQの構想における金融機関間の分業を企業モニターの3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の変化とは大きく乖離していた。

3.2 財界追放——“上から”の経営者革命

では以上の構想によるGHQの改革はいかに進展したのか。経済人に対し

14) もっとも、たとえば、Jensen and Ruback(1983)に代表される現代的な意味のそれに比べればテイクオーバーに重要な役割は与えられていない。

る措置は、1945年10月、GHQが財閥関係者の退任という方針を提示した時から始まった¹⁵⁾。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と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。この措置の該当者は1945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¹⁶⁾。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2,000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1948年1月、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、また同法が辞任を強制したケースも、必ずしも多くない。しかし、役員経験者3,625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(宮島、1992b)。

以上の一連の措置の結果、日本のビッグ・ビジネスの経営陣は全面的に交代することになった。既述の大企業の3つのタイプに即して言えば、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、1948年初頭の経営陣は、戦中に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2)。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。戦時にも以前世襲

15) 以下、本節の経過は、特記しない限り、大蔵省(1982a)第1章第2節、持株会社整理委員会(1951)、ハードレー(1970)第4章による。

16) 日本工業倶楽部(1967)、pp.170-172、公職追放委員会・原安三郎の回顧。

表2 財界追放のインパクト(企業タイプ別)

	1947年、追放直後(N=132)			1937年(N=107)		
	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	15	5	25
内部昇進	100.0%	88.0%	67.5%	88.2%	22.7%	36.8%
専門経営者	0	2	10	2	3	17
外部経営者市場	0.0%	8.0%	12.5%	11.8%	13.6%	25.0%
所有型経営者	0	0	16	0	14	26
	0.0%	0.0%	20.0%	0.0%	63.6%	38.2%
[キャリア形成のルート]						
事務系	12	12	50	6	13	51
	44.4%	48.0%	66.7%	35.3%	59.1%	78.5%
技術系	15	12	25	11	9	14
	55.6%	48.0%	33.3%	64.7%	40.9%	21.5%
[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し	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、公正取引委員会(1948)。

注：1) 社長就任以前5年間に、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、経営者保有株式(本人、同族、同族出資の持株会社の合計)が3%以上のケース。

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、人事興信録、持株会社整理委員会(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、この欄および、就任前のキャリア欄の合計は、Nに一致しない。

4) 旧財閥は、三井・三菱・住友の3大財閥直系企業、準財閥は、日産、安田、浅野、古河、日窒、日曹、森、理研系企業、独立には、同族企業を含む。

による経営者の交代を続けた企業では、この2つの措置が経営者企業への移行の決定的な画期となった。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はなかった。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っそう明らかとなる。ドイツの場合、政治家・官僚・活動

家の非ナチ化が徹底的に行われたのに対して、実業家のページはクルップ・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、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き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、非ナチ化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1946年末から始まり、先のナチとの関係遡及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、ペ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きもほぼ同様であって、こうしたアメリカ占領軍による「紛れの無い」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2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2点であろう。

第1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。財界追放と財閥同族支配力排除法によって日本にもたらされた“上から”の経営者革命は、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2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の比重が1937年の107人中34ケースから132人のうち52ケースに上昇したことからも確認できよう(表2)。特にこの傾向は重工業で顕著であって、37年の30%強から、一挙に50%弱に増加した(宮島, 1995c)。

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1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持株会社整理委員会(以下、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、財閥本社・大資産家に株式を保有されていた企業では、HCLCが、いったん最大の株主になった。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, 1995a)。勅令233号は、株式処分が終了するまでこの株式の投票権を行使する権限を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。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の強い影響下で選出されたのである。

第2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。経営協議会が急速に普及し、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を意味した。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、まず従業員から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, p.191-192)。

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、1946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(元日光精錬所長・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, 1991, p. 286)¹⁷⁾。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1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。既述のとおり財閥解体は、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、また財産税の徴収が、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れ、金融会社であれ、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, 1979, pp. 356-369)。

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。われわれのサンプルでも、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(宮島, 1995 a)。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。

17) 北海道炭鉱汽船でも同様の旧経営陣に対する退陣要求が確認できる(日本経済新聞社, 1980, vol. 5, p. 107)。

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1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、金融機関の株式保有の上限を5%に定めた。第2に、1948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¹⁸⁾。また、50年には、会計監査制度が実施され、この面からも企業の財務面の情報開示が強化された。そして第3に、48年末から既述のエドワード・レポート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であった¹⁹⁾。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。

18) 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. 319-325)。

19) 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, pp. 158-164)。

3.3 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GNPの水準は戦前の水準(1934-36年=100)の85%にまで回復し、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企業経営三原則・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、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が、いまや戦略的意思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を意味した。

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、十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・ガバナンス・ストラクチュア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。とくに、旧軍需企業の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」というインサイダー・コントロールの優位ということがあった²⁰⁾。

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。労働者による「経営権」の拘束を解消しつつ、新た

20) インサイダー・コントロールについては、Aoki(1995)。その実態については、「追放を解除されて」【経営者】1950年12月、pp.15-16。

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、新経営陣に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1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2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收拾する上で、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。たとえば、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、内部昇進で、文脈的知識を蓄積した新経営陣には、逆に優位があった。日立製作所の争議を「断固たる姿勢」で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所長の地位にあった(宮島, 1992b)。新経営陣が現場での日常的な接触を通じて労働者と緊密な関係を保持したことは、厳しい労働争議を乗り越え、その収束後に協調的な労使関係を形成するのに寄与した。

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。労働争議の收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。追放後就任した内部昇進の新経営者が、労働者の抵抗の前に必要な合理化計画を策定できないまま業績を悪化させ、銀行のイニシアチブによってあらたに選任された経営者が合理化計画を策定して再建を実現するというケースは、三井化学、石川島重工、新鴻鉄工など1950-55年の経営者の交替35ケースのうち少なくとも9社を数える(宮島, 1995c, p.108)。

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2の課題は、1949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、企業再建整備にとも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、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 a)。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, 1986, 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、50-54年の有配会社平均配当率は20%を上回った(日本銀行, 1966)。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イク・オーバーは、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、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、日本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思も、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²¹⁾。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。こうした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

21) SCLC(Securities Liquidation Committee), *Democratization of Securities Holding After the War*, National Archives, Washington D. C., Box 7577, File 12. 宮島(1995 a), p. 79.

式から預金への大量シフトをもたらした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(インフレーションによる金融資産の減価と経済改革による所得分散の平等化)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。1949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²²⁾。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, 1963, p. 318; 野村証券, 1976, pp. 366-373)。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いという形をとった。この場合、各グループの持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 a; 鈴木, 1992)。

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、1949年の70%弱から、55年

22) 詳しい経過については、大蔵省(1979), pp. 406-420を参照。この投資信託の重要性をはじめ指摘したのは、岡崎(1993), pp. 135-136である。

には50%強に激減した。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、信託銀行の役割が大きかった。また、53年には各グループの持合い比率は、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、持合い比率の上昇と 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、われわれのサンプルでは、テイク・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3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、復金融資の停止、既述の株式市場の低迷という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。メインバンク・システムの形成過程については他²³⁾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、情報面での優位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。こうした情報の優位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 a)。

しかも、経営者の選任に焦点を合わせる本章の主題から重要な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

23) 寺西(1993); Teranishi(1994); Hoshi et al. (1994); Hoshi(1995)。

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との関係がその貸出の量的優位にもかかわらず、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(宮島, 1995 c, p. 112)。つまり、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となった。

しかも、1949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1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実上消失した。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、新たに大口顧客を確保する必要が強かった富士、三和において特に顕著であった。

そして第2に、各都市銀行は、貸出額が大きいか、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リオに基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(1950-54年の平均配当率)と相関がなく、むしろ負債比率と正、利益率と負の相関があった(宮島, 1995 a)。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以上の事実は、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3に、各都市銀行は、1949年以降、必ずしも全般にはなかったとはいえ、大口顧客企業に自行の行員を役員として派遣した²⁴⁾。この役員

24) 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

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ようになった。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(事後的モニタリング)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。

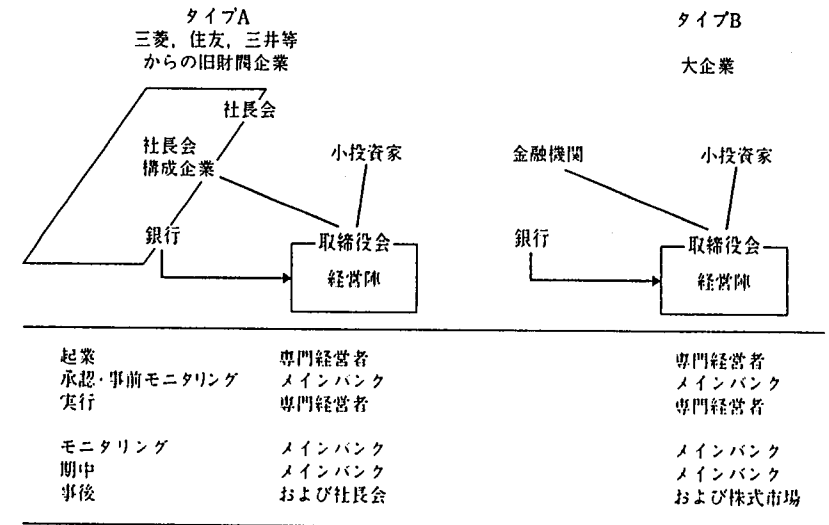
3.4 1955年のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャ

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。1949-55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・ガバ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・ガバナンス・ストラクチャをあらためて図示すれば、図2のとおりである。

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、決済勘定を通じてモニターし、しかも、その投資成果に対して事後的なモニタリングを加えた、最大の債権者であると同時に大株主でもあるメイン

月1日に詳しい。

図2 1955年のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャ



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2のタイプA)では、講和前後に結成された社長会メンバー間の持合いが進展していた。他方、その他の大企業(図2のタイプ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。既述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とは異なって、戦後の企業はほぼ同質化した構成をもったことになる。

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、1950-55年の経営者の交代と、1950-54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ティックに確認することができる(宮島, 1995 c, p.117)。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。

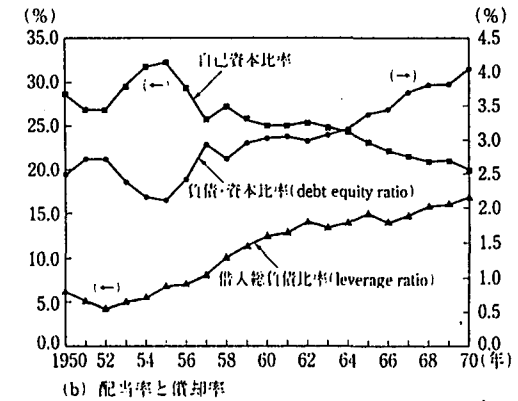
もっとも、この1955年の時点のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャは冒頭で要約した日本企業の状態依存的なコーポレート・ガバナンス・ストラクチャと、それに照応した企業行動から見れば、未だ原型にとどまっていた。

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。1955年の時点でも、個人株主の比率は50%を超え、経営者から見て株主の安定化は終了していなかった。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。1950-55年の上場企業の配当率、配当性向は、戦時のみならず、戦前(1934-36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。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。さらに50年代前半の償却率は戦前(1934-36年平均)の4.5%に比べて著しく低く(図3-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、第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²⁵⁾。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。

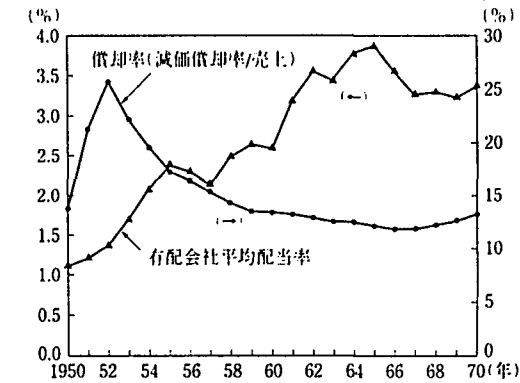
そして、第2に、資金調達面では、1949-52年に高水準を維持した企業の間接金融への依存度が、53年以降にいったん低下し、内部資金の役割が相対的に増大したことが、注目されるべきである。この傾向は、とくに1954-55年に著しい。オーバーボロイングが問題視される中、この時期各企業は財務構成の「健全化」を追求した(Teranishi, 1995)。増資目的に占める借入金返済の比重は、設備投資が45%前後であったのに対して、35%を占めた。

25) 「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、過小資本と不十分な減価償却による資本の食いつぶしをなおざりにして、「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)

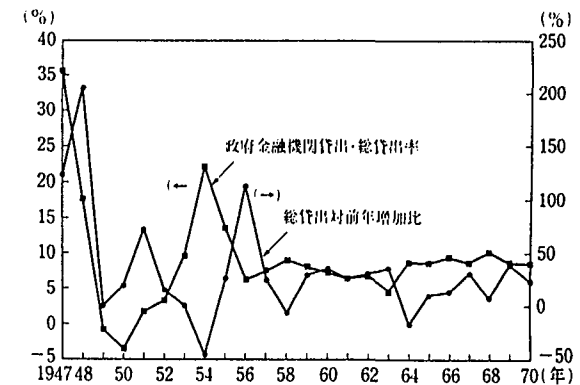
図3
(a) 財務指標の推移



(b) 配当率と償却率



(c) 貸出の増加と政府系金融機関の比重



この結果、1955年の自己資本比率は、前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²⁶⁾、50年の水準を5%前後上回った(図3-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っ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。イ)まず何よりも、メインバンク関係の特徴である delegated monitoring という関係が全般化していなかった。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%であったのに対して、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)。とくに第一銀行を戦後再分離した帝国銀行の取引先企業がこのメインバンク競争の争点となった。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ったから、そこでもまたメインバンク関係は形成過程にあった。ロ)さらに、都市銀行の投資プロジェクトに対する事前的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った(Packer, 1994)。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3-c)。この時期の企業の投資プロジェクトに対する事前的モニタリングは、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。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的に審査し、資金・資本市場へシグナルを送るという「最初」の貸手としての役割に接続していたわけではないことが注目されるべきである。

ハ)最後に、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

26) 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捗した。このプロセスについて詳しくは、Miya-jima(1996)。

ていなかったし、より注目されるのは、メインバンクの救済機能がいまだ不安定であったことである。この時期、取引先企業が経営不振に陥った際に、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。たとえば、1954年、業績を悪化させた三井精機の場合、銀行の評価では、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)²⁷⁾。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. 日本型企業システムの普及と洗練(1955-64年)

—そのプロセスと論理

4.1 経営管理のアメリカナイゼーションとその修正

1956年日本経済は、後に神武景気と呼ばれる景気拡大を迎え、1957-58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、1955年には国内政治体制が安定し、同年の「経済自立5ヵ年計画」を嚆矢とする一連の経済計画を通じて、「経済成長を極大化し、産業の発展を最優先するという政治的意志」が表明されたことが、企業経営者に設備投資に対するリスクが小さいという認識を与えたと見られよう。また、同計画と前後して石油化学、自動車、電機・工作機械等が戦略産業として選択され、体系的な産業政策が展開されたことも同様に新産業における投資リスクを削減した(橋本, 1989)。そして、第2に、1955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

27) 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ソフトな予算制約を払拭する点で重要な意味があった(Hoshi et al., 1994, pp. 609)。

がアナウンスされていたから、貿易・資本の自由化に備えて、規模を拡大させることが不可欠と認識された。それと関連して、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一方、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他社の設備投資を「挫く」戦略としても、割当の拡大を図るという意味でも合理的と認識された。こうした行動の背後には、この時期の企業を率いた経営者が、戦時・戦後の割当下で先行者の利益を学習していた点が重要であった。

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。1955-64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を試みた。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により、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。戦後直後に日本の経営組織を調査した総司令部民間通信局が、日本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(日本電気通信工業, 1952, p. 4; 東洋紡績, 1986)。この場合、大企業の経営者がモデルとしたのは、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続いて、アメリカの企業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

はモデルの修正といった日本化をともなった。

立ち入った検討は今後の課題としたいが、たとえば、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、常務制という形をとって定着した。しかし、もともとモデルとなっ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、意思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の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、1951年の財務諸表に関する会計監査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(1961)の調査によれば、61年時点のその普及率は86%に達し、60年前後には大企業の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、資金調達の運用を図る部門(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った(寿永・野中, 1995, p. 164; 吉野, 1975)。

さらに、1950年代後半には、長期経営計画の設定が普及し、その普及率は1960年には87%に達した。もっとも、モデルとなったアメリカでは、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重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っていた機能、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った(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によって、モデルとなったアメリカ大企業の事業部制とは異なった特徴を持った。

このようにアメリカをモデルとした組織改革は、日本の実態に即して、大きな修正をとめない、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。

4.2 メインバンク・システムの普及と

状態依存的ガバナンス・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、この高度成長前半期(1955-64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よい。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。景気の回復ともな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1)、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²⁸⁾。この結果、銀行への依存は、設備拡張を追求しようとするれば、不可避の選択となった。しかも、政府系金融機関は、とくに1960年以降産業金融から後退したから、企業の民間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, pp. 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、後述のとおり、企業が、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²⁹⁾。政

28) 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)。

29) メインバンク・レントの定義については、Aoki(1994), pp. 129-130 参照。

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支店開設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。たとえば、富士銀行の迫頭取は、1954年支店長会議の席上「経済の正常化につれ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「支柱取引先の紐帯強化」の方針を提示した(富士銀行, 1982, pp. 930-931)。

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、早期にこうした旧財閥系銀行に対する対抗的な戦略をとった。1950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年に渡邊頭取が、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, p. 242, 344)。こうした旧財閥系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」(三和)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行の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1950年代半ば、改めて「大衆化路線」を強調しながら、新規の大口顧客の拡大を追求した。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。たとえば、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18%に達した(三菱銀行, 1980, pp. 47, 96)。

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。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を、確認することができる(宮島, 1995b)³⁰⁾。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、1960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・事後のモニタリングの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、2) 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、たとえば都市銀行の「系列」企業の株式保有比率は、1960年の最大の貸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, 各年)。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3によれば、サンプル企業97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・事後の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。

30) 経済調査協会(各年)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、1959年上期の53.0%から64年の65.8%へと13%弱上昇した。

表3 高度成長期の銀行からの役員派遣のフローとストック
(A) 人数ベース(各年, 増減)

	1959年	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・常務	3	2	3	3	6	26
取締役・監査役	0	4	3	7	6	36
	1965年	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・常務	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(各年, 現在数)

	1958年	63	69
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) 役員構成の変化を追跡した102社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、1958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。

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、借手と貸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評判を確立せず、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的モニタリングで重要な役割を演じることとなった。たとえば、1950年代後半には未だ十分な名声を確立していなかったソニー（東京通信工業）、本田技研の大規模な設備投資にあたって、両社のメインバンクは、総借入の50%以上を貸し出し、この貸出は他の金融機関の融資のみならず、発行市場にも好影響を与えた。こうしたメインバンクの役割は、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るという別の機会の計測結果からも不十分ながら確認することができる³¹⁾。

状態依存的コーポレート・ガバナンスの形成

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・ガバナンス・ストラクチャ面での特徴、すなわち状態依存的なガバナンス・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ったが、このパターンは、旧経営者が、内部昇進者からな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、高度成長前半期(1958-63年)の交代39のうち、28ケースを

31) ただし、宮島(1995b)の計測は、メインバンク関係の測定、ビジネスチャンスの代理変数の選択、規模、産業、企業毎の特性の調整について多くの改善点を残し、いまだ暫定的な結果にとどまる。

表4 高度成長期における経営者の交代のパターン

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

資料：宮島(1995a,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)、日本コロムビア(同年、首都高速公園)、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。ただし、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。

しめる(表4, 1-1)。

鉄鋼業では、1959年に神田製鋼の浅田長平が外島兼吉に社長職をゆずった後、62年には日本鋼管、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、電機産業では、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年には14年社長の座にあった倉田主税が同社専務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を退任、日立のケースと同様に専務が

昇任した。さらに、戦後改革期の日野原節三の就任以来、長井清次(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を占め続けた昭和電工で1959年ついに内部昇進者の社長、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1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3に、新社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4に、公表された交替のモチーフは「若返り」にあり、新経営者の選任の理由としては「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5には掲げていないが、このインサイダーによる経営者の交替(かつ取締役会の構成変化をとみなさないケース)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、外部者からは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1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、1958年大企業の社長の平均年齢は、すでに60.6歳に達し、63年には62.7歳に上昇した。そして、その分散も著しく小さかったのである³³⁾。

32) 昭和電工(株)(1977)、「後継社長はどう選ばれるか」、『財界』1957年7月1日。

33) 表4、表5と同じ102社のデータによる。ちなみに1958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歳、標準偏差6.9に達

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1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。石油化学への進出の遅れた日産化学は、1958年7月2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日に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、もはや独力では再建困難」となり、同社は、両行と旧日産系有力会社から役員を受け入れ、その協力の下に再建に取り組むことになった。しかし、こうした努力にもかかわらず、61年同社の「経営状態はいぜん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, pp. 155-162)。

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のケースでは、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7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“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4分の1)の希望退職を募り、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→リストラクチャリングという事態の進展は、われわれのサンプルでは、石原産業、東邦レーヨン、

する。

34) もっとも、この強硬な再建案は、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」を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」を示すものとみられよう(『財界』1963年3月1日)。

表5 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 $t = c + a_1 \bar{V} + a_2 dV_{t-1}$

(A) インサイダーによる交替+ボードの変化

交替数	1958-63年			1965-69年		
	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
PR	-0.089	-0.083	0.000	0.169	-0.519	0.000
	0.296	0.000		0.141	0.139	
OR	0.121	0.021	0.000	0.010	0.034	0.005
	1.327	-0.034		-6.079	-0.002	
OR/EMP	0.350	-0.185	0.001	-1.693 c	-0.109	0.006
	-0.643	0.000		-0.782	-0.003	
ASS	-0.735	0.046	0.002	-1.637 c	-0.498	0.001
	-1.150	-0.849		-0.931	0.015	
SAL	-0.928	-0.862	0.000	-0.710	0.015	0.004
	-0.001	0.003		-1.144	-0.905	
	-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年			1965-69年		
	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
PR	-1.757 c	-0.733	0.032	-1.919 b	-0.113	0.121
	-5.428	-0.038		-1.184	0.002	
OR	-2.501 b	-0.537	0.026	-1.673 c	0.138	0.001
	-12.198	-0.068		-3.377	0.002	
OR/EMP	-2.565 b	-0.478	0.040	-0.829	0.096	0.002
	-4.580	-0.003		-0.973	-0.002	
ASS	-2.798 a	-0.659	0.033	-1.517	-0.266	0.000
	-4.315	-0.836		0.451	0.211	
SAL	-2.726	-0.732	0.003	0.336	0.198	0.038
	-1.133	-0.032		-1.829	-0.176	
	-1.163	-0.318		1.203	-1.724	

(C) 取締役会変化計 (A)+(B)

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

(各説明変数の下段はt値)

計測式(2): Turnover $t = c + a_1 \bar{V}$

(A) インサイダーによる交替+ボードの変化

交替数	1958-63年			1965-69年		
	a_1	t-stat	R ²	a_1	t-stat	R ²
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	-1.692 c	0.047
OR/EMP	-0.643	-0.736	0.001	-0.772	-1.626 c	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年			1965-69年		
	a_1	t-stat	R ²	a_1	t-stat	R ²
RRS	-4.094	-2.420 b	0.030	-1.497	-1.939 c	0.014
PR	-6.438	-2.924 a	0.024	-1.182	-1.667 c	0.121
OR	-14.459	-2.688 b	0.034	-3.372	-0.827	0.001
OR/EMP	-4.469	-2.790 a	0.044	-0.964	-1.512	0.002
ASS	-4.466	-2.568 a	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年			1965-69年		
	a_1	t-stat	R ²	a_1	t-stat	R ²
RRS	-2.929	-1.897 c	0.013	-0.996	-1.339	0.005
PR	-3.624	-2.073 c	0.012	-0.648	-1.010	0.049
OR	-5.632	-1.758 c	0.010	-5.499	-1.829 c	0.047
OR/EMP	-0.921	-1.526 a	0.012	-0.925	-2.202 b	0.009
ASS	-2.838	-2.623 a	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), 日本開発銀行, 企業財務データ。

注: 1) 本表では経営者の交替と企業のパフォーマンスとの関係をプロビ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1人当り営業利益): 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

これらの変数は、「企業経営の分析」から得た各業種平均との差をとることで標準化した。

3) dV_{t-1} , \bar{V} は、それぞれ $V_{t-1} - V_{t-2}$, $(V_{t-1} + V_{t-2})/2$ 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の変化および、過去2年のパフォーマンスの平均に回帰し、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) 説明変数はいずれも開銀の企業財務データ(CD-ROM版)から抽出した。

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4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マティックに確認できよう(表5)。

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をもっていた。

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、社長の交替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1つの傍証となろう。1958-63年に経営者の交替が、外部者の就任、および取締役会の大幅な編成替えをともなったケース20(表4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、近江絹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、近江絹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および限度に照らして、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(公正取引委員会、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、他にも独占禁止法の審決には至らなかったが、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⁾。

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、言い換えれば、この時期の激しいメインバンク競争が、事前的なソフトな予算制約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ソフトな予算制約の可能性が高まる(Aoki, 1994)。この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、1950年代後半、国内で過剰となったガソリンの輸出という「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点を意識しつつも、1959-60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(丸善の総借入の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ことを勧奨した。しかし、和田は、これまでの積極的方针を堅持する一方、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、三和銀行と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った三和は、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。これによって財界人によって結成され

35) 【財界】1958年8月1日。

た五人委員会(後に再建顧問団)は丸善の再建に取り組み、1963年1月、和田社長と原専務(三和派遣役員)の退陣を決める一方、新経営陣は、森関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った。同経営陣は、63年5月の時点で「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⁾。以上の事実、三和の貸出の審査が過剰な投資をもたらす傾向を持ったこと、また同行は、大口顧客の経営の悪化が明確となった時点でも経営の矯正力を欠き、最終的に独力で事態を收拾できなかつた点で状態依存的ガバナンスの形成史を追跡する上で重要である。こうした事態が、高度成長期の前半にどの程度全般化していたかは今後の検討課題に属するが、この時期、銀行側の大口顧客の拡大戦略と激しいメインバンク競争の結果、貸出審査が甘くなる傾向があり、そうした条件下で発生したソフトな予算制約の問題点が、後述の証券不況期によりはっきりとした形で現れることになると見られるのである。

4.3 安定株主政策と市場による企業コントロールの併存

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。

既述のとおり、1955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%を超え、経営者から見て株主の安定化は終了していなかった。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った企業、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った。この結果、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っていた。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)との間に正の相関があることからシステマティックに確認することができる(宮島、1995 a, p.

36) 以上の経過は、三和銀行(1974)、pp. 424-426。『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1965年以降である。

85)。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)。

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が大きかっ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った。最新の集計(橘川、1995, p. 245)によれば、旧3大財閥の社長会メンバーの相互持合い比率は、1953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、1984, pp. 61-63)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から、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(82社)の金融機関の持株比率は、1957年の28.4%から64年には39.3%と、10.9%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らう。

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さを残していた。

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、および第三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、あるいは第三者割当で増資を行う場合、各社の定款が適法であるか解釈上疑義が生じた。とくに1955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(日本証券経済研究所, 1991, pp. 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、後者の第三者割当については、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・鴻, 1968, pp. 38-39)。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、証券会社による買取引受は、商法(280条)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」との規定に反するとして、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(日本証券経済研究所, 1991, pp. 746-757)。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、1950年代前半にドラスチックに進んだ個人株主の保有比率の低下、逆に言えば、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は55-64年ではわずか5%の低下にとどまり、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、57-58年、61-62年の好況期に上昇している点が重要であろう。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、この時期いまだ、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」と言われるグリーン・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、市場による企業のコントロール(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、後者の側面が相対的に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、既述のとおり政策的側面をもっていた。しかし、たと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1950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、高度成長期前半にその比重を高め、とくに1959-61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を超え、その回転率は、一貫して上場株式の全体の売買回転率を超えていた(野村総合研究所)。この時期の投資信託は、株式ブームの中、積極的に組入れ株を入れ替え、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、1957-64年の大企業(94社)の金融機関の

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るかどうかというふるいにかけて……」と記している。

株式保有比率の変化を58-63年の平均投資収益率(RRS)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、市場による企業のコントロール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的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 and Sharfstein(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、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いた(宮島, 1995 b)。

そして第2に、経営者は、メインバンクの事後的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。言い換えれば、企業経営者は、その利益金処分にあ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、1956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、いぜんとして配当性向は高く、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6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期前半には0.5-0.6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利益金処分の面でいまだ間接的に株

表6 配当率・配当性向と配当の自己資本利益率感応度(高度成長期)

年次	計測式: $D = a + a_1\pi$			(参考) 抽出データ平均		
	a_1	t 値	R-square	有配会社平均 配当率	抽出データ平均 配当率	抽出データ平均 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。

株式市場に制約されていたのである。

5. 証券不況以降(1965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、メインバンク関係が拡大し、内部者から構成される取締役会に照応した経営組織の形成が進展した。しかしその反面、財務状態の悪化した企業に対してメインバンクが介入するという状態依存的なガバナンス・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ンパクトはいまだ完全に吸収されていなかった。こうした状況を変化させ、日本型企業システムの定着に大きな画期となったのは、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・ガバナンス・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1963-65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いだ。65-69年では交替は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、高度成長期前半とは異なる次の2つの特徴を持った。

第1に、社長が交替した場合、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4の外部者による交代8例から親会社派遣を除いた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替であるから、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に銀行メンバーを派遣するケースである。1963年に銀行からの派遣者が常務以上の役職に就いていたケースは26ケースにとどまったが、69年には、43ケースに増加した(表3)。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行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、高度成長期前半の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1958-63年の11から、64-69年には25ケースに増加した(表4)。いくつか事例を紹介しよう。

たとえば、高度成長期前半に急拡大した小野田セメントでは、1964年から65年初頭にかけて業績が急速に悪化、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は反発を強め、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等を加えた緊急合理化計画が発表され、同社はリストラクチャ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きざされるとともに、レスキューパッ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. 620-623)。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陣の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愛好しはじめたことを示唆しよう。1963年に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、現社長をそれぞれ取締役相談役および代表権なしの会長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、3人を降格とした。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とって経費の削減を図った。以上の一連の措置は、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ともなうインサイダーによる社長の交替のケースを、前年および前2年平均の企業のパフォーマンスを示す変数で回帰した結果は、表5 A欄に示すとおりである。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、有意な負の相関を欠く一方で、経営者の交替は、債券保全に最大の関心をもつ銀行が注目したとみられる営業利益率、

ないし過剰雇用の代理変数である常用雇用者1人当り営業利益(OR/EMP)と有意な負の相関をもったことである。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、企業の内部者およびメインバンクが、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・評判の上昇→銀行に対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ことを学習したことが重要であった。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ま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なコーポレート・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。岩戸景気の過程でブームを享受した株式市場は、1961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年初頭の短い上昇を挟んで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ま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ったこと、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、この危機感には、資本自由化によって増幅された。1964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。既述の第三者割当に関する障害は、1966年の商法改正(280条ノ2, 第2項)により除去された。この改正により第三者割当は、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と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, 1974; 表118)。

そして、第3に、この時期に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の変化が生じたことが重要である。1つは、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

39) この改正の意図は、「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」点にあり、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.205-207)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。

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オ面の考慮が強かった生損保、信託の投資行動における政策投資のウェイトが上昇したことも重要であった。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しつつ、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、1955-63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。1964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。

こうした状態依存的なガバナンス・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 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ったことからうかがうことができよう。

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、1966年以降低下し、借入・総資産比率、負債・資本比率は傾向的に上昇した(図3-a)。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、情報の非対称性の緩和と 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

41) 日本生命(1992), p. 263. また、三菱信託銀行(1988, pp. 336-337)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。

下した。1963, 64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、高度成長期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。1965-69年の π の係数並びに決定係数は、68年を除けば著しく低く、配当率の自己資本利益比率の変化に対する感応は微弱となった(表6)。そして、70年には、係数の符号が負に転じるなど、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ったと見てよからう。経営者が、銀行のイニシアチブで、外部者によってとっ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ったが、取締役会の再編成をともしない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4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5)。

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・ガバナンス・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、それと照応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、そのヘイデイを迎えるのである。

参考文献

- 麻島昭一(1987), 『財閥金融構造の比較研究』御茶の水書房。
 伊藤邦雄・三隈隆司・市村常彦(1989), 『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。
 江戸英雄(1986), 『私の三井昭和史』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。
 ———(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。
 ——(1982 a), 『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。
 社。
 ——(1982 b), 『昭和財政史 終戦から講和まで: 20 英文資料』東洋経済新報社。
 大嶽秀夫(1987), 『経営協議会の成立と変容』, 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編『現代日本社会 4 歴史的前提』東京大学出版会。
 ——(1992), 『資本自由化の企業集団』, 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。
 ——(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。
 奥村宏(1984), 『法人資本主義』御茶の水書房。
 小野田セメント(1981), 『小野田セメント 100 年史』。
 北野重雄(1944), 『軍需省及軍需会社法』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。
 橘川武郎(1995), 『中間組織の変容と競争的寡占構造の形成』, 山崎広明・橘川武郎編『日本的経営の連続と断続』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思決定の実態』。
 経済調査協会(各年), 『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。
 ——(1968), 『独占禁止政策 20 年史』。
 沢井実(1992), 『戦時経済と財閥』, 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。
 三和銀行(1974), 『三和銀行の歴史』。
 証券投資信託協会(1987), 『証券投資信託 35 年史』。
 昭和電工(株)(1977), 『昭和電工 50 年史』。
 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), 『アメリカの経営管理技法の日本への導入と変容』, 山崎広明・橘川武郎編『日本的経営の連続と断続』岩波書店。
 大和証券(株)(1963), 『大和証券 60 年史』。

- 寺西重郎(1993), 『メインバンク・システム』, 岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。
 東京証券取引所(各年)『上場会社総覧』東洋経済新報社。
 東京海上火災(1979), 『東京海上火災株式会社百年史』。
 東京証券取引所(1974), 『東証 20 年史』。
 東洋経済(1961), 『日本経営の解明』東洋経済新報社。
 東洋紡績(株)(1986), 『百年史』。
 長島修(1986), 『日本戦時鉄鋼統制成立史』法律文化社。
 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・マネジメントの方針と組織』ダイヤモンド社。
 日本経済新聞社編(1980), 『私の履歴書: 経済人』日本経済新聞社。
 日本銀行(1966), 『明治以降本邦主要経済統計』。
 ——(1995), 『日本金融史資料 昭和統編第 24 巻 SCAP 関係資料(一)』。
 日本生命(1992), 『日本生命 100 年史』。
 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(一)』。
 日本工業倶楽部(1967), 『財界回想録』。
 日本曹達(株)(1989), 『日本曹達工業社史』。
 日産化学(株)(1969), 『日産化学 80 年史』。
 日産自動車(株)(1965), 『日産自動車 30 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。
 ハードレー, エレノア, 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)。
 橋本寿朗(1989), 『1955 年』, 安場保吉・猪木武徳編『日本経済史 8 高度成長』岩波書店。
 ——(1995 a), 『日本型企業システムの形成』, 由井常彦・橋本寿朗編『革新の経営史』有斐閣。
 ——(1995 b), 『戦後日本の経済』岩波書店。
 ヒルシュマイヤー, J・由井常彦(1978), 『日本の経営発展』東洋経済新報社。
 富士銀行(1982), 『富士銀行一〇〇年史』。
 古河電工(株)(1991)『創業一〇〇年史』。
 三菱銀行(1980), 『統三菱銀行史』。

- 三菱信託銀行(1988),『三菱信託銀行60年史』。
- 三菱製鋼(株)(1985),『三菱製鋼40年史』。
- 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。
- (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。
- (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。
- (1995 a),「証券民主化再考:コーポレート・ガバナンスの視点から」,『証券研究』,vol. 113。
- (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」,武田晴人編『日本産業発展のダイナミズム』東京大学出版会。
- (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『講座日本経営史』岩波書店。
- 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。
- 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。
- 安田生命(1980),『安田生命百年史』。
- 矢沢惇・鴻常夫(1968),『会社法の展開と課題』日本評論社。
- 吉野洋太郎(1975),内田幸雄監訳『日本の経営システム——伝統と革新』ダイヤモンド社。
- Aoki, M. (1988), *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese economy*, Cambridge University Press. (永易浩一訳『日本経済の制度分析』筑摩書房, 1992年)。
- (1994), "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: an Analytical and Historical View," in Aoki and Patrick, eds. (1994)。
- (1995), "Controlling Insider Control: Issues of Corporate Governance on Transitional Economies," in Aoki and Kim, eds. (1995)。
- Aoki, M. and H. Patrick, eds. (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Aoki, M. and H. Kim, eds. (1995), *Corporate Governance in Transitional Economy*, The World Bank.
- Berghahn, V. R. (1986), *The Americanization of West German Industry 1945-*

- 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)。
- Fama, E. (1980), "Agency Problem and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy* 88, pp. 288-307.
- Fama, E. and Jensen, M. (1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* 26, pp. 301-325.
- Fruin, M. (1992), *The Japanese Enterprise System*, Oxford University Press.
- 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*.
- (1951 b), *History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan (1945 through September 1949)*, *Money and Banking*.
- (1951 c), *History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan*, Vol. 24, *Elimination of Zaibatsu Control*.
- Hoshi, T. (1995), "Evolution of the Main Bank System in Japan," in Okabe, M., ed., *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Sharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics* 106, pp. 33-60.
- Hoshi, T., A. Kashyap and G. Loveman (1994), "Financial System Reform in Poland: Lessons' from Japan's Main Bank System," in Aoki and Patrick, eds. (1994)。
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback, (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5-50.
- Kaplan, S. N. (1992), "Internal Corporate Governance in Japan and the USA: Difference in Activities and Horizons," mimeo, Chicago University.
- Lazonick, W. (1992), "Controlling the Market for Corporate Control: the Historical Significance of Managerial Capitalism," *Industry and Corporate Change* 1, pp. 445-488.
- Mason, M. (1992), *American Multinational and Japan*, Harvard Univ. Press.
- Milgrom, P. and J. Roberts (1992), *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, New Jersey.
- Morck, R. and M. Nakamura (1992), "Banks and Corporate Control in Japan," mimeo, University of Alberta.

- Miyajima, H. (1996), "Regulatory Framework, Government Intervention and Investment in Postwar Japan: The Structural Dynamics of J-type Firm-Government Interaction," WP. No. 9601. Waseda University.
- Packer, F. (1994), "The Role of Long-term Credit Banks within the Main Bank System," in Aoki and Patrick, eds. (1994).
- Sheard, P. (1994), "Main bank and the Governance of Financial Distress," in Aoki and Patrick, eds. (1994).
- Teranishi, J. (1994), "Emergence of Loan Syndication in Wartime Japan: An Investigation into the Historical Origin of Main Bank," in Aoki and Patrick, eds. (1994).
- (1995), "Saving Mobilization and Investment Financing during Japan's Postwar Economic Recovery," in Aoki and Kim, eds. (1995).
- Weinstein, D. (1995) "Foreign Direct Investment and Keiretsu: Rethinking US and Japanese Policy," mimeo, Harvard University.

日本型金融システムの形成と展開

早稲田大学

商学部

宮島英昭

mailing Address;

新宿区西早稲田1-4-1

早稲田大学・商学部

本稿は、中国復旦大学日本研究センター主催、国際シンポジウム「戦後日本の金融システムとその変革」のために準備された。

1. はじめに

戦後日本の金融システムの特徴は、裁量性の強い金融行政・間接金融・メインバンクシステムに求められ、それは、事前的なルールに基づく行政、直接金融、市場による経営のコントロールを特徴とするアングロサクソン型システムとは対照的であると理解されている。しかし、1990年代に入ってバブル経済の崩壊が明らかとなるとともに、戦後日本の経済発展を支えた金融システムの制度疲労がしばしば指摘され、21世紀に向けた金融システムの改革が活発な論議的となっている(中谷, 1996; 経済企画庁, 1996; 本書, 寺西論文)。本稿の主題は、こうした論争を念頭におきながら日本型金融システムの形成と展開の軌跡を追跡する点にある。したがって、ここでの課題は大きく二つに分かれる。

前半の課題は、戦後金融システムの形成を連合軍最高司令官総司令部(以下GHQと略記)のイニシアチブによって実施された戦後金融改革に焦点を合わせて概観することである。その場合重要な点は、1955年前後に定着した金融システムがGHQの当初のプランどおり実現されたわけではなかったことである。戦後改革の一環として金融改革は、他の多くの経済改革と同様に、わが国の金融システムのアメリカ化(Americanization)の側面を強く持っていた。商業銀行を核とする短期金融を中心に、長期資本供給は、株式市場と証券市場からなる資本市場を通じて行い、金融市場に対する介入は、法規に基づく安全性を基準とした監督にとどめるとというのがGHQの基本的なアイデアであった。いま、金融システムの構成要素として、リスク分散・資金の供給者と需要者との期間のミスマッチの調整・情報の非対称性の緩和・コーポレート・ガバナンスの諸点に注目すれば、GHQの“設計”したのは、株式所有者が基本的なリスクの負担者となり、期間変換、情報生産、企業経営者の規律のいずれも資本市場を利用しようとしたものと整理できる¹。

しかし、1955年前後に定着した金融システムは、当初設計された改革案が、そのままの形で実現されたわけではなかった。企業の資金調達は、間接金融に依存し、情報生産・経営者の規律のいずれもが都市銀行＝メインバンクが担うとともに、金利統制・資金配分統制がその運行を支えることとなった。本稿の第1の課題は、戦後金融改革を制度のアメリカ化とその修正(日本化)の過程として捉え

¹ しかも、改革の対象となった戦時の金融システムが高度の統制の下に置かれていたこと、また改革の実施過程で各金融機関の発行株がいったん準国有機関である持株会社整理委員会に譲渡され、またその営業が厳格な政府の監視におかれたことを考慮すれば、日本の戦後改革は、アングロ・サクソンタイプの金融システムをモデルとする計画化された金融システムの市場化の最初の大規模な実験でもあった。こうした見方については、Aoki, 1995, 宮島1995-a, 参照。もっとも、GHQは、近年の中東欧の改革において明示的に考慮されている、情報問題・エイジェンシー問題の緩和に関して明確な意識を持っていたわけではなかった。むしろ、金融改革は、GHQの政策担当者が、改革モデルとして、自国の経済制度(正確に言えば、1930年代半ば以降のアメリカの金融制度)を念頭に置いて進めた面が強かった。したがって、本稿で使用する“設計”とはあくまで比喩的にもちいる。

て概観し、なぜ理想とされたイエクイティ・フィナンスと市場をベースとしたシステムが定着せず、それと対照的な強力で裁量性の強い金融行政・間接金融・メインバンクシステムによって特徴づけられる戦後金融システムが形成されたかを明らかにする点にある。

ところで、以上の特徴をもつ戦後の日本型金融システムは、たんに戦後改革によってのみ形成されたものではなく、むしろ、戦時の金融構造の変化と金融制度改革を出発点とし、戦後改革によるアメリカナイゼーションとその修正を経て55年前後にほぼ終了する金融システムの大規模な変化の結果として形成された。最近の研究は、資金移動のパターンの変化（間接金融化）、金融統制の拡大（資金配分・金利規制・起債市場の規制）、公的資金に支えられた長期資金供給体制の形成、メインバンクシステムの原形としての協調融資体制の形成などの一連の事実を解明して、日本型金融システムの形成における戦時の変化の重要性を強調している（植田1993、岡崎1995）。ただこうした理解は、戦後の金融システムが、戦時の変化とは180度方向を異にする戦後改革によって新たに「発生」した側面をやや閑却する傾向があった（橋本、1995；1996）。本稿では、そうした戦時の変化を前提として戦後改革が戦後の金融システムの形成にいかなる役割を果たしたかを解明することがめざされる。²

本稿後半3、4節の課題は、こうして形成された金融システムが、高度経済成長期にいかなる機能を果たし、またその後の安定成長期にどのように変容したかを追跡することである。具体的には先ず3節で55年前後に原型の形成された金融システムが、高度成長の前半期に「洗練」あるいは進化し、高度成長の後半期に制度化、あるいは頂点の時期を迎えるプロセスが概観され、同時に、こうした戦後

² あらかじめ論点を明示しておけば、インフレーションによる金融資産の減価と財産税の徴収による所得分配の分散というしばしば指摘される戦後新たに生み出された条件に加えて、次の3点が重要である。第1は銀行業の証券業の兼営禁止、いわゆるGlass Steagall Separationと、独占禁止法が、戦後型金融システムの形成に与えた影響・効果である。戦前・戦時の日本では基本的に自由であった業務分野、あるいは株式保有に対するこの規制が、もしこの措置が導入されなければ発生した代替的可能性を思考実験することによって、戦後金融システムの形成にとって重要な意味を持ったことが強調される。第2に、戦後改革が、大企業のコーポレート・ガバナンスを大きく変化させたばかりでなく銀行自身のコーポレート・ガバナンスの変化を生み出したこと、そしてこれが、戦前とは異なった銀行行動を形成する一因となった点を強調したい。戦前の銀行行動が、sound bankingを中心とし、この点でGHQの構想も一致していたにもかかわらず、戦後もなお高い預貸率に示される積極的な銀行行動が継続したのはなぜかという点に関しては、これまで戦後改革期にも継続した低金利政策に対する銀行の対応という側面から理解されてきた（寺西、1993-a, b）。ここではそれに加えて改革措置による銀行側のコーポレート・ガバナンスの変化が銀行行動の変化を支えた内部的要因として重要な意味を持った可能性を強調したい。第3に、メインバンク関係の形成における戦後改革の意義が強調される。メインバンクの形成に関する研究は近年蓄積されつつあり、とくにその原型としての戦時・戦後の協調融資の役割が協調されてきた（Teranishi, 1994、岡崎、1995）。ここでは企業再建整備過程における情報蓄積がの重要性と、GHQ・大蔵省の一致した関心であった大口融資規制がdelegated monitoringの形成に果たした役割にあらためて注意を喚起し、メインバンクシステムは、基本的に市場経済への復帰（リスク負担の政府から民間へのリスク負担の移行）の過程に形成されたという見方を提示したい（Hoshi et al. 1994, Hoshi, 1995, 伊藤、1995もほぼ同様の見方を取っている）

金融システムが、投資家と借手（企業）の情報の非対称性の緩和と、経営者の規律づけに有効な役割を演じたことが解明される。続く4節では、石油ショック後、とくに80年代以降の戦後金融システムの変容の過程を取り扱う。80年代の金融自由化、証券化、国際化とともに、戦後金融システムを特徴づけていた規制・間接金融に変化が生じ、その結果、メイン・バンクシステムも変容した。特に重要なのはメインバンクシステムのモニタリング能力の低下であり、これが80年代後半のバブルの発生の一因となった。こうして、90年代には、日本型金融システムの変革が求められることになるが、この文脈では、ほかならぬ戦後改革期のアメリカナイゼーションの一環として制度化された Glass Steagall Separation と持ち株会社の禁止の再検討が戦後金融システムのオーバーホールとの関係で重要な意味をもつことが強調される。

2. 戦後金融改革：金融システムのアメリカ化 (Americanization) とその修正

1) GHQにおける金融システムの“設計”：金融システムのアメリカニゼーション

まず、GHQが試みた一連の金融制度改革を、リスク負担、期間変換、情報生産、コーポレート・ガバナンスの視点から要約しておくことが便宜であろう。³

1) GHQの金融改革に関する大きな問題意識は、産業と金融の密接な関係の破壊にあった。その背後にある認識は、1)財閥系金融機関が、銀行、信託、保険等の各各部門で優位に立っていること、2)銀行行動が、役員兼任、持株関係を通じて財閥組織の内部に垂直的に組れてこと、3)銀行の関係企業に対する投資と、関係企業の同系銀行に対する預金が、相互に増幅された優位 (interrelated solvency) を形成していること、4)財閥系金融機関の高い声価と関係企業のネットワークが、財閥系金融機関に独立系銀行に対する優位を与えていること、5)こうした優位は、政府の政策によっても強化されたことの諸点にあった。ここから、1)株式保有の分散・役員兼任関係の切断、2)財閥会社に併合された金融機関の分離と、銀行の分割による競争的な産業組織への銀行部門の改革、3)銀行の株式保有の制限、4)大口貸出の制限⁴、5)財閥系銀行に対する優先的な政策の廃止を含む大蔵省の権限の縮小が勧告された。

³ 以下、主としてGHQの経済関連部局が具体的な政策を立案する際参照した占領初期のFEC230を中心とする公式文書ならびにその作成に大きな影響を与えたエドワード報告 (The Mission of Japanese combine, *Edward Report*) を利用し (いずれも、日本銀行、1992、所収)、Hadley, 1970, GHQ/SCAP, 1951-a, bを参照する。

⁴ Edward Reportは、「銀行・信託会社は、その資本・準備金の合計の25%を超える額を一つの会社の証券、借款、手形、貸付、当座貸越しに運用することを禁止」を勧告し、後にFEC230文書は、この制限があまりに寛大すぎるとして10%に引き下げた

2) 財閥解体政策の一環としての金融改革が、当初からかなりはっきりしたプランを持っていたのに対して、新たに創出されるべき金融制度のGHQ側のプランは、初期の対日方針を見る限り必ずしも明示的ではなく、むしろ改革の実施過程で、政策担当者からad hocに提議された面が強かった。しかし、日本側との交渉にあたって背後にあったアイデアは、長期金融と短期金融が明確に分離された自国の金融システムを日本に創出すること、つまり「商業銀行による短期金融を中心に長期産業金融社、株式市場と証券市場からなる資本市場を通じて行い、銀行と資本市場の機能分離を原則とする」と要約してよい⁵。長期資金—証券市場—投資銀行、短期資金—資金市場—都市銀行という組み合わせが構想された。

3) 銀行の主要な業務を商業銀行ととらえるGHQの見方は、銀行の安全性の維持と、それを保証する制度的枠組みの“設計”が重要な課題とした。この点は、1947年5月から金融機関検査が復活し、翌3月からは、アメリカ式検査方法の指導が強力に行われたこと、金融機関の再建整備では高水準のリスク・アセット比率を要求したこと⁶、後に見るように金融機関を包括する金融業法の制定が指示されたことに現れている。そして、この金融機関の健全性の回復についてもGHQと大蔵省の間に指向の一致があった。金融機関の健全性の確保は、金融恐慌以来の銀行行政の基本であって、ここでの対立は、法規制にもとづく政府の監督を構想するGHQに対して、大蔵省がより裁量的な行政手法を選好した点にあった（伊藤、1995、p. 103）。

4) つまり、GHQの“設計”したシステムは、基本的にマーケット・ベースなシステムであって、冒頭の視角から整理すれば、表1の通りである。

- リスクは、基本的に“民主化”された小株主が担う。
- 貯蓄主体に資金供給と投資主体の資金の期間構造のミスマッチは、証券市場が調整する。
- 投資主体と貯蓄主体の間に発生する情報の非対称性の緩和に関しては、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“中間的なモニター”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”は株式市場に委託する；
- 企業のコーポレート・ガバナンスは、個人を中心とした分散的な所有システムを基礎に、株式市場と株主総会を通じて企業行動を監視する。⁷

⁵ 例えば、当初GHQは長期金融機関は必要がないとしていた（日本興業銀行、1957）。

⁶ こうした健全な銀行業の経営は、GHQ当局が抱いていた望ましい企業金融像と対応していた。企業は、株式市場及び内部留保を通じて投資資金を調達し、それゆえ資本構成は、高い自己資本比率を持つ“健全”な構成を示すべきであるとの観点から、GHQは、企業再建整備計画の認可条件として、自己資本は、固定資本に通常固定されている運転資金を加えた額を越えることを要求した（大蔵省、1983）。

⁷ もっとも、GHQが想定したこの“市場による企業のコントロール”（market for corporate control）

こうした構想は、戦時に進展していた変化との対比でいえば、1) 銀行ないし政府に移転していたリスクの負担と期間変換機能を得を再び民主化された株主、ならびに株式市場に戻し、2) いったん不在となった情報生産とモニタリングを資本市場の育成と株主のモニターに対する制度の強化を通じて回復させようとするものであった。また、経済統制以前のマーケット・ベースなシステムとの対比で言えば、1) たんに情報生産・モニタリングで重要な役割を担っていた財閥組織を解体しようとする点のみでなく、2) とくに社債市場で重要な情報生産を担った証券業務から排除しようとした点に大きな特徴があった。

2) 改革の実施プロセス

a) 独占禁止と金融機関の再編

こうした構想の下で、実際の改革はいかに進行したのか？以下その経過を整理した表2を利用して簡単に概観しよう。

第1に進展したのは、政府系金融機関の閉鎖と民営化（privatization）であった。これにより、戦時金融を担った戦時金融金庫、金融統制会、朝鮮、台湾銀行が閉鎖されるとともに、横浜正金銀行（外国為替専門機関）、日本興業銀行が民営化され、それと同時に、日本興業銀行も含めていったん普通銀行化された。

第2に、46-7年にかけて金融機関の支配力の排除が実施され。重要であったのは、財閥解体政策の一環として経営者が全面的に交代したことである。財閥系銀行の経営者の交代は、劇的であった。財閥本社の兼任役員が退職したばかりでなく、47年1月のいわゆる財界追放の結果、戦前の取締役会メンバーはほぼ退任を余儀なくされ、新経営者は、支店長クラスが抜擢された。さらに、一連の改革措置によって旧財閥系銀行の株式所有構造が劇的に変化した。この変化には、財閥解体措置による財閥家族、本社、同系企業保有株の譲渡とその処分に加えて、金融機関再建整備にともなう大幅な減資が重要な意味を持った。最低でも、90%に達する高率の資本金の切り捨ては、銀行の株主構成において個人大株主の大幅な後退をもたらした。

この2つの措置によって金融機関自身のコーポレート・ガバナンスが大きく変化した。資金調達のあるり方が大きく変化した戦時にあっても、都市銀行のコーポレート・ガバナンスの変化は小さかった。敗戦時でも住友、安田銀行の同系持ち株比率は、50%を超えており、それを背景に持ち株会社は、銀行役員の人事権を掌握していた。しかも、注目されるのは、戦時の進展とともに各銀行が、産

は、株価の変動に大きな役割が与えられたとはいえ、現代的な意味の（例えば、Jensen, Ruback, 1983）テイク・オーバーに重要な役割を与えた市場による企業のコントロールとは同一のものではない。

業金融へ積極的な進出した中でも、絶えず銀行内では、従来のsound bankingに固守する保守派（その背後には、財閥家族・本社に代表されるrisk averseな大株主がいたとみてよい）から批判が提示されていたことである⁸。確かに、銀行の貸出行動は、従来のsound bankingから大きく変化したが、この変化が進展したのは、政府によるリスク補償が実現した44年以降であった。貸出の増大に関しては、銀行側は、一貫してリスクの増大を危惧しており、預貸率、リスクアセットレシオも43年までは、戦前の構造と大きな変化はない。したがって、政府による債務保証が排除され、銀行が自己責任に変化したとき、再び大銀行が商業銀行化した可能性は、否定できない。こうした経営者と株式所有構造の大幅な変化が、戦前以来のサウンドバンキングへの回帰を阻止する一つの要因であったとみられる。

第3に、戦後改革は、戦前・戦時を通じて制度的には放任されていた銀行の証券投資行動を大きく制約した。財閥解体の一環として同系企業の銀行所有株の譲渡が強制され、旧財閥系銀行は、同系企業株式所有を禁ぜられた（会社証券保有制限例、1946、11）。さらに47年12月の独占禁止法の制定は、銀行の株式保有を5%に制限し、持株会社を全面的に禁止した。前者は、モデルとされたアメリカの独占禁止法に比して緩和されていたが、後者はアメリカの独占禁止法にもその規定を欠く徹底したものであった。もともと、この制限は、戦前の銀行の株式保有からみれば、短期的な制約は小さいかったとみられる。戦前の都市銀行の総資産にしめる株式所有の割合は低く（都市銀行、30-37年平均で、1.8%）、戦時にその割合は、かえって低下していたからである（44-45年平均、0.7%）。しかし、長期的にみれば、その意味は大きかった。戦前に見られた都市銀行による銀行の系列化は大きな制約を受け、持ち株会社の禁止規定は銀行業が金融子会社を設立することを不可能としたたからである。

第4に、銀行業における競争的な産業組織の創出は、同部門への集中排除法の適用によって実現されるはずであった。しかし、よく知られているように、同法の適用の現実性は、47年後半に高まったものの、最終的には適用除外となった（大蔵省、1982；浅井、1989）。もともと、銀行部門の産業組織はその他の措置によって直接・間接に促進された。第1に、金融機関再建整備は、戦時の合併の現状復帰をその認可の方針とし、これが第1銀行の帝国銀行からの再分離を生み出した。また、第2に、この時期の銀行業の行政方針も“反独占”的であった。49年1月、大蔵省は集中排除の方針を取り入れて、大銀行の支店増設を許可しな

⁸ た例えば、富士銀行(1982)は、1940年前後の貸出方針をめぐる保守派（森頭取）と行内若手との論争を紹介している。

い方針を決める一方、9月には地方銀行の新設を許可した⁹。第3に、改革措置の強度の非対称性が非財閥系銀行に有利に作用し、銀行間の競争を強化した面も見逃せない。三和銀行の地位が上昇させたのはこの局面であった。

b) アメリカ的制度の導入と復興期の金融

金融機関からの財閥の影響力の排除がほぼ終了するとともに、48年にはいると、あらたな金融システムの設計問題が具体化した。まず実施されたのは、証券取引法改正による、銀行部門の証券業務の禁止であった(1948年)。これによって戦前社債の引受に大きく関与した都市銀行は、証券業務から排除された¹⁰。つづいて、48年6月長期金融と短期金融の分離の具体化として金融機関は、普通銀行か、債券発行会社かの選択を迫られた。この結果日本勧業銀行、北海道拓殖銀行は普通銀行を選択した。さらに財閥解体によって創出され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も実施された。先の証券取引法は、大衆投資家の保護を目的として情報開示等、株主の権利の保護を図る規定を大幅に盛り込んだ。また実現は50年なるが、エドワード報告の線に沿って商法改正の検討が進んだ。こうして金融機関を包括的に規制する金融業法の法制化は実現しなかったものの、48年にはGHQの“設計”したシステムが制度としてはいったんは形成されたかにみえた。

もっとも、こうしたアメリカ的制度の導入によって証券市場による長期資金の供給という構想が、直ちに実体的に機能を開始したわけではない。敗戦直前に実施された証券市場の閉鎖措置はGHQによって継続され、社債の発行は全面的に規制されていた。この時期資本市場は事実上存在せず、復興・合理化資金は、もっぱら間接金融によって供給され(図1)、しかもその産業部門間の配分は、政府による規制の下にあったからである。以下この時期の資金供給の実態確認しておく。

1) 47年末からの傾斜生産のための産業部門間の資金配分は、金融緊急措置令に基づく「融資準則」と日銀の融資斡旋が手段となった。この協調融資については、メインバンクシステムの原型と評価が与えられているが(岡崎、1993)、ここでは、1) 幹事行が事実上を「資金的余力を欠」き、日銀が事実上幹事行の役割を果たしたこと、そのため、2) 市中銀行は、「監査」を日銀に依存する傾向が強かったこと、また、3) 協調融資にはしばしば「復金の支払保証を付して」いたことに注目しておく必要がある(橋本、1996; 日銀、1959、p. 295)。つまり、この時点で、

⁹ これにより、50-51年にかけて8行の地方銀行が新設された。大蔵省、1983、pp. 486-88。

¹⁰ 48年4月の全銀協意見書は、「これまで社債の引き受け、売り出しに果たしてきた銀行の役割からして今直ちに銀行が証券業務から手を引けば、わが国の証券市場、とりわけ社債市場の発展に大きな影響を与え」として、この分離の悪影響を指摘してその延期を要請した(日本銀行、1967、p. 35)。

市中銀行の事前的なモニタリングは事実上日本銀行に代替され、貸出のリスクは政府に移転されてた。

2) むしろ、メインバンク関係との関係では、第2に、指定金融機関制度が制度としては廃止(46年4月)されたにもかかわらず、実態としては連続していたことが重要であった。1937年から1955年のいずれかの時点で鉱工業資産の最大100社をしめた企業133社のうち、48年の新旧勘定合併時の借入残高が、判明する企業97社の借入残高を集計した表3によれば、大企業の借入先は、旧指定金融機関に依存していた。その借入依存度は、平均で50%を越え、復興金融金庫への依存度の高かった鉱業部門を除けば、70%以上に達した。また、銀行別にみれば、とくに帝国、三菱のシェアが高く、最大100社を見る限り、その借入の50%を旧指定金融機関である4大財閥系銀行、もしくは興銀のいずれか1行に依存していたことになる。この事実が、メインバンクシステムの形成にもつ意味は二重である。第1に、各行がいぜん貸出を固定化し、リスクが分散されていないことを意味した。ここに大口融資規制が、問題となる理由があつた。しかし、第2に、こうした関係は、旧指定金融機関がこの時期に情報蓄積を進めたことを意味した。戦時補償の打ち切りにもともなう企業再建整備の過程で、旧指定金融機関は、特別管財人となり、特別経理会社に指定された企業の再建整備に関与した。その関与は、直接には、旧勘定債務の処理を目的とする企業再建整備計画の策定は、その前提として残存資産の能力の策定、招来の生産計画、資金計画、それに基づく予想貸借対照表・損益計算書の作成を含むものであって、銀行がこの計画策定に関与したことは、借手の情報の蓄積にとって重要な意味を持った。これを通じて銀行の借手に関する情報は、法的に融資関係が強制され、基本的にリスクが政府によって保証されていた指定機関金融制度の時期に比してむしろより高い密度で集積された(宮島、1992)。

しかし、第3に、こうした融資関係の継続にもかかわらず、金融機関の企業経営に対するモニターは弱化し、企業経営に対する実質的なモニターの不在という戦時からの状況はいぜん継続していた。戦後復興期には企業内の労働者の発言権が強まり、内部者の利害を重視した経営(insider control)の傾向が強まる一方で、株主の影響力は後退していた。いったん最大の株主となった持株会社整理委員会は、しばしばその権利を行使したが、その観点は通常の株主とは異なっていた¹¹。業務的にも、財閥株の放出の過程で、新たに株主となった小投資家は、投資した企業をモニターする意思も能力もなかった。こうして戦争末期からの企

¹¹ 持株会社の観点は財閥の支配力排除にあり、持株会社整理委員会(1951)はその観点からの介入事例を紹介している。

業経営におけるソフトな予算制約は継続し、企業経営者が内部者の利害を重視するという insider control 問題が深刻化していた(岡崎、1993；宮島、1995-a)。

3) ドッジライン：アメリカ的金融システムの日本化 (Japanization)

(a) 証券市場の崩壊と直接金融の挫折

49年春のドッジラインの施行・市場経済への復帰とともに、改革によって導入された制度は実際にワークすべき局面を迎えた。ドッジの基本的アイデアは、政府債務を租税によって償還し(超均衡財政)、金融機関にはその保有する公債・復金債に変わって民間債(事業債・金融債)を保有させる。こうして企業資金は、株式・社債発行によって調達する直接金融方式に切り替え、そのために株式市場・社債市場の育成をはかる。このドッジのアイデアは、シャープ税制によって補完された(志村、1980、p.67)。

しかし、こうしたGHQの構想は大きな困難に直面した。最大の挑戦は49年秋からの証券市場の崩壊であった。この証券市場の崩壊の短期的な理由は、ドッジラインにともなう金利の上昇と、財閥解体、企業再建整備関連株による過剰供給にあり、またこの時点の企業利益が低水準であったこともその重要な一因であった。しかし、より構造的な要因としては、戦後のインフレによる金融資産の減価と、財産税の徴収、企業再建整備、財閥解体による金融資産の分散によって貯蓄水準が低下した点が、戦後の新条件として重要であった。この結果、家計貯蓄は、リスクと取引コストの低い預金を選好する結果となった。

もっとも、貯蓄水準が低位であっても、期待収益率の低下によって発生した株式からの資金のシフトが、預金のみでなく社債市場に向かうことも可能である。しかし実際にはこれも生じなかった。その理由としては、起債統制の継続と応募者利回りの抑制に加えて、Glass Steagall Separationの強制が重要であったとみられる。GHQが期待をかけた証券会社には社債を自己のリスク負担で引受可能な資金力も情報生産能力がいまだ欠けており、反面そうした能力を持つ都市銀行は、引受業務から排除されていた。こうした戦後創出された制度的条件が、社債市場の育成の時期にあえて起債統制が継続された要因であって、その意味でGlass Steagall Separationは、GHQのいま一つの目的、資本市場の育成とは整合しない側面を持っていた。

さて、株式市場の崩壊は、産業資金供給の供給面だけでなく、コーポレート・ガバナンス面からも企業経営に悪影響を与えた。株価の低下は、企業経営者に収益を重視した経営の必要を新ためて強制するという意味を持つ反面、買い占めを容易にすることを通じて企業経営に攪乱的影響を与えることとなった(宮島、19

95a ; Yafeh, 1995)。

以上のように GHQの構想が、わが国の所与の条件と乖離し、非現実的であることが明らかとなるとともに、改革期に導入された制度の修正がはかられることになった。

第1に、株価対策の一環として金融機関の株式保有が勧奨された。49年には、生保の買い出動、都市銀行の自己勘定による株式保有が要請された。当初金融機関の株式保有の増加に批判的であったGHQもこれを追認した(宮島、1995-a)。そして、第2に投資信託制度が導入されたことが重要である。もっとも、投資信託制度の導入は、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のもっと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制度化されたからである(大和証券、1963、p. 318)。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、この保有比率は、1937年の4大財閥本社保有株の全企業払込資本金に占める比率と同水準であった。同制度は、株式投資にともなう、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部分的に制度化することになった。さらに、第3に、53年には、独占禁止法が改正されて金融機関の株式保有制限が、これまでの5%から10%に緩和された。こうして戦後改革期に創出された制度の修正がはかられた。

(b) メインバンクシステムの形成

復金融資が停止され、証券市場が長期資金供給における期待された機能を果たし得ないというある種のクレジット・クランチの状況なかで、民間企業部門に資金を供給したのは都市銀行であって(図1)、この都市銀行の貸出は、日本銀行からの借入に依存した。以上の事態は、GHQの構想にもかかわらず、復興期の資金供給が、指定金融機関と連続する都市銀行によって果たされたことを意味した。その場合注目されるのは、次の諸点である。

第1に、この都市銀行の貸出の増加が、貸出先の分散と平行して進展したことである。別の機会の集計によれば、ドッジライン後、旧財閥系企業の同系銀行に対する借入依存度は低下し、各都市銀行の同系企業に対する貸出の集中度も平行して低下した(宮島、1992)。こうした貸出の分散には、銀行側のリスクの分散の要請に加えて、GHQ、大蔵省の大口融資規制が影響を与えたとみられる。たとえば、49年6-8月から開始された金融緩和を目的とする日銀の買いオペに対して、経済科学局は、「オペレーションの行き過ぎが、融資の性格を個別企業に対する

指定融資に近づけることになりはしないか」として注意を与えた。また、朝鮮戦争開始後、大蔵省が、「系列企業に対する長期かつ大口の貸出の集中」に批判的な姿勢を強めた（大蔵省、1976、p. 427-28, 570-71）。大口融資規制に関してGHQと大蔵省との間にはひろい一致があり、これが市中銀行の貸し出しの分散を促進した。本来の意味のdelegated monitorの関係はこの局面で形成されたとみることができる。

第2に、49年4月の日銀の融資斡旋からの後退と、リスク保証の消失とともに、都市銀行は、顧客企業に対するモニタリングシステムを意識的に構築し始めた。その動きの一つが、審査部の拡充であった。たとえば、富士銀行では、審査部内に審査企画係を新設して、業種別審査体制をとる一方、業務部調査課を調査部に独立させ、審査体制の整備を図った（富士銀行、1982）。第二の新たな動きは、大口顧客への役員派遣であって、それは戦時、改革期にもみられない新たな行動であった。各行は貸出高が多きいか、借入依存度の高い企業へ役員を派遣し、それは同時に取引先企業への財務面のエキスパートの供給という意味も持った（宮島、1995-c）。いま一つの手段は株式保有であった。銀行の株式保有を規制していた諸制限が緩和されるとともに、各行は取引先企業の株式を保有する傾向を強めた。この銀行の株式所有の増大は、従来の貸し出しの振り替えという形で進んだ。こうして事前・期中・事後のモニタリングを支える機構が形成された。メインバンクシステムは、戦後の情報蓄積を前提として、市場経済化に対する都市銀行の反応として形成されたのである。

しかも、都市銀行は、ドッジライン以降の市場経済への復帰過程で、企業のコーポレート・ガバナンスにおいても発言力を強めたことが重要であった。業績を悪化させた企業では、戦後改革期に専任された経営者が交代したが、その交代には最大の債権者であるメインバンクが大きな影響力を行使した。この点は、経営者の交代を企業のパフォーマンスで回帰したprobit分析の結果からも確認できる（宮島、1995-c）。企業に対する有効なモニタリングが形成されたのである。

(c)長期資金供給体制の形成

他方、都市銀行が資金供給を担い、その資金不足を日銀がカバーするという事態（いわゆる資金不足・オーバーローン問題）は、戦後改革期に導入された金融制度の再検討をGHQに迫った。詳細は杉浦論文に譲るが、最大の変化は、GHQがこれまで消極的であった長期金融機関に対する姿勢を変化させたことである。50年3月に再度来日したドッジは、それまでの態度を一転させ、日本開発銀行や長期信用銀行制度につながる長期金融改善構想に積極的となった。以降、長期資金供給

体制の設計が本格化し、政府債を日銀で引き受けさせ、代わり金を市中銀行に長期預託金として預け入れる等のオーバーローン解消策が構想されたが(日本銀行、1952)、最終的に選択されたのは、長期金融機関の創出であった。表2に整理したように日本興業銀行の債券発行の認可と長期信用銀行等の長期金融機関の設置、日本開発銀行の設立、信託分離による貸付信託制度の導入、中小企業金融機関制度の創設があいついで実現した。

こうして各業態毎に金融機関を設立し金融取引をセグメントし、特定業態に専門的な技術(長期金融に関する情報生産能力)をもたせるとともに、資産に対応した長期負債を発行させる。この金融債は政府資金及び銀行が引き受け、満期変換を含んだ迂回金融を導入することによって銀行の資産の一部(それにとまなりリスクと費用負担)を移転するという長期資金の供給体制が形成されたのである(伊藤、1995)。しかも、この体制は、起債会を通じた社債発行の制限によって補完された。これによって興銀を中心とする金融債の消化が保証されたのである。

こうした金融機関間の分業体制の形成は、この時期定着した既述のメインバンクシステムを次の2つの意味で補完した。第1に、預金を原資とするメインバンクの供給の困難な、長期資金の供給の委託が可能となった。興銀と政府系金融機関の長期資金に占めるシェア、50年代前半で60%、後半で3-40%であった。しかも、その場合、長期資金の供給の中心であった興銀、開銀が、都市銀行から独立・中立的であったことが重要であった(Packer、1994)。こうした中立的位置のために、都市銀行とメインバンク関係を結ぶ企業は、等しく長期資金の供給を期待できた。第2に、興銀・開銀の審査が都市銀行の審査を補完したことが重要であった¹²。興銀および開銀の事前的な審査が、都市銀行の審査コストを引き下げたのである。

3. 戦後金融システムの展開

1) 1955-64(高度成長前半期) : 「洗練」

こうして1955年前後には、高度成長期の基盤となる金融システムが形成された(表1)。当初GHQの構想したイクイティ・ファイナンスと市場をベースとした金融システムの構想は、間接金融、金融機関間の業態別分業、金利規制を含む裁量的な政府の規制、メインバンクによって特徴づけられる金融システムにとって代わられた。

では、このシステムは、高度成長の過程でいかなる機能を果たしたのか?

¹² 戦中以来プロジェクト評価に適合的な人的資源は、興銀に集中していたが、この興銀の行員が開銀に派遣された。

第1に戦後改革期に形成されたメインバンクシステムは、情報生産の面で重要な役割を果たした。例えば、現在の高いリプテーションをほこるソニーや本田技研もこの時点では新興企業であったが、両社の初期の大規模な設備投資にはメインバンクからの資金供給が重要な役割を果たした(ソニー、本田)。メイン・バンクはベンチャー・キャピタルを供給する役割を果たしたといえよう。メイン・バンクのこうした役割は設備投資に対する流動性制約に注目した投資関数の計測結果からも確認できる。宮島(1995)の設備投資を内部資金で回帰した結果によれば、メインバンク関係が強い企業ほど設備投資に対するキャッシュフローの係数が低いことを報告している。

そして第2に、メイン・バンクは経営者を規律する上でも有効な役割を演じた。高度成長期の前半には貸出しの増加と並行して銀行の役員派遣・株式保有が増加し、これは銀行の企業に対するモニタリング能力を高めた。そして、銀行に企業に対する関係は顧客企業が良好な経営を維持している限りは、経営に関与しなかったが、いったん顧客企業の経営が悪化すると意思決定に影響のある地位に役員を派遣するなど、経営への関与を強め、場合によっては経営陣を全面的に刷新して経営の建て直しを図った(財務状態依存的(contingent)ガバナンス)。こうした関与の仕方は、すでに指摘されている通り、1)業績の悪化が、経営権の移転を伴うと予想されるために内部者を規律する一方、2)業績が悪化した場合には、銀行のイニシアチブによる救済が可能となり、国民経済的に非効率な倒産のコストを削減する効果があったとみることができる。

もっとも、高度成長前半期の日本型金融システムはいまだ不安定な側面を残し、近年の研究が様式化したメインバンクシステムの特徴(Aoki, 1994; Sheard, 1994)からみれば、以下の点で、原型にとどまっていた。

第1に、都市銀行と顧客企業との間の安定的な関係が形成されていないという意味で、メインバンク関係はいまだ形成プロセスにあった。この点は、銀行と企業間の安定性がかけていたことが一つの傍証となろう。それは、三和、富士、第一の各行はいまだ大口の顧客を欠き、50年代初頭には、大口顧客をめぐるいわゆるメインバンク競争が展開していたためであった。

第2に、企業行動は株式市場に制約される側面が強かったことが重要である。戦後改革による株式分散のインパクトがいまだ吸収されていなかったことを注目しなければならない。個人の保有比率、50%前後、投資信託を加えると60%。投資信託の株式保有比率は、53年には6.3%を示し、この保有比率は、1937年の4大財閥本社保有株の全企業払込資本金に占める比率と同水準であった。同制度は、株式投資にとまなう、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部分的に制度化することとなった。いぜん企業のコーポレート・ガバナンスに大きな影響をもった。企業経営者は、いまだ株式市場の相対的に強い圧力のもとにあり、高度成長期の前半は、メインバンクによるモニタリングと市場による企業のコントロール (market for corporate control) が併存していた (宮島, 1995-b)。

この結果、企業行動は、株式市場に強く制約された。例えば、配当率を自己資本利益率と相関させた結果によれば、この高度成長前半期には企業の配当率は、自己資本利益率と有意な相関があったことが確認されている (宮島, 1996)。また、設備投資を株式市場による投資プロジェクトの評価、トービンの q で回帰した結果も、この時期の設備投資が、 q に感応的であることを報告している。企業行動も株式市場によって強く影響されていたのである (宮島, 1995)。

最後に、メインバンクシステムを特徴を構成する財務状態依存的 (contingent) なコーポレート・ガバナンスは安定的とは言い難い側面を残していた。この時期には経営が悪化した場合、救済に参加せず清算処理をとった事例が確認される反面、銀行の債権保全を目的とした介入が、過剰介入でとして批判を招いた事例をもあった。また、逆に、銀行の貸し出しの事前審査が甘いケースも見られた。企業の内部者、および外部者の間に、財務状態依存的なコーポレート・ガバナンスに固有のルールが形成されていなかった (宮島, 1996)。この意味で高度成長前半期は、戦後改革期に原型の形成された日本型金融システムが「進化」、または「洗練」されてゆく時期であった。

2) 1965-73(高度成長後半期) : 「制度化」

こうした不安定な状況に多きな変化を与えたのは、当時戦後最大といわれた証券不況とその後のプロセスであった。証券不況による株価の低下と、資本自由化による海外企業のテークオーバーの危機の上昇という環境のもとで、株式相互持ち合いが進展した。いわゆる株式所有の法人化は、この局面で急進展したのである (奥村, 1980)。

この結果、戦後改革期に創出されようとした市場による企業のコントロール (market for corporate control) が完全に払拭され、経営者は、株式市場の圧力から相対的に自由となった。この点は、例えば、高度成長前半期に有意な正の相関を示した自己資本利益率と配当率の相関が後半期になると失われることが一つの傍証となろう。また、前半期にトービンの q に対して感応的であった設備投資が後半期になると非感応的となることもこうした理解を補強しよう。日本型企

業システムを特徴づける株式市場から相対的に独立した企業行動は、この時期典型的な形で形成されたとみることができる。

さらに、メインバンク・システムを構成する、状態依存的な (contingent) なガバナンス構造も、銀行・内部者双方にこの構造に固有のルールが形成されたという意味でこの時期定着したとみることができる。別の機会の検討によれば、この証券不況後の銀行の介入は、高度成長の前半期とは異なって直接、社長を送り込むケースが減少し、内部者による交代と取締役会で発言権のある位置への役員のパ遣を組み合わせるケースが増加した。この事実は、顧客企業が金融危機に陥った場合、銀行は、現経営陣の交代と事業の再建を支援しながら、経営に影響のある地位を保持してそれをモニターし、他方、内部者の側も、銀行の介入を避けるために、自発的に再建計画を設定し、事前に内部者によって経営者を交代させる傾向を強めたことを意味した。高度成長前半期の過程で、銀行、内部者双方が状態依存的ガバナンスに固有のルールを学習したのである (宮島, 1996)。

こうしたシステムが定着するとともに、企業行動は、間接金融依存の成長パターンを強めた。企業の外部資金調達に占める間接金融 (銀行からの借入の比重) は、90%以上に達した (図1)。その結果、企業の資本構成における自己資本の比重は、1960年代後半一環して低下した。しかも、企業の総資産ベースの成長率を負債・自己資本比率で回帰すると、この60年代後半のみ有意な負の相関を確認することができる。高度成長の後半期は、企業は負債に依存した資金調達をとり、この負債依存度が企業成長を決定するという関係がシステムティックに見られたのである¹³。

4. 1980年代 ; 日本型金融システムの変容

1) 日本型金融システムの転換点

以上の企業の資金調達のパターンは、石油ショック以降大きな変容を示した。変化の方向は、図2の通り間接金融からエクイティファイナンスへのシフトである。同図によれば、70年代後半以降、設備投資に対するキャッシュ・フローの比率は1に接近し、83年以降1を上回った後、後年“バブル”経済といわれた1986年以降には大幅に投資水準を上回った。キャッシュ・フローが潤沢となったのである。また、企業の資金調達も多様化した。70年代後半から、増資・社債発行による資金調達が増加し、80年代後半にはこの動向は加速化した¹⁴。とくにこの80

¹³ 高度成長期の金融システムについては、伊藤 (1995)、岡崎 (1995) 参照。

¹⁴ 1974年を境に、増資の形態が額面発行増資から時価発行増資に変わり、増資による資本調達コストが低下した。

年代後半には、為替の先高期待による海外での資金調達が多かったことが注目される。その背景には、第1に、経済成長率の下方屈折・産業構造の変化という経済構造の変化とともに企業の貯蓄不足が緩和されたことが重要である。また第2に、資金供給側からいえば、高度成長の結果、金融資産の蓄積水準が上昇し、家計部門が、預金以外の貯蓄手段を選好する段階に入ったという変化があった。さらに第3に、70年代後半から進展した大量の国債発行と金融の自由化が重要であった（堀内、1994）。75年から急進展した前者の国債の大量発行は、金利の自由化への圧力を継続的に生み出す一方、高度成長期には未成熟であった流通市場を形成し、また社債発行に関する規制を廃止する動因になった。1980年の外国為替管理法の改正は、企業に海外での資金調達の道を開いた。この結果、企業は、多様な資金調達手段のうちから最適な方法を選択することが可能となったのである。

15

こうした自由化の進展とそれにとまなう企業の資金調達方法の変化は、銀行の行動の変容を生み出すこととなった。

第1に、規制の緩和は、高度成長期に銀行部門に発生していたレントを縮小し、銀行は、リスク選択の積極的拡大と業務の多様化（例えば、外国為替業務やリテイル・バンキングへの進出）によって対応することとなった。しかし第2に、銀行は、このリスク選択の拡大と業務の多様化にもかかわらず、従来の審査部を縮小した。高度成長期の審査部の歴史が、拡張の歴史であるとするれば、安定成長期の歴史は逆に縮小の歴史であった。そして第三に、この審査部門の縮小を支えた要因が貸し出しに関する有担保原則の強化である。この点の立ち入った検討は、今後の課題であるが、高度成長期の銀行が、長期的関係を基礎とした事前的審査を通じて、十分な担保を欠く投資プロジェクトに対して資金を供給したのに対して、安定成長期以降は、むしろ事前的審査を省略しつつ担保（事実上土地）物件に対して自動的に貸し出す傾向を強めることとなった（吉田、1994）。その結果、第四にバブル期の銀行行動は、本来リスク資産である土地・株式のリスクを低く評価する傾向を強めたのである。

こうした銀行行動の変化の結果、高度成長期の企業と銀行の関係は変容を余儀なくされた。そのもっとも大きな変化は、メインバンクシステムのモニタリング能力の低下であり、これが、80年代後半のバブルの一因であったとみることができる¹⁶。企業の銀行依存の低下とともに、メインバンクのモニタリング能力が

¹⁵ 中村（1995）が、この過程を簡潔に概観している。

¹⁶ この審査能力の低下の背後には、日本産業が高度成長期のキャッチアップの段階から世界の技術的フロンティアに到達したため、投資プロジェクトの審査にあたって技術評価が難しくなったという側面も作用している。

低下したことは、幾つかの点から裏付けることができる。

第1は、内部資金の増大、さらに株価・地価の上昇による「含み益」の増大の結果、企業行動の直面する予算制約がソフトなものとなり、これが企業経営の効率の低下、過大投資を招いたことである（池尾、1994 pp112-6）。この点は、バブル期のイクイティ・ファイナンスとバブル崩壊後の企業利益の間の有意な負の相関があるという、東京証券取引所2部上場企業に関するHoriuchi（1995）の分析結果が一つの傍証となろう。

また第2に、円高不況を挟んだ1984-88年の経営者の交替と企業パフォーマンスの相関を分析したわれわれの分析結果によれば、この時期、それ以前、例えば、1958-63、1964-69年に見られた経営者の交代と企業のパフォーマンスを示す変数（自己資本利益率、営業利益率）との間の相関が失われたことが確認できる。高度成長期には、企業パフォーマンスが平均より劣る企業の経営者は交代する可能性が高いという明確な傾向が確認できたのに対して、この84-88年には、そうした傾向は失われ、唯一経営者の交代を説明できる変数は、前年の経営者の勤続年数のみとなった。メインバンクは、大企業を見る限り経営者に選任に対する影響力を失ったのである。

2) 規制緩和と日本型金融システムのオーバー・ホール

戦後改革期に形成された日本型金融システムは、以上のように石油ショック後の企業の資金調達行動の変化と、80年代以降の金融自由化・バブル経済の進展を経て、大きな変容を見せた。金融市場の規制緩和は、企業の資金調達行動に大きな変化を与え、それはメインバンクシステムの変容を誘った。そして、こうした傾向は、バブル経済の過程でさらに加速したように思われる。90年代に入ってバブルが崩壊し、日本経済は、製造部門のリストラの遅れ、金融部門における不良債権の累積と金融システムの安全性の確保、金融機関の慎重な貸出行動（credit crunch）とリスク・マネーの供給の限界等の深刻な問題に直面している。

では、日本型金融システム、あるいは、それと補完的な関係にある企業システムは、このプロセスを通じて完全に変化してしまったのだろうか？ 一部では、日本の金融システムは、Anglo Saxon型に収斂しつつあり、この傾向は、いっそうの規制緩和を通じて促進されねばならないと主張されている。たしかに、こうした理解を支持する証拠も存在する。

しかし、金融の自由化は、市場による経営のコントロールとは異なる。企業の株式所有構造に関しては、持合比率の若干の低下が見られるものの、大きな変化は生じていない。金融システムと補完的な関係にある他の経済のサブ・システム

(雇用関係・取引関係)を見ても劇的な変化が生じている兆しは確認しがたい¹⁷。この意味で、日本の企業システムが、完全にAnglo Saxon的な市場を基礎としたシステムに収斂する傾向を示しているとはいえない。むしろ、日本型システムを市場を基礎としたアメリカ型のシステムにいきよに移行させようとすることは、日本型企業システムを構成するサブシステムは、相互に補完的で非効率とさえいえよう。

従って、現在求められていることは、青木(1995)も提唱しているように、1980年代に低下した日本の金融システムのモニタリング能力を再構築することであろう。そのために考えうる一つの方途は、メインバンクシステムを国際化し、証券化し、規制緩和の進む市場条件に適合的な形でオーバーホールすることである。そしてこの文脈で、戦後改革期に制度化された証券業務と銀行業務の分離(Glass Steagal Separation)並びに持ち株会社の禁止規定の再検討が重要であろう。

すでに銀行業務と証券業務の分離は、部分的に規制緩和されたが(1993年から銀行子会社の社債引受が可能となった)、現在必要なことは、銀行に全ての証券業務を可能とするドラスチックな改革であると思われる。こうした政策を提示する理由は、第一に、プロジェクトを審査する能力は、いぜん証券会社でなく、都市銀行に蓄積されていると見られるからであり、第2に、メインバンクシステムは、委託されたモニターを通じて、審査コストを節約できる点で、他の代替的なシステムに比較優位があるからである。そして、第3に、ユニバーサルバンキングの導入は、銀行が企業のライフ・サイクルに応じて自由に顧客企業との関係を貸出から証券引受にシフトさせるを可能にするから、それは、銀行と企業間の長期的関係を安定化することに寄与すると期待できよう(Calorimis, 1993)。そして、第4に、都市銀行の証券業務への進出は、銀行・証券会社間の競争を促進し、これが日本の金融システムのモニタリング能力を引き上げることに寄与すると期待される。

現在、論議されている持株会社の解禁問題もこの文脈で検討されるべきであろう。持株会社の解禁は、金融持株会社の設立を可能とすることによってユニバーサルバンキングの方向を加速するであろう。いまだ、金融持株会社の具体像は不明瞭であるとはいえ、銀行を核とし、傘下に諸金融機関(信託銀行・保険会社・証券会社)を組織した金融持株会社は、現在の不良債権問題の解決への寄与が期待できるばかりでなく、既存の金融システムを証券化された市場環境に適合させることが期待できよう。

¹⁷ 但し、生産系列、流通系列では、相対的に変化の度合いが大きい(経済企画庁、1996)。

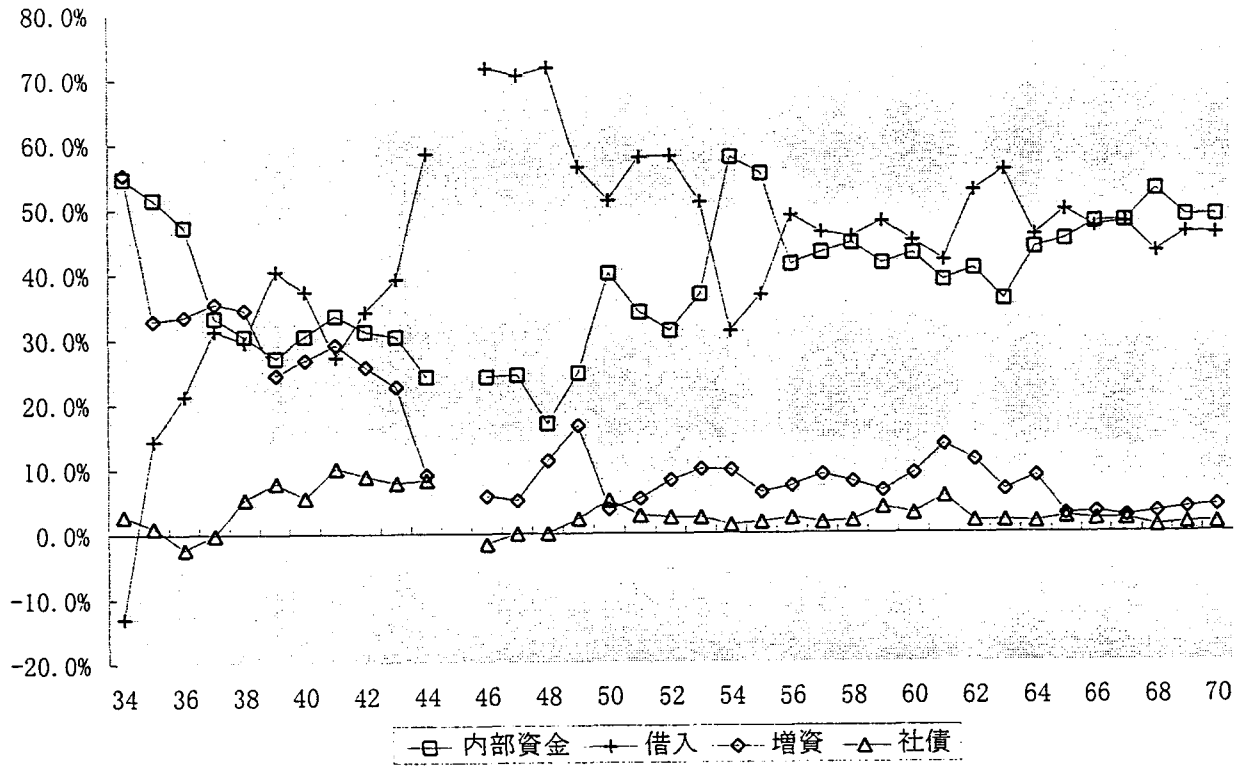
いずれにせよ、現在、金融システムをめぐる議論は、戦後経済の発展を支えた日本型金融システムの基盤となった制度的枠組み自体の再検討が問題となる局面に入った。戦後改革期に創出された日本型金融システムは、いままさに歴史的転換点を迎えているのである。

参考文献

- Aoki, M. (1994), "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: an analytical and historical View", in Aoki, M. and Patrick H. (ed.), (1994)
- Aoki, M. (1995), *Corporate Governance in Traditional Economy*, The World Bank, 1995.
- Aoki, M., and H. Patrick (eds), (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, Oxford, 1994
- Calorimis, W. C. (1993), "The Cost of Rejecting Universal Banking ; American Finance in the German Mirror 1870-1914", *mimeo.* University of Illinois.
- General Headquarters Supreme Commander For the Allied Nations, (GHQ/SCAP) , (1951-a), *History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan, Vol. 24, Elimination of Zaibatsu Control.*
- GHQ/SCAP, (1951-b), *History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan, Vol. 25, Money and Banking.*
- 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.
- Horiuchi, A., (1995), "Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm; An Implication of the surge of Equity-related Bonds", in Okabe, M., eds, *The Structure of Japanese Economy; Changes on the Domestic and International Fronts*, Macmillan.
- 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., (1995) "Evolution of the Main Bank System in Japan", in Okabe, M., ed., *The Structure of the Japanese Economy.* Macmillan.
- Jensen, M. and R. Ruback, (1983), "The Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 11.
- Packer, F. (1990), "The Role of Long-term Credit Banks within the Main Bank System", in Aoki and Patrick (1994)
- Sheard, P. (1994), "Main bank and the Governance of Financial Distress", in Aoki and Patrick (1994).
- Teranishi, J., (1994), "Emergence of Loan Syndication in Wartime Japan -- An Investigation into the Historical Origin of Main Bank". in Aoki, M. and Patrick, H. (ed.), (1994)
- Yafeh, Y. (1995) "Corporate Ownership, Profitability and Bank-Firm Ties: Evidence from American Occupation Reforms in Japan", *Journal of the Japanese and International Economies.* vol. 9.
- 青木昌彦, (1995), 『経済システムの進化と多元性』東洋経済新報社。
- 浅井良夫, (1989) 「占領期の金融制度改革と独占禁止政策」『経済研究所年報』(成城大学)、第2号。
- 富士銀行(1982), 『富士銀行百年史』
- 橋本寿朗(1995)『戦後の日本経済』岩波書店
- 橋本寿朗編(1996)『日本企業システムの戦後史』東京大学出版会。
- 堀内昭義編(1994)『講座 公的規制と産業5 金融』NTT出版。
- 池尾和人(1994)「財務面からみた日本の企業」、貝塚啓明・植田和男編『変革期の企業システム』東京大学出版会。
- 伊藤修(1995)『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会。
- 経済企画庁(1996)『経済白書 平成8年版』。
- 宮島英昭(1992)「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(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』vol. 112。

- 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
『「日本的経営」の連続と断絶』岩波書店。
- 宮島英昭(1996)、「財界追放と経営者の選抜：状態依存的 (contingent) ガーヴァナンス・スト
ラクチュアの形成」、橋本寿朗編 (1995)。
- 持株会社整理委員会(1951), 『日本財閥とその解体』
- 中谷巖(1996) 『日本経済の歴史的転換点』東洋経済新報社。
- 中村隆英(1995) 『現代経済史』岩波書店。
- 日本銀行(1952)、「オーバー・ローン解消案の検討」『日本金融史資料』昭和続編、vol. 9。
- 日本銀行(1959)、「融資斡旋沿革」『日本金融史資料』昭和続編、vol. 9。
- 日本銀行調査局 (1967) 「戦後わが国金融制度の再編成 (昭和20年8月-27年)」『日本金融史
資料』昭和続編、vol. 10。
- 日本銀行(1992) 『日本金融史資料』昭和続編24巻、SCAP関係資料(1)
- 日本興業銀行(1957) 『日本興業銀行50年史』
- 奥村宏(1980) 『法人資本主義』御茶の水書房。
- 大蔵省(1976) 『昭和財政史 終戦から講和まで：1 2 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：1 9 統計』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：1 3 金融(2)・企業財務・見返資金;』東洋経済
新報社
- 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(1995) 「第2次大戦期の金融制度改革と金融システムの変化」原明編『日本の戦時経
済：計画と市場』東京大学出版会。
- 岡崎哲二(1996) 「戦後日本の金融システム；銀行・企業・政府」森川英正・米倉誠一郎編『日本経営
史 5：高度成長を越えて』岩波書店。
- 志村嘉一『現代日本公社債論』東京大学出版会、1980年。
- 寺西重朗(1993-a)、「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。
- 寺西重朗(1993-b)、「終戦直後における金融制度改革」香西泰・寺西重郎編『戦後日本の経済改革』
東京大学出版会。
- 植田和男(1993) 「金融システム・規制」岡崎・奥野(1993)。
- 吉田和男(1994) 『日本型銀行経営の罪』東洋経済新報社。

図1, 産業資金供給・増減



出典： 大蔵省、1978

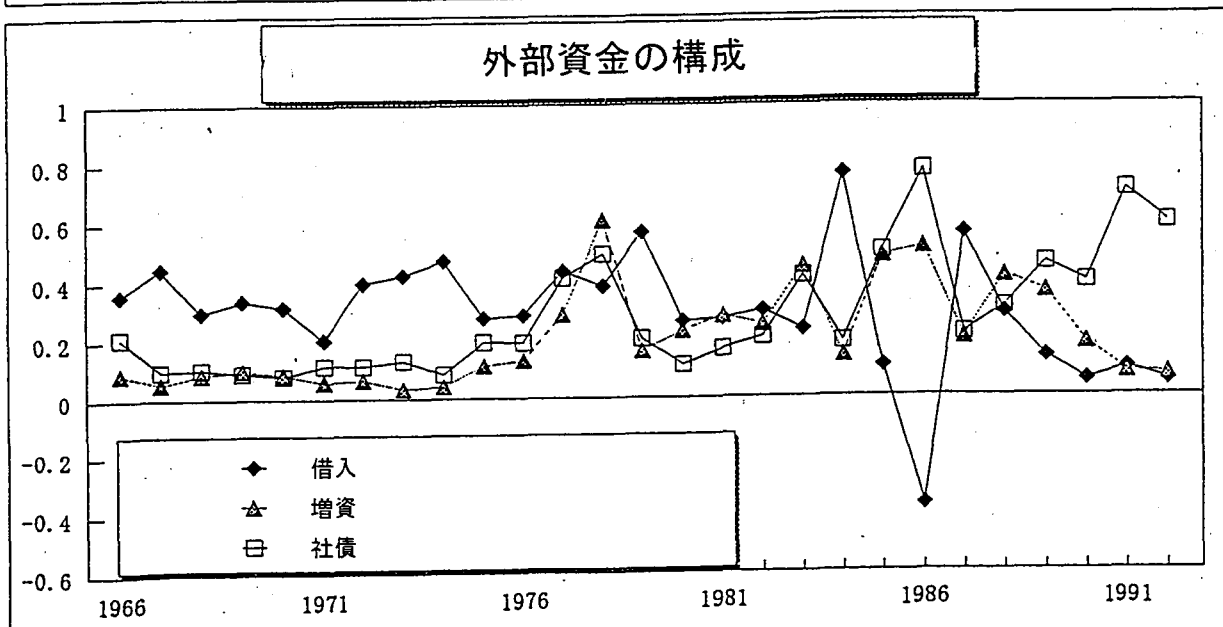
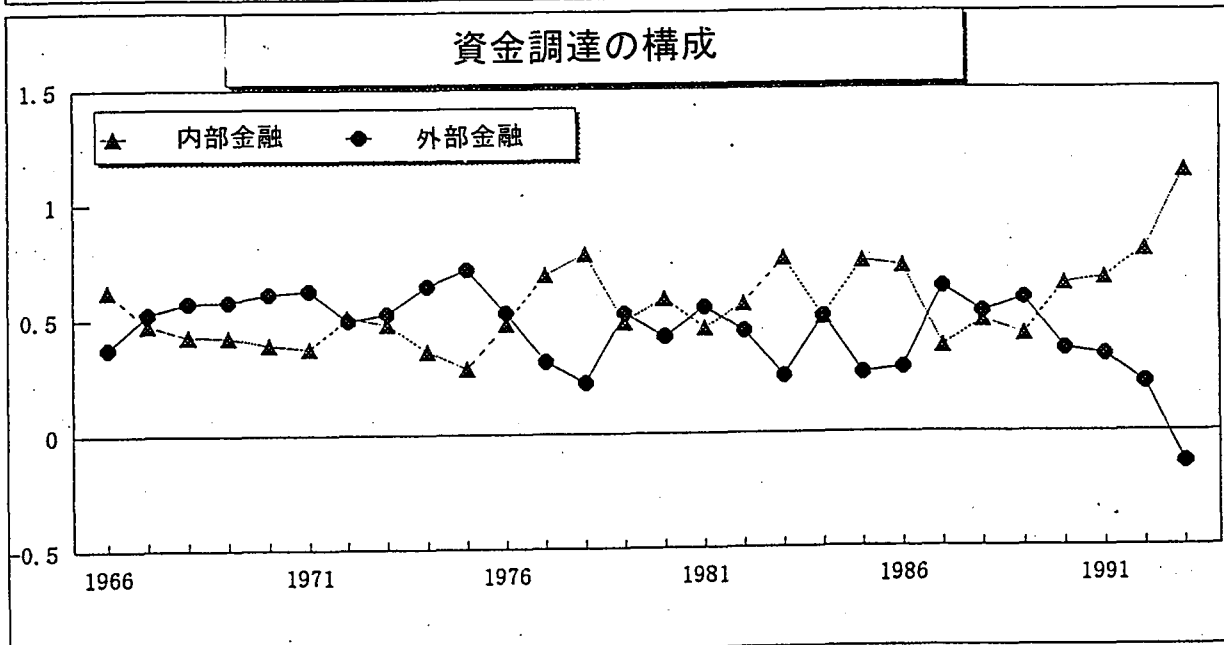
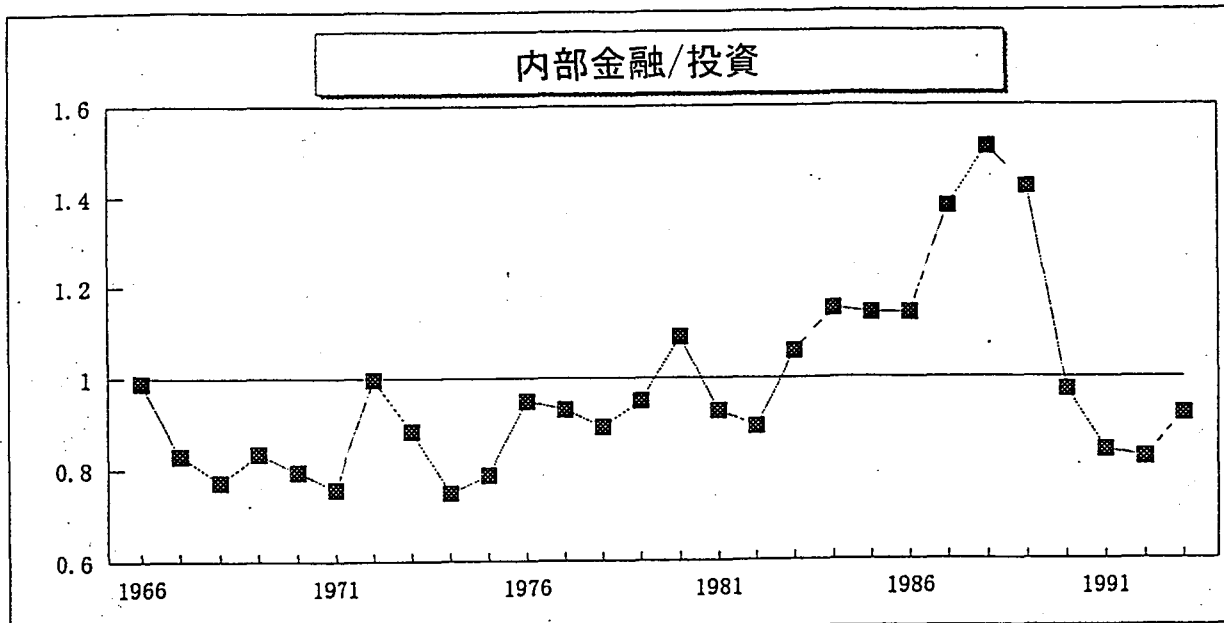
表 1. 金融システムの変遷

	戦前 (戦間期)	戦時 (1937-45)	戦後 GHQのプラン	1955年	
リスク負担	株主	銀行 (政府)	株主	銀行 (投資信託)	
期間変換	証券市場	銀行	証券市場	銀行	
情報の非対称性の緩和	* 財閥・HC * 興銀・ 財閥系銀行	政府	投資会社 (銀行)	メインバンク 長期金融機関	
モニタリング	ex ante	* 財閥・HC * 大株主 * 興銀・ 財閥系銀行 (社債)	---	証券市場 (投資会社)	メイン・バンク 長期金融機関
	intrim	商業銀行	---	商業銀行	メイン・バンク
	ex post	* HC * 大株主 * 資本市場	---	株主 証券市場	メイン・バンク 証券市場

表2 金融改革年表

GHQ 指令	
金融の支配力排除	
金融機関再建整備	
金融制度改革	
1945. 9	取引所再会延期決定
9/18	JCS1380/15「初期の基本指令」
9/30	外地・戦時機関の閉鎖指令
10	横浜正金銀行の普通銀行への改組指令
12	第1次金融制度調査会(-46.2)
1946. 1	A Financial Plan for Japan
3	Edwards Report
4	指定金融機関及び命令融資制度の廃止の覚書き
10	企業再建整備法・金融機関再建整備法
1947. 1	財界追放
3	証取法制定
5	FEC230 集中排除の方針明確化
11	第2次金融制度調査会・金融業法案要綱作成。
1947. 12	臨時金利調整法
12	再建整備最終処理基準につき財閥色の払拭・指定融資的關係の廃止を指示。
1948. 1	アダムス銀行・信託会社の証券業務禁止を指示。
4	証券取引法改正・Glass Steagall Separation
4	金融機関新・旧勘定合併
5	金融機関再建整備に関する資産・負債確定
6	特殊銀行廃止の口頭指示・普通銀行か債券発行銀行かの選択
7	銀行業に対する集排法適用除外確定
8. 17	新立法（金融業法）による金融制度の全面的改正について
1949. 3	ドッジライン施行
4	独占禁止法改正（事業会社の株式保有解除）
8	資金融通準則の改正（事実上の法的規制の廃止）
1950. 4	特殊銀行、普通銀行に転換
6	銀行等の債券発行等に関する法律
12	日本輸出銀行法公布
1951. 3	資金運用部資金法・日本開発銀行法公布
6	証券投資信託法・相互銀行法・信用金庫法
1952. 6	長期信用銀行法・貸付信託法公布
1953. 4	独占禁止法改正・金融機関の持株比率引き上げ(5→10%)
8	中小企業金融金庫法施行

図2 石油ショック後の企業の資金調達



資料) 日本銀行『経済統計年報』

戦後日本大企業における経営者の交代と企業パフォーマンス
状態依存的 (Contingent) ガバナンスの「洗練」と「変容」

宮島英昭
(早稲田大学商学部)

First Draft
1996年10月

169-50 新宿区西早稲田 1-6-1
早稲田大学・商学部
e-mail: miyajima@mn.waseda.ac.jp

本稿は第2回経営学六甲コロキアムのために作成された。本稿の骨子は、経営史学会関東部会、ならびに東京大学社会科学研究所、日本証券経済研究所のセミナーで報告の機会を得た。参加者、とくに泉田成美、河合正弘、橋本寿朗氏から有益なコメントを得た。本稿のデータセットの作成にあたっては、山本克也君のお世話になった。記して感謝申しあげる。また、本稿は、早稲田大学特定課題研究助成、及び、文部省科学研究費(基盤研究C)のに基づく研究の成果の一部である。本稿の計測結果とその解釈は、いまだ暫定的であり、引用は避けられたい。

1、はじめに

近年の日本企業システムに関する研究は、アングロ・サクソン型の企業と対比されたわが国企業のコーポレート・ガバナンス・ストラクチャの特徴について、次のような様式化された事実を明らかにしてきた (Aoki 1988 ; 青木 1995 ; Sheard 1994 ; 堀内 1994 ; 深尾・森田、1994 ; 橋本 1995a)。

1) 内部昇進の専門経営者からなる取締役会と、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ジメントチームの一致。日本の大企業の場合、銀行から派遣された少数の役員を除きほぼすべてのメンバー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モニターするアメリカの大企業の関係とは大きく異なる。

2) 株式市場から相対的に自立した企業経営・株式相互持合による株主安定化が進展した日本の企業では、経営者が株式市場の圧力から相対的に遮断されている。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点で株式市場の強い制約下にあるアングロ・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緩和が、日本企業の長い期間認識を支えているというのがほぼ共有された理解であろう。

3) 上記の2つの特徴は、経営者のモラルハザードの可能性を高めるが、この株式分散、あるいは、安定株主化にともなうエイジェ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、かつ顧客企業に役員を派遣するメイン・バンクであった¹。メイン・バンクは、顧客企業が好業績を維持する間は経営に関与しないが、いったん経営危機に陥ると役員を派遣し（場合によっては経営陣を交替させる）経営を矯正する一方、自ら負担を負いながら救済にイニシアチブをとる。青木の一連の分析によって企業業績に依存して経営権（戦略的意志決定と人事）が、内部者から外部者（債権者）にシステマティックに移動するという日本企業の特徴は、(状態依存的 (contingent)ガバナンス Aoki 1993; 青木 1995)と定式化され、経営者が、株主・従業員のいずれか一方の利害に従って行動するのではなく双方の利害の「ウエイトづけられた最大化」を目的とするという日本企業の特徴は、双対的コントロールと定式化された。

本稿の課題は、1955年を出発点として、日本企業のコーポレート・ガバナンス（企業統治）の歴史的展開過程を追跡することである。以上の様式化された特徴は、戦後日本の発

¹ 堀内 (1994) は Baums (1993) によりながら、アングロ・アメリカ型の「市場による規律のメカニズム」と対比して日本型を「組織による規律メカニズム」と呼んでいる。また Lazonick, O'Sullivan (1994) は、1980年代のアメリカ企業の Market Control に対比して日本企業のメカニズムを Organizational Control と呼んでいる。

展プロセスでいかに普及、あるいは洗練されたのか、それはまた、石油ショック後、とくに金融自由化が進展した 1980 年代以降、しばしば指摘されるように変容したのか否か、これらの問題を主として経営者の交代と企業のパフォーマンスとの関係の計量分析を通じて明らかにすることが本稿の直接の主題である²。以下、本稿のねらいをこれまでの研究との関連でやや立ち入って説明しておこう。

第 1 に、日本型企业システム、あるいは状態的依存的なガバナンスの形成過程は、近年の岡崎(1991、1993)の先駆的研究を出発点に、宮島(1995a,c、1996)を通じて、冒頭で要約した特徴が戦時・戦後改革を通じて形成されたことが明らかにされてきた。しかし、戦後復興を終えた 1955 年の時点で、上記の特徴が十分に安定的に形成されたいわけではなかった。55 年の株式所有構造は、連合国軍最高司令官総司令部 (GHQ) のイニシアチブによる徹底的な措置(財閥解体・証券民主化)の結果、いまだ個人の株式保有比率が高く、また、メイン・バンクシステムも安定性を欠いていたからである(宮島 1996)。状態依存的なガバナンスが定着するためには、いまだ長い「洗練」(橋本、1996)、あるいは「進化」(青木、1995)のプロセスを必要としたのである。そして、この文脈では、状態依存的なコーポレート・ガバナンスが維持可能(sustainable)であるためには、「経営危機にあたってどのように対処するかに関するルールがあらかじめ当事者間で合意されていることが不可欠な要件である」(青木・奥野、1996; 204-5)と指摘されている点に注目する必要がある。以下では、こうした(暗黙の)契約がいかに形成されたかに焦点を置きながら、1955 年以降のコーポレート・ガバナンスの展開を追跡する。

第 2 に、近年、日本型企业システムのコーポレート・ガバナンス・ストラクチャの変容ないし機能低下が指摘されてきた。石油ショック後の減量経営と、80 年代半ば以降のイクイティ・ファイナンスの拡大という企業の資金調達の変化とともに、企業の銀行へ依存度の低下、逆にいえば、メインバンクの企業に対する影響力が後退し、この結果メイン・バンクシステムのモニタリング能力の低下が生じた。このモニターの一種の空白状態が、企業の予算制約をソフトなものとし、バブルの一因になったというのが近年の理解である。こうした見方は、吉田(1994)、Aoki (1994)、池尾(1995)、広田・池尾(1996)らによって提示され、次第に共有された見方となっている(橋本 1995b; 森川 1996; 経済企画庁 1996)。また、計量的にも Horiuchi(1995)は、2 部上場企業を対象にバブル期のイクイティ・ファイナンスとバブル後の利益率の負の相関を指摘し、説得的である。

しかし、その反面で、経営者の選任、銀行の役員派遣を直接に検討したこれまでの研究は、こうした見方を必ずしも支持していない。例えば、Kaplan(1992)は、社長の交代の企業のパフォーマンスとの相関を検討して有意な負の相関を確認した。また、Morck and Nakamaura(1992)、Sheard(1994b)は、銀行の役員派遣を同様に企業のパフォーマンスに回帰して、業績の悪化が、銀行の役員派遣を増大させるという関係を確認している³。1980

² 状態依存的なガバナンスの形成と変容の解明のためには、他にも経営者に対するインセンティブ(報酬)、従業員の関与、銀行のモニタリングの歴史的变化、さらにこれらの相互補完関係の形成等の論点が残されており、ここで試みるのは限られた側面にとどまる

³ また、Kaplan and Minton (1994)は、銀行の役員派遣と、経営者の交代との関係であって、前者が

年代を対象としたこれらの研究は、いずれも我が国のコーポレート・ガバナンスがモラル・ハザードの阻止という点で有効に機能し、しかもこのメカニズムの中心が銀行（メインバンク）であるとの見方をいぜん支持しているかにみえる。

もっとも、これら研究は、いずれも 1980 年代を対象としたパネルデータに基づく。したがって、仮に 80 年代に期待された相関が確認できたとしても、第 1 に、それが以前の時期に比べて機能を低下させた（相関が弱まった）のか、同一の機能を果たしている（同程度の相関を維持している）のかについては何一つ語っていない。しかも、第 2 に、そうした関係がそれ以前に比べて大企業の間で拡大したのか、縮小したのか、安定的なのかについても検討される必要がある。本稿のいま一つのねらいは、同一の母集団を対象に、同一の経営者、役員派遣関数を、異なった期間について計測し、状態依存的コーポレート・ガバナンスの近年の変容に関して歴史的視角から経験的な事実を提供する点にある。

本稿は以下のように構成される。次節は、分析の出発点である 1955 年のコーポレート・ガバナンスを要約し、以降の大企業の株式所有構造・財務構造の変化を概観しながら、本稿の分析の戦略を説明する。続く 3 節では、本稿で利用するデータとモデルに簡単な解説を加え、4 節で、戦後の大企業の経営陣の構成、交代、および役員派遣のパターンとその変化に関して注目すべき点を指摘する。5 節は、本稿の中核をなす部分であって、社長交代、銀行役員派遣と企業のパフォーマンスで回帰した結果を要約する。6 節は、前節の結果に、幾つかのケースの紹介を加えて、1955 年以降の状態依存的ガバナンスの「洗練」と「変容」に関するわれわれの見方を提示し、あわせて、近年の変化に関する既述の論争に対しては、80 年代後半モニタリング能力に日本企業のガバナンス・ストラクチャが変容したとみられること、反面 90 年代に入ると再び経営者に対する規律が有効になっている兆しのあることを指摘する。最終節は、今後の研究方向の展望にあてられる。

2、Equation Strategy; 分析の戦略

(1) 1955 年のコーポレート・ガバナンス

冒頭で整理した日本企業のコーポレート・ガバナンス面での特徴は、ほぼ 1955 年前後に形成されたとみてよい。戦前(1937 年)の大企業のコーポレート・ガバナンスは、1)集中した所有構造を示しながら専門経営者に経営を委託した財閥系企業、2)所有と経営の一致していた同族企業（準財閥）、3)所有と経営が基本的に分離していた経営者企業に 3 つのタイプに区分することができ、その比重は、財閥 20-30%、同族・準財閥 40%、経営者 30% であった。戦前の大企業の構造は著しく異質、あるいは、広い分布を示していたのである。しかも、所有と経営に関する Fama, Jensen(1983) の用語法にしたがえば、所有と経営の一致した同族企業・準財閥ばかりでなく、専門経営者が戦略的意思決定にあたってイニシアチヴを握ったケースでも（財閥・経営者企業）、株主（持株会社・ブロックシェアホルダー）は、投資計画の承認と、経営成果の事後的なモニタリング（利益金処分と経営者の選任）

後者の頻度を高めるという結果を報告している。

の点で大きな影響力を行使した⁴。こうした構造が大きな変容を示すのが、戦時・戦後改革期であった。戦時の企業統制の結果、株主の発言権は後退し、経営者の自立性が上昇した（岡崎 1991）。しかし、われわれの理解によれば、戦後の企業システムの形成にとって決定的な意味を持ったのは、GHQ のイニシアチブによって実施された戦後の一連の改革であった。アメリカの経済制度をモデルとした戦後改革（アメリカナイゼーション）を通じて、我が国に市場による経営の規律（market for corporate control）の創出が試みられ、その新たな制度への適応過程で日本型企业システムの原型（proto-type）が形成されたとみられるのである（橋本 1996; 宮島 1996）。

この結果、1955 年の大企業のコーポレート・ガバナンスは、戦前に比べて企業間の相違が縮小し、同質化することとなった。1)10 大株主のシェアで測った大企業の発行株式の集中度は著しく低下し、その企業間の分散も戦前に比べて著しく縮小した。2)企業の財務構成は、戦前に比して負債依存の傾向を強め、各企業は、それぞれメインバンクをもった。3) 戦後改革の結果、企業内における従業員の発言力の上昇した。4) また、1950-55 年の経営者の交替の交代を自己資本利益率、配当率に回帰させた結果によれば、経営者の交代はいずれとも高い相関を示していた（宮島 1995c）。

これを出発点として、高度成長期以降、経営者の交替とパフォーマンスの関係を追跡することが本稿の課題であるが、そのためには、コーポレート・ガバナンスに影響を与える株式所有構造、資本調達パターンに即して以降の期間を適当に時期区分し、それぞれの局面のうち日本企業が大きな不況に直面した期間を取り上げて、同一のサンプルの企業に対して、同一のスペックの回帰式を計測することが基本的な分析の戦略となる。以下、図 1-3 を利用して、われわれの時期区分を提示し、各時期についてバック・グランドとなる事実を確認しておこう。

(2) 時期区分

高度成長期・前半(1955-64)； 50 年代前半に進展した金融機関・事業会社の株式の保有比率の上昇は、この時期いったん停滞し、個人+投資信託の比重が高い水準を維持した。旧財閥系企業集団は、相互持合を進めていたものの、その他の大企業は、金融機関、投資信託に依存した株式安定化を試みた。一方、大企業の資金調達は、借入に依存したが、この時期は、増資のもつ意義が相対的に大きかった点が注目されるべきである（堀内、桜井、1992）。また、この時期、宮島(1995b)の試算によれば、最大の債権者の固定度で測ったメイン・バンクの安定度は未だ低く、メインバンクシステムは形成過程にあったとみられる。

高度成長期・後半(1965-72)； こうした状況を大きく変化させたのは証券不況のともなう株価の低下と、資本自由化による乗っ取りの危機であった。これらを契機に株式相互

⁴ この 3 つのタイプの大企業の経営者と企業パフォーマンスの関係を計測した宮島(1995c)によれば、財閥系企業では、交替が総資本利益に感応的、同族企業（準財閥）は、いずれのパフォーマンスの指標に対しても、非感応的、経営者企業では、配当率に感応的という結果を報告している。また、戦時に関する同じ計測では、交替とパフォーマンスの間には、明確な相関がなくなった。これは、株主の影響力が低下したとことに加えて、経済統制の結果、経営者の能力を識別することが困難となった側面があるとみられる。

持合が急速に進展した。持合の中心は、金融機関、関連会社であって、部門別では自動車企業の安定化の進展が著しかった(伊藤他 1992)。また、銀行の顧客企業の株式保有の増大とともに、メインバンク関係の安定度も上昇したとみられる。これまでの研究は、等しく60年代メインバンク関係の安定度が80%前後に達したことを報告している(岡崎 1996)。他方、この時期の企業金融の特徴は借入依存の資金調達全般化であって、この間継続的に借入・総資産比率が低下した。われわれの試算では、この時期のみ企業の総資産成長率と負債・自己資本比率の変化率との間に有意な負の相関が確認できる (Miyajima 1996)。

石油ショック後(1974-82); 金融機関・事業法人の保有比率は72年急上昇した後、緩やかに上昇し、ほぼ相互持合・株主安定化は完成したと見てよい。他方、企業の資金調達は、75年を境に、減量経営として知られているように借入の減少が続いた。しかも注目すべきは、プールしたデータ企業の借入・総資産比率の分散が高度成長後半に比して一段と上昇したことである(図3)。これは減量経営がすべての企業に可能であったわけではなく、金融機関への依存を継続した企業が存在したことを示唆しよう。

金融自由化・バブル(1987-1989) 金融自由化の効果が資金調達パターンに現れるのは1983年前後であり、この傾向は、1985年末からの円高以降強まった⁵。イクイティ・ファイナンスの比率が上昇し、その結果、資本構成が急速に改善された。注目されるべきは、内部資金が設備投資需要を上回る一方で、企業が増資・社債発行・借入を通じて設備投資を上回る資金調達を行ったことである(図2)。Jensen 的意味でのフリー・キャッシュフローが増加し、それが土地・株式への投資に向かったことはよく知られている⁶。

バブル崩壊後(1990-) 投資が低迷するとともに資金調達に占める内部資金の比重が増大する一方、外部資金は直接金融(とくに社債発行)に依存した。一方、株式所有主体別に見た構成変化は比較的小さく、株式所有構造が安定的であるが、多少の変化の兆しが見られる。高野(1995)は独自の試算によって持合の解消が見られることを報告している。また、外国人投資家の増加とともに株主が利益処分に影響を強めたことが指摘され、実際、サンプル企業の額面の配当率は、92年から上昇している。

株式所有構造と資金調達様式に注目すれば、1955年以降のプロセスは、以上の5期に区分できるが、こうした戦後のプロセスを経る中で、経営者の交替とパフォーマンスの関係は変化したのであろうか。この点を検討するために、経営陣の経営能力、あるいは努力水準が問われる大きな不況を挟むように期間を選択する必要がある。ここでは、図4の利益率の動向に注目して以下の各5年を選択する。

- 神武景気後の不況と岩戸景気後の不況を含む1959-63年(パフォーマンスは、57-62年)。
- 証券不況を含む1965-69年(同63-68年)。

⁵ メインバンク関係の効果の測定を試みたHoshi, et al. (1990)は、1980年の外国為替管理法改正以来の資本自由化の効果が見れた年を1983にと捉え、データを2分して計測している。

⁶ Jensen(1986)はプラスの割引現在価値をもつ投資プロジェクトをまかなった上で、なおかつ過剰に存在するキャッシュ・フローと定義している。

- オイルショックを含む 1974-78 年(同 72-77 年)。
- 円高不況を挟む 1984-88 年(同 82-87 年)。
- バブル崩壊後の不況を含む 1990-94 年 (1988-1993 年)。

以下この 5 期について、経営者の交代を企業パフォーマンスとの関係の計量的な分析を試みるが、その前にサンプルとモデルを確認しておこう。

3、モデルとデータ

本稿では、まず 1957、64、72 年のいずれか 1 時点で資産ベースの上位 150 社を占めた企業をプールした 204 社からなるデータベースを作成し、次にそこから 204 社の産業分布でウェイトして 100 社をランダムに抽出してサンプル企業を選択した⁷。サンプル企業の一覧は、付表 1、その規模・利益等の基本統計量は、表 1 上段に要約されている。そして、こうして得られたサンプル企業について上記の各 5 年間について各社の有価証券報告書から経営者の交代、常務会メンバーの変化、外部からの取締役会メンバー及び監査役の派遣の実態を追跡した。他方、企業のパフォーマンスを示す変数については、日本開発銀行財務データバンクを利用した。

さて、本稿が念頭に置くモデルは、冒頭でも述べたように Aoki(1994)で定式化された状態依存的ガヴァナンスであり、その直感的な表現は、図 5 で与えられている(青木 1995: 107-112; 青木・奥野 1996)⁸。同図のエッセンスは、産出量が b_1 点より右側のインサイダー・コントロール領域では、収益から外部投資家に一定の利率が支払われた後の剰余は、インサイダーに帰属するのに対して、いったん産出量が減少して b_1 の左の領域にはいるとコントロール権が事後的モニター・メイン・バンクに移動するという点にある⁹。この領域では、メイン・バンクは、インサイダー・コントロール領域と同率の利率を投資家に支払い、インサイダーには、一定の最低保障所得(w)を支払う。さらに産出量が b_2 より左側まで減少すると、収益は、投資家、およびインサイダーに対する支払いの合計を下回ることとなるが、これはメイン・バンクが負担する。なお、図の b_3 点は、メインバンクにとって解散するほうが有利となる点であって、ここでメイン・バンクは、インサイダーに最低所得保障を支払った後、企業を清算する。

本稿のねらいは、経営者の交代、役員派遣と企業のパフォーマンスとの関係を計測することによって、上記の理論的な定式化に近似した関係が戦後の日本企業に実際にシステマティックに確認できるかどうかをテストする点にあるが、実証的にあたっては、さらに次の 2 点を考慮する必要がある。

第 1 は、コントロール権移動点 b_1 を経営者の交代、あるいはボードの変化との関連でい

⁷ 高度成長期の大企業をサンプルとしているため、57年の上位企業には、繊維企業が多く、逆に石油ショック後、急成長した企業がサンプルから脱落するという難点を含むが、改善は他日を期したい。

⁸ より厳密な定式化は、Aoki 1995で与えられている。

⁹ この定式化によって、例えば宮島(1992a: 233-4; 1992b; 33-34)で指摘した戦後復興期の銀行の役員派遣とその役割にも厳密な解釈が与えられることとなった。

かに捉えるかという点である。経営権の移動といっても、実際には、社長が外部者によって直接とって代わられるケースから、社長が交代しても企業内の摩擦を避けるために内部者が後を引き継ぎ、外部者（銀行派遣役員）が意思決定に影響ある地位につく場合、さらに社長は継続してその地位についたまま、外部者が意思決定に影響を与えうる地位に就任して事実上経営権が外部者が移動したと見てよいケースまで、さまざまなバリエーションがありえるし、この派遣のパターン自体も歴史的に変化するとみられる。したがって、被説明変数の設計に当たっては、この点を的確に捉える区分が必要となる。

第2に、考慮すべきは、モニターあるいは企業のステーク・ホルダーが注目するのが、企業の絶対的なパフォーマンスの水準であるのか、それとも、相対的な(同業他社と対比される)パフォーマンスであるのかという点である。モニターが観察するのが各企業の経営者にとって外生的な影響（例えば、マクロ的な変動・特定産業部門の不況）を除去した、純粋に経営者の能力、あるいは努力水準であるとすれば、経営者の交代、ボードの変化は、同業他社のパフォーマンスの平均で標準化された変数に回帰すべきであろう。しかし、モニターにとって経営危機それ自体が介入の要件であるとすれば、業績の悪化自体をあらわす変数を計測式に追加する必要がある。

さて、以上の点を考慮して計測に採用したのは、以下の4つの計測式である。

$$(1) \text{ Probit; } \text{Turn}_i = a_0 + a_1 \text{ unique}P_i + a_2 \text{ average}P_i + a_3 \text{ LS}$$

$$(2) \text{ Probit; } \text{Turn}_i = a_0 + a_1 \text{ unique}P_i + a_2 \text{ average}P_i + a_3 B/A + a_4 d B/A + a_5 \text{ LS}$$

$$(3) \text{ OLS; } \text{DM}_{\text{bank}}(\text{増減}) = a_0 + a_1 \text{ unique}P_i + a_2 \text{ average}P_i + a_3 B/A + a_4 d B/A$$

$$(4) \text{ OLS; } \text{DM}_{\text{bank}}(\text{現在数}) = a_0 + a_1 \text{ BA, PR, OR/I}$$

(1)、(2)式では、経営者の交代の場合1、継続した場合0とする Probit と呼ばれる推計方法を利用した。(1)式は、経営者の交代 (Turn_i) を後に説明する企業パフォーマンスを示す変数それぞれに回帰し、(2)式は多重共線性の問題を考慮しつつ交代を企業のステイク・ホルダーの利益を代表する変数に同時に回帰した。(1)、(2)式の被説明変数である経営者の交代 (Turn_i) は、幾つかのタイプに区分した。Turn 1 は、経営者が交代した後、内部昇進者によって取って代わられるケースであって、通常の日本の企業に見られるの交代としてなじみの深いものである。Turn 2 は、内部者が新社長に就任するものの、それと同時に常務会の構成が大幅に変動するケースである。ここで、大幅な変動とは、3人以上の常務会メンバー(但し、オイルショック後は専務以上)が交代し、かつ1人以上の降格ないし外部派遣者の常務以上の役職就任を含むケースである。Turn 3 は、新経営者が外部者

(outsider) であるケース、この場合には、社長就任以前4年前までに派遣された役員が社長に昇格したケースを含む。表3の Turn in は、Turn 1 と Turn 2 の合計、Big Turn は、Turn 2 と Turn 3 の合計、All Turn は Turn_{1,2,3} の合計である。なお、死亡による交代は、可能な限りサンプルから除去した¹⁰。

¹⁰ ただし、病気を理由とする場合は、原則としてサンプルから除去していない。病気による交代か、病気を理由として交代か判断できないからである

(3)、(4)式は、役員派遣を企業のパフォーマンスで回帰した。(3)式の被説明変数は、各年の役員派遣の増減、(4)式は、各時点の外部役員の現在数(ストック)である。なお、(4)式では、銀行が再建のために(同業)他社から人材をリクルートするケースがあることを考慮して、銀行派遣役員(DM_{bank})の他に、外部派遣(DM_{out})を被説明変数に加えた。ところで、これまでのMorck, Nakamura(1992), Sheard(1994)はいずれも推計方法としてはprobitを利用しているが、この手法は、銀行からの役員派遣が、取締役であっても、社長であっても同一のウエイトでカウントされるという難点を持つ。そこでここでは、派遣役員が就任した地位に即してスコアを与え、その合計を被説明変数とした。その基本的な考え方は、1950年代後半には、取締役会メンバーの増大の結果、常務会が企業の意志決定にあたったという指摘(ヒルシュマイア・由井 1978; 経済同友会, 1961)にしたがい、(1)平取締役、監査役は、銀行のモニターにとって重要な情報収集には、寄与するが、収集される情報は、事後的情報にとどまる。(2)戦略的意志決定に関する事前の情報を得て、さらにそれに何らかの影響を与えるためには常務以上に就任していることが必要である。(3)債権者の観点から、企業経営を「矯正」するためには、専務以上の地位につく必要がある、というものである¹¹。この考え方に従って、やや恣意性は残るが、社長に5ポイント、会長、副社長・専務に3ポイント、常務に2ポイント、取締役に1ポイント、監査役に0.5ポイントを与えて、その合計を取締役会メンバーで除した数値を被説明変数(DM)として、通常の変量回帰(OLS)を用いて計測した¹²。

他方、被説明変数(P_i)としては、企業のステイク・ホルダーである株主・債権者・従業員の利害を現す変数が慎重に選択されねばならない。ここでは株主については投資収益率(RRS)¹³、と自己資本利益率(PR)、債権者については、営業利益率(OR)、一人当たり営業利益(OR/L)、借入・総資産比率(BA)と、その変化率(dBA)、インタレスト・カバレッジレシオ(OR/I:但し(4)式のみ)を選択した¹⁴。また、従業員の利害は、従業員増加率(ER)で代表させ、販売増加率(SR)を加えた¹⁵。また、経営者の交代に関する(1)、(2)式では、日本企業の経営者の交代のパターンが2期、または、3期を通例としていることから、前年の社長の在職期間(LS)を加えた。詳しい定義は、表4-7の注記を参照されたい。BA, dBA 以外のパフォーマンスを示す変数は、いずれも前2期(2年)平均で、かつ経営者の能力・努力

¹¹ このスコアの特定化にあたっては、河合、泉田、橋本氏との討論が有益であった。ただし、外部からの派遣役員が、銀行・企業に籍を残したままのパートタイムの役員なのか、転籍したフルタイムの役員なのかをチェックすべきであるという指摘は、重要な点ではあったが、資料的に確定することは困難なため断念した。

¹² 他に1)派遣者の合計、2)スコアの合計(取締役会メンバーで除さない)を被説明変数として(3)式を推計したが、1)は有意性が低く、2)は標準化したものとはほぼ同一の結果であった。

¹³ ただし、投資収益率の算定に当たっては、本来、期中平均株価、または、期末株価を利用すべきであるが、ここでは期中最高株価と期中最低株価の平均を用いており、それが何らかのバイアスを生み出す可能性は否定できない。

¹⁴ 他に、流動性を示す変数として、キャッシュ・フロー(減価償却+税引後利益-支払配当)/固定資産)も変数に追加したが、インタレスト・カバレッジ・レシオと結果において差がないので以下では特に言及しない。

¹⁵ 他に総資産増加率(TAR)も計測に加えたが、販売成長率(SR)と結果において大きな差がないので以下では特に言及しない。

水準とは無関係な要因を除去するために産業平均との差をとって標準化 (unique, P_i) し、同時に各産業の直面した経済環境の水準を反映させるために、産業平均 (P_i) を回帰式に加えた¹⁶。期待される符号は、いうまでもなくパフォーマンスを表現する変数については、負(マイナス)、また借入・総資産については、ストック (B/A)、変化率 (dB/A) のいずれも正(プラス)、前任者の在職期間も正(プラス)である。

4、戦後日本の大企業の経営者

(1) 定点観測； 日本の大企業の経営者像の変化

まず、先に区分した戦後の各局面の1時点をとって、大企業の社長の平均像を要約しておこう(表1)。注目される特徴は次の通りである¹⁷。

第1に、社長に占める内部昇進者の優位である。この特徴は、戦後改革下の一連の措置を通じて形成されたが、その特徴は一貫して維持された。外部者の比率がもっとも高かった68年ですらその割合は15%であり、その後外部者は減少している。また、取締役会のメンバーで見ても、外部者の比率は最大でも14%であって、内部昇進者によって構成されるボードの構成は、戦後日本大企業の一貫した特徴であった。

第2に、戦後を通じて社長の平均年齢が上昇したことである。すでに60年に60才を越えており、戦後改革直後、大企業の社長の年齢が50歳前後であったことと対照的であった。しばしば、高度成長期の積極的な企業行動に関して経営者の若さが指摘されるが、これが妥当するのは50年代であって、高度成長の後半の経営者はとうてい「若い」経営者とはいえない。よく知られているように、高度成長期後半に投資比率は一段と高まるのであるから、年齢自体は投資行動とは強い関係がなく、高度成長期と石油ショック後の差は、前者の時期の社長の勤続期間が長いことに求められる。この社長の高年齢化は、高度成長期を通じて進展し、石油ショック後に頂点を迎えて、現時点でも大きな変化はない。

第3に、以上の社長の高齢化は、就任年齢の高齢化、あるいは、社長就任までの所要期間の長期化の結果であり、同時に石油ショック後には在職期間の短期化をもたらしたとみられる。1960年の経営者の就任平均年齢は52才であったが、77年には60歳前後に上昇し、その間、社長就任までの所要期間(取締役就任から社長就任までの期間)も長期化し、77年には平均して11.5年を要することとなった。遅い昇進が一般化したのである。なお、80年代に入るとやや傾向が逆転して、所要期間が短縮し、一部で「抜擢」が試みられていることをうかがわせる。他方、在職期間の短期化は、70年代に入ると急速に進展していた。50年代の経営者は長期政権を担い、60年代にもこの傾向は継続したが、70年代に入ると在職期間は著しく短期化した。80年代には、さらに短期化し、しばしば社長の在職期間について指摘される「2期4年」という言い回しがデータから支持される。しかし同時にそうした慣行が形成されたのが石油ショック後、とくに80年代に入ってからである点が注

¹⁶ これは、Morck, Nakamura(1992)も行っている操作である。

¹⁷ 伊丹(1996)は、利益を基準とした優良企業50社を対象として社長の変化を追跡している。また、戦後の経営者の構成の先駆的な分析としては、青沼(1965)がある。

目されるべきである。なお、近年やや長期化の兆しが見られるが、必ずしもドラスチックな変化とはいえない。

ところで、日米の経営者の変化を比較した Kaplan(1992)は、80年代の日本の経営者の在職期間の短さに注目して、日本企業の長期的視野という通念に反すると指摘している¹⁸。しかし、日本の経営者は、取締役会のメンバーとして10年前後を過ごし、社長に就任するのであるから、この間に企業に固有の文脈的知識を蓄積したとすれば、かならずしも大きなパズルではない。

(2) 交替・外部役員派遣のパターンとその特徴

次に社長の交代の特徴を表2を利用して確認しておこう。交替の頻度から見れば、高度成長期には、相対的に低く、石油ショック後の急上昇を経て、80年代後半にピークに達し、近年やや低下傾向を示している。高度成長期は、長期政権が維持されたのに対して、80年代以降には、2期4年、または3期6年の慣行が定着したと見てよからう。

交替のパターン別に見ると大きな変化が見られる。第1に、内部者による交替が傾向的に増加した。石油ショック後には、ほぼ90%が内部者による交替となった。第2に、外部者による交替のケースが傾向的に減少していることである。高度成長期の前半には、そうしたケースは、15にのぼり、全交替の35%を占めたが、高度成長の後半以降減少した。円高不況期に一見増加しているが、そのうち9ケースは、すでに外部者が社長に就任している企業における外部者による交代(Turn 3-2)であって、新たに内部者に代わって外部者が社長に就任したケース(Turn 3-1)は、4ケースにとどまり、バブル崩壊後にはわずか1ケースとなった。

第3に、それに代わって増加したのは、常務会の大幅な変化をともなう内部者による交替(Turn 2)であって高度成長前半の6ケースから石油ショック後の19ケースを頂点に、90年代前半でも13ケースを数える。このTurn 2は、3人以上の交替をともない、うち1)1人以上の降格、または、2)常務以上の役員派遣をともなうケースと定義されているから、やや性格の異なるボードの変化が同一のカテゴリーに含まれることになる。そこでこのTurn 2を、さらに内部者によるボードの変化(Turn 2-1)と、役員派遣をともなうボードの変化(Turn 2-2)に2分すると、外部者の就任を含むTurn 2-2は、傾向的に増加し、円高不況前後にやや減少した後、近年再び増加していることがわかる。

これと関連して注目されるのは、第4に、経営者の交替をともなわずに、戦略的意志決定に関与する地位(ここでは、専務以上)に外部者が就任したケース(Big Change)が傾向的に増加したことである。こうしたケースは、特に石油ショック後には22ケースを数え、円高不況後いったん減少した後、近年やや増加している。

¹⁸ Kaplan(1992)によれば、Fortune500社の上位100社をサンプルとした企業の社長の平均勤続年数は6.7年である。

つぎに銀行役員派遣の動向を簡単に概観しておこう（表3）¹⁹。高度成長期に銀行派遣役員がコンスタントに増加した結果、各時点末の現在数は、63年62、69年84、78年109とオイルショック後にピークを迎える。現在数を企業ベースで見ると、69年と78年ほぼ同じ水準で、サンプル100社のうち半数が銀行役員を受け入れていたことになる。複数の派遣役員を受け入れていること、また常務以上の実質的な意思決定に関与する地位に役員を受け入れている点で78年がピークであり、これは、石油ショック後のリストラで銀行の救済が重要な役割を演じたというこれまで抱かれていたイメージとコンシステントであろう。しかし80年代に入ると状況は、一転した。役員派遣の増加のテンポは減少し、88年現在で62人、受入企業数で40社前後、しかも下位の役職者の比重が増加した。企業の借入依存度の低下は、役員派遣の減少もともなっていたのである。

では、以上のように特徴を要約しうる経営者の交代、役員派遣は、企業のパフォーマンスと実際いかなる関係にたっていたのか？

5 計測； 経営者の交替・役員派遣と企業パフォーマンス

既述の(1)、(2)式を計測結果は、表4,5に、(3)、(4)式の結果は、表6,7に要約されている。(1)、(3)式の結果は、煩瑣となるため表4,6では符号と有意の水準のみを記した。(2)式は、多重共線性に直面する可能性があるため、付表2に各変数間の相関係数を整理した。以下主要な結果を要約しておく²⁰。

高度成長期・前半： 在職期間の説明力がInsiderの場合は高い。Turn 1は、SRを除いて、符号条件は期待と一致するものの、その他のパフォーマンスを示す各変数と有意な相関がなく、前任者の勤続年数の説明力が高い。しかし、この時期交替で、30%以上を占めたTurn 3 外部者による交替は、株主・債権者の利害を代表する変数と相関が高い。特にこの時期、株主の利益を代表する変数と相関が高い点が注目される。また、Turn 2とTurn 3を合計したBig Turn、さらにAll Turnでも、株主の利害を代表する変数と、債権者の利害を代表する変数の有意性が高く、式全体の当てはまりもこの種の計測としては高い結果が得られている（表5）。この結果は、高度成長の前半には、経営者の交代が、企業のパフォーマンスと強い負の相関をもち、しかも銀行のモニターが株主の利害と一致していたことを示唆しよう。一方、銀行の派遣役員は、表7の現在数の計測を除けば、ほぼ期待通りであって、この時期にデフォルトの可能性が上昇すれば、銀行役員が派遣されるという関係が形成されていたと判断してよからう。

高度成長期・後半： この時期の特徴は、第1に、Turn 1ですらIn職期間が説明力を失っていることである。この事実も、この時期の内部者による経営者の交代がたんに勤続

¹⁹ ただし高度成長前半のデータは、外部役員の前職の補足率が低く、やや過小評価され表3の数値は最小値である。

²⁰ 宮島(1996)は本稿とほぼ同じサンプルを利用して高度成長の前半期、後半期の(1)式を計測しているが、変数に前任者の勤続期間(LS)を加えていない。LSを加えた本稿の結果は、前稿に比べて有意性が改善されたが、結果、及びその解釈に大きな変更を加える必要がない。

年数のみでは決定されていないことを意味しよう。第2に、Turn 2,3、したがって Big Turn では株主の利害 (PR,RRS) の有意性が低下、ないし消失しているのに対して、債権者の利害を示す変数 (OR,OR/L) の説明力が上昇していることである。RRS の精度は低く、PR が株主の利害を直接示すと見るのは検討の余地があるから、確言はできないが、経営者の交代に対して株主の利害が後退したとみてよかろう。第3に、銀行の役員派遣は、各年の増減を説明した関数の結果では、高度成長前半期に比べてやや有意性が低下するものの、現在数の計測では期待通りの符号が得られた。

石油ショック後；この時期の特徴は、第1に、All Turn の在職期間の説明力が回復したことであり、それは、Turn 1 の LS の説明力が上昇したことによる。この時期から、「若返り」、「順送り」といわれる経営者の交代パターンが全般化したのである。第2に、Turn 1 では従業員の利害をあらわす変数と負の相関が初めて確認され、その結果、内部者による交代は、従業員の増加率と明確な負の相関を持ったことである。つまり、従業員の減少につながるリストラクチャリングを担った経営者は、交代の頻度が高まったわけである。第3に、Turn 2、Turn 3、さらに Big Turn では、銀行利害を示す変数、OR や OR/L と負の相関を持つものの、高度成長期に比べて有意性が低下し、しかも、SR が正の相関を示している。このうち SR との正の相関は、この時期、オイルショック後、積極政策を続けた企業が結果として利益を低下させ、デフォルトに直面したためと解釈されよう。例えば、石油ショック後の光洋精工は、不況期こそシェア拡大のチャンスとして積極政策を取り、それが後の業績の悪化につながった（光洋精工 1992）。実際、73-8 年のサンプル企業の OR、及び OR/L と SR の相関係数は、高度成長期とは対照的に弱い負であり（付表 2）、こうした見方を支持している。他方、後者の相関の有意性の低下は、これまでのメインバンクシステムのケース・スタディが、この時期を銀行の救済とそのイニシアティブによる経営の矯正のもっとも目立った時期として注目してきただけに、やや意外であろう。この結果は、(1) Turn 2 が内部者によるボードの変化と役員派遣の双方を含んでいること、(2) 経営者の交代がないまま銀行の役員派遣をとまなう大幅なボードの変化（表 2 の Big Change）がこの時期著しく増加していたことと関係しているが、この点については後に立ち戻る。

第4に、銀行の役員派遣の計測結果は、期待通りであり、特に銀行の役員派遣の現在数を説明した関数のうち、インタレスト・カヴァレッジ・レシオが高い優位性を示すことが注目されよう。

円高不況前後 この時期の特徴は、第1に、インサイダーによる交替のケースの在職期間の説明力が上昇したことである。例えば、Turn 1 では、在職期間の係数が、0.25 から 0.68 へと 2.5 倍上昇し、t 値も著しく上昇した。また、在職期間は、Turn 2 でも説明力をもつことが注目されるべきである。

第2に、Turn 3 では、債権者の利害と有意な相関があることが確認される。メイン・バンクによるモニタリングは、有効に機能していたわけであり、その点では Kaplan(1992) のファクト・フィインディグと一致する。また、銀行派遣役員の増減、現在数の計測も期

待どおりであり、むしろ、石油ショック後とほぼ同水準の有意性を示し、この点は、Morck, Nakamura(1992), Sheard(1994)の結果とほぼ同一である。しかし、高度成長後半、石油ショック後に債権者の利害と負の相関を維持した。Turn 2では有意性が低下していることが注目されねばならない。また、銀行の派遣役員の増減の期間合計値は、石油ショック後に比べて大幅に減少しているし(表3)、銀行派遣役員の現在数のスコア(DM_{out})は、77年の0.082から87年に0.050に減少している(表7)。

第3に、全体として、経営者の交代に対するパフォーマンスの影響が低下したのが、この時期の特徴であろう。Big Turnのケースの減少と有意性の低下の結果、All Turnは在職期間以外の変数と相関をもたなくなった。メインバンクのモニタリング能力の低下は、80年代確かに進展してたとみられよう。

バブル崩壊 1990年株式市場のクラッシュ、1991年からの地価の急落を背景に企業業績が低迷するのは、1992年度であるのに対して、本稿のデータは、1994年の交代までしか追跡されておらず、かつ1993年のパフォーマンスを示す変数に幾つかの欠損があるため、結果は多分に暫定的である。この限定の下で指摘できるのは、第1に、バブル崩壊期の経営者の交代も前任者の勤続年数と高い相関を持つことである。バブル崩壊期の前任者の勤続年数(LS)の係数は、バブル期よりも高くこの時期も2期4年、ないし3期6年の間隔で社長が交代するという慣行がいぜん維持されていた。しかし、第2に、Turn 2では、債権者の利害を示す変数(OR,OR/L)のみでなく株主の利害を示す変数(PR,RRS)との相関が回復したことが注目される。その結果、Turn in、Big Turnあるいは両者の合計であるAll Turnでも、有意な負の相関が確認され、業績の悪化が経営者の交代頻度を高めるという関係が回復している可能性を示唆している。

では、以上の結果は、状態依存的コーポレート・ガバナンスの形成と変容という観点から見ると、いかに解釈できるであろうか。

6 仮説；状態依存的ガバナンスの「洗練」と「変容」

(1) 高度成長期前半；ステークホルダー間のルールの学習

交代に占める外部派遣役員の比率が高く、また、銀行の役員派遣が銀行の利害を示す変数(OR, OR/L, BA)と有意な相関を示した高度成長の前半期は、状態依存的(contingent)なガバナンス・ストラクチャの「洗練」期と考えられる。

この時期には、一方で、パフォーマンスが良好であった大企業の場合、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。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年日本鋼管、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年日立製作所では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。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を退任、日立のケースと同様に専務が昇

任した。さらに、戦後改革期の日野原節三の就任以来、10数年にわたってアウトサイダーが社長の地位にあった昭和電工に、59年ついに内部昇進者の社長、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²¹。

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はこの時期であった。第三に、新社長には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擢される場合は、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」を目的としたことである。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らう。

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、世代的理由から主としてリクルートされるという関係は、表4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しないわなないケース）Turn 1が、外部者の利害（PR,RRS,OR, OR/L）を示す変数と相関をもたないという計測結果と整合的であろう。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。

他方、高度成長期前半には、外部者による交代の頻度が高いことに大きな特徴があり、かつ、このTurn 3が株主（PR,RRS）、及び債権者の利害（OR,OR/L）と有意な負の相関を示した。この事実は、デフォルトの可能性が上昇する場合、銀行がシステムテックに介入するという状態依存的ガバナンスのいま一つの特徴が形成されたことを意味する。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、もはや独力では再建困難」、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）。

他にも、こうした業績の悪化→銀行介入→リストラクチャリングという事態の進展は、

²¹ 昭和電工（株）（1977）、「後継社長は、どう選ばれるか」『財界』1957年7月1日。

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²²。

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、債権確保の観点から先行して、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という先に指摘した事実が一つの傍証となろう（表2）。

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。このケースは、同社の新工場建設の協調融資の幹事銀行であった三菱銀行が、同社の労働争議を契機に、この融資の条件として、近江絹糸全役員の方を要求したことを端に発する。同社の人事権を事実上手中に収めた三菱は、さらに同行監査役が、近江絹糸の副社長に就任する際、今後「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」と一方的に通告して、経営権を掌握した。近江側はこれを不当として公正取引委員会に提訴、同委員会は、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；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ったが、銀行の過剰介入が社会的批判を浴びた事件として、他に日本火災、日本水素等があった²³。

以上の意味で、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バナンス・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。

(2) 高度成長後半期；ルールの定着

ルールが定着したとみられるのは、証券不況後のプロセスであった。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。65-9年交替41ケースとほぼ前半と同じ頻度であったが、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、

²² 『財界』1963年3月1日、宮島1996：87。

²³ 『財界』1958年8月1日。

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2の8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、5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。常務以上の役職に銀行から派遣されたケースは、57-63年の26ケースから、64-69年には43ケースに増加した（表3）。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かつ常務会の構成変化をと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。こうしたケース（Turn 2）は、高度成長前半の6ケースからこの時期一挙に11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5から、64-69年には10ケースに増加した（表2）。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、同社リストラクチャリングに取り組むこととなった。そして、よく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、レスキューパッケージを提供した銀行から2名の派遣役員が加わった。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愛好しはじめたことを示唆しよう（小野田セメント1981; 620-3）。

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、現社長をそれぞれ代表権なしの取締役相談役会長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、3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; 558）。

高度成長期後半に頻度を増したTurn 2の実態とは以上のものであった。そして、このTurn 2が、Turn 3（アウトサイダーによる交替のケース）とは異なっており、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有意な負の相関を欠く一方で、OR（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/L）と有意な負の相関をもったことは、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、状態依存的なガバナンス・ストラクチュア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・リプテーションの上昇→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、問題含みであることを学習した。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ま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なガバナンス・ストラクチュアは制度化した。

(3) 石油ショック後：双対的コントロールにおけるインサイダーのウエイトの上昇

石油ショック後、経営者の交代が増加した。とくに、77年には15件にのぼり、「戦後最大のトップ交代劇」（東洋経済、1977・6・11）と呼ばれた。石油ショック後の経営者の交代の大きな特徴は、1)業績悪化の場合、経営者が交替するという関係が弱まる反面で、2) OR/Lとインサイダーによる経営者の交代（Turn 1）が有意な相関を示していることであった。この事実は、この時期要請された減量経営のために、大規模なリストラを行った経営者は、内部者の利害を満たせなかったために辞任せざる得ないという関係が形成されたことを示唆しよう。

実際、例えば、石油化学のトップ企業、住友化学では、76年にアルミ精錬部門の分離を決定した社長、長谷川周造が、当時常務の土方武にその座をゆずった。また、宇部興産では、78年リストラ終了後、社長が交代した。呉羽化学の74年の交替も73年度に大幅な人員削減をした後の交替であった。

他方、Turn 2, Turn 3,したがって両者の合計であるBig Turn が債権者の利害と有意な相関をもつことは、業績が悪化すれば、経営者が交替する関係が、有効な機能を果していることを示唆しているが、しかし同時に注目されるのは先にも指摘した通りTurn 2, Turn 3に対するOR, OR/Lの有意性が、高度成長期に比して低下し、決定係数も低いことである（表5）。しかも、高度成長期は、Big Turn と負の相関を維持していたPRが有意性を失うばかりか、符号が逆転した。

こうした事実は、石油ショック後の減量経営の過程で、銀行の救済がもっとも大きな役割を果たしたというこれまでの通説的イメージとはやや異なろう。われわれのデータにも77年に住友銀行の管理下に入った東洋工業、78年に累積債務89億円で、共和銀行の仲介で、

トヨタに支援を求めた光洋精工が含まれている²⁴。それにもかかわらず、経営者の交代は高度成長期に比べて、ORやOR/Lに対して感応度を低下させた。これはいかに解釈されるべきか？

一つの可能性は、すでに示唆したように計測した Turn 2 が、内部者のみによる大幅な後退と、外部者の専務以上の就任を含む内部者による交替を分離していないために生ずるバイアスである。そこで、Turn 2 を、Turn 2-1 と、Turn 2-2 に 2 分して銀行の役員派遣をともなう後者 (Turn 2-2) のみを(2)式を利用して計測した。結果は表 8 の通り大幅に改善され、銀行派遣役員の専務以上の就任を含む内部者による交替は、債権者の利害と負の相関を持つことがわかる。

いまひとつの理由は、企業経営の矯正のための銀行の役員派遣が、経営者の交替を必ずしもともなわなくなったことである。この経営者が交替せず、銀行役員が専務以上の地位に派遣、または昇任したケース (Big Change) は、石油ショック後に急増して 21 ケースに達し、この時期の大きな特徴をなしていた。表 8 右欄は、この Big Change を(2)式を利用して計測しているが、結果は、銀行の利害に対して有意な相関を示した。財務状況・業績の悪化した企業は、銀行派遣役員の受入、昇任という形で銀行のモニターに服することとなったが、それが直ちに経営者の交替につながらなくなった点に高度成長期と異なる石油ショック後の特徴があった。

ではこの時期、なぜこうした事態が生じたか。それに関する一つの解釈は、ここで取り上げた大企業が資産を蓄積させ、短期的な利益の低下に耐えられる財務能力を身につけていたことである。図 6 は、Sheard (1994) にならって資産売却益と、株式処分益の税引後利益に占める比重を整理したものである。証券不況後にも同様の傾向は見られるものの、石油ショック後の資産売却の効果が印象的であろう。75 年の株式売却益のシェアは、70%以上に達する。既述のように 60 年代後半、株主安定化工作を進める過程で、有価証券保有を増大させた企業は、この保有株を一時的に売却することによって危機を乗り切った側面が強いとみられるのである。ここに、高度成長期に比して、経営者の交代の営業利益率に対する感応度が低下した理由の一つがあった。

総じていえば、日本企業が内部者の利害と金融的利害の双対的コントロールの下にあるとすれば、少なくとも日本の大企業で見ると、石油ショック前後に、内部者の経営のコントロール権のウエイトが上昇したと見られよう。デフォルトにつながる可能性のある財務危機に陥った時点でコントロール権が内部者から金融機関に移動するというルールのもとで、有価証券保有の増加は、企業経営者に自由に処分できる資金を生み出し、これが経営者に、銀行主導ではなく、自主的に経営を再建する余裕を与えた。前掲図 5 に即していえば、 b_1 は左にシフトしたと解釈できよう。もっとも、このインサイダーのイニシアチブによるリストラは、従業員の削減をとめない、そのため現経営者は、リストラ終了後、退任するという過程を辿ったとみられるのである。

²⁴ Pascal, Rohlen (1983) が東洋工業のケースを、Sheard (1989, 1994d) は、この時期の銀行の救済行動を記述資料を中心に丹念に整理している

(4) バブル期：状態依存的構造ガバナンス・ストラクチャの機能低下

85年9月のプラザ合意後の円高は、企業業績を悪化させた。図4の通り自己資本利益率、総資本利益率の低下は急角度であり、電機・自動車・造船等の輸出産業で利益悪化が目立った。さて、既述の通り、この時期の経営者の交替の特徴の一つは、Turn 3の頻度が上昇していたことであった。もっとも、このTurn 3の増大は、すでに銀行にコントロール権の移動していた企業、例えば、明電舎、富士重工、東洋工業における外部社長の外部者による交替と、これまでの経営危機の克服過程で大企業の系列下に入った企業の外部者による外部者の交替、例えば、光洋精工（トヨタ）、日本化成（三菱レーヨン）、日本化成（三菱化成）などであり、この時期、内部者から外部者にコントロール権が移動したケースは、富士紡（三菱）、ニチロ（北海道拓殖）、日立造船（三和）、日本板硝子（住友）の4社にとどまる。そして、以上のTurn 3は、企業業績と有意な負の相関を示し、この結果は、Kaplan(1992)のファクトファインディングを裏付けている。

しかし、その反面で、Turn 3 以外の交替の80%以上を占める内部者の交替Turn inは、前任者の勤続期間以外の変数と相関を持たず、その結果、全体として経営者の交替（All Turn）は、企業のパフォーマンスに有意な相関を示していなかった。この結果は、高度成長期、あるいは、石油ショック後までとは大きく異なる変化である。特に注目されるのは、これまで企業パフォーマンスと負の相関を示していたTurn 2すら、在職期間以外の変数との有意な相関を失ったことである。この相関の低下は、Turn 2を内部者によるボードの大幅変化（Turn 2-2）と外部者の就任をともなう変化（Turn 2-2）に分離した計測、および、経営者の交替をともなわない外部者の専務以上の地位への就任（昇任を含む）Big Changeの計測結果からも支持される（表8）。石油ショック後とは異なって外部者が派遣された場合ですら、企業業績との関係は弱まったのである。

こうした事態が発生した要因としては、第1に、この時期、外部からの役員派遣、あるいは企業の役員受入のインセンティブに変化が生じていたことが重要である。一つには、外部者の常務以上の地位への就任が、モニタリング・インセンティブよりも、経営資源の再配分のインセンティブの側面が強まった可能性がある²⁵。この時期、銀行が自行で過剰となった役員を派遣し、顧客企業側が相応の処遇をした結果、派遣役員が常務職に就いたと見られるケースが増大した。いま一つには、この時期、企業が取引関係先の役員を受け入れ相応に処遇するケースが目立った。例えば、86年大幅な経営陣の変更をこころみたシャープでは、海外経済協力基金の理事を常務に迎え入れた。また、千代田化工は、87年産業技術協会理事を常務に迎え入れている。

第2に、交代と企業業績の相関の低下の背後には、円高不況前後に業績を悪化させた企業が、地価・株価の上昇によって増価した含み資産の売却を通じて一時的な業績悪化を回避できたことが重要であった。図6はこの間の事情を示している。86年度の上場企業の株式

²⁵ Sheard(1994b)は、銀行側の派遣のインセンティブをmonitring incentiveとmanagerial labor market incentiveと区分しているが、後者のインセンティブが強まったということである。

売却益は著増し、その税引後利益にしめるシェアは、石油ショックの水準を上回った。企業別に見れば、例えば、ソニーは 86 年営業利益で欠損を計上したが、特別利益と配当収入で、2%の自己資本利益率を計上した。シャープ、三洋電機、富士電機もほぼ同様の事実を確認できる。そして、いずれの企業でもこの前後に経営者の交替は見られない。したがって、経営者が自由に裁量できる資産の存在は、コントロール権移動点 b_1 を左にシフトさせた石油ショック後とは異なって、企業の資本構成が改善されたこの時点ではむしろ b_1 点自体を曖昧にするよう作用したと解釈できる。

一方、外部からの役員派遣では、ほぼ Morck, Nakamura(1992), Sheard(1994b)の結果が追認された。表 6 の銀行派遣役員の増減は、借入依存度 (BA), 自己資本利益率(PR)、インタレスト・カバレッジレシオ (OR/R) と負の相関を持ち、その有意水準はむしろ証券不況後、石油ショック後を上回った。しかし、ここで注目すべきは、銀行役員派遣の増減(表 6) では、借入・総資産比率(BA), およびその変化率(dBA)、87 年の銀行役員の現在数(表 7) では、借入・総資産比率 (BA) を有意な正の相関を示し、期間別の計測におけるこの時期の特徴をなしている点である。この事実は、派遣役員数の減少し、また、現在数で見ても派遣者のスコアが低下していることがこの時期の特徴であることを考慮すれば、BA の水準が高いほど派遣が多いという側面よりむしろ、BA の水準が低いほど銀行派遣役員が少ないという側面、あるいは dBA の上昇が高いほど派遣役員が増加するという側面よりも、むしろ dBA の低下が大きいほど役員派遣の減少が少ないという側面を重視して理解されるべきであろう。80 年代後半には、銀行の役員派遣は確かに後退し、銀行のモニターは低下していたのである。

全体として、円高不況とその後のバブル期には、経営者の交替について Kaplan(1992) とほぼ同一の、銀行の役員派遣については Morck, Nakamura (1992), Sheard (1994b) と同様の結果が得られるものの、それ以前の時期と比べれば、経営者の交替、役員派遣が企業のパフォーマンスと相関する範囲も、程度も低下していたことが重要である。この結果は、前掲図 5 に即して言えば、この時期同図に近似される関係がわれわれのサンプルとする大企業の間では弱まった、言い換えれば、同図に近似できる関係に従う企業が減少したと解釈できよう²⁶。この意味で、状態依存的なガバナンス・ストラクチャは「変容」しつつあると見ることができる。

5) バブル崩壊後；回復か転換か？

90 年の株価の崩落、91 年の地価の低下を契機とした景気後退は、92 年には明確化し、93 年初頭からの円高は、企業業績の悪化にもたらすこととなった。業績の悪化は急角度であった。このバブル崩壊後の不況における、経営者の交替のパターンは、円高不況期の特

²⁶ 円高不況による業績悪化が、急角度ではあったもののその後の景気回復のため比較的短期に収束したという事情も考慮しておく必要がある。この結果、図 5 に即して言えば、 b_1 点の左側まで産出量を低下させた企業が相対的に少なかったと解釈できるからである。しかし、この Turn 2 や Big Change の頻度の減少とそれが企業のパフォーマンスとの相関を失うこととは異質のことである。

徴を継続する側面と、新たな変化を示す側面との2面からなる。

バブル期との連続面を示す事実は、まず何よりもインサイダーによる交替の頻度が高く、しかも、All Turn や Turn 1 の前任者の勤続年数 (LS) の係数が円高不況前後からさらに上昇したことである (表5)。また、営業利益段階の赤字、あるいは、低利益を資産売却を通じて補填するパターンも変化がない (図6)。例えば、「脱リコピーの多角化」の失敗、とくにレーザービームプリンタの開発の遅れで、ライバルキャノンとの差を広げられたばかりでなく、92年度には営業赤字を計上したリコーは、含み資産の売却で自己資本利益率では、1.5%を確保し、配当額も前年と同額の10円を維持した²⁷。同様の事態は、91年度決算で営業赤字に転落しながら、経営者の交替がなかったソニーにも見られる。

また、外部者による経営者の交替がほとんど増加していない点も、バブル期と共通であった。表4・5の通り Turn 3 は、企業のパフォーマンスを示す変数と負の相関を示すものの、この Turn 3、9ケースのうち8ケースは、すでに外部者が社長に就任していた企業であり、内部者から外部者に移動したケースは、1ケース (ニチロ) のみにとどまる。また、銀行の役員派遣をともなう大幅なボードの変化 (Turn 2-2)、経営者の交替をともなわない外部者の戦略的意志決定にかかわる地位への就任 (Big Change)の計測結果が、バブル期より改善されているものの、劇的な改善ではないという表8の計測結果も、バブル期に見られた取引関係に基づく経営資源配分をモチーフとした派遣が継続していることを示唆しているとみられよう。

しかし、その反面で、円高不況期とは異なる変化の兆しも現れていた。第1に、バブル期にパフォーマンスとの相関を失った Turn 2 が再び相関を回復し、しかも、パフォーマンスとの相関は、債権者の利害を代表する変数のみならず、株主の利害を代表する変数とも弱い負の相関を回復した。もしこの Turn 2 を含む、Turn in や Big Turn、さらに、All Turn が、債権者の利害を現す変数とともに、やや弱い株主の利害を示す変数と相関を示した。この事実は、90年代に入って株主の利益の重視が叫ばれ始めたこと、外国の機関投資家を中心にポートフォリオに関心をもつ株主が増加したこと、それに照応するかのよう70年代以来、自己資本利益との相関を失っていた額面の配当率が90年代に入って相関を回復することとコンシステントに見える (Miyajima 1996)。

そして、第2に、役員派遣の現在数で見ても、同様にバブル崩壊後の不況期には、派遣役員の数、外部 (D M out)・銀行 (D M bank)とも借入 (BA)、及び4期平均のパフォーマンス (PR, ORR)との相関が著しく高まった。業績を悪化した企業に対する外部者の規律は回復しつつあるのである。

以上のように、バブル崩壊後、経営者の選任は、企業のパフォーマンスとの相関を再び回復したかに見える。ここでクリティカルな問いは、以上の結果が、前掲図5に示される

²⁷ 「リコー・浜田路線の総括」『週刊東洋経済』1992年4月11日。別の例としては、自己資本比率60%に達していた日清紡は、株価の低下した92年の時点で、有価証券の含み益は、3744億円と試算され、同社田辺社長は、インタビューに応じて「いざという時にはこれを取り崩せば、というものがうちにはある」と述べた。これは、一例にとどまるが、バブルを経ても一部の企業では、経営者の裁量の範囲内のフリーキャッシュフローが存在していたことを示唆しよう。

状態依存的なガバナンスが回復したことを示すのか、それとも株主の利害をも組み込んだアングロ・サクソンの方向への変化が生じていることの反映なのかという点であろう。しかし、既述の通りここでのデータの下限は、経営者の交代が 94 年、パフォーマンスを示す変数は 93 年度であり、その後も継続した今回の長期不況のデータを全面的に含んでいるわけではない。この点に対する解答は、データを拡張した検討を待たねばならない。

7、結びに代えて；今後の課題

以上、経営者の交代、役員派遣と企業のパフォーマンスの関係の計測結果をもとに、日本型企业システムの「原型」が形成されたとみられる 1955 年を出発点として状態依存的 contingent なコーポレート・ガバナンスの「洗練」と「変容」のプロセスを追跡してきた。最後に、残された課題と今後の研究方向について 2、3 の論点を提示して結びに変えたい。

第 1 は、戦後日本企業の経営者の選任における株主の利害を如何に捉えるかという点であり、この問題は、企業に対するモニターを統合的に担うとされる金融機関（メインバンク）のモニターのインセンティブと株主の利害の関係を如何に理解するかという問題につながる。宮島(1995c)、および本稿の結果によれば、経営者の交代と株主の利害の関係は、戦後復興期、高度成長前半に相関が高く、その後相関を失った後、近年やや回復の兆しが見られるという点にあった。この事実は、一面で、戦後の日本の大企業の株式所有構造が分散し、企業再建整備による過小資本化の結果、60 年前後までテイク・オーバーの危機に直面していたこと、また、近年機関所有の比率が上昇し、株主が voice を強めつつあるという指摘と整合的である。しかしその反面、1950 年代、あるいは 90 年代に入っても、銀行以外の所有機関の役員が企業の取締役メンバーに加わるケースは例外であったし、両時期に実際にテイクオーバーによって経営者が交代した事例は確認できない。株主が経営者の選任に影響を及ぼす具体的なメカニズムはいまだ明らかではない。したがって、株主の利害と経営者の相関が高いという事実は、たんに株主の利害を代表する変数として取り上げられた PR, RRS と、モニターを担った金融機関の利害の代理変数との相関が高く、結果として一致していただけと見ることもできる（付表 2）。

この論点を解明することは、企業に対するモニターを統合的に担うメイン・バンクのモニターのインセンティブを特定化することにつながる。これまでの研究は、メイン・バンクが、最大の債権者であると同時に大株主の一人として de fact の協調融資に参加する他の金融機関から顧客企業のモニターを委託されていると同時に、他の少数株主からもモニターを委託されている点を強調してきた（Prowse 1992）。しかし、同時にすでに指摘されている通り、貸出の最大化に利益を見いだす金融機関と、株価最大化を目的とする株主との間には、潜在的な利害の対立がある。本稿の分析は、少なくとも結果的には、メインバンクのモニターの観点が、歴史的に変化してきたことを示唆するが、立ち入った分析は今後の課題であろう²⁸。

²⁸ 株主の利害に関する本稿のファクトファイディングは、その利害を代表する変数の精度が十分に高くないため、必ずしもロバストなものではない。変数をより理想的なものに近づけると同時に、株

第2に、今後の分析には、経営者の選任に影響を与えるステーク・ホルダーの時間的視野（期間認識）の視点を明示的に導入する必要がある。冒頭でも指摘した通り、日本型企業システムの特徴の一つとして長期的視野に立つ経営方針が強調され、アメリカの短期的、あるいは近視眼的(myopic)な企業経営と対比される(Stein 1992)。アメリカの経営者が取締役会に4半期毎に経営成果を報告義務を負い、それゆえ株価に影響する短期的な収益に重点を置くのに対して、日本企業の業務報告は1年であり、しかも取締役会に外部者はいない。これが、経営者の長期的視野に立つ経営を可能にするというのである。しかし、Sheard(1995)も指摘するように、これまでこの点を実証的に検討した試みは著しく少ない。本稿では、経営者の交代を基本的に2期平均のパフォーマンスに回帰させたが、同一のサンプルについて前期(1年)のみ、あるいは、4期(4年)平均で回帰することによってモニターの期間認識の構造を明らかにすることが期待されよう。

第3に、状態依存的ガヴァナンスの解明にとって残されたもっとも大きな問題は、この分析と逆の因果関係、つまり、銀行のイニシアチブによる再建の経営改善効果の検討である。メインバンクシステムの有利性の一つとして、一時的に経営の悪化した企業を銀行が救済することが、人的資本を含む企業に特殊な資本の損失を回避する効果が指摘されてきた(Aoki 1993; 青木 1995)。また、別の角度から、メイン・バンクの救済が、経営危機に陥った企業を存続・復興させ、これが戦後日本に特徴的な成長部門における寡占間競争の条件となったという見方も提示されている(山崎 1992)。本稿の限られたサンプルからも、経営危機に直面し、銀行の介入を受けた後、業績が改善され、再び経営権が内部者に移動する事例が確認された。例えば、1968年前後の積水化学、石油ショック後の日本板硝子、NTN(東洋ベアリング)等がその典型的な事例であろう。しかし、その一方で、介入後も、経営が改善されないまま一貫して銀行管理下で低業績のまま存続している企業も確認された。理論的想定とは異なって、銀行の救済が本来であれば、清算ないし合併によってリストラクチャリングすべき企業を存続させた可能性も否定できない。業績悪化の後の銀行の介入による経営改善効果もまた今後の実証を待つべき問題といてよい。

主の利害をより直接に代表する指標、トービンの q 、あるいは、PERを計測式に導入して再計算する必要がある。また、債権者の利害については、表7でも試みたインタレスト・カバレッジレシオを計測式(1)-(3)に直接導入する必要がある。その上で、経営者の交代に対する株主の影響、銀行の利害と株主の利害の関係を考察することが当面の重要な課題となる。

参考文献

- 青木昌彦(1995)『経済システムの進化と多様性；比較制度分析序説』東洋経済新報社
- 青木昌彦・奥野(藤原)正寛(1996)『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会
- 青沼吉松(1965)『日本の経営層』日経新書
- 池尾和人(1995)『金融産業への警告：金融システム再構築のために』東洋経済新報社
- 伊丹敬之(1995)「戦後日本のトップ・マネジメント」、森川英正・米倉誠一郎編
『日本経営史5 高度成長を超えて』岩波書店
- 伊藤邦雄・三隈隆司・市村常彦(1989)「株式持合の螺旋型ロジック・シフト」『ビジネス・レビュー』
37-3
- 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
提』東京大学出版会。
- ―― (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
- ―― (1996)「戦後日本の金融システム」森川英正・米倉誠一郎編『高度成長を超えて』岩波書店
- 小野田セメント(1981)『小野田セメント100年史』
- 経済企画庁(1996)『経済白書 平成8年版』
- 経済同友会(1961)『トップ・マネージメントの組織と実態』
- 公正取引委員会『独占禁止政策20年史』
- 光洋精工(株)(1992)『光洋精工80年史』
- 高野真(1995)「株式持合の解消と今後の株式保有構造」『大和投資資料』1995年9月号
- 日産化学(株)(1969)『日産化学80年史』
- 橋本寿朗(1995a)「日本型企业システムの形成」、由井常彦・橋本寿朗編『革新の経営史』、有斐閣
- ―― (1995b)『戦後の日本経済』岩波書店
- ―― (1996)「企業システムの『発生』、『洗練』、『制度化』の論理」、橋本寿朗編『日本企業
システムの戦後史』東京大学出版会
- ヒルシュマイヤー, J・由井常彦(1978)『日本の経営発展』東洋経済新報社
- 広田真一・池尾和人(1996)「企業金融と経営の効率性」、伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大
学出版会
- 深尾光洋・森田泰子(1994)「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理と国際比較」日本銀行『金
融研究』13-3
- 堀内昭義・桜井宏二郎(1989)「金融・資本市場の展開」宇沢弘文編『日本経済：貯蓄と成長の軌跡』
東京大学出版会
- 堀内昭義(1994)「日本におけるコーポレート・ガバナンスのメカニズムと有効性」『金融研究』
第13巻3号
- 三菱製鋼(1985)『三菱製鋼80年史』
- 宮島英昭(1992a)「財閥解体」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
(1992b)「『財界追放』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
(1995b)「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』Vol.102。
(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」
武田晴人編『日本産業発展のダイナミズム』東京大学出版会

- (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・橘川武郎編『日本経営史 4 「日本的」経営の連続と断絶』、岩波書店
- (1996) 「財界追放と経営者の選抜：状態依存的ガバナンス・ストラクチャの形成」橋本寿朗編『日本企業システムの戦後史』東京大学出版会
- 森川英正(1996)『トップ・マネジメントの経営史 経営者企業と家族企業』有斐閣
- 山崎広明(1991)「日本企業史序説」東京大学社会科学研究所『現代日本社会 5巻』東京大学出版会
- 吉田和男(1994)『日本型銀行経営の功罪』東洋経済新報社

Abegglen, J. C. and G. Stalk,(1985), *Kaisya, the Japanese Corporation*, Charles E. Tuttle.

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)

- (1994), "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: an analytical and historical View", in Aoki, M. and Patrick H. eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.

- (1994), "The Contingent Governance of Teams : An Analysis of Institutional Complementarity", *International Economic Review* 35 : 657-676.

Baums, T.,(1993), "Takeover Versus Institutions in Corporate Governance in Germany", in D. D. Prentice and P. R. J. Holland eds. *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Clarendon Press.

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

Horiuchi, A.(1995), "Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm : An Implication of the Surge of Equity-related Band", in Okabe, M. eds., *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan.

Hoshi, T., A. Kashyap and P. Sharfstein,(1990), "Bank Monitoring and Investment : Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporation Relationships", in R. G. Hubbard eds., *Information, Investment and Capital Markets*, Univ. of Chicago Press.

Jensen, M. C.,(1986) "Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 : 323-329

Kaplan, S.N.,(1992), "Internal Corporate Governance in Japan and the USA: Difference in Activities and Horizons", mimeo, Chicago University.

Kaplan, S. N. and B. A. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards", *Journal of Financial Economics* 36 : 225-58.

Lazonick, W. and O'Sullivan C.,(1995), "Big Business and Corporate Control", in Sawyer, M. eds. *The International Encyclopedia of Business and Management*. Routledge.

Miyajima, H.,(1996), *Regulatory Framework, Government Intervention and Investment in Postwar Japan : The Structure Dynamics of J-Type Firm-Government Interaction*, mimeo. Waseda University

Morch, R. and M. Nakamura,(1992), "Banks and Corporate Control in Japan"

- Pascal, R. and T. P. Rohlem (1993), "The Mazda Turnaround", *Journal of Japanese Studies* 9 : 219-63.
- Prowse, S. D., (1990), "Institutional Investment Patterns of Corporate Financial Behavior in the U.S. and Japan", *Journal of Financial Economics* 27 : 43-66.
- Sheard, P., (1989), "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan", *The Journal of Economic Behavior and Organization* 11 : 399-422.
- Sheard, P., (1994a) "Interlocking Shareholdings and Corporate Governance", in Aoki, M. and R. Dore, *The Japanese Firms : Sources of Competitive Strength*. Oxford University Press, NTTデータ通信システム科学研究所訳『システムとしての日本企業』1995年、NTT出版
- Sheard, P., (1994b), "Bank Executives on Japanese Corporate Boards", mimeo
- Sheard, P., (1995), "Long-termism and the Japanese Firm", in Okabe, M. eds. *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan.
- Stein, J. C., (1988), "Takeover Threads and Managerial Myopia", *Journal of Political Economy* 96(1) : 61-80
- 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.

図1 株式所有構造

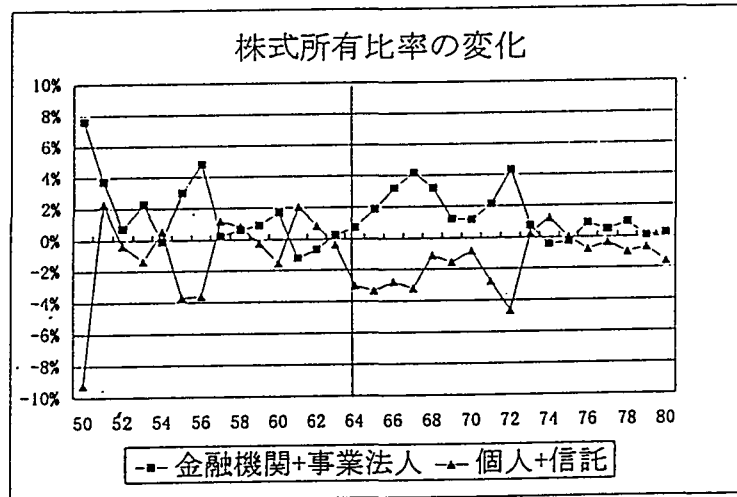
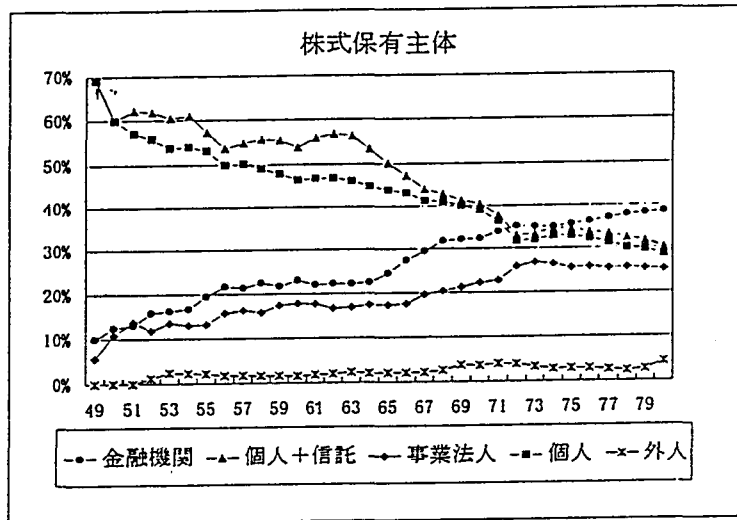


図2 資金調達

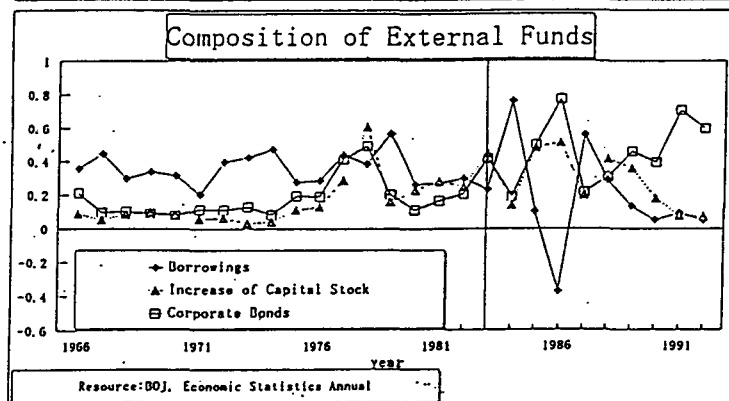
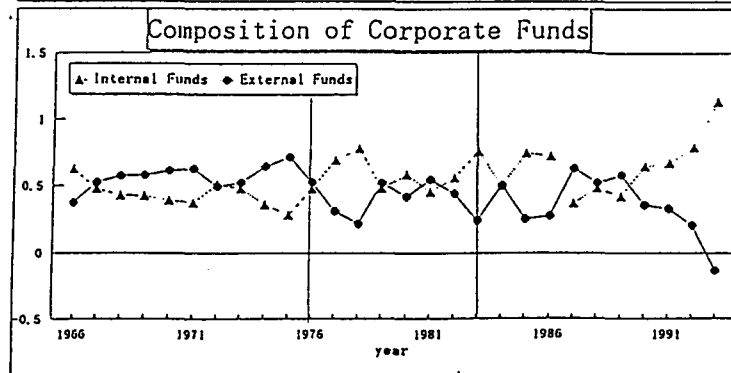
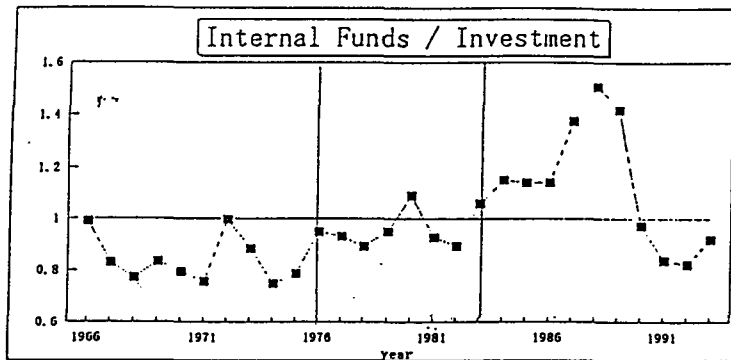
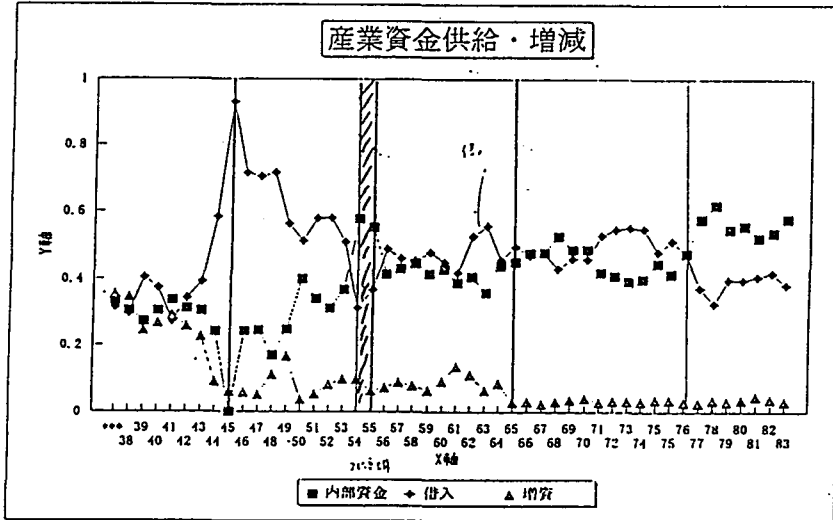
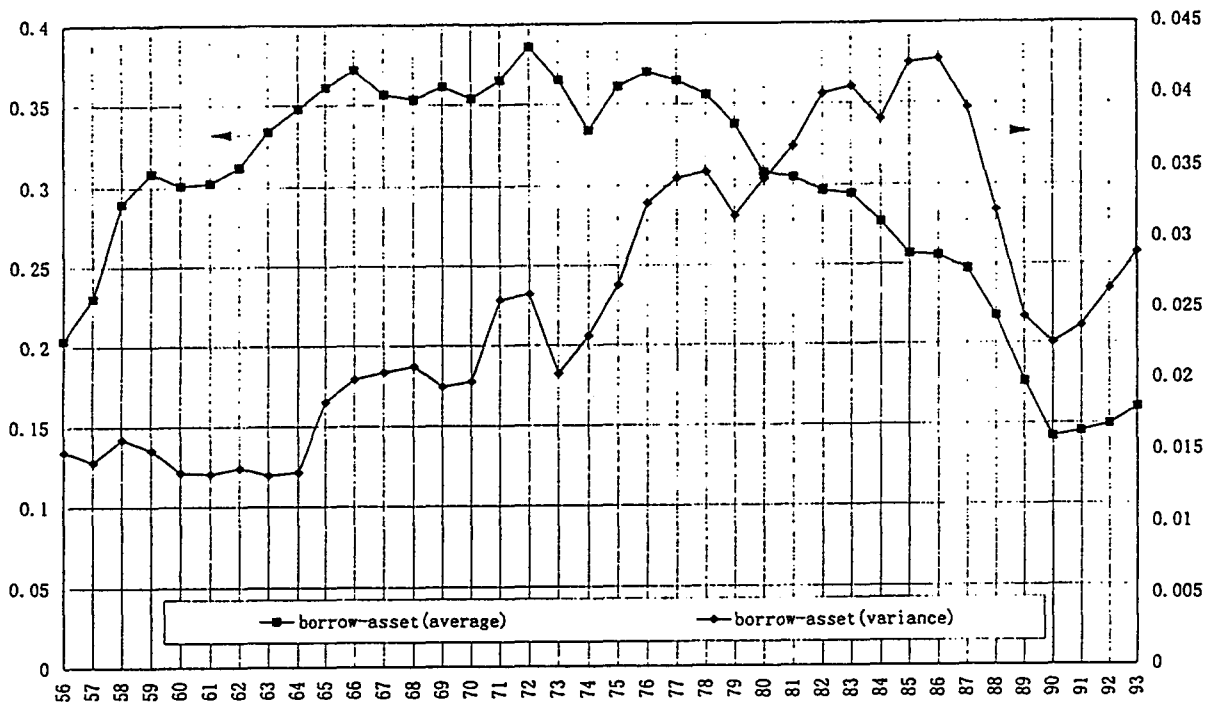
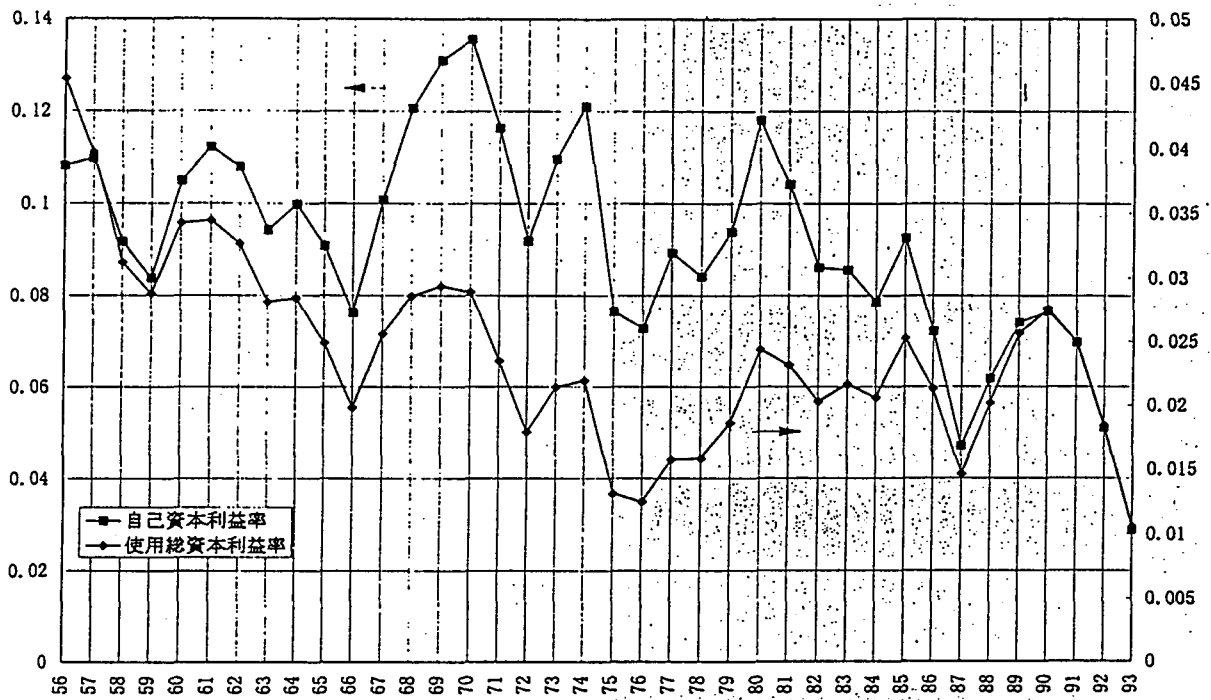


図3 借入・総資本比率とその分散



資料 : 日本開発銀行「企業財務データ・バンク」

図4 自己資本利益率と使用総資本利益率



資料：日本開発銀行「企業財務データ・バンク」

第5図 状態依存的ガバナンス

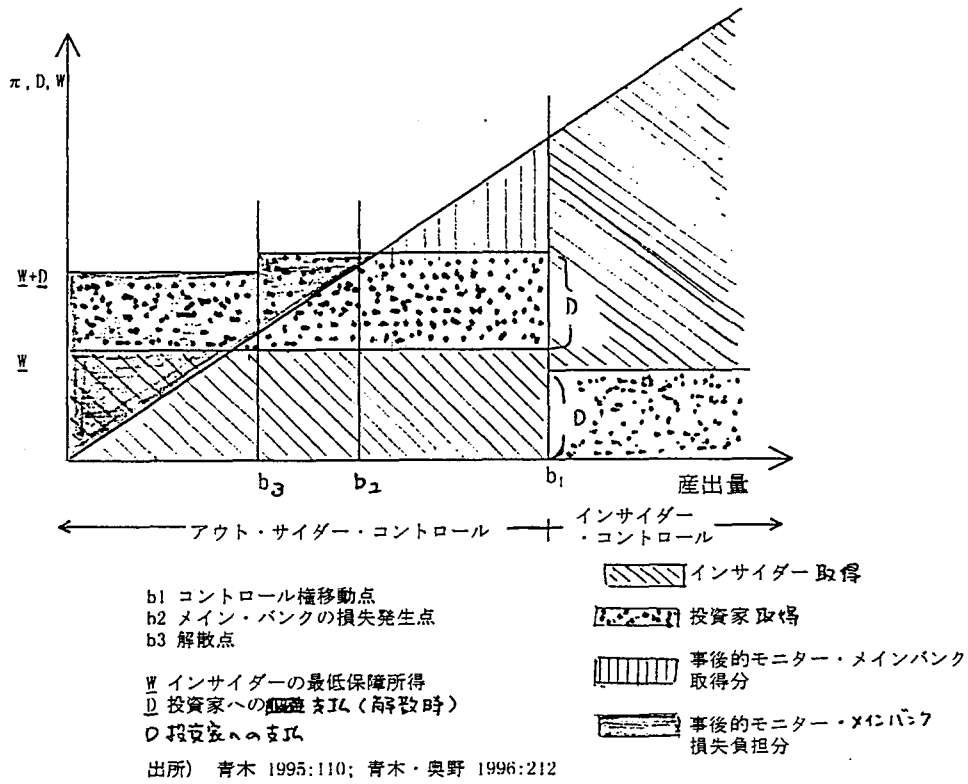
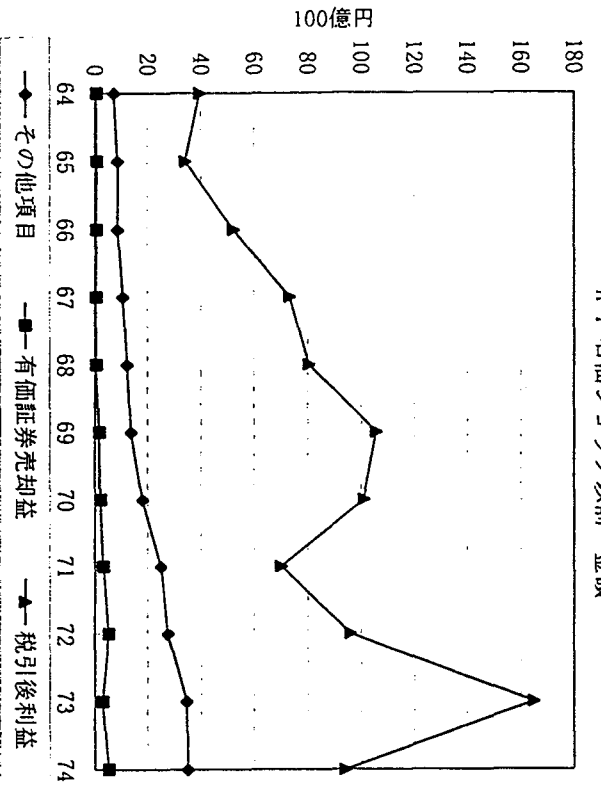
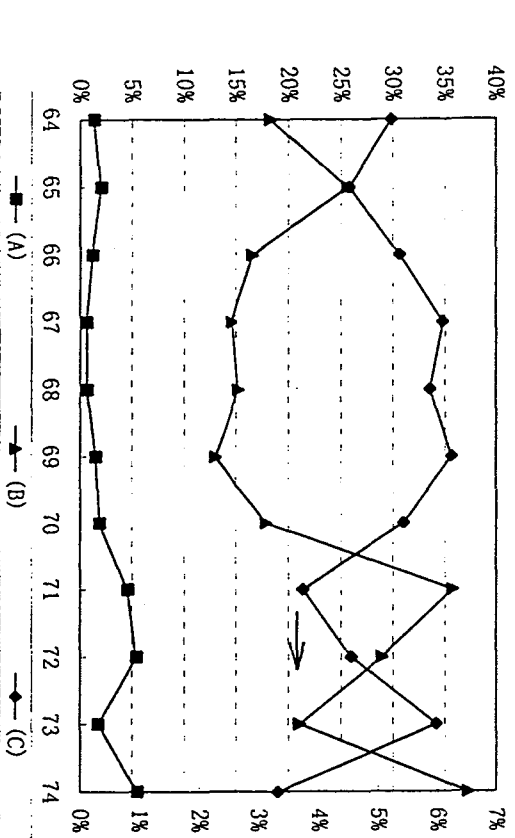


図6 固定資産・有価証券売却の推移

A-1 石油ショック以前・金額

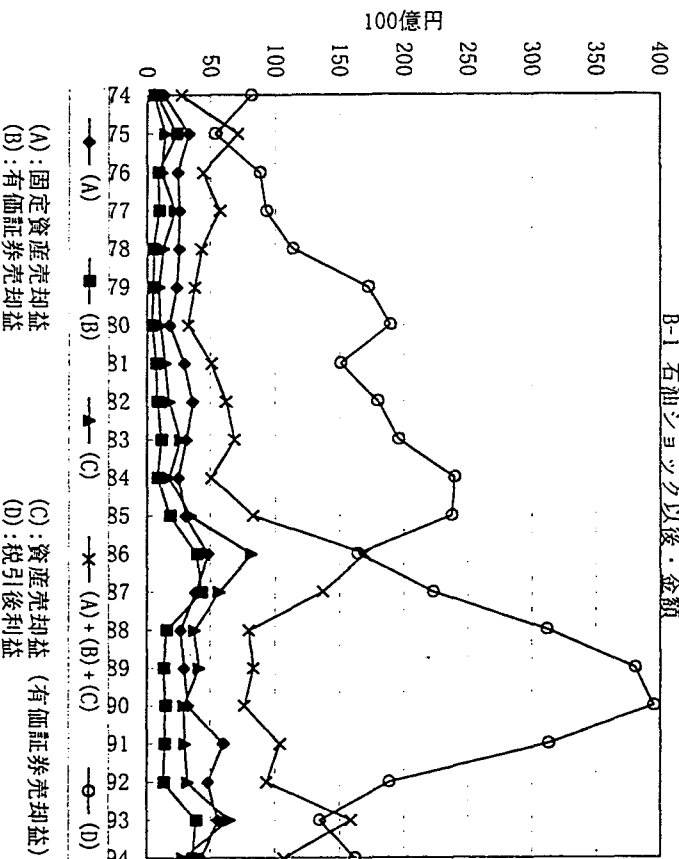


A-2 石油ショック前・税引後利益シェア

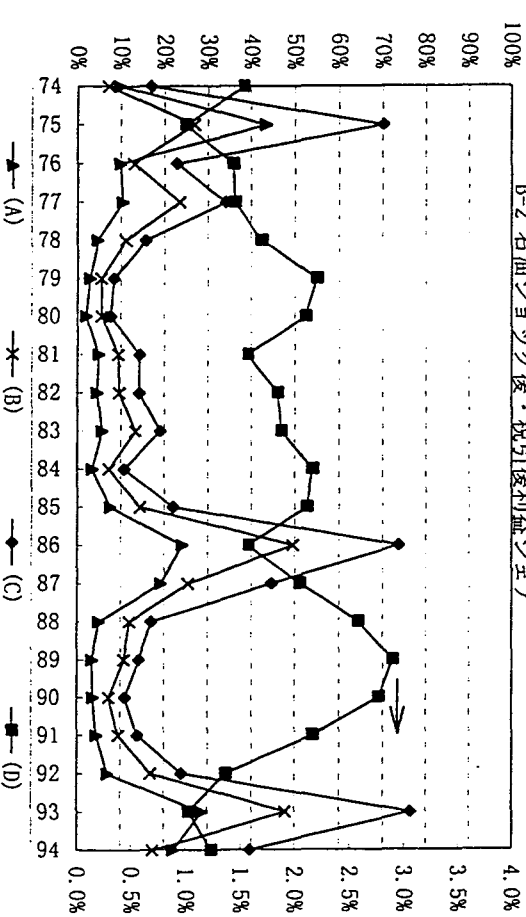


- (A) : 特別利益有価証券売却益/税引後利益
- (B) : (営業外収益その他項目 + 有価証券売却益)/税引後利益
- (C) : 税引後利益/売上高

B-1 石油ショック以後・金額



B-2 石油ショック後・税引後利益シェア



- (A) : 特別利益有価証券売却益/税引後利益
- (B) : 営業外収益有価証券売却益/税引後利益
- (C) : (特別利益有価証券売却益 + 営業外収益有価証券売却益)/税引後利益
- (D) : 税引後利益/売上高

表1 サンプル企業の財務指標と社長のキャリア

(百万円;%)

	1960		1968		1977		1987		1993	
	Avg.	Std.	Avg.	Std.	Avg.	Std.	Avg.	Std.	Avg.	Std.
sales	20,734	18,203	67,122	58,896	207,194	195,043	356,794	32,489	464,296	567,861
tasset	23,645	22,056	75,733	77,031	221,590	258,786	359,250	04,005	519,971	591,005
empl	6,296	5,795	8,435	9,003	8,377	9,817	7,683	10,183	7,861	10,501
debt	16,224	15,211	58,215	59,892	182,458	228,592	249,461	05,165	331,455	399,483
capital	7,420	7,453	17,518	18,647	39,131	41,610	109,790	31,624	188,515	235,030
divid	413	430	1,004	1,254	914	1,203	1,571	2,034	2,013	2,717
afteng	792	922	2,027	2,263	2,969	4,526	5,383	10,712	5,219	11,873
debt-equity ratio	10.7%	10.7%	11.6%	6.37	7.6%	3.61	4.9%	2.72	2.8%	1.91
自己資本利益率	2.57	1.39	4.70	6.37	5.87	3.61	3.33	2.72	2.55	1.91
自己資本利益率	0.52	0.52	0.50	0.31	0.31	0.29	0.29	0.39	0.39	0.39
配当性向	1898.5	6.7	1904.3	6.8	1912	5.1	1923.8	4.4	1929.3	4.7
社長 就任月日	1950.8	6.9	1959.5	7.9	1,972	6.0	1983.0	4.2	1988.7	4.2
社長 取締役会 参加月日	1943.4	6.9	1950.4	9.4	1,960	9.0	1972.6	7.1	1979.1	6.8
社長 在職期間 年齢(各時点)	9.1	6.7	63.7	6.8	64.6	5.1	63.2	4.4	63.1	8.1
社長 取締役会メンバー 取締役会メ ンバー期間	16.6	6.8	8.6	7.9	5.4	6.0	4.0	4.2	4.3	4.2
社長 就任 取締役会 メンバー	7.4	6.9	17.6	9.4	16.9	9.0	14.4	7.1	13.9	6.8
社長 取締役会 メンバー うち	12	6.6	9.0	6.9	11.5	6.8	10.3	6.0	9.3	5.4
外部者	13.4	3.7	16.7	5.1	18.4	6.0	20.6	6.5	22.2	7.4
外部者 監査役	1.4	2.0	2.2	2.2	1.9	2.3	1.9	2.3	1.9	2.2
外部者 比率	1.2	0.8	0.6	0.8	0.6	0.8	0.6	0.8	0.7	0.9
従業員 /取締役	10.0%	14.5%	14.4%	14.9%	10.5%	12.5%	9.9%	13.5%	9.3%	12.6%
	462.4	355.7	492.5	406.7	302.7	171.4	326.9	348.9	303.2	298.4

資料： 各社有価証券報告書、JDB企業財務データバンク。
注： 社長・外部者には、銀行出身者以外を含む。

表2 社長の交代要約

	1959-63	1965-69	1974-78	1984-88	1990-94
N	500	490	485	480	480
All Turn 頻度	43 8.6%	41 8.4%	67 13.8%	72 15.0%	69 14.4%
Turn-Insider	28 65.1%	33 80.5%	60 89.6%	59 81.9%	60 87.0%
Turn 1	22 51.2%	22 53.7%	41 61.2%	47 65.3%	51 73.9%
Turn 2	6 14.0%	11 26.8%	19 28.4%	12 16.7%	13 18.8%
Turn 2-1	4	5	10	5	2
Turn 2-2	2	6	9	7	11
Turn3	15 34.9%	8 19.5%	7 10.4%	13 18.1%	9 13.0%
Turn 3-1	15	5	4	4	1
Turn 3-2	0	3	3	9	8
Bigturn = Turn 2 + Turn 3	21 48.8%	19 46.3%	26 38.8%	25 34.7%	22 31.9%
Big Change	5	10	22	10	12

Turn 1; 内部者による交代。

Turn 2; 内部者による交代でかつ大幅な常務会の構成変化をともなう場合。
大幅な構成変化とは、社長以外に常務以上（74年からは専務以上）のメンバーの3人以上の交代を伴い、かつそのうちの1以上の降格・役員派遣をともなうケース

Turn 2-1; Turn 2のうち、常務会の構成変化が内部者のみ。

Turn 2-2; Turn 2のうち、常務会の構成変化が専務以上の役員派遣をともなうケース。

Turn 3; 外部者による交代。

Turn 3-1; 内部者から外部者への交代。

Turn 3-2; 外部者から外部者への交代。

Big Change; 外部者の専務以上の就任（昇任も含む）のケース。

表3 高度成長期の銀行からの役員派遣のフローとストック

(A) 人数ベース

	59	60	61	62	63	合計	63現在数
社長	1	1	2	0	0	4	5
副社長・専務	-1	1	3	2	3	8	9
常務	4	1	0	1	3	9	17
取締役	-1	0	4	4	5	12	21
監査役	1	4	-1	3	1	7	15
副社長・専務・常務	3	2	3	3	6	17	26
取締役・監査役	0	4	3	7	6	20	36
	65	66	67	68	69	合計	69現在数
社長	0	2	1	0	0	3	4
副社長・専務	6	1	5	2	3	17	24
常務	3	1	0	-1	-2	1	19
取締役	-2	3	1	6	-1	7	15
監査役	2	3	3	1	3	12	26
副社長・専務・常務	9	2	5	1	1	18	43
取締役・監査役	0	6	4	7	2	19	41
	74	75	76	77	78	合計	78現在数
社長	1	0	0	-1	1	1	4
副社長・専務	3	6	3	1	3	16	19
常務	0	3	0	4	1	8	28
取締役	-1	3	0	5	1	8	20
監査役	9	6	3	3	1	22	42
副社長・専務・常務	3	9	3	5	4	24	47
取締役・監査役	0	6	4	7	2	19	62
	84	85	86	87	88	合計	88現在数
社長	0	2	0	0	1	3	4
副社長・専務	2	0	1	5	5	13	20
常務	0	5	4	-2	-4	3	11
取締役	-1	-2	1	1	1	0	10
監査役	2	0	0	0	2	4	21
副社長・専務・常務	2	5	5	3	1	16	31
取締役・監査役	1	-1	1	1	3	4	31
	90	91	92	93	94	合計	94現在数
社長	0	0	0	0	0	0	0
副社長・専務	1	5	1	5	-2	10	19
常務	-1	1	-2	-2	2	-2	8
取締役	3	-2	6	-2	-1	4	20
監査役	4	2	2	3	6	17	25
副社長・専務・常務	0	6	-1	3	0	8	31
取締役・監査役	7	0	8	1	5	21	31

(B) 企業数ベース

	1958年	63年	69年	78年	88年	94年
受入企業数	23	36	53	50	40	46
1人	21	20	34	16	22	27
2人	2	14	13	18	11	14
3人以上	--	2	6	16	7	5
社長	1	5	4	4	4	0
副社長・専務・常務	9	19	30	33	20	22
取締役・監査役のみ	13	12	19	13	16	24

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、役員構成の変化を追跡した102社のデータベースを下にその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、73年、83、89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、基準時点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も、増加にカウントされる。

回帰総括

表4 経営者の交代と企業のパフォーマンス

計測式: Turnover=a1 + a2 unique-performance + a3 average performance + a4 LS

	1959-63	1965-69	1974-78	1984-88	1990-94
ALL TURN	1=43	1=41	1=67	1=72	1=69
PR	- **a	- **d	+	+	- **d
RRS	-	-	-	-	- **c
ER	-	-	- **c	+	-
SR	- **a	- **b	+ **b	-	+
OR	- **b	- **a	+	-	- **c
OR/L	-	- **a	-	-	- **b
DA	-	+ **c	+	+ **d	+ **c
DDA	+	+ **d	+	+	-
LS	+ **i	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN IN	1=28	1=33	1=60	1=59	1=60
PR	-	+	+	+	-
RRS	+	-	-	+	- **b
ER	+	-	- **b	-	-
SR	- **a	- **c	+	-	-
OR	-	-	+	-	-
OR/L	+	+ **d	-	-	- **c
DA	-	+	-	+	+
DDA	+	+	+	+	+
LS	+ **i	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN1	1=22	1=22	1=41	1=47	1=51
PR	+	+	+	+	+
RRS	+	-	-	+	- **d
ER	+	-	- **c	+	-
SR	- **a	- **d	+	-	-
OR	+	-	+ **b	-	-
OR/L	+ **b	-	+	-	-
DA	-	+	-	+ **d	+ **b
DDA	+	+	+	-	-
LS	+ **b	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN 2	1=6	1=11	1=19	1=12	1=13
PR	- **a	-	-	+	- **a
RRS	+	+	-	- **d	- **b
ER	- **d	-	-	-	-
SR	- **d	-	+ **c	+	+
OR	- **b	- **b	- **b	-	- **a
OR/L	- **c	- **b	- **b	-	- **a
DA	+	-	+	-	-
DDA	+	+	+ **d	+ **c	+
LS	+ **a	+	-	+ **d	+ **c
TURN 3	1=15	1=8	1=7	1=13	1=9
PR	- **a	- **b	+	-	-
RRS	- **c	- **c	-	-	+
ER	- **b	- **a	-	-	+
SR	- **c	-	+ **a	-	+ **c
OR	- **a	- **a	- **c	- **b	- **c
OR/L	- **a	- **a	- **c	- **b	- **d
DA	-	+ **a	+ **c	+	+
DDA	-	+ **d	-	+	-
LS	+	+	+	+	+
BIG TURN	1=21	1=19	1=26	1=25	1=22
PR	- **a	- **b	+	-	- **a
RRS	- **c	-	-	- **c	-
ER	- **a	- **b	-	-	-
SR	- **a	- **c	+ **a	-	+ **d
OR	- **a	- **a	- **c	- **b	- **a
OR/L	- **a	- **a	- **b	- **b	- **a
DA	+	+ **b	+ **b	+	+
DDA	-	+ **c	-	+ **c	-
LS	+ **b	+	+	+ **d	+ **d

推計方法: OLS

資料: 開銀財務データデータベース

被説明変数の定義: Turn 1; 内部者による交代

Turn 2; 内部者による交代でかつ大幅な常務会の構成変化をとまなう場合
大幅な構成変化とは、社長以外に常務以上(74年からは専務以上)のメンバーのうち
3人以上の交代を伴い、かつそのうちの1以上の降格・役員派遣をとまなうケース

Turn 3; 外部者による交代

Big Turn = Turn 2 + Turn 3

Allturn = Turn 1 + Turn 2 + Turn 3

説明変数の定 PR = 自己資本利益率

RRS = 投資収益率

OR = 営業利益/売上高

OR/L = 営業利益 / 従業員数

SR = 売上高増加率

LS = 前任者の社長として勤続期間

有意水準: ** a 1% ** b 5%

 ** c 10% ** d 15%

表中のLSは、Turn 1 = a1 + a2 unique. PR+a3. PR+LSの計測式のLSの符号とt値

表5 社長交代とパフォーマンス

計測式: Turnover=a1 + a2 unique-performance + a3 average performance
+a4 DA + a5 dDA

	58-63		65-69		74-78		84-88		90-94	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
All Turn										
LS	0.053 (2.984) a	0.023 (2.867) a	0.0159 (1.475) d	0.019 (1.730) c	0.022 (1.956) c	0.025 (2.227) b	0.068 (4.182) a	0.065 (4.060) a	0.099 (5.008) a	0.097 (5.003) a
PR	-4.960 (-3.433) a	-4.513 (-3.114) a	-0.157 (-1.510) d	-0.152 (-1.473) d	0.346 (0.666)	0.246 (0.546)	0.929 (0.788)	0.571 (0.509)	-0.053 (-0.033)	-0.074 (-0.048)
SR	-2.055 (-2.710) a	--	-1.581 (-1.694) c	--	1.044 (1.926) c	--	-0.728 (-0.971)	--	0.375 (0.603)	--
ER	--	-0.073 (-0.085)	--	-2.048 (-1.422) d	--	-2.151 (-1.876) c	--	0.046 (0.031)	--	-0.246 (-0.85)
OR	--	-1.676 (-0.677)	--	-5.491 (-2.112) b	--	1.311 (0.652)	--	-1.193 (-0.587)	--	-4.432 (-1.581) d
OR/L	0.6234 (1.677) c	--	-0.589 (-2.202) b	--	-0.144 (-0.192)	--	-0.041 (-1.134)	--	-0.071 (-1.778) c	--
DA	-0.152 (-1.296) d	-0.140 (-1.178)	0.147 (1.312) d	0.112 (0.957)	0.206 (0.333)	0.109 (0.177)	0.493 (0.137)	0.539 (1.212)	0.771 (1.486) d	0.731 (1.421) d
dDA	-0.346 (-0.612)	-0.245 (-0.459)	0.314 (0.542)	0.316 (0.545)	0.619 (1.313) d	0.378 (0.845)	0.086 (0.848)	0.085 (0.859)	-0.019 (-0.154)	-0.021 (-0.171)
R2	0.11	0.08	0.06	0.06	0.050	0.040	0.040	0.030	0.067	0.065
Turn In										
LS	0.040 (3.061) a	0.038 (2.935) a	0.0135 (1.175)	0.016 (1.341) d	0.211 (1.853) c	0.024 (2.093) b	0.067 (4.124) a	0.066 (4.034) a	0.1 (4.947)	0.095 (4.876)
PR	-0.247 (-0.113)	-0.759 (-0.381)	0.299 (0.347)	0.327 (0.365)	0.189 (0.385)	0.114 (0.027)	1.009 (0.791)	0.673 (0.550)	0.252 (0.155)	-0.097 (-0.062)
SR	-2.604 (-2.878) a	--	-1.522 (-1.479) d	--	0.673 (1.182)	--	-0.489 (-0.629)	--	-0.257 (-0.341)	--
ER	--	0.439 (0.464)	--	-1.123 (-0.737)	--	-2.548 (-2.159) b	--	0.209 (0.136)	--	-0.239 (-0.833)
OR	--	-1.628 (-0.571)	--	-3.690 (-1.256)	--	2.680 (1.274)	--	0.207 (0.098)	--	-3.475 (-1.215)
OR/L	0.588 (1.422) d	--	-0.368 (-1.285) d	--	0.002 (0.027)	--	-0.025 (-0.547)	--	-0.064 (-1.580) d	--
DA	-0.015 (-0.129) d	-0.026 (-0.249)	0.046 (0.323)	0.045 (0.310)	-0.904 (-0.142)	-0.253 (-0.394)	0.506 (1.140)	0.571 (1.251)	0.684 (1.282)	0.631 (1.185)
dDA	--	0.134 (0.258)	--	0.436 (0.661)	0.735 (1.524) d	0.583 (1.243)	0.085 (0.838)	0.085 (0.861)	-0.025 (-0.186)	-0.026 (-0.207)
R2	0.06	0.03	0.02	0.02	0.04	0.05	0.04	0.04	0.07	0.070
Turn 1										
LS	0.028 (1.939) c	0.025 (1.818) c	0.013 (1.001)	0.0141 (1.117)	0.025 (2.145) b	0.028 (2.322) b	0.068 (4.002) a	0.066 (3.917) a	0.093 (4.549) a	0.089 (4.464) a
PR	-0.390 (-0.158)	-0.894 (-0.420)	0.705 (0.604)	0.732 (0.613)	0.117 (0.216)	-0.089 (-0.193)	0.576 (0.457)	0.364 (0.292)	2.555 (1.233)	2.139 (1.065)
SR	-2.631 (-2.751) a	--	-1.618 (-1.418) d	--	0.527 (0.897)	--	-0.701 (-0.811)	--	-0.376 (-0.477)	--
ER	--	0.848 (0.859)	--	-1.100 (-0.663)	--	-2.166 (-1.695) c	--	0.077 (0.047)	--	-0.267 (-0.902)
OR	--	0.191 (0.066)	--	-1.484 (-0.477)	--	4.411 (1.921) c	--	0.48 (0.218)	--	-3.334 (-1.102)
OR/L	0.989 (2.196) b	--	-0.147 (-0.500)	--	0.064 (0.783)	--	-0.011 (-0.293)	--	-0.06 (-1.453) d	--
DA	-0.233 (-0.675)	-0.112 (-0.482)	0.835 (0.579)	0.101 (0.685)	-0.623 (-0.925)	-0.726 (-1.067)	0.756 (1.516) d	0.806 (1.578) d	0.99 (1.815) c	0.956 (1.754) c
dDA	-0.067 (-0.113)	0.094 (0.171)	0.287 (0.417)	0.370 (0.528)	0.839 (1.678) c	0.696 (1.418) d	-0.430 (-1.004)	-0.370 (-0.901)	-0.024 (-0.166)	-0.024 (-0.182)
R2	0.06	0.02	0.01	0.01	0.050	0.070	0.03	0.03	0.06	0.070

Turn	58-63		65-69		74-78		84-88		90-94	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Turn 2										
LS	0.058 (2.705)a	0.080 (2.776)a	0.021 (0.972)	0.014 (0.683)	-0.116 (-0.491)	-0.007 (-0.315)	0.028 (0.931)	0.030 (1.002)	0.089 (1.825)c	0.068 (1.622)d
PR	-6.153 (-2.043)b	-6.698 (-2.171)b	0.374 (0.307)	0.123 (0.149)	0.827 (0.958)	0.570 (0.866)	3.586 (1.124)	1.982 (0.690)	-3.985 (-1.475)	-4.592 (-1.967)c
SR	-0.972 (-0.535)	--	-0.593 (-0.335)	--	2.144 (2.019)b	--	0.055 (0.044)	--	0.244 (0.143)	--
ER	--	-0.598 (-0.272)	--	-0.476 (-0.179)	--	-1.490 (-0.830)	--	1.324 (0.482)	--	0.117 (0.379)
OR	--	-9.637 (-1.360)d	--	-13.169 (-2.060)b	--	-4.621 (-1.355)d	--	-2.102 (-0.448)	--	-8.727 (-1.266)
OR/L	-1.280 (-0.921)	--	-2.209 (-2.116)b	--	-0.221 (-1.639)d	--	-0.107 (-1.194)	--	-0.214 (-1.629)d	--
DA	-0.115 (-0.941)	-0.144 (-1.136)	-7.464 (-0.003)	-15.955 (-0.006)	2.185 (1.718)c	1.047 (0.953)	-0.184 (-0.178)	-0.043 (-0.041)	-2.261 (-1.195)	-2.200 (-1.261)
dDA	0.524 (0.472)	0.738 (0.661)	--	16.714 (0.007)	1.141 (1.067)	1.182 (1.275)	0.214 (1.833)c	0.218 (1.904)c	-0.081 (-0.153)	-0.056 (-0.182)
R2	0.09	0.08	0.05	0.02	0.05	0.04	0.11	0.11	0.13	0.103
Turn 3										
LS	0.011 (0.561)	0.015 (0.754)	0.214 (0.978)	0.026 (1.082)	0.015 (0.397)	0.009 (0.265)	0.018 (0.465)	0.014 (0.338)	0.082 (1.325)	0.080 (1.354)
PR	-8.966 (-3.498)a	-7.417 (-2.806)a	-0.206 (-1.684)c	-0.194 (-1.707)c	1.484 (1.195)	1.209 (1.575)d	2.461 (-0.83)	2.116 (0.843)	-0.871 (-0.155)	-0.545 (-0.094)
SR	-0.699 (-0.651)	--	-0.793 (-0.441)	--	5.313 (2.546)b	--	-1.278 (-0.777)	--	1.556 (0.338)	--
ER	--	-2.091 (-1.400)d	--	-5.488 (-1.736)c	--	-0.276 (-0.919)	--	-0.607 (-0.184)	--	1.380 (0.234)
OR	--	-2.436 (-0.596)	--	-15.858 (-2.431)b	--	-8.000 (-1.376)d	--	-9.435 (-1.892)c	--	-15.276 (-1.502)d
OR/L	-0.871 (-0.106)	--	-2.688 (-2.656)a	--	-0.382 (-1.282)d	--	-0.173 (-1.723)c	--	-0.206 (-1.212)	--
DA	-0.506 (-0.828)	-0.507 (-0.877)	0.407 (2.094)b	0.276 (1.421)	2.826 (1.194)	3.642 (1.761)c	0.151 (0.134)	0.201 (0.177)	1.584 (1.091)	2.125 (1.336)
dDA	-1.717 (-1.544)d	-1.718 (-1.585)d	1.318 (1.003)	0.709 (0.577)	--	-0.934 (-0.639)	0.066 (0.178)	0.035 (0.096)	-0.003 (-0.083)	-0.004 (-0.057)
R2	0.19	0.18	0.20	0.18	0.16	0.04	0.07	0.03	0.131	0.038
Big Turn										
LS	0.036 (2.325)b	0.043 (2.552)b	0.022 (1.368)d	0.021 (1.268)	-0.004 (-0.187)	0.001 (0.057)	0.029 (1.076)	0.031 (1.119)	0.0584 (1.863)c	0.051 (1.744)c
PR	-7.383 (-3.614)a	-6.395 (-3.090)a	-0.181 (-1.612)d	-0.178 (-1.639)d	0.947 (1.290)d	0.918 (1.406)d	2.899 (1.234)	1.701 (0.853)	-3.882 (-1.780)c	-3.630 (-1.830)c
SR	-1.079 (-1.087)	--	-1.081 (-0.791)	--	2.511 (2.596)a	--	-0.702 (-0.630)	--	1.296 (1.629)d	--
ER	--	-2.210 (-1.666)c	--	-2.887 (-1.303)d	--	-1.662 (-0.968)	--	0.263 (0.115)	--	0.089 (0.317)
OR	--	-4.599 (-1.209)	--	-14.615 (-3.221)a	--	-6.022 (-1.835)c	--	-6.804 (-1.769)c	--	-7.759 (-1.595)d
OR/L	-0.706 (-0.940)	--	-2.614 (-3.582)a	--	-0.257 (-1.944)c	--	-0.159 (-2.135)b	--	4.421 (0.860)	--
DA	-0.157 (-1.432)d	-0.139 (-1.174)	0.269 (1.696)c	0.138 (0.916)	2.924 (2.295)b	2.331 (2.024)b	-0.007 (-0.009)	0.055 (0.064)	-0.49 (-0.474)	-0.396 (-0.420)
dDA	-0.890 (-1.006)	-0.899 (-1.061)	1.203 (1.209)	0.666 (0.768)	-0.025 (-0.025)	-0.295 (-0.363)	0.204 (1.801)c	0.198 (1.829)c	-0.011 (-0.041)	-0.028 (-0.106)
R2	0.18	0.18	0.16	0.14	0.06	0.04	0.08	0.07	0.09	0.065

資料) 表4と同じ。

注) TURNの定義は表2参照。

各説明変数の定義は表4参照。

表 6 銀行の役員派遣（毎年の増減）と企業のパフォーマンス

推定式： $DM = a_1 + a_2 Performance + a_3 DE + a_4 dDE$

	1959-63	1965-69	1974-78	1984-88
DM-Score	各年の銀行派遣役員の増減			
RRS	-	-	-	+
PR	-	-	-	+
OR	- **b	- **c	- **b	- **a
OR/L	- **c	-	- **c	- **b
DB	+ **b	+	+	+
dDE	+	+	+	+ **c
DM-Score/No. Managers	各年の銀行派遣役員の増減			
RRS	-	-	-	+
PR	-	-	-	-
OR	- **c	- **b	- **b	- **a
OR/L	- **b	-	- **c	- **b
DB	+ **b	+	+	+ **c
dDE	-	+ **d	+	+ **d

資料；有価証券報告書、JDB企業財務データバンク

各欄の a, b, c, d はそれぞれ 1%, 5%, 10%, 15% で有意

推定方法：最小二乗法

独立変数：SCORE は派遣役員に以下のように点数を与え、合計して計算。

銀行派遣役が	社長のとき	5ポイント
	会長、副社長、専務のとき	3ポイント
	常務のとき	2ポイント
	平取締役のとき	1ポイント
	監査役のとき	0.5ポイント
RRS	投資収益率	
PR	自己資本利益率	
OR	営業利益率 = 営業利益 / 売上高	
OR/L	OR / 従業員数	
DB	負債 - 自己資本比率	
d DB	Dt - Dt-1	

表7 外部者役員派遣（各時点の現在数）とその決定要因

推定法；OLS 推定式： $DM_{out} = a_1 + a_2V + a_3Dummy$

$$DM_{bank} = a_1 + a_2V$$

DM_{out} ：外部派遣者スコア合計／取締役会人数

	60年	68年	77年	87年	93年
観察値数	94	97	94	101	96
観察値平均	0.165	0.254	0.189	0.187	0.184
BA	0.402	0.356	0.261	0.097	0.305
t 値	(1.887)b	(1.653)	(2.238)b	(0.793)	(3.052)a
R ²	0.233	0.219	0.292	0.165	0.570
PR	-1.462	-0.203	-0.101	-0.126	-0.772
t 値	(-3.503)a	(-2.889)a	(-1.177)	(-0.234)	(-2.131)b
R ²	0.297	0.261	0.264	0.160	0.549
ORR	-0.777	-0.031	-0.017	-0.005	-0.007
t 値	(-1.886)b	(-1.512)	(-1.044)	(-1.324)	(-2.131)b
R ²	0.233	0.215	0.262	0.174	0.549
DM_{bank} ：銀行派遣者スコア合計／取締役会人数					
観察値数	85	87	84	90	86
観察値平均	0.049	0.086	0.082	0.050	0.047
BA	0.090	0.130	0.122	0.113	0.113
t 値	(0.864)	(1.412)	(1.487)	(2.647)a	(2.654)a
R ²	-0.003	0.011	0.014	0.063	0.066
PR	-0.294	-0.532	-0.083	-0.397	-0.346
t 値	(-1.338)	(-3.095)a	(-1.517)	(-1.641)c	(-2.226)b
R ²	0.009	0.091	0.015	0.019	0.044
ORR	-0.001	-0.013	-0.017	-0.002	-0.003
t 値	(-0.371)	(-1.522)	(-1.634)c	(-1.454)	(-1.950)b
R ²	-0.011	0.015	0.020		0.032

● 被説明変数；役員派遣の定義

- 1) 同系会社からの異動は、外部者の就任とはみなさない。（たとえば、森永乳業への森永製菓からの転籍者）
- 2) 海外提携企業からの派遣役員は外部者とみなしていない。（たとえば、いすゞ、東洋工業）
- 3) 被合併会社の役員は内部者とみなす。
- 4) 銀行の派遣役員は、都市銀行・地方銀行・政府系金融機関（開銀・長銀・輸銀・日銀・農林中金）のみで、信託・生命保険・損害保険を含まない。
- 5) 派遣役員については、以下の方式でスコアを策定した。

社長；5point 会長、副社長、専務；3p 常務；2p 平取締役；1p 監査役；0.5p

● 説明変数Vの定義は以下の通り。

株主 PR = 自己資本利益率（前4年平均）
 債権者 ORR = 営業利益／利子支払（前4年平均）
 BA = 借入・総資産比率（前期末）

● ダミー企業数及び特記事項

	60年	68年	77年	87年	93年
子会社ダミー	3	6	8	10	9
提携海外企業	1	1	2	4	2
異常事態のため サンプルから除外	3	1	1		

表8 銀行派遣役員の増加をともなう経営陣の変化と企業パフォーマンス (石油ショック後)

計測式 $Turnover = a1 + a2 \text{ unique-performance} + a3 \text{ average-performance} + a4 B/A + a5 dB/A$

	74-78		83-88		89-94		74-78		83-88		89-94	
	TURN2-2		TURN2-2		TURN2-2		BIGCHANGE		BIGCHANGE		BIGCHANGE	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
LS	-0.022 (-0.777)	-0.020 (-0.705)	0.073 (2.741) a	0.073 (2.733) a	0.057 (1.605) c	0.037 (1.164)	-0.032 (-1.407)	-0.033 (-1.431)	-0.055 (-0.843)	-0.045 (-0.746)	-0.035 (-0.69)	-0.032 (-0.64)
PR	0.978 (-1.046)	0.920 (1.021)	4.862 (1.538)	3.584 (1.302)	1.128 (0.427)	-1.558 (-0.673)	0.758 (1.179)	0.659 (1.054)	0.304 (0.136)	-0.084 (-0.040)	-1.366 (-0.588)	-0.662 (-0.278)
SR	1.620 (1.594)	--	0.391 (0.307)	--	-1.116 (-0.912)	--	-0.367 (-0.426)	--	1.613 (1.442)	--	0.642 (0.721)	--
ER	--	0.179 (0.078)	--	1.551 (0.45)	--	-0.097 (-0.259)	--	0.254 (0.158)	--	1.007 (0.347)	--	0.027 (0.025)
OR	--	-9.580 (-2.151) b	--	-6.771 (-1.372)	--	-1.776 (-0.383)	--	-6.209 (-2.239) b	--	-2.129 (-0.512)	--	-8.538 (-1.444)
ORER	-0.278 (-1.762) #c	--	-0.142 (-1.532)	--	-0.210 (-1.957) b	--	-0.245 (-2.272) b	--	-0.049 (-0.617)	--	-0.103 (-1.079)	--
DA	-0.065 (-0.051)	-0.724 (-0.592)	-0.468 (-0.43)	-0.341 (-0.308)	0.171 (0.174)	0.247 (0.26)	1.272 (1.347)	1.068 (1.171)	1.336 (1.505)	1.200 (1.306)	1.336 (1.499)	1.201 (1.348)
dDA	1.911 (1.551)	1.594 (1.500)	-0.047 (-0.239)	-0.046 (-0.226)	-0.038 (-0.086)	-0.048 (-0.173)	0.794 (0.989)	0.897 (1.184)	-0.204 (-0.413)	-0.293 (-0.443)	-0.387 (-0.516)	-0.429 (-0.557)
R2	0.041	0.027	0.032	0.035	0.009	0.010	0.020	0.019	(0.081)	(0.064)	7.80E-02	0.091

資料) 表4と同じ。

注) TURN2-2は、外部者役員就任をともなう経営者の交代 (専務以上、昇格を含む)。

Bigchangeは、外部者の専務以上役員就任。

各変数の定義は表4・5と同じ。

付表1 サンプル企業一覧

業種 コード	会社 コード	会社名	72年度 売上高	総資産	従業員数	業種 コード	会社 コード	会社名	72年度 売上高	総資産	従業員数
111	76	森永乳業	131,141	70,275	5,110	1311	3756	ゼネラル石油	136,600	76,754	950
141	4155	ホーネンコーポレー	67,107	35,690	1,044	1511	4108	ブリヂストン	225,751	206,125	18,143
193	2102	森永製菓	67,030	56,353	5,920	1711	3553	小野田セメント	91,496	137,975	3,591
199	1953	ニチレイ	99,835	53,430	5,177	1721	3490	旭硝子	199,427	265,018	11,433
312	422	クラレ	136,772	152,540	11,097	1721	4002	日本板硝子	50,937	84,484	6,025
312	2805	三菱レイヨン	158,749	173,127	8,586	1911	209	川崎製鐵	488,172	894,820	38,534
321	2819	東邦レーヨン	53,153	35,018	3,316	1911	447	神戸製鋼所	414,893	676,632	33,523
322	2021	東洋紡績	227,212	223,199	27,500	1921	229	三菱製鋼	41,478	61,340	4,097
322	2163	大和紡績	64,989	58,102	8,237	1921	642	大同特殊鋼	111,725	153,645	10,471
322	2304	日東紡績	57,223	56,385	7,655	1921	645	愛知製鋼	53,824	37,857	3,416
322	2315	富士紡績	68,718	58,540	9,083	1921	4016	日本金属工業	38,368	98,428	1,713
322	2832	倉敷紡績	88,064	77,657	9,386	1999	4257	淀川製鋼所	49,525	46,055	2,406
322	2833	オーミケンシ	38,414	38,617	6,125	2111	1555	三井金属鉱業	129,349	148,684	8,192
322	3073	数島紡績	45,950	44,139	5,453	2111	2040	住友金属鉱山	106,790	143,120	4,406
322	3988	日清紡績	79,592	63,927	11,443	2119	2310	志村化工	13,681	19,750	605
331	2351	テザック	24,588	19,231	2,881	2131	4126	フジクラ	64,523	65,749	4,631
331	3870	東亜紡織	50,457	45,423	4,176	2311	3927	東洋製罐	92,602	81,160	5,535
331	4018	日本毛織	53,907	62,621	7,248	2521	264	東芝機械	29,053	43,681	4,383
711	93	北越製紙	32,485	35,200	1,946	2533	285	小松製作所	274,665	459,148	17,675
711	1794	日本製紙	128,073	165,197	6,895	2534	275	新潟鐵工所	82,875	114,079	6,227
711	1848	(新)王子製紙	157,984	208,817	7,118	2534	1773	千代田化工建設	92,080	133,770	3,056
711	3185	本州製紙	101,828	125,881	5,441	2535	4263	リコー	75,329	60,982	7,028
711	3784	大昭和製紙	88,719	148,233	4,664	2537	232	日本製鋼所	79,694	119,866	8,525
711	4204	三菱製紙	58,103	82,760	3,903	2541	299	不二越	51,236	63,971	5,455
931	3792	大日本印刷	147,906	122,984	13,711	2541	1814	日本精工	71,299	87,938	7,301
1119	101	日本化成	23,319	33,594	891	2541	1819	光洋精工	66,797	94,069	6,963
1121	1457	日本曹達	27,679	54,864	2,675	2541	3938	エヌティーエヌ	65,672	72,495	4,155
1121	1865	トクヤマ	50,630	70,181	2,279	2711	2883	東芝	626,877	848,646	70,508
1129	1099	石原産業	23,727	39,939	2,345	2711	2906	安川電機	38,767	55,979	7,081
1131	97	電気化学工業	69,288	109,671	3,737	2711	3020	三菱電機	457,493	549,433	54,323
1131	420	旭化成	273,045	232,143	19,605	2711	3182	明電舎	43,615	52,263	5,310
1131	421	鐘淵化学工業	64,081	84,703	3,350	2711	4136	富士電機	131,224	183,829	19,573
1131	1121	信越化学工業	53,383	71,110	3,010	2721	1582	沖電気工業	89,166	96,091	14,197
1131	1643	大日本インキ化学工	122,310	133,151	5,164	2742	4177	松下電工	253,542	151,409	12,492
1139	6	宇部興産	162,407	292,104	10,760	2743	317	ソニー	274,662	223,927	10,969
1139	99	日産化学工業	48,294	86,414	2,136	2743	2202	シャープ	143,805	138,293	11,604
1139	106	協和醗酵工業	79,146	94,602	4,377	2743	3205	日本コロムビア	41,287	22,941	3,412
1139	197	日東化学工業	28,214	33,897	1,319	2743	3688	三洋電機	311,894	216,313	15,537
1139	438	ダイセル化学工業	41,373	61,856	3,653	2911	339	富士重工業	137,274	120,928	13,759
1139	439	日本合成化学工業	25,793	32,939	1,410	2911	2191	本田技研工業	327,702	235,537	18,297
1141	85	呉羽化学工業	30,123	62,878	2,550	2911	2241	マツダ	456,185	566,045	36,891
1141	91	昭和電工	235,313	334,087	9,109	2911	2984	ダイハツ工業	114,706	93,016	8,161

1141	599	住友化学工業	336,125	403,643	14,233	2911	3162	いすゞ自動車	262,593	270,706	14,529
1151	2389	日本油脂	54,828	55,264	4,311	2912	2199	スズキ	155,051	116,577	9,999
1161	1668	田辺製菓	58,679	60,865	5,468	2931	1013	日立造船	197,358	529,291	24,485
1161	3678	三共	60,794	81,154	5,934	9111	3190	積水化学工業	104,766	100,022	5,375
1161	3828	武田薬品工業	188,054	219,216	12,944	10511	18	日本水産	119,564	81,673	10,632
1199	3197	富士写真フィルム	146,407	151,107	10,286	10511	19	マルハ	251,592	155,153	10,163
1199	3657	コニカ	51,352	48,608	4,840	10511	2220	ニチロ	109,584	121,564	11,478
1311	197	三菱石油	228,335	190,543	2,783	20131	45	帝国石油	18,239	34,050	2,113

付表2 説明変数のCorrelation Matrix

5663e

Correlation Matrix	NPR1	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER
NPR1	1.000					
NRRS	0.210	1.000				
NTSR	0.374	0.254	1.000			
NER	0.449	0.245	0.631	1.000		
NOR1	0.418	0.107	0.126	0.136	1.000	
NORER	0.438	-0.056	0.102	0.276	0.349	1.000

6069e

Correlation Matrix	NPR1	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER
NPR1	1.000					
NRRS	0.032	1.000				
NTSR	0.075	0.207	1.000			
NER	0.114	0.173	0.520	1.000		
NOR1	0.121	0.242	0.105	0.217	1.000	
NORER	0.093	0.209	0.123	0.206	0.595	1.000

7178e

Correlation Matrix	NPR1	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER
NPR1	1.000					
NRRS	0.104	1.000				
NTSR	-0.107	0.072	1.000			
NER	0.078	0.226	0.209	1.000		
NOR1	-0.022	0.357	-0.097	0.236	1.000	
NORER	-0.042	0.303	-0.060	0.254	0.798	1.000

8388e

Correlation Matrix	NPR1	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER
NPR1	1.000					
NRRS	0.151	1.000				
NTSR	0.060	0.004	1.000			
NER	0.327	0.021	0.190	1.000		
NOR1	0.431	0.116	0.017	0.284	1.000	
NORER	0.435	0.155	-0.053	0.200	0.778	1.000

8994e

Correlation Matrix	NPR1	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER
NPR1	1.000					
NRRS	0.295	1.000				
NTSR	0.110	0.066	1.000			
NER	0.037	-0.066	0.259	1.000		
NOR1	0.533	0.216	-0.029	0.016	1.000	
NORER	0.517	0.145	-0.051	0.025	0.729	1.000

すべての説明変数は、本文に記述したように標準化してある。

NPR1	自己資本利益率	NER	従業員増加率
NRRS	投資収益率	NOR1	営業利益率
NTSR	売上高増加率	NORER	営業利益／従業員数

First draft: 28 Feb. 1995

Bank Centered Corporate Groups and Investment: Evidence
from the First Phase of High Growth Era in Japan

Hideaki Miyajima
Waseda University
School of Commerce

Mailing Address:
1-6-1 Nishi-Waseda
Shinjuku-ku,
Tokyo 169-50, Japan

This paper is prepared for a seminar in Wissenschaftszentrum in Berlin. In the process of setting up the data base for this paper, I got helpful suggestions from Takeo Hoshi, Tomoyuki Sakano, Yishay Yafeh, People in Japan Developmental Bank. I also thank Masahiko Kawai, Haruhito Takeda for helpful comment on earlier Japanese version. This paper was supported by Research Fund of the Ministry of Education, and Waseda University.

I. Introduction

Economic reforms initiated by the GHQ (General Headquarters of Allied Nations) had a great impact on the prewar structure of the large Japanese businesses. Focusing just on the ownership and financial structures of those big businesses, the following three points should be noticed. First the postwar reforms contributed to establishing a competitive market structure. This was not only because the prewar *zaibatsu* were dissolved through deconcentration measures initiated by GHQ, but also because new companies emerged to fill the void. Meanwhile, not only were ex-*zaibatsu* companies forced to dissolve, neither were they compensated for wartime losses. (MOF 1982) Second, the dissolution of the prewar *zaibatsu* ownership structure in which large individual investors and holding companies owned a majority share of stocks gave birth to new managerial enterprises. As a result, the industrial development of postwar Japan was largely implemented by salaried professional managers under a dispersed ownership structure. Third, postwar reform changed prewar corporate finance patterns. Before the war, companies relied largely on internal funds and the equity market as sources of funds. During the war, that pattern shifted toward debt-financing. After the war, companies exhibited low savings rates and thus the pattern of debt-financing established during the war not only continued but, in fact, grew more prominent. (Teranishi, Kosai, 1993)

Japanese companies with this new structure helped Japan to realize its high growth rate initiating investment while introducing foreign technology. Also through this process, bank-

centered corporate groups in Japan gradually emerged. In the 1950s, ex-*zaibatsu* companies which became free from the control of holding companies, organized "presidents' clubs" and held each others' member stocks.¹ Meanwhile, the big city banks were developing close relations with large client companies. Such "keiretsu" formations can be seen not only in the case of Fuji, Sanwa, and Daichi banks, which organized presidents' clubs in the late 1960's, but also in ex-*zaibatsu* banks such as Mitsubishi, Sumitomo, and Mitsui Bank.

This paper focuses on the time period of the late 1950s and early 1960s, so called the first phase of the high growth era in Japan, when ex-*zaibatsu* companies organized corporate groups with president club and cross-shareholding, while the main bank relationships were formed among the other companies and big six banks. Here concrete questions to be investigated are: how and why did both corporate groups and the main bank relationships emerge in this period? What kind of role did these corporate groups and main bank relationships play in fostering Japan's high economic growth? In particular, how were such high levels of investment achieved which, in turn, led to Japan's increased productivity and subsequent international competitive edge?

Let us first address the question of how the corporate groups were able to encourage investment. We will focus on the following two points: first, the relation between the degree of cross-shareholding and managerial behavior, and secondly, the influence of corporate groups and main bank relationships to

¹ These president's clubs, sometimes referred to as a council of chief executives, involved the presidents or vice-presidents of member companies meeting, on average, once a month.

investment.

In the first case, cross-shareholding could allow the top management team of corporate groups to increase investment by shielding them from the pressures of the external stock market to maximize value. This path was originally suggested by Marris (1964) and applied by Odagiri(1994) to corporate group issues. It could account for the observed increased investment which in turn contributed to the rapid growth of Japanese companies.² In the first half of the high growth era (hereafter referred to as HGE) in Japan, measures designed to break up the pre-war *zaibatsu* led to increasingly dispersed ownership and thus exposed the large corporations to the pressures of the external market. Later as cross-shareholding emerged, the question arises as to whether such cross-shareholding in fact aided in easing those external pressures and thus contributed to high investment and high growth.

The second possible path is on the side of corporate finance; here it is supposed that close main bank ties to corporate groups could have aided in raising the level of investment among presidents' club members and their affiliated companies relative to that of independent companies by merely easing constraints on cash flow. This idea was originally developed by Myers and Majiluf (1984), and applied to corporate groups in the 1970's and 80's by Hoshi, Kashyap, Shafstein (1990, 1991) and Horiuchi and Okazaki(1993).

During the 1950's and early 60's, asymmetry of information was particularly pronounced, because on the one hand remnants of

² However, Odagiri did not get clear results from his empirical studies.

the large pre-war corporations were still in the process of recovering from the damage and disorganization caused by the war, while on the other hand, newly emerging companies had not yet had the time to establish a solid track record on which to base informed business decisions. These new companies included such present-day highly reputed firms as Sony and Honda. Therefore, the second point under investigation is to what degree the increasing ties between the main banks and client companies aided in mitigating the asymmetry of information, and thereby both reduce the agency costs and the moral hazard of management teams.

Previous research on corporate groups was based mainly on the definition of Keiretsu no Kenkyu (Keizai Chosa Kyokai). However, this definition needs to be more precise since it does not distinguish between corporate groups and main bank relationships, as Horiuchi and Okazaki(1993) have already pointed out. Here we will try to set up our own data base and classify sample companies by our own index. Our data set is based on pooled data composed of the largest 150 companies in each of the years 1955, 1964 and 1972. Due to the appearance and disappearance of some companies from those lists depending on the particular year, the total number of companies included in the three years is 202. For the purposes of clarifying the relationships among corporate groups, companies with main bank relationship and independent companies, the Bank Tie Index has been created, which is calculated by using principle component analysis on several main bank variables. (for detail, see Appendix 1)

Using the Bank Tie Index, we will classify the sample

companies into three groups: 1) Ex-zaibatsu companies, (members of the ex-zaibatsu presidents' clubs), 2) Bank Groups companies (those companies most affiliated with the three ex-zaibatsu banks (Mitsubishi, Sumitomo and Mitsui) as well as those affiliated with Fuji, Sanwa, Daiichi Banks), 3) independent companies.

Henceforth, this paper will be organized as follows: This next second section summarizes the initial ownership and capital structures of large corporations as well as the corporate governance structure resulting from postwar reforms. Section three traces the evolutionary process by which ex-zaibatsu corporate groups developed relationships with the main banks. The fourth section clarifies the difference between the behavior of the top managers of ex-zaibatsu corporate groups and those of other companies with main bank ties, using Marris's valuation ratio. The fifth section estimates investment functions including cash flow constraints and tobin's q . The relation between the growth rate of firms and their group affiliation is also investigated in this section. The sixth and last section is planned to give some perspectives on the latter phase of HGE.

II The Impact of Postwar Reform: Initial Conditions of the HGE

As I pointed out earlier, the postwar reforms had a great impact on the ownership and financial structures of big businesses in Japan. Therefore, it is necessary to summarize those initial structures in 1955, when the high growth era first began.

As a result of postwar reforms, ownership of large corporations became much more diversified relative to the

concentrated prewar structure.(Table 1) The share owned by individuals and securities companies together was still over 60%, although the share of individual owners decreased rapidly after the stock market crash of 1949 from 70% to 55% by 1951. The share of the largest shareholder as well as the largest ten shareholders in 1955 was much lower than that of 1937. Another point to note is that the share of financial institutions was much greater than prewar levels.

Furthermore, after the war, the ownership structure of big businesses became quite homogeneous. Before the war, the ownership structure of big businesses covered the following broad range: 1) *zaibatsu*-type companies centered on holding companies (around 30% of the 100 largest businesses), 2) owner-manager type companies (40%), 3) managerial-enterprise type companies (the remaining 30%). The focus of efforts to dissolve the *zaibatsu* was mainly on groups 1 and 2. The stocks of those families and holding companies were liquidated and sold to the general public. As a result of these measures, most big businesses in 1955 exhibited almost the same ownership structure. In this regard, GHQ reforms had a pronounced effect, though often not as were originally intended (for details, see Miyajima, 1994-b)

Looking at the capital composition of big businesses, the low debt-equity ratio is quite impressive. The debt-equity ratio is far less than one, and the borrowing-asset ratio in 1955 was also much higher than its prewar level. The fact that the standard deviation of all indices was very small among big businesses in 1955 shows that the capital structure of big businesses had also become homogeneous, in comparison with prewar

wide diversified structure. The reason for this is that the companies could help decreasing their capital in the process of reorganization, and during time when their stock price was declined, they had to rely on raising fund from banks. So called *keiretsu* financing patterns-- a big city bank supplied large part of monetary demands of the some line companies, with the rest being supplied by the cooperative loans of other banks and financial institutions-- accompanied this debt financing. This pattern, which originated from the "Designated Financial Institutions System" (hereafter DFIS) in wartime, emerged during the postwar period, because former designated financial institutions had an informational advantage for former clients by being "special manager (Tokubetsu Kanzainin)" of companies in the process of designing their reorganization plans. Utilizing this informational advantage, the former designated financial institutions could evaluate whether the financial distress the companies faced was, in fact, just a "liquidity crisis" or a "bankruptcy crisis". In this process, the prototype of main bank relationships was basically established. (Teranishi 1994; Hoshi 1994; Miyajima 1994-a)

The corporate governance structure was also influenced by postwar economic reforms. Although the career manager fairly prevailed in prewar Japan (approximately 70% of big businesses in my estimation), they were strictly monitored by executive boards in which either holding companies or large shareholders took part. Such a structure was completely changed by the "managerial revolution from above" including the purging of top management and the dissolution of *zaibatsu*. As a result, the big

businesses of postwar Japan had their own unique characteristics in that the executive board completely excluded large shareholders, and the top management team, most of whom were promoted within companies, was in fact the same as the executive board members. (Miyajima 1993)

The net result of these changes in postwar Japan was that the top management team tended to put too much stress on insiders' interest. The postwar reform gave birth to "insider control problems" such as the fact that top management did not have any incentive to reduce costs, especially to adjust employment levels as demanded by the postwar situation. (Aoki 1994; Yafeh 1993) The mechanism for disciplining the new top managers was a kind of "market for corporate control".³ It was introduced after 1949, when stock market crashed. After that, the new top management team, who faced difficulties in corporate financing as well as threats of a hostile takeover, began to consider the shareholders interests again.

In this context, it is also important to note that the shareholding of financial institutions was encouraged from 1950, and investment trusts were newly introduced in 1951. Introducing this system meant that new mechanisms were institutionalized as a part of the market for corporate control. As Grossman and Hart (1980) predicted, the small investors, which GHQ assumed would be the pillar of economic democratization, had neither any intention nor ability to monitor companies which they had invested in. Furthermore, their volatile behavior distorted the

³ This word is not used as a strict meaning of Jensen and Meckling (1976), which put stress on the takeover bid as well as the managerial market.

equity market. The shareholding of financial institutions could not only mitigate such a volatile effect, but also discipline the top management team.

However, financial institution such as trust banks and insurance companies did not played a role of "block shareholder" as defined by Shleifer (1986). The most important player for disciplining the top management team during the postwar period was the main bank as the largest debt-holder, which also played significant role in corporate financing. The main bank has dispatched their executives to large client companies before and after the peace treaty came into effect. They also tended to hold the client companies stock, being independent of their yield level. Under such a system, main banks intervened into personnel matter, if client companies showed bad performance in regard to profitability or dividend. (Miyajima, 1994-b)

However, it is noteworthy that the main bank relationship, which played important role in reducing asymmetry of information problem as well as incentive problems at that time, was not yet been established. The changes in the largest debt-holder between 1948 to 1955 were more frequent than that of 1943 and 1948. (Miyajima, 1994-b; FTC 1948). Especially, independent companies, which had not had close relations with any particular banks during the prewar years, tended to change their largest debtholder more frequently. By 1955, main bank relationships had not yet spread to cover the whole economy.

III Corporate Groups and Financial *keiretsu* in the first phase of HGE: Evolutionary Processes

1) Ex-*zaibatsu* corporate groups: Forerunners of Group Formation

The ex-*zaibatsu* companies such as Mitsui, Mitsubishi, and Sumitomo line companies, reorganized their networks again after US-Japan Peace Treaty came into effect. Unofficial presidents clubs secretly organized during occupation period thereafter became official. It was in 1952 that the Friday club of Mitsubishi and Hakusikai of Sumitomo were organized.

Cross-shareholding among three ex-*zaibatsu* which appeared in the early 1950' continued to increase through the late of 1950's and early 1960's. The cross-shareholding ratio of Mitsubishi and Sumitomo rose to around 25%, as shown in Table 2.

The impetus for cross-shareholding was to be free from the possible risk of hostile takeovers. Although the threat of such takeovers had been decreasing during the mid 1950's, ex-*zaibatsu* companies still tried to stabilize their shareholder by asking securities companies to hold their stock. In 1955, securities companies held, on average, 12% of ex-*zaibatsu* stock. Most of that was held in name only. (Suzuki 1992) Cross-shareholding increased as ex-*zaibatsu* companies gradually repurchased these stocks from the securities companies.

Another incentive of the companies was to maintain the price of their stock and to improve their debt-equity ratio. For example, when Sumitomo Metal Inc. sought to borrow investment funds from the World Bank, as a precondition for obtaining the loan, the World Bank required that it lowered its their debt-equity ratio. The first time, Sumitomo Metal borrowed in 1958,

it responded to the World Bank request by offering stock to its existing shareholders in compensation for reducing its dividends from 12% to 6%. However, when the stock price of Sumitomo Metal declined, Sumitomo asked president club member to hold its stocks. A similar situation occurred when Sumitomo Metal borrowed from the World Bank in 1962. This fact accounts for the increase (12%) of the shareholding of member companies of Sumitomo Metal. (Sumitomo Metal Inc. 1967)

What, in turn, was the incentive for member companies to hold the other member companies' stocks? Generally speaking, because eventually each company has to issue its own stock, it is in its own self-interest to hold other member's stocks. However, the more important incentive was to maintain actual transaction relationship. In fact, cross-shareholding among manufacturing companies first developed from the actual business transactions, such as those between Toyo Rayon (a synthetic fiber company) and Mitsui Petrochemical; Nihon Electric Company (NEC, Electronic and telecommunications company) and Sumitomo Electric Works (a copper wire producer). The cross-shareholding among manufacturing companies was based on the intention of inhibiting opportunistic behaviors and to maintain stable transactions.

However, the main contributor to the rising percentage of cross-shareholding ratio were financial institutions (see Table 2). It is true that the trend during this period was for financial institutions to increase their relative share of the issued stock (Table 6), as I will explain in more detail later. The point to be note is that the shareholding of financial institutions in *ex-zaibatsu* was not based on the portfolio

profitability in the normal sense, in other words, simple profit maximization, but rather than based on the transactional priority.⁴ In during the stock market boom of 1959 to 1961, transactional factors were the main incentive for shareholding.

In parallel with the increases in cross-shareholding, the president clubs became increasingly active. First, the president clubs played coordinating role in the repurchasing of stocks, when the companies faced the threat of hostile takeover or a sudden stock price decline. Second, more importantly, as the cross-shareholding increased, president clubs became equivalent to "large shareholders meeting". While a member company was sheltered from the external pressures of the equity market, it was monitored by other member companies.⁵

2) Keiretsu Financing

Among ex-zaibatsu companies, "keiretsu financing" was kept high in the first phase of HGE (Table 3). The dependence of member companies on same line financial institution was over 40% in the case of Sumitomo and Mitsubishi Groups. This dependence would be even more impressive, if we consider *keiretsu 2* in Table

⁴ The percentage change in share held by ex-zaibatsu financial institutions from 1957 to 64 regressed on the portfolio factor, the rate of returns on the stocks (RRS) and other transactional factor (the ratio of loans to a company divided by total loan). While RRS did not show the significant correlation, the transactional factor showed the significance positive correlation.

⁵ President club often ruled to coordinate the contradiction of interest among members. The examples are :to encourage merger of member companies dissolved in the postwar deconcentration measures (Mitsui Trading Inc. and Mitsubishi Heavy Inc.); to coordinate cooperative investment such as petro chemical industry; to support declining industries such as coal industry.(Gerlach 1992)

3. While the dependence on banks tended to decrease, the dependence on other financial institutions tended to increase. One can assume that the information concerning the financial situation of member companies spilled over from banks to other financial institutions. The monitoring of client companies was delegated to member banks and mutual monitoring among president club members.

Loans from member financial institutions played a crucial role as "a first lender" for such big projects as the diversification and enlargement of their facilities. Financial institutions would normally tend to avoid concentrating their loans on only a few clients in favor of risk diversification. However, at these crucial times when member companies plan large investments, financial institutions of *ex-zaibatsu* were willing to lend large sum of money to them, correctly evaluating this investment project by utilizing information based on long term transactions.

The financial institutions of corporate groups played the "first lender" role primarily in such high growth industries as petro-chemical, iron and steel, and electric appliances. In order to clarify this "first lender" role systematically, we will perform following simple regression for member companies in heavy and chemical industries.

$$\Delta M = a_1 + a_2 M_{t-1} + a_3 \Delta L + a_4 \Delta GM \quad (1)$$

Where ΔM is the percentage change of *keiretsu* financing ratio, ΔL , ΔGM are the rate of increase in borrowing and the percentage change

in borrowing from government financial institutions respectively. It is clear from Table 4 that the more rapid the ΔL increased, the higher ΔM went up. Comparing with the result for 1966 and 1970, the role of the "first lender" was especially obvious in the first phase of HGE. In this phase, even president member companies did not establish their reputation in the capital market. Therefore, the *keiretsu* financing had significant role as the "first lender" for investment of member companies.

3) Strategy of Developing large Client in the case Ex-*zaibatsu* Banks

This *keiretsu* financing was not limited to president member companies. Ex-*zaibatsu* banks such as Mitsubishi, Sumitomo, and Mitsui Banks looked for promising large clients which they could maintain a stable, long-term business relationships. (Mitsubishi Bank 1968; Kondo 1988) The reasons for taking this strategy of "developing large client" were as follows: first, there were obvious economies of scales in offering loans as well as the cost reduction of obtaining deposits through compensation balance; second, concentrating their loan on president club member tended to limit their ability to expand their businesses; and third, aggressive strategies taken by other non-*zaibatsu* city banks, which will be mentioned later, had a large stimulus to ex-*zaibatsu* companies.

This strategy was applied to two types of companies; first were those companies with which they had long-term dealings since DFIS, and the other were those companies which had just been established and to which ex-*zaibatsu* banks had not yet set up any

relations. The latter, such as the relationship between Mitsubishi Bank and Honda Automobile, Mitsui Bank and Sony Inc., and Sumitomo Bank and Mazda, Bridgeston, tended to be more important.

The case of Honda and Sony can be vied in more detail (Table 5). Honda Automobile Inc. which had tangible assets of only 1.4 billion yen in 1958, had plans to establish mass production facilities for making motor cycles. The company required 10 billion yen for ensuing two years, in effect eight times its tangible assets. It is quite impressive that Honda borrowed more than 5 billion yen in both 1960 and 61, approximately 60% of which was supplied by Mitsubishi Bank.(Honda 1975)

The same situation can be seen in the case of Sony Inc. in its initial stages. It was quite crucial for Sony to succeed in exporting their radio to the US market in 1957 and to establish a mass production plant for radio in 1959. The fund planned was three billion yen which was 15 times its tangible assets at that time. Here, Mitsui Bank supplied 70 % of the whole loan, basing their decision on information accumulated since 1950, when the former executives of Mitsui Bank took part in the board of this company. (Sony Inc. 1986; Sasaki 1964)

In these cases summarized above, ex-zaibatsu banks in effect supplied a kind of venture capital to promising newly emerging companies, correctly evaluating (ex-ante monitoring) such high risk projects.

4) Non ex-zaibatsu City Banks; Latecomer to Group Formation

Fuji, Sanwa, and Daiich also had long-term business

relationships with certain companies since DFIS in wartime. However, their network was far weaker than that of ex-zaibatsu companies in the sense of the size of their clients as well as the degree of business relationships. For example, Fuji Bank had still few dealing with large client companies. The large clients of Sanwa tended to be concentrated in the textile industries. (Toyo-keizai 1953; 1955)

Non-zaibatsu banks tried to develop large clients beginning in the early 1950's. The main reason for taking this strategy was to compete with the ex-zaibatsu banks, in addition to trying to obtain economies of scale in their loan structure. The former chief of the general division of Sanwa Bank recalled that main task of this division at that time (around the early 1950's) was "how Sanwa could compete against ex-zaibatsu banks", and "with which companies Sanwa should establish business relationship?" (Sanwa 1974, pp.242)

Interestingly, Fuji and Sanwa put priority on issuing loans to large clients, while they decided on a policy of seeking deposits from general public. For example, the president of Fuji Bank clarified this priority strategy at the meeting of branch managers in 1954. "As the economy has largely turned to normal, the accumulation of capital has made it possible for well-performing companies to improve their position and strengthen their *keiretsu* relationship (vertical *keiretsu*). If a bank could establish business with these high-performance, group affiliated companies, this bank would strengthen its position and, at the same time, lay the foundation for growth in the future." (Fuji Bank 1982, pp. 797) After having decided on this strategy, Fuji

enlarged its screening and research divisions, dividing the former screening division into first and second divisions, wherein the first division focused on screening large clients.

Sanwa Bank was even more aggressive than Fuji Bank in placing priority on catering to large clients, because their existing client companies at that time were limited to those in the textile industry. Sanwa focused on a "strategy of concentrating loans on the heavy and chemical industries" in 1952. According to this strategy, Sanwa established its branch offices in east part of Japan.⁶

In so doing, the *keiretsu* financing between non ex-*zaibatsu* banks and companies was developed in the 1950's and early 1960'. This financing pattern grew to play the significant "first lender role" to the related companies, on a par with that of the ex-*zaibatsu* banks.

However, companies having close ties with non ex-*zaibatsu* banks tended not to engage in cross-shareholding, not to be involved in transactional relationships in 1955. The first phase of HGE was still the period in which these transactional relationships has been gradually established. Even in 1964, there were no cross-shareholding relations among them such as those established among ex-*zaibatsu* president club members. The cross-shareholding ratio of Fuji Bank Group was still low, 6.3% and that of Sanwa was 10.8% in 1964.(Keizai Chosa Kyokai) The percentage of share held by of banks out of the cross-shareholding was 4.3% and 3.6% respectively.

⁶ Until that time, the branch offices of Sanwa Bank were primarily concentrated in the western part of Japan.

IV Ownership Structure and the MVR (Marginal Valuation Ratio)

As just described above, there were two type of relationships by the mid 1960's. The first one is a president club organized by ex-*zaibatsu* companies, which already had cross-shareholding and *keiretsu* financing as shown in Figure 1-a. Second one is main bank relationships or bank groups composed not only of companies having close tie with non-*zaibatsu* banks but also the companies having close tie with ex-*zaibatsu* banks. Among them, there were not cross-shareholding, but had main bank relationships including "*keiretsu*" financing. Figure 1-b gives an intuitive image about bank groups.

However, these main bank relationships were very diverse depending on the degree of dependence on loans, borrow-asset ratio of a company, the degree of shareholding of the bank in the client company, dispatching executives from the bank and so on. Therefore, it is necessary to develop an index which can measure degree and nature of the bank tie. The bank tie index (hereafter referred to as BTI) used here is calculated from the following six main bank variables; 1) the ratio of main bank loan, 2) the amount of borrowing from main banks, 3) the borrowing-asset ratio, 4) the shareholding of the main bank, 5) the index expressing the personnel relation between the bank and client companies, and 6) whether the main bank is the manager bank responsible for issuing the corporate bond or not, using the principle component analysis. (The procedure and notations for calculating index is summarized in Appendix 1). Hereafter we will use the factor 1 in the principle component analysis as Bank Tie Index (BTI), and focus on these companies which have a

positive BTI value as "Bank Group" companies.

Looking at ownership structure in Table 6, it is interesting to note that the percentage increase in share held by financial institutions in Bank Group companies was much higher than president member companies (Ex-zaibatsu). This share increase was valid for both the companies having close tie with ex-zaibatsu banks (hereafter "Bank Group" 1) and the companies having close tie with non-zaibatsu banks (hereafter "Bank Group" 2). Because this change was mainly caused by the percentage increase in share held by trust banks and insurance companies, it is supposed that these companies were the main target of institutional investors. The facts mentioned above indicates that the top management team of Bank Group companies was more strongly exposed to the pressure of external capital market than that of ex-zaibatsu companies. As I remarked before, the system established immediately after postwar reform institutionalized the market for corporate control as well as the monitoring by main banks. This type of market for corporate control effected to all big businesses except ex-zaibatsu companies in the first phase of HGE.

In order to test the validity of this observation, it is necessary to investigate: 1) the incentive of financial institutions to engage in shareholding and 2) the behavior of companies issuing stocks.

As for first point, let us perform the simple equation that the percentage change in share held by financial institutions ($\Delta SH-Fin$) from 1957 to 64 was regressed on the rate of returns on stocks (RRS) from 1957 to 63 and other control variables. (As

for more detail definition, see Table 7)

$$\Delta SH-Fin = a_1 + a_2 SH-Fin_{t_0} + a_3 RRS + a_4 Bor_{t_0} + a_5 \Delta Bor \quad (2)$$

Because of a lack of data, both the percentage change in share held by institutions including banks in the whole shareholder list ($\Delta SH-Fin$) and the percentage change in share held by trust banks and insurance companies in the large ten shareholder list ($\Delta SH-Trust$) were designated as dependent variables. The result was shown in Table 7. The $\Delta SH-Fin$ and $\Delta Sh-Trust$ of ex-zaibatsu companies is not correlated to RRS as would be expected. On the other hand, $\Delta SH-Fin$ and $\Delta Sh-Trust$ of Bank Group 2 shows positive significant correlation with RRS . This result was also valid for the Bank Group 1 and the Independent, although the level of significance decreased slightly.

As for second point, we estimate following Marris's marginal valuation ratio (MVR) of ex-zaibatsu, Bank Group and Independent.

$$MVR = \frac{\Delta v}{\Delta g} \quad (3)$$

Where Δv is the increase in the value of firm from 1957-63 and Δg is that of asset. Table 8 supports H_0 that the companies having close bank ties with either an ex-zaibatsu banks or non ex-zaibatsu banks were exposed to the pressure of external equity market. The MVR of the Bank Group is relatively higher than other 121 companies. It is possible to reject H_0 that both average is the same in a 10% level of significance. It should be apparent that the Bank Group companies had a preference to select investment projects which were highly evaluated by the equity market, when comparing the MVR of Bank Group with MVR of

ex-*zaibatsu* companies. On the other hand, as there is little difference between *MVR* of Bank Group 1 and 2, both would appear to have been under the same pressure of equity market.

In the first phase of HGE, institutional investors such as trust banks (securities companies) and insurance companies behaved on the basis of portfolio profitability, and the top management team of big businesses had a tendency to prefer these projects which these institutional investors evaluated highly. The market for corporate control functioned alongside monitoring by banks. The situation wherein president club members were sheltered from pressures of the external market through cross-shareholding was still the exception rather than the rule. The behavior of top management team relatively free from shareholders' pressure, which has often been seen typical of Japanese type of firm, did not yet prevail in this phase.

V Investment and Agency Costs.

Changing our focus to the corporate finance side, the questions to be raised are: could the formation of corporate groups and main bank system have contributed to higher for corporate investment in the high growth era? Is the extent of investment a function of whether or not a company belongs to a president club? By same token, is it dependent on the degree of the main bank relationships?

In order to clarify this point, we will perform following Eq(4-7), which were developed by Myers and Majluf(1984), and later applied to main bank relationship by Hoshi, et.al (1990) and Horiuchi, Okazaki (1993).

$$\log I_t = C + a_1 \log K_{t-1} + a_2 \log L_{t-1} + a_3 \log F_t + a_4 r_t + a_5 c_t \quad (4)$$

$$\log I_t = a_0 + a_1 \log K_{t-1} + a_2 \log L_{t-1} + (a_3 + a_4 BA) \log F_t + a_5 r_t + a_6 c_t \quad (5)$$

$$\log I_t = C + a_1 \log K_{t-1} + a_2 \log L_{t-1} + a_3 \log F_t + a_4 q_{t-1} \quad (6)$$

$$\log \frac{I_t}{K_{t-1}} = a_0 + a_1 \log \frac{L_{t-1}}{K_{t-1}} + a_2 \log \frac{F_t}{K_{t-1}} + a_4 q_{t-1} \quad (7)$$

Here I_t denotes the investment, and K_{t-1} denotes tangible fixed assets at the end of previous year. F_t denotes cash flow. Eq 4, and 5 is almost same model as Horiuchi and Okazaki(1994). Where r_t and c_t are proxies for the cost of capital and marginal efficiency of capital, respectively. Eq. 7, which is almost same model as Hoshi et. al (1990) and Elston (1994), based on q theory. All regressions included Y, a set of yearly dummy. (For more detailed notation, see Appendix 2)

The assumption behind this model is that there are differences in the cost of capital for various methods of fund raising. Using internal funds are cheapest for firms because the funds are immune from agency costs that accrue from external fund-raising such as borrowing. The firm tends to finance its investment expenditure first of all by the use of internal funds. Therefore, the availability of internal funds is one of the most important determinants of investment by the firm. In other words, the availability of internal funds reduces the cost of capital and, other things being equal, induces the firm to increase investment expenditures. (Fazzari, et. al. 1988)

Then first step is to test whether I_t was influenced by F_t

or not in the high growth era. According to Table 9, the expenditure of investment was positively influenced by cash flow in all Eqs. Agency costs certainly accompanied with debt issuing in the HGE. Furthermore, the coefficient of F_t has been decreasing from the first phase of HGE to latter phase of HGE. This finding was made robust by the fact that the coefficient of intersection of F_t and B_t of Eq. 5 was significantly positive in the first phase of HGE, whereas it showed no significance in the later phase. The coefficient a_3 of Eq. 5 indicates that the greater the dependence on borrowing, the more the investment is influenced by internal funds. Therefore, one can see that the agency costs associated with external financing in first phase of HGE were much higher than those during the latter phase of HGE. This result was consistent with common knowledge that at that time even big businesses were still suffering from the effect of war, while those business such as Sony and Honda which have gone on to become large corporations, had not yet established their reputations in the capital market.

The other outstanding fact to be derived from Table 9 is that I_t was influenced by tobin's q in the first phase of HGE, while the coefficient of q_t in the latter phase of HGE is not statistically significant. The fact that I_t was sensitive to q_t in the first phase indicates that the investment behavior of big businesses in the first phase of HGE was different from latter phase of HGE.

The second step of our estimation is to test whether cash

flow constraint for I_t was influenced by corporate groups with cross-shareholding and main bank relationships. In order to clarify this point, we will classify our pooled companies data from 1958 to 64, using 1) Bank Tie Index (BTI) which has already been explained, and 2) the net dependence ratio of a company to main bank loan (hereafter NRM), which could be calculated by the main bank loan over asset ratio. As we are focusing on borrowing from main banks, NRM could be a helpful proxy of expressing main bank ties. Thus the grouping is as follows:

1) Ex-zaibatsu president club companies : 27 companies.

2) Net Dependence Ratio of Main Bank loan (NRM);

a High-50; high rank 50 companies of NRM out of 174 companies, which remained after removing ex-zaibatsu companies from the whole of our sample.

b Low-50; low rank 50 companies of NRM out of 174.

3) Bank Tie Index (BTI);

a Bank Group: the companies which have main bank tie with six large city banks and shows positive BTI.

b Independent: the companies whose largest debtholder was six large city banks, but show negative BTI.

The estimation of investment function Eq. (4) and (7) according to these classification is summarized in the Table 10. Although this estimation is not perfect enough in the sense that the NRM and BTI calculated in 1964 is applied to all the data of companies from 1957-64, we can tentatively take note of the

following points;¹

1) The cash flow constraints for investment in the case of president club companies is much lower than the average and other grouping excluding the High-50. The member companies, which expected borrowing from same line financial institutions and monitored by president club, were free from cash flow constraints. It is also worth noticing that the coefficient of Q_t of ex-zaibatsu companies were much lower than other companies. This result would seem to be consistent with the fact that ex-zaibatsu companies were relatively free from the pressures of external equity market.

2) The High-50 companies, which depended largely on debt financing and also depended heavily on main bank loan, show lower F_t than Low-50. Their coefficient of F_t is the same level of ex-zaibatsu companies. While the increasing borrowing-asset ratio corresponds to high cash flow constraints in the first phase of HGE, as has already been pointed out, high dependence on main bank loan mitigated the constraints on using internal funds for investment. In other words, those firms with strong dependence on main bank loan could maintain higher levels of investment than those with low dependence on main bank loan.

3) The estimation according to the classification of the BTI seems not to be consistent with what one would expect from the theory. This discrepancy possibly occurred partly because this classification is too broad and partly because it neglects to

¹ Statistically to say, the variance of each Eq. has to be tested by the method of GMM (Generalized Methods of Momentum), which was already applied by Elston's paper (1994). This estimation is now on going.

take into account the difference in investment levels according to industries. So, industries are divided into two types, high growth industries (such as syntectic fiber, metal, chemical, and machine) and low growth industries (the others), according to growth rate of value-added production from 1957-64. Furthermore, the intersection of F_t and the value of BTI is introduced into Eq 4. The Eq. to be test is:

$$\log I_t = a_0 + a_1 \log K_{t-1} + a_2 \log L_{t-1} + (a_3 + a_4 BTI) \log F_t + a_5 r_t + a_6 c_t \quad (8)$$

The result is summarized in Table 11. While a_4 is not significant in the all industries, nor low growth industries, the a_4 in high growth industries is significantly negative at the 5% level. This result is especially clear in syntectic fiber, metal and transport industries, which were most rapidly growing industries in this period. In these industries, there were a lot of companies, which aggressively planned large investments, but had not had a high reputation in the capital markets. Close main bank relationship made it possible for them to mitigate the constraints on using for internal fund for investment, reducing asymmetry of information as well as moral hazard problems.

3) The Growth of Firm and Group Affiliation.

At this point, question becomes: could corporate groups and main bank relationships have accelerated the growth of companies? Table 12 estimated simple regression of firm growth as follows;

$$\log G_{57-64} = a_0 + a_1 \log A_{57} + a_2 \text{Group-dum} + a_3 \text{ind-dum} \quad (9)$$

Where growth rate of firm G is measured by assets, group-dummy is the same grouping as Table 10. Industry Dummy is based on 2 digit code. Following points can be pointed out concerning first phase of HGE.

1) The growth rate of presidents club member is not necessarily higher than the other companies. The member companies of president club, which were free from cash flow constraints as well as the pressure of external equity market, did not show high growth to relative to other companies, although they show high growth rate in the latter phase of HGE (1965-72).

2) In the classification of NRM, High-50 does not show high growth, while Low-50 rather shows significantly high growth. This indicates that close main bank tie contributed to promote investment level of low performance firms, which would have had to reduce their investment levels without the close bank tie.

3) According to Bank Tie Index, Bank Group (the firms with BTI positive) shows high growth rate. Main bank relationship correlated to the high growth of firm.

4) According to last row of Table 12, in which the growth rate of asset was regressed on the percentage change in share held by financial institutions ($\Delta SH-Fin$) as well as the percentage change in borrow-asset ratio (ΔB), there is significant positive co-relation between $\Delta SH-Fin$ and asset growth. This result is as one would expect based on the fact that shareholding of financial institutions was based on the portfolio

profitability.

The question raised from these facts is then; why is it that growth rate of president club members was not so high even though they were mitigated from cash flow constraints as well as sheltered from the pressure of external equity market; how is it possible that the companies, which depended on external equity market or faced the pressure of external equity market, showed the highest growth rate?

One possible explanation is that the value-growth frontier of president club member was lower than the Bank Group. Figure 2 displayed this possibilities, using the idea behind Marris's MVR. It is supposed that $Frontier_p$ of president club member positioned south west from the $Frontier_b$ of the Bank Group companies. Therefore, the growth rate of president member was lower than that of Bank Group, nonetheless the equilibrium of president club member was far left side from the point of value maximizing point, which made it possible for top management team to be free from the pressure of external market. As is well known, the v-g frontier is determined by growth cost function $f(g)$ and discount rate i . As it is unreasonable to assume that i of president club member is much higher than that of the Bank Group companies, this difference could be accounted for the shape of growth cost function of each group. That is, president club members were not the companies which engaged in innovative investments which in turn decreased the cost of growth. In other words, while the president club member was the forerunner of formation of groups, including cross-shareholding, they were not

necessary the forerunner of innovative investment.

The companies which implemented innovative investments were the companies with positive BTI. The story, which I exemplified in the case of Sony and Honda, more or less happened in the all of the fields. The basic path is as follows: the aggressive investment project with innovation by a company; ex ante evaluation of this project and interim, ex post monitoring by large six city banks, which looked for large clients; the spill over of this information to capital and equity markets; the increase of stock price; raising money by borrowing and issuing stocks; high investment and thus high growth; these stages summarized path which characterized the early phase of HGE in Japan.

Looking at a bank side, this fact indicates that large six city banks were able to select a winner in the first phase of HGE, although some of their clients companies faced financial distress.⁸ They could attain economies of scale in issuing loans as well as reducing the cost of obtaining deposits, through selecting relatively high growth companies. The strategy of developing large client among large six banks was basically realized at that time.

IV Perspectives

The formation of corporate groups advanced after 1965 when stock prices crash happened again. Some perspectives on latter phase of HGE should be given.

⁸ It is especially the case for Sanwa Bank, which took the strategy of developing large clients most aggressively.

The big businesses were eager to stabilize their shareholders, partly because the chances of hostile takeover increased again, and partly because it was possible for foreign firms to enter into Japanese market by the liberalization of capital decided in 1965. This is especially the case for these companies (non ex-zaibatsu companies) which were under pressure of external equity market. They tried to stabilize their shareholders by asking related financial institutions to hold, after the investment trust had been canceled. In this process, the companies, which had close main bank with Fuji and Sanwa Bank, established their own president club, in 1966 and 1967 respectively. Their formation of president club could be understood to be the response of both financial and non-financial companies to the stock market collapse. Companies facing stock price decline tried to stabilize shareholder through taking part in president clubs. On the other hand, non-ex zaibatsu banks had a great incentives to coordinate the president club, possibly as a way to utilize this president club to rescue their client companies in financial distress.

The change of ownership structure after stock price depression affected the investment activities of big businesses.

First, non ex-zaibatsu companies seemed to be freer from the pressure of external equity market than ex-zaibatsu had been. It is clear that investment expenditure in the latter phase of HGE became less sensitive to q . (see Table 9). The stylized image for Japanese firm, that the top management team could behave freely from the pressure of external equity market, prevailed just in this phase.

Second, the "first lender role" of main bank decreased in this process. Some companies, which used to depend for their borrowing on city banks, changed their source of finance. Typical case was Sony Inc (Table 5). This company increasingly depended for their investment capital on internal funds as well as diversified banks from which it took out loan. (Sony 1986) The function of supplying the venture capital by city banks, which was seen in the first phase of HGE, gradually disappeared among big businesses, as they established their own reputation. The ratio of main bank loan among the member companies of old and new president club has also decreased. The member companies tended to avoid concentrating their borrowing from same line financial institutions. (Table 3, 4)

Third, while the ratio of main bank loan gradually decreased, the investment of big businesses was less influenced by internal fund than the first phase of HGE. (see Table 9) This could be due to the fact that the main bank relationship prevailed in the first phase of HGE. The ex ante, interim and ex post monitoring by main banks, which prevailed over big businesses, could mitigate cash flow constraints through reducing the agency costs associated with debt issuing.

Forth, and last, the companies, which were free from the pressure of the external equity market and realized low agency costs through main bank relationships, took the strategy of aggressive investment, depending on borrowing. Debt-equity ratio of big businesses increased rapidly in this latter phase of HGE. The important point is that borrowing-asset ratio was positively correlated to the companies growth in the latter phase of HGE as

is shown in Table 12. It means that the more companies depended on debt-financing, the more rapidly those companies grew. Furthermore, the ~~ratio~~ borrowing-asset ratio of ex-zaibatsu companies ^{increased} ~~was~~ much higher than the average of other big businesses. That is, the ex-zaibatsu president club members, which highly stabilized their shareholders through cross-shareholding, could realize relatively high growth, by financing their investment largely through borrowing. Such investment behavior, which is often described as the characteristic of corporate groups in Japan, was typically seen in this latter phase of HGE and in the ex-zaibatsu companies. Thus, the bank centered corporate groups in Japan had its heyday in the later 1960's.

Appendix 1 The notations and the procedure for making Bank
Tie Index(BTI)

At first, considering the three stage of monitoring, that is, ex ante, interim, and ex post monitoring to client companies by main bank (Aoki 1994; Aoki, Patrick and Sheard 1993; Sheard 1989), we select following six variables as proxies of main bank relationships; 1) the ratio of main bank loan including keiretsu financing (M_t), 2) the shareholding of the main bank (Hold), 3) the index expressing personnel relationship between banks and client companies (Dispatch), 4) the bond issuing service (Bond), 5) the amount of borrowing from banks (L_t) and 6) the borrowing-asset ratio (B_t). The basic idea is shown in Figure A-1. Although it is difficult to figure out which bank was delegated to the agent of payment settlement, we assume the largest debtholder as the sole agent of payment settlement. First four variables indicate directly the main bank relationships. The fifth variables is introduced for expressing the significance of borrowing from the view point of companies. The sixth is introduced for expressing the significance of loans from the view point of banks. More detail notations are follows:

The ratio of the main bank loan M_t is $M_t = (LB_t + LO_t) / (LT_t - G_t)$,

LB_t : borrowing from the main bank,

LO_t : borrowing from same line financial institutions,

LT_t : total borrowing,

G_t : borrowing from government financial institutions.

L_t : Borrowing from the main bank in 1964.

B_t : Borrowing-asset ratio.

Dispatch: Index calculated as weighted sum of the number of executives who have been dispatched from the main bank in 1964. The weights are as follows:

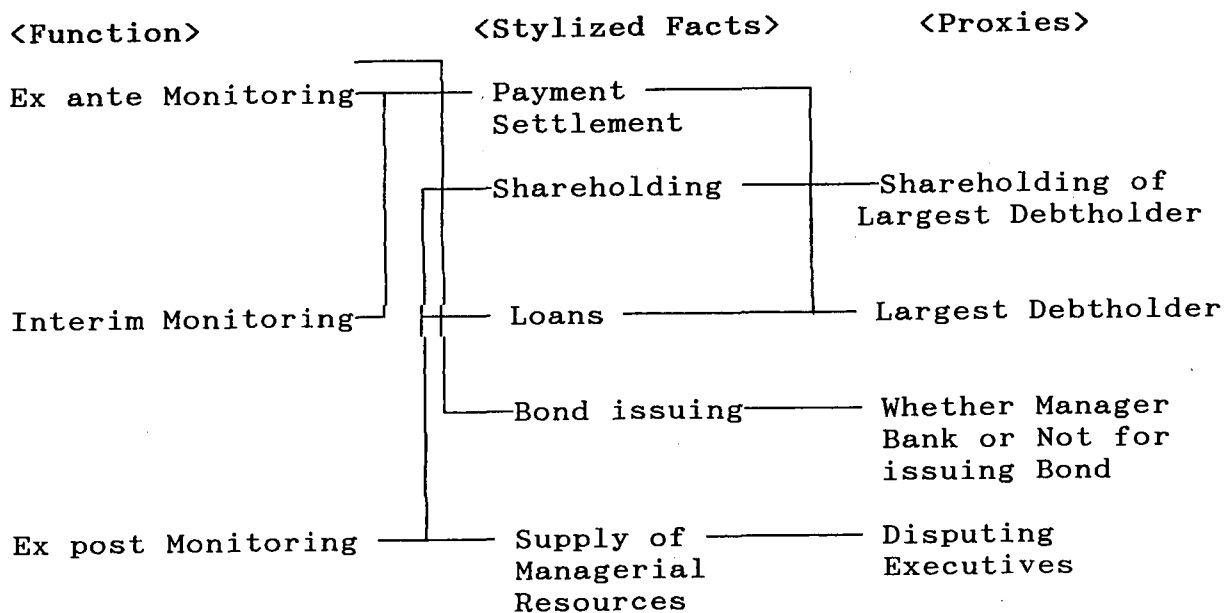
Plain executives and auditors: 1 point,

Standard executives: 3 points,
 Vice presidents and presidents: 5 points.
 Maximum of this index is five points.
 Hold: The percentage shares held by the main bank.
 Bond: Dummy variable: taken to be unity if the main bank managed
 the issuing of the bonds, zero otherwise.

The correlation matrix of the six variables is shown in Table A1.

Then we performed the principal component analysis using the six variables listed above and extracted factor 1 and 2. The weight of factor 1 and 2 is shown in Table A2. We use the factor 1 score of each company as bank tie index (BTI) in the main text and tables.

Figure A-1



Appendix 2 The Notations for Estimating the Investment Function

The notations we used for estimating the investment functions are as follows:

I_t : Capital investment: The increment of tangible fixed assets during the current fiscal year.

K_{t-1} : Stock of capital: The tangible fixed assets outstanding at the end of the previous fiscal year $t-1$.

$Tloan_{t-1}$: Borrowing: The total of borrowing outstanding at the end of the previous fiscal year $t-1$.

F_t : Cash flow calculated by $Dep_t + Prof_t - D_t$, where Dep_t , $Prof_t$, and D_t denote depreciation, net profit, and dividend, respectively.

q_{t-1} : Torbin's q calculated by $(V_{t-1} + Debt_{t-1}) / A_{t-1}$, where V_t , $Debt_t$, and A_t denote total value of firm, debt, and asset, respectively.

Total value of firm is issued stock at the end of the previous fiscal year $t-1$ valued at stock market price. However, the simple average of highest and lowest price is taken as a market price instead of market price at the end of the previous year.

B_t : Borrowing-asset ratio.

r_t : Marginal efficiency of capital: The growth rate of operating income from period $t-1$ to period t .

c_t : Cost of capital: The weighted average of the call rate and the discount bill rate, based on BOJ(1985).

Some of the terms were defined in more detail in the appropriate section. All data except c_t are based on the JDB(Japan Development Bank) corporate and Finance Data Bank(Magnet Tape).

Table A1. Correlation Matrix and Simple Statistics

	Bt	Lt	Mt	Hold	Dispatch	Bond
Bt	1.000					
Lt	0.194	1.000				
Mt	-0.070	-0.049	1.000			
Hold	0.077	0.027	0.331	1.000		
Dispatch	0.133	0.131	0.271	0.242	1.000	
Bond	-0.085	0.058	0.060	0.194	0.060	1.000
Mean	0.347	3786	30.29%	2.93%	1.75	0.33
Std. dev.	0.115	5213	12.50	3.06	2.02	0.47
Minimum	0.001	30	8.00	0.00	0.00	0.00
Maximum	0.714	51157	78.90	16.98	5.00	1.00

Table A2. Principal Component Analysis on Main Bank Relationship

	Factor 1	Factor 2
Eigen value	1.70	1.24
Weight	0.283	0.207
Cumulative weight	0.283	0.497
Bt	-0.002	0.614
Lt	0.032	0.635
Mt	0.423	-0.112
Hold	0.434	0.047
Dispatch	0.398	-0.009
Bond	0.245	0.093

References

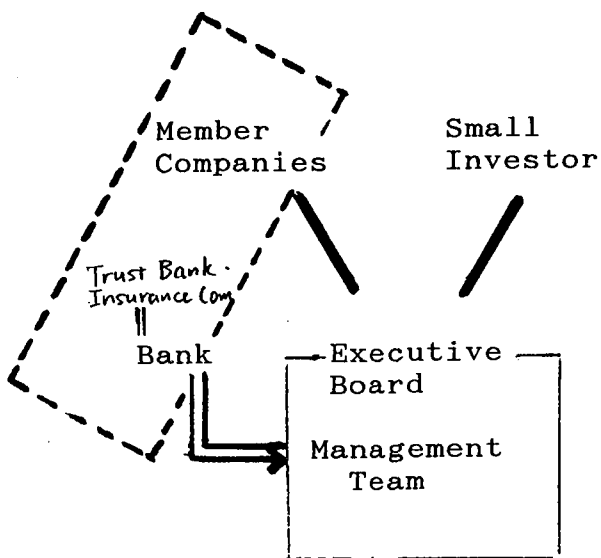
- Aoki, M. (1993), "Monitoring Characteristics of the Main Banks System: an Analytical and Historical View", in Aoki, M. and Patrick, H. (ed.), The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies, Oxford University Press, Oxford.
- Aoki, M. (1994), "Controlling Insider Control: Issue of Corporate Governance in Transitional Economies, The World Bank, EDI Working Papers. No.94-43
- Aoki, M., H. Patrick and P. Sheard(1993), "The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview", in Aoki, M. and Patrick, H. (ed.), The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies, Oxford University Press, Oxford.
- Bank of Japan, (BOJ), (1985), Nenpô Keizai Tokei (Economic Statistics Annual), Tokyo.
- Diamond Inc. (1964), Kabushiki Kaisha Yoran, Tokyo.
- Elston, J. (1994), "Owernership Structure and Investment: Theory and Evidence of German Panel Data", Working Paper of Wissenschaft Zentrum in Berlin.
- Fazzari, S., R. G. Hubbard and B. Perterson. (1988), "Financing Constraint and Corporate Investment", Brookings Papers on Economic Activities, No.1, pp.141- 195.
- FTC. (1948). The Record of the Elimination of Law of Excess Economic Power in National Archives, Box 8520-8535.
- Fuji Bank. (1982), Fuji Ginkô Hyaku-Nenshi [Fuji Bank Centennial History], Tokyo.
- Jensen, M. and R. Ruback, (1983), "The Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, 11.
- Gerlach, M. (1992). Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business, Univ. of California Press, Berkeley.
- Grossman, Stanford J., and Hart, Oliver (1980) "Takeover bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", Bell Journal of Economics.
- Horiuchi, A. and R, Okazaki, (1993) "Capital markets and banking sector: efficieny of Japanese banks in reducing agency costs, Sato, R., R. M. Lerich and R, V. Ramachandram, Japan, Europa, and International Financial Markets, Cambridge University Press.
- Honda Automobile Inc. (1975), Honda no Ayumi. Tokyo.

- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Sharfstein, (1990) "The Role of Banks in Reducing the Financial Distress in Japan", Journal of Financial Economics, 27.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Sharfstein, (1991) "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", Quarterly Journal of Economics, vol. 106.
- Hoshi, T. (1993), "Evolution of the Main Bank System in Japan", Okabe, M. ed, The Structure of Japanese Economy, Macmillan.
- Jensen, Michael, and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics.
- Keizai Chosa Kyokai (1960-72), Nenpo Keiretsu no Kenkyo, Tokyo.
- Kondo, Hiroshi (1988), Sumitomo Ginko Shichinin no Toudori, Nihon Jitsugyo Syuppansya.
- Marris, R. L. (1964), The Economics Theory of Managerial Capitalism, London Macmillan.
- Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. (1984) "Corporate Financing and Investment Decision When Firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics.
- Miyajima, H. (1993), "Postwar Reform in Enterprise Management: Managerial Revolution from Above and the Emergence of the "Japanese-type" Firm", in Japanese Yearbook on Business History, 10,
- Miyajima, H. (1994-a), "The Transformation of Zaibatsu to Postwar Corporate Groups: From Hierarchical Integrated Group to Horizontally Integrated Group", Journal of the Japanese and International Economies.
- Miyajima, H. (1994-b), "The Privatization of ex-zaibatsu Holding Stock and The Emergence of the Bank centered Corporate Groups" The World Bank, EDI Working papers. No.94-52
- Ministry of Finance, (MOF), (1978), Shôwa Zaisei-shi Shûsen kara Kôwa made: 19 Tokei [Financial History of Shôwa: War's End to Peace Treaty Vol. 19: Statistics], Tôyô-keizai Shinpô-sha, Tokyo.
- Odagiri, H. (1994), Growth Through Competition: Competition Through Growth, Oxford.
- Okazaki, T. (1993), "Kigyo Sisutemu [Corporate System] ", in Okazaki, T. and Okuno, M. ed, Nihon Gata Keizai Shisutemu no Genryu (The Origin of Japanese Economic System), Nihon Keizai Shinbunsha.

Figure 1 Two Types of Bank centered Corporate Groups in 1964

a-Ex-zaibatsu Companies

Member of Mitsubishi
Sumitomo, Mitsui
President Club Member



b-Bank Group

Companies with
Close main Bank Tie
Six Banks including
ex-zaibatsu Bank and
non ex-zaibatsu banks

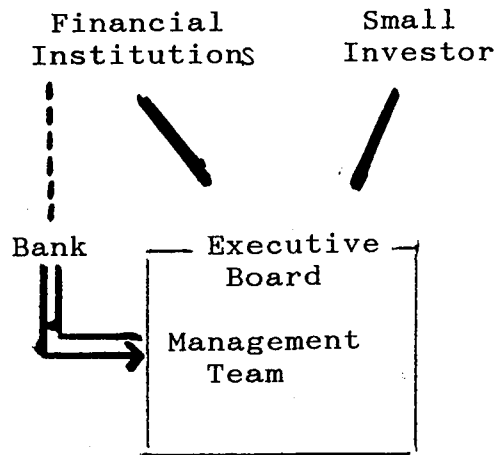
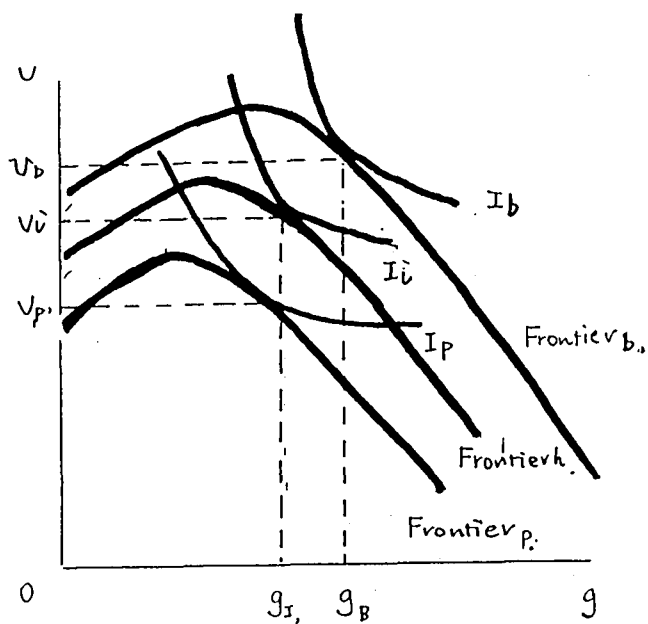


Figure 2. Growth Rate of Firm and Group Affiliation ($v-g$ Frontier).



Frontier b : Frontier of the firm b with close BTI.

Frontier h : Frontier of the firm h with high NRM.

Frontier p : Frontier of president club member (firm p).

I_b, I_h, I_p : Indifference curve of each firm indicated by subscript.

g : Growth rate.

i : Discount rate.

v : Value of firm calculated by $v = P - f(g) / i - g$.

$f(g)$: Growth cost function. Note that $f(g)$ is strictly increasing and convex, i.e., $f'(g) > 0$ and $f''(g) > 0$.

Table 1. Ownership and Capital Structure in Prewar and Postwar

	1937	1955		
	Total (N=105)	Total (N=122)	Ex-zaibatsu (N=63)	Independent (N=59)
Owner ship				
Largest	23.9% (22.5)	8.7% (10.0)	8.9% (12.0)	8.7% (9.2)
Top 10	47.1 (24.5)	25.6 (12.9)	26.1 (14.4)	25.4 (10.7)
Financial Institution	6.0 (7.5)	28.5 (11.0)	26.9	30.0
Individual	N.A.	52.5 (14.0)	53.9	53.6
Capital composition				
debt-equity	0.396 (0.403)	1.702 (0.909)		
Borrow-Asset	0.040 (0.07)	0.238 (0.122)		
Bond-Asset	0.055 (0.082)	0.046 (0.037)		

Source; Tôyô-keizai, 1938; Yamaichi-Shôken, 1956.

Note; 1. Standard deviation in parenthesis.

2. Column 1937 shows the largest 100 companies as measured by total assets in 1937. However, column 1955 is large 100 companies in either 1937 or 1955.

3. Ex-zaibatsu means companies whose issued stock was held by designated holding companies in the zaibatsu dissolution. For details, see Miyajima, 1994.

Table 2. Cross-Shareholding Ratio in High Growth Era (%)

Year	50	54	58	62	66
<Mitsubishi>					
Cross-shareholding	2.18	12.61	13.92	17.39	17.50
Financial Institutions	2.01	10.29	11.96	11.72	11.45
Trust bank/Insurance company	N. A.	—	8.01	8.98	8.16
Non-financial company	0.17	2.32	1.96	5.67	6.05
Trading company	—	—	—	0.59	0.75
Manufacturing company	0.17	2.32	1.96	5.08	5.30
<Sumitomo>					
Cross-shareholding	0.00	15.00	18.19	27.62	23.60
Financial Institutions	0.00	10.35	10.54	15.82	14.89
Trust bank/Insurance company	N. A.	—	6.82	10.35	9.48
Non-financial company	0.00	4.65	7.65	11.80	8.71
Trading company	N. A.	—	—	1.86	1.02
Manufacturing company	N. A.	-4.65	—	9.94	7.69
<Mitsui>					
Cross-shareholding	0.44	6.87	7.42	11.70	10.66
Financial Institutions	0.13	3.22	5.40	7.23	5.97
Trust bank/Insurance company	0.00	—	3.25	4.19	3.71
Non-financial company	0.31	3.65	2.02	4.47	4.69
Trading company	—	—	—	1.03	1.05
Manufacturing company	0.31	3.65	—	3.44	3.64

Source; TSE; Keizai Chōsa Kyōkai.

Note; 1. Sample based on the president club member in 1961.

2. The ratio based on the ten largest shareholders up to 1958. However, it is based on all the shareholders from 1962. Therefore, the ratio is not comparable in strict sense.

Table 3. Main Bank Ratio and Loan Concentration of Three Ex-zaibatsu President Club Members (billion yen; %)

Year	1951	54	58	62	66
Mitsubishi(N=24)					
Total Borrowings	39	100	188	424	866
Keiretsu (1)	32.6	22.1	30.5	32.9	25.7
Bank (2)	29.9	18.6	23.6	21.6	13.7
Other Fin. Inst. (3)	2.8	3.6	6.8	11.3	11.9
Keiretsu 2 (4)	44.0	31.2	46.0	39.9	31.9
Concentration ratio					
Bank (5)	17.0	10.6	11.1	12.6	9.2
Other Fin. Inst. (6)	2.8	3.6	6.8	11.3	11.9
Sumitomo(N=10)					
Total Borrowings	11	30	63	203	400
(1)	31.3	34.9	36.7	47.8	43.2
(2)	28.3	29.5	24.0	23.1	20.1
(3)	3.0	5.5	12.8	24.7	23.0
(4)	55.3	44.8	39.0	49.7	45.2
(5)	3.5	5.3	4.0	6.8	6.4
(6)	2.0	3.8	7.1	17.1	15.7
Mitsui(N=15)					
Total Borrowings	38	74	163	333	718
(1)	16.5	28.8	27.2	24.8	23.1
(2)	15.0	21.7	20.3	16.3	12.9
(3)	1.4	7.1	6.9	8.5	10.2
(4)	30.2	39.9	30.1	30.0	28.5
(5)	8.3	12.3	12.8	10.8	10.2
(6)	3.9	14.0	10.3	10.7	13.2

Source; Same as Table 2.

Note; 1. Only manufacturing and trading companies are selected from the president club members.

2. Numbers in parentheses in the first column indicate as followings:

(1) Keiretsu: Borrowing from same line financial institutions / Total borrowing.

(2) Bank: Borrowing from same line banks / Total borrowing.

(3) Other Fin. Inst.: Borrowing from same line trust banks and insurance companies / Total borrowing.

(4) Keiretsu 2: Borrowing from same line financial institutions / (Total borrowing - Borrowing from government financial institutions). Here government financial institutions mean Japan Developmental Bank and Japan Export and Import Bank.

(5) Concentration of Bank: Loan from a bank to member companies/ total loan of this bank.

(6) Concentration of Other Fin. Inst.: Loan from trust banks and insurance companies to member companies / total loan of trust banks and insurance companies.

Table 4. Factor Analysis of Keiretsu Financing among President Club Members

$$\text{Model: } \Delta M_t = a_0 + a_1 M_{t-1} + a_2 \Delta L_t + a_3 \Delta GM_t$$

year	M_{t-1}	ΔL	ΔGM	MitsuiDUM	R^2	N
58	-0.713 (-3.10)a	-0.045 (-0.47)	-0.144 (-0.84)	—	0.33	26
	-0.452 (-2.49)b	0.023 (0.27)	-0.233 (-1.66)	-19.581 (-2.30)b	0.43	26
62	-0.041 (-0.23)	0.043 (5.23)a	-0.219 (-1.16)	—	0.64	26
	-0.036 (-0.23)	0.044 (4.80)a	-0.224 (-1.09)	0.385 (0.07)	0.62	26
66	-0.230 (-2.62)a	-0.294 (-2.12)b	-0.182 (-1.01)	—	0.48	23
70	-0.430 (-5.85)a	0.011 (0.22)	-0.593 (-2.78)a	—	0.77	22

Source; Same as Table 2.

Note; 1. Notations are as follows.

ΔM : Percentage change in keiretsu financing, which is calculated by borrowing from same line financial institutions / total borrowing.

M_{t-1} : Percentage of keiretsu financing at the previous period.

ΔL : Increasing in borrowing calculated by $L_t/L_{t-4} - 1$, where L_t denotes borrowing at the current period. Percentage expression.

ΔGM : Percentage change in borrowing from government financial institutions.

2. Metal, machine, chemical, and synthetic fiber companies are selected from president club members.

3. t -value in parenthesis.

a: Significant at 1% level.

b: Significant at 5% level.

c: Significant at 10% level.

Table 5. Corporate Finance and Main Bank Dependence in Honda and Sony
(million yen; %)

Year(t)	Honda Auto			Sony Inc.		
	I_t	ΔL_t	M_t	I_t	ΔL_t	M_t
57	---	--	--			
58	1,030	---	49.0	926	250	51.7
59	2,744	611	47.4	1,796	157	51.6
60	6,493	1,044	60.9	4,462	1,629	65.0
61	15,187	4,078	56.0	4,685	557	57.0
62	12,599	-622	66.2	3,328	1,374	51.8
63	8,941	-140	51.3	5,083	4,524	49.1
64	10,783	8,460	54.0	5,655	1,657	47.2
65	23,624	5,061	50.0	3,882	1,981	44.8
66	22,001	3,204	40.4	4,599	-1,376	42.6
67	30,438	16,200	35.3	10,221	-3,651	46.0
68	37,416	12,750	34.4	10,556	1,675	46.6

Source; Same as Table 2.

Note; 1. The main bank of Honda Automobile Inc. is Mitsubishi Bank; that of Sony Inc. is Mitsui Bank.

2. I_t : Investment

ΔL : Increase in borrowings

M_t : The ratio of Main Bank Loan. See Appendix 1.

Table 6. Shareholding Ratio of Financial Institution and Borrow-Asset Ratio (%)

	Ex-Zaibatsu	BANK1	BANK2	INDEPENDENT
N	21	22	32	28
FIN ₆₄	35.6 (10.7)	37.3 (11.4)	43.7 (14.0)	35.6 (12.3)
ΔFIN ₅₇₋₆₄	8.4 (8.1)	11.7 (9.9)	11.1 (9.5)	10.1 (9.7)
TRUST ₆₄	15.9 (9.3)	17.2 (9.9)	19.1 (12.0)	15.6 (7.3)
ΔTRUST ₅₇₋₆₄	0.4 (6.2)	4.6 (8.6)	3.3 (7.8)	4.8 (6.5)
BOR ₆₄	0.32 (0.15)	0.25 (0.09)	0.35 (0.09)	0.29 (0.13)
ΔBOR ₅₇₋₆₄	0.10 (0.12)	0.06 (0.08)	0.13 (0.11)	0.09 (0.13)

Source; TSE; Diamond, 1964.

Note; 1. Standard deviation in parentheses.

2. Grouping is as follows.

Ex-Zaibatsu: Mitsui, Mitsubishi, and Sumitomo presidents club among top 200 companies.

BANK1: Companies whose main bank is Mitsui, Mitsubishi, or Sumitomo Bank and also have positive Bank Tie Index(BTI), as for it, see Appendix 1.

BANK2: Companies whose main bank is Fuji, Sanwa, or Daiichi Bank and also have positive BTI.

INDEPENDENT: Lower 30 companies according to BTI.

3. Notations are as follows:

FIN_{64} : The share held by financial institutions in 1964.

ΔFIN_{57-64} : The percentage change in share held by financial institutions from 1957 to 1964.

$TRUST_{64}$: The share held by trust banks and insurance companies in 1964.

$\Delta TRUST_{57-64}$: The percentage change in share held by trust banks and insurance companies from 1957 to 1964.

BOR_{64} : Borrowing-asset ratio in 1964.

ΔBOR_{57-64} : The percentage change in borrowing-asset ratio from 1957 to 1964.

Table 7. The Percentage Change in Share Held by Financial Institutions and the Rate of Return on Stocks(*RRS*): 1957--64

$$\text{Model: } \Delta SH-Fin = a_0 + a_1 SH-Fin_{57} + a_2 RRS + a_3 B_{57} + a_4 \Delta B$$

$$\Delta SH-Trust = a_0 + a_1 SH-Trust_{57} + a_2 RRS + a_3 B_{57} + a_4 \Delta B$$

	All Financial Institutions			Trust Bank and Insurance companies	
	N	RRS	R ²	RRS	R ²
All samples	94	0.348 (4.343)a	0.29		
(1) Ex-zaibatsu	20	0.162 (0.785)	0.05	0.206 (1.208)	-0.03
(2) Bank Group 1	19	0.446 (1.309)	0.31	0.324 (1.276)	0.20
(2')	19	0.641 (1.878)c	0.40	0.474 (1.583)	0.19
(3) Bank Group 2	30	0.398 (3.354)a	0.29	0.373 (4.179)a	0.32
(4) Independent	25	0.436 (2.702)b	0.33	0.189 (2.023)c	0.42

Source; The JDB(Japan Development Bank) corporate Finance Data Bank (here after JDB database); Keizai Chōsa Kyōkai; TSE.

Note; 1. Notations are as follows:

$\Delta SH-Fin$: The percentage change in share held by financial institutions.

$\Delta SH-Trust$: The percentage change in share held by trust banks and insurance companies. Note that the figures based on the ten largest holders.

RRS: Average of the rate of returns on stocks from 1958 to 1963.

$SH-FIN_{57}$: Percentage in share held by financial institutions in 1957.

$SH-Trust_{57}$: Percentage in share held by trust banks and insurance companies in 1957.

ΔB : The percentage change in borrowing-asset ratio.

B_{57} : Borrowing-asset ratio in 1957.

Equation (2') includes the share of owner as an additional independent variable.

2. Grouping is same as Table 6.

Table 8. The Estimation of Marginal "Valuation Ratio" (MVR): 1958--63

a) Marginal Valuation Ratio

	Ex-zaibatsu	Others			
N	22	157			
MVR	0.95	1.06			
Std. dev.	0.12	0.21			
	Bank Group	Group-1	Group-2	Others-2	Independent
N	58	24	34	121	46
MVR	1.08	1.09	1.08	1.03	1.02
Std. dev.	0.19	0.20	0.20	0.20	0.16

b) Test of Average MVR

	t-value	degree of freedom
Ex-zaibatsu - Other	2.444 b	177
Ex-zaibatsu - Bank	3.090 a	78
Group-1 - Group-2	0.322	56
Bank - Others-2	1.724 c	121
Bank - Independ	1.759 c	102

Source; JDB database, Yamaichi.

Note; 1. Marginal valuation ratio(MVR) is given by $\Delta v/\Delta g$, where

$$\Delta v = V_{63} - V_{58},$$

$$\Delta g = g_{63} - g_{58},$$

V_t : Value of firm equals average stock price multiplied by number of issued stock plus debt,

g_t : Total asset.

However, V_{63} is standardized by the change of PER(1958--63).

2. Grouping is same as Table 6. However, the "independent" means lower fifty companies according to BTI.

Table 9. The Estimation of Investment Functions: 1957--72

Models: $\log I_t = a_0 + a_1 \log K_{t-1} + a_2 \log Tloan_{t-1} + a_3 \log F_t + a_5 r_t + a_6 c_t$
 $\log I_t = a_0 + a_1 \log K_{t-1} + a_2 \log Tloan_{t-1} + a_3 \log F_t + a_4 B_t \log F_t + a_5 r_t + a_6 c_t$

periods	N	$\log K_{t-1}$	$\log Tloan_{t-1}$	$\log F_t$	$\log r_t$	$\log c_t$	$\log F_t B_t$	R^2
1957-64	1189	0.843 (28.16)a	0.020 (0.867)	0.201 (11.95)a	-0.009 (-1.749)c	-0.066 (-1.713)c	--	0.748
	1189	0.864 (27.67)a	-0.029 (-0.914)	0.196 (11.17)a	-0.009 (-1.746)c	-0.068 (-1.761)c	0.096 (2.351)b	0.749
1965-72	1472	0.940 (40.37)a	-0.003 (-0.189)	0.158 (12.48)a	-0.004 (-3.08)a	7.836 (3.403)a	--	0.811
	1466	0.938 (32.72)	-0.007 (-0.235)	0.158 (12.45)a	-0.004 (-3.11)a	7.619 (3.284)a	0.020 (0.820)	0.811

Model: $\log I_t = a_0 + a_1 \log K_{t-1} + a_2 \log Tloan_{t-1} + a_3 \log F_t + a_4 Q_{t-1} + a_5 Y_t$

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

Model: $\log(I_t/K_{t-1}) = a_0 + a_1 \log(F_t/K_{t-1}) + a_2 \log(Tloan_{t-1}/K_{t-1}) + a_3 Q_{t-1} + a_4 Y_t$

	N	$\log(Tloan_{t-1}/K_{t-1})$	$\log(F_t/K_{t-1})$	$\log Q_{t-1}$	R^2
1957-64	1084	0.005 (0.188)	0.155 (8.652)a	0.101 (4.50)a	0.193

Source; JDB database.

Note; 1. As for the notation, see Appendix 2.

2. t -value in parenthesis.

- a: Significant at 1% level.
- b: Significant at 5% level.
- c: Significant at 10% level.

Table 10. The Estimation of Investment Functions according to Bank Tie Index: 1957--64

	Ex-zaibatsu	Net Ratio of Main Bank Loan		Bank Tie Index	
		High-50	Low-50	BANK	Independent
N	172	297	295	388	516
K_{t-1}	0.935 (12.246)a	0.930 (13.910)a	0.785 (12.041)a	0.790 (15.208)a	0.873 (19.167)a
$Tloan_{t-1}$	0.074 (1.081)	-0.131 (-1.689)c	0.030 (0.825)	0.013 (0.275)	-0.009 (-0.262)
F_t	0.105 (3.242)a	0.103 (2.569)b	0.262 (6.325)a	0.249 (9.560)a	0.214 (7.123)a
r_t	-0.024 (-1.001)	-0.037 (-5.319)a	0.017 (1.208)	-0.010 (-1.284)	-0.030 (-3.151)a
ct	-0.062 (-0.821)	-0.031 (-0.395)	-0.088 (-1.031)	-0.026 (-0.452)	-0.070 (-1.077)
R^2	0.783	0.717	0.738	0.773	0.726
N	142	297	282	355	478
$Tloan_{t-1}/K_{t-1}$	-0.017 (-0.220)	-0.040 (-0.529)	0.028 (0.650)	0.028 (0.623)	-0.020 (-0.485)
F_{t-1}/K_{t-1}	0.080 (2.042)b	0.090 (2.053)b	0.210 (4.945)a	0.173 (6.262)a	0.139 (4.583)a
Q_t	0.094 (2.116)b	0.142 (2.865)a	0.152 (3.321)a	0.174 (4.377)a	0.179 (4.030)a
R^2	0.176	0.134	0.213	0.300	0.199

Source; JDB database.

Note; 1. Concerning grouping, see the main text.

2. Net Ratio of Main Bank Loan is calculated by LM/A , where LM is borrowing from same line financial institutions; A is total asset.

3. Concerning Bank Tie Index, see Appendix 2.

4. t -value in parenthesis.

a: Significant at 1% level.

b: Significant at 5% level.

c: Significant at 10% level.

Table 11. The Estimation of Investment Functions according to Industry:
1957--1964

$$\text{Model: } \log I_t = a_0 + a_1 \log K_{t-1} + a_2 \log T \log a_{t-1} + a_3 \log F_t + a_4 \text{BTI} \log F_t + a_5 r_t + a_6 C_t$$

	N	K_{t-1}	F_t	$F_t \cdot \text{BTI}$	r_t	C_t	R^2
All industries	1012	0.824 (24.235)a	0.212 (11.108)a	-0.004 (-1.099)	-0.009 (-1.615)	-6.334 (-1.473)	0.728
Low Growth Industries	394	0.901 (14.846)a	0.194 (4.873)a	-0.003 (-0.455)	-0.20 (-2.960)a	-4.082 (-0.536)	0.625
High Growth Industries	637	0.842 (20.890)a	0.191 (9.439)a	-0.008 (-2.060)c	0.035 (3.909)a	-7.662 (-1.628)	0.809
Synthetic Fiber	36	3.230 (8.138)a	1.056 (8.909)a	-0.017 (-2.311)b	-0.015 (-0.410)	2.551 (0.348)	0.930
Metal	138	0.686 (5.306)a	0.137 (2.285)b	-0.025 (-2.066)b	0.033 (3.201)a	-24.009 (-2.107)b	0.859
Chemical	138	0.867 (11.320)a	0.142 (3.498)a	-0.007 (-1.075)	-0.013 (-0.277)	6.892 (0.792)	0.697
General Machine	181	0.759 (8.067)a	0.255 (4.153)a	0.008 (1.143)	0.169 (3.679)a	-19.001 (-2.442)b	0.841
Electric Machine	93	0.834 (6.360)a	0.244 (2.444)b	0.014 (1.278)	0.222 (2.076)a	-12.935 (-1.161)	0.863
Transportation Machine	100	0.870 (5.592)a	0.178 (2.187)b	-0.021 (-1.815)c	6.179 (2.442)b	15.584 (1.495)	0.822

Source; JDB database.

Note; 1. t -value in parenthesis.

a: Significant at 1% level.

b: Significant at 5% level.

c: Significant at 10% level.

Table 12. Growth of Firm and Bank Group (N=205)

Model: $G = a_0 + a_1 \log A_0 + a_2 \text{Group-dum} + a_3 \text{Ind-dum}$
 $G = a_0 + a_1 \log A_0 + a_2 \Delta SH\text{-Fin} + a_3 SH\text{-Fin}_0 + a_4 \Delta Bor + a_5 Bor_0 + a_6 \text{Ind-dum}$

	log A ₀	Group Dummy				Ind-dum	R ²
		Ex-zaibatsu	Bank Group	Group1	Group2		
57-64							
(1)	-1.749 (-4.424)a	0.522 (1.097)	0.867 (2.887)b	--	--	NO	0.09
(2)	-1.726 (-4.590)a	0.184 (0.426)	0.589 (2.119)b	--	--	YES	0.30
(3)	-1.549 (-4.200)a	-0.169 (-0.407)	--	--	--	YES	0.30
(4)	-1.672 (-4.731)a	--	0.552 (2.086)b	--	--	YES	0.31
(5)	-1.606 (-4.617)a	--	--	1.039 (2.504)b	--	YES	0.31
(6)	-1.625 (-5.130)a	--	--	--	0.361 (1.345)	YES	0.30
64-72							
	0.024 (0.143)	0.601 (3.210)a		0.069 (0.640)	0.299 (1.594)	YES	0.20
	log A ₀	High-50	Low-50			Ind-dum	R ²
(7)	-1.774 (-4.710)a	0.414 (1.233)	0.864 (2.404)b			YES	0.31
	log A ₀	ΔSH-Fin	ΔBor			Ind-dum	R ²
57-64							
	-0.752 (-1.905)c	0.030 (2.028)c	0.748 (0.532)			YES	0.23
64-72							
	0.130 (0.838)	0.025 (4.201)a	0.938 (1.975)c			YES	0.30

Source; JDB database; Diamond.

Note; 1. Notations of variables are as follows:

G: Growth of asset, e.g., A_{64}/A_{57} .

A_0 : Asset in the initial period.

ind-dum: Industry dummy according to two-digit code.

group: Group dummy based on the same grouping as Table 10.

$\Delta SH\text{-Fin}$: The percentage change in share held by financial institutions from 1957 to 1964.

$SH\text{-Fin}_0$: Percentage in share held by financial institutions in the initial period.

ΔBor : The percentage change in borrowing-asset ratio from 1957 to 1964.

Bor_0 : Borrowing-asset ratio in the initial period.

2. *t*-value in parenthesis.

a: Significant at 1% level.

b: Significant at 5% level.

c: Significant at 10% level.

Regulatory Framework, Government Intervention and
Investment in Postwar Japan: The Structural Dynamics of
J-type Firm-Government Interaction

Miyajima Hideaki
Waseda University

2.1. Introduction

The rapid growth of the Japanese economy during the 1950s and 60s (over 10% of annual growth rate in GDP) was supported by fierce investment competition among large firms in the manufacturing sector. As often pointed out, the investment ratio accelerated 20% in the late 1950s through 30% in the early 1960s to nearly 35% in the late 1960s, which are far beyond prewar level in Japan as well as highest level among advanced nations.¹ High levels of investment in plant and equipment was one of the main factors in increasing the international competitiveness of Japanese industries. Such investment led to increased productivity, the advancement of rapid import substitution and the rapid growth of exports.

There are two contrasting historical narratives regarding the way in which this process unfolded. One group of researchers has characterized this process as the emergence of a "capitalist developmental state" in which the state served as an effective "pilot agency" capable of steering the private sector's investment decisions in a desired direction.² Other researchers, by contrast, characterized it as a process of private sector firms responding effectively to market incentives. They believe that the incentives offered by government were not substantial enough to explain corporate behavior and that there was no correlation between government targeting and industrial performance.³

In the following paper, a third narrative is offered—one that is focused on the consequences of Japan's postwar legal framework governing anti-trust policy and government intervention on the organizational structures of private corporations.⁴ In place of an exclusive focus on either state or market, this paper describes the evolution of the Japanese corporate system (the J-type firm)

within the context of an emerging industrial policy-oriented developmental state and the market opportunities presented by the postwar period. Analytically , it is argued that the high investment is supported by the growth oriented behavior and long-term time horizon of J-type firms which was encouraged by the emergence of an institutional setting in which top managers were insulated from the short-term oriented external pressures of the stock market and encouraged to rely on financial institutions for investment funds.⁵ Instead of only focusing on the targeting and subsidies by government affecting on resource allocation and regulatory framework determining market structure, this chapter also focuses on the role of government to facilitate such institutional setting which could influence on corporate behavior. In other words, in order to highlight the dynamic business-government interaction in the golden age of Japan comprehensively, the focal point here is put on following two phases; one phase is to clarify the role of government not only to solve market imperfection but to facilitate the aggressive corporate strategy through industrial policy and competition policy, and the other one is to examine the regulatory framework in which corporate system evolved, mainly focusing on the main bank system and corporate governance structure.

This chapter is organized as follows: the next section treats the impact of postwar reforms initiated by GHQ (General Headquarters of the Occupation Forces) on corporate and industrial organization. The postwar reforms were aimed at creating in Japan a system of corporate organization based on the American model, i.e., a competitive market, dispersed ownership of corporations and securities based financing. However, the system that ultimately emerged in the early 1950s was a "Japanized" version of what GHQ originally planned.

Section 3, focusing mainly on the 1950s, describes the evolution of the

J-Firm during a period when government regulation and intervention were extensive. Discussed are the capital accumulation promoting effects of the Law of Compulsory Asset Capital Revaluation. Also discussed in this section are three other factors that encouraged aggressive investment behavior: promotional industrial policy (I. P.), anti-trust policy, and debt financing made possible by a regulated financial system.

The fourth section focuses on the 1960s, a period in which I.P. began to ebb as a consequence of trade and capital liberalization. After assessing are several plans drafted by the Ministry of International Trade and Industry (MITI) and Ministry of Finance (MOF) in the early 60s, this section then discusses the drastic change in ownership structure that was encouraged by government policy in the wake of the stock market depression of the mid 1960s. Noteworthy here is the point that the behavior of J-type firms was rather different from that which MITI and MOF intended. The paper concludes with some final remarks concerning the relationship between the regulatory framework and the J-type firm behavior.

Incorporated into the proceeding sections are regression analyses of the influence of industrial organization, ownership structure, and the financial system on corporate behavior. These regressions use data on the 150 largest Japanese corporations in the years 1955, 1964, and 1972. Due to the appearance and disappearance of some companies on the lists, the total number of companies included in the three years is 202.

2.2. Postwar Reform: "Americanization" of the Corporate System and its "Japanization"

2.2.1. The Impact of GHQ Policy on Corporate and Industrial Organization

Although significant changes in corporate and industrial organization occurred under the command economy during World War II, it was the postwar reforms initiated by GHQ that were most crucial in producing the corporate system based on the J-type firm. GHQ pursued a vision of reform that was totally different from that of the prewar bureaucrats who tried to create what they called an "Economic New Order" (Keizai-Shin Taisei). Also noteworthy is the fact that Japan's postwar reform process paralleled that which is currently under way in the former socialist economies. Given that, as in these countries, large Japanese firms were heavily controlled and subsidized by the state and their issues stocks were compelled to be and it is possible to consider Japan's postwar reforms as the first large-scale privatization experiment in establishing a corporate system modeled on the American version (Aoki, Kim, 1995).

(1) *Corporate Reorganization and Recapitalization*: The capital composition and corporate finance pattern of large firms in prewar Japan were not particularly distinctive. Their debt-equity ratios were low (65% in 1934-6 average) and corporations depended mainly on internal funds for their financial resources. However, this situation changed rapidly during the war as is shown in Fig.2.1. From 1942 onward, firms grew increasingly dependent on bank loans. Government financial institutions (Senji Kin'yu Kinko; Wartime Financing Bank) provided a large portion of these loans directly. The state also guaranteed loans from private financial institutions.

When the war ended, many Japanese firms were insolvent. In the liabilities column of the balance sheets of these firms were extremely high levels of debt and, in the assets column, huge losses of tangible assets. To make the matter worse, in 1946 the government decided to suspend payment of huge amounts of wartime indemnities promised to the munitions companies. The losses growing

out of this repudiation were estimated to amount to almost 20% of GNE in 1946 (MOF, 1978). The procedure adopted for reorganizing these non-financial institutions was as follows. The process began with the government letting companies which were rendered insolvent as a result of the suspension of wartime indemnities declare themselves "special account companies." After a firm was declared a special account company, its balance sheet was divided into an "old" and a "new" account. Business operations were allowed to continue using the new account. The old account became the object of reorganization procedures. Once reorganization was completed, the old account was merged with the new account and the firm would then recapitalize. This process was guided by the Corporation Reconstruction and Reorganization Act of October, 1946.

Debts rendered unpayable as a result of the suspension of wartime indemnities were addressed, in the first instance, with profits, retained earnings, and capital gains in the old account. Where these proved insufficient, up to 90% of capital, up to 70% of debt, the remaining 10% of capital, the remaining 40% of the debt, would be written off, in that order (Hoshi, 1995;312).

Although the profits, retaining earnings, and capital gains in the old accounts of these firms covered the bulk of the outstanding obligations of these firms, over 30% of outstanding obligations nonetheless had to be covered through the cancellation of capital and debt. Debt-equity ratios declined dramatically as a result, most noticeably in the metal, transportation and machine industries (Table 2.1.).

GHQ insisted that the reorganized firms maintain sufficient equity. To assure the financial "health" of the reconstructed companies, GHQ in its "Standards for Reorganization" directed that the level of capital be "no less than the amount of fixed capital and normally fixed working capital." (MOF 1983; 876)

Companies which had reduced their capital through write-offs of the sort described above were therefore obliged to issue new shares to raise their capital levels. Recapitalization of this sort was initiated between mid-1948 and early 1949.

Zaibatsu Dissolution: Changes in the structure of corporate governance were instituted during the war through "corporate controls" by "new bureaucrats" influenced by Nazi ideology and the apparently successful economic planning of the Soviet Union. They were convinced that the maximization of production required that the rights of shareholders be restricted due to the fact that, in their view, the risk averse attitude of firms engendered by the overriding requirement that they meet shareholder interests was causing high levels of cash outflow and insufficient levels of capital accumulation. On the basis of this ideology, a ceiling was imposed on dividend payout ratios (up to 8%) in 1940. The Munitions Companies Law of 1943 limited the rights of shareholders in ratifying the decisions of top management. In the process, power and control over the corporation shifted from shareholders to salaried managers (Okazaki, 1994).

Further drastic changes were imposed by the postwar reforms. The view of GHQ was that dispersion of stocks to individuals (widespread ownership of securities) should be a pillar of economic democratization because it believed that the concentration of ownership in the hands of zaibatsu families and other large shareholders, which was a characteristic of the prewar system, was a major factor in Japan's militarization. The new corporate governance structure which GHQ sought was an individual-centered, widespread ownership system in which corporate managers would be monitored by the market as well as through boards of directors elected by general shareholders' meetings. Put another way, what

GHQ wanted was a kind of "market for corporate control with employee's commitment."⁶

The procedure followed in the zaibatsu dissolution process began with the designation of specific firms and families as zaibatsu families, holding companies, and subsidiary companies. Stockholding of designated firms and families were then transferred to the HCLC (Holding Companies Liquidation Committee).⁷ The amount of shares transferred to the HCLC in conjunction with zaibatsu dissolution totaled 9 billion yen, or an estimated to 21 % of the economy's capital. If one adds to this the stockholding disposed at this time under other programs, there was a disposal of a total of 14.4 billion shares, or approximately 34% of the nation's total paid-in capital. My own analysis of the 100 largest companies of 1937 and 1955 leads me to the conclusion that almost half of these firms (62 out of 127) were targeted under the zaibatsu dissolution program and were forced to disperse nearly 50% of their issued stocks (Miyajima 1995).

The liquidation of zaibatsu-related stocks began in early 1948. The first priority in creating the individual-centered ownership structure was the transfer of stock holdings to a firm's employees and then to the residents of localities in which the company operated. No single individual was allowed to purchase more than 1 percent of a given company's shares. At the same time, any manufacturing companies or financial institutions designated as zaibatsu-affiliated were prohibited outright from buying stocks of affiliated firms.

The ownership structure of Japan's largest firms was changed completely as a result of this "democratization" of securities holdings. With nearly 70 percent of all corporate stocks owned by individuals (Fig.2.2), an individual-centered, widespread ownership structure emerged in place of the

hierarchical, holding company-centered ownership structure of the prewar years.

Also among the goals of zaibatsu dissolution was the elimination of managers appointed by the zaibatsu families and a dissolution of the interlocking relationships between holding companies and subsidiary companies. The severing of personal relationships was realized primarily through the "economic purge" of 1947, but was supplemented by the Law for Termination of Zaibatsu Family Control. Approximately 2000 former executives were purged as a result of the two measures. In the process, salaried managers came to populate the boards of large Japanese firms in place of the earlier owner-managers.⁸

Thus, a new corporate governance structure, modeled on the American system, emerged out of the postwar reforms. Supplementing the measures that created this new structure were a series of institutional reforms designed to sustain these new corporate governance structures.

First, stock ownership on the part of financial institutions and corporations, which had been free of any regulatory restrictions in the prewar period, was now severely restricted by the Anti-monopoly Law (AML). Article 9 of the original AML outlawed the establishment of holding companies (those with 25% or more of their assets in securities of other companies) and prohibited manufacturing companies from owning the stock of other companies. Article 13 of the law restricted shareholding by financial institutions to 5% of a company's total stock issues. Second, the Securities Trading Act of 1948 contained various provisions which protected the rights of small shareholders. Simultaneously, an auditor system was formally introduced into Japanese firms. Third, the Commercial law was completely revised on the basis of the American model in 1950. GHQ guided the drafting of the revision and insisted on such measures as the "stock holder's right of access to books and records, and voting rights".⁹ The

essential aim of the amendment was to strengthen the power of boards of directors and the rights of small shareholders. In sum, the Securities Trading Act, by expanding information disclosure requirements, aimed to guarantee shareholder control over management through the stock market (i.e., in Hirschman's terminology, control through "exit") while the new Commercial Law tried to enhance shareholder control through direct procedures (i.e., control through the "voice").

(3) *Deconcentration Policy*: Highly concentrated industrial organizations were another target of GHQ efforts. Levels of concentration, both in terms of capital and market share, increased during the war years under the priority principle on resource allocation , and in particular after 1941 when resources became more and more scarce. It was natural enough for GHQ to consider the break up of concentrated industrial organizations as an essential aspect of the elimination of Japanese war potential (GHQ/SCAP 1951).

In line with such thinking, in 1947 GHQ directed the Japanese government to dissolve large firms through the Law for the Elimination of Excessive Concentrations of Economic Power. Initially, 325 companies were designated as targets for elimination under the law, but in the end the number of companies actually dissolved numbered only 18. Still, key Japanese firms were involved, including Nippon Steel and Mitsubishi Heavy Industries. In addition, there were several instances of large firms being dissolved under the Corporate Reconstruction and Reorganization Act (Uekusa 1979; Hadley 1973 ch.9). The postwar reforms contributed to the creation of a competitive market structure in a somewhat indirect manner, as well. Because the large ex-zaibatsu and other firms that had dominated prewar industries were preoccupied with the various reforms imposed on them, independent companies that were minimally affected by

these measures were able to use the window of opportunity to expand their businesses or enter into new fields.

One of the primary purposes of the Anti-Monopoly Law (AML) of 1947 was to maintain the newly created competitive market structure. It is instructive to note that the staff of the Ministry of Commerce and Industry (the predecessor of MITI) to whom GHQ delegated the drafting of the AML, relate that they simply could not comprehend what GHQ was asking them to do and drafted a law modeled on the prewar law regulating cartels (The Control Law for Important Industries in 1931) which allowed cartel activities in principle but gave the government the power to oversee their activities (MOF 1982;385-96). This episode indicates just how unfamiliar the anti-monopoly concept was in Japan.

The original Anti-monopoly law enacted in 1947 contained stricter provisions than its US model. First, cartel activities were more thoroughly prohibited than in the US Sherman Act. Any cartel activity whatsoever was deemed prima facie illegal. Second, the law (Article 8) gave the Fair Trade Commission the power to eliminate "undue substantial disparities in bargaining power". The drafting of the article involved was influenced by the ALCOA case of 1945 in which a large aluminum company was dissolved on grounds that it represented a substantial disparity in bargaining power (MOF, 1981;400-1).

2.2.2. The "Japanization" of the American Model

Economic reform in Japan entered into new phase in early 1949. During 1948 real gross national product (GNP) recovered to 85 percent of prewar levels (1934-6=100) while the rate of inflation declined from earlier peak levels. A multifaceted economic stabilization program was introduced at this time. The so-called Dodge line of 1949 involved the establishment of fixed exchange rate

in place of the system of multiple exchange rates as well as the suspension of new loans from RFB (Reconstruction Financing Bank). These policies had a profound impact on the operations of Japanese firms. Prior to stabilization, top management had given in to the wage demands of labor unions in the expectation that wage hikes could be offset through increases in controlled prices and through additional subsidies financed primarily through the RFB (Okazaki, 1993). No longer able to count on the soft budget constraints of the controlled economy, they found themselves forced to reconstruct their operations on a free market basis.

The new corporate system envisioned by GHQ confronted several critical difficulties as a result of the shift from a planned economy to a market economy. Among the most noteworthy challenges was the stock market collapse in October 1949 precipitated by an oversupply of stocks and an increase of real interest rates. The stock market crash affected the Americanized corporate system in two ways.

First, it made recapitalization virtually impossible. To take a typical set of examples, Hitachi and Toshiba, two large electrical equipment manufacturers, each suffered from huge losses as a consequence of the stabilization program. With share prices dropping below par value, they found themselves unable to raise required capital (Miyajima 1994). In light of the difficulty of issuing new shares in the depressed market, the Standard for Reorganization was revised in December 1949 to require only "as much recapitalization as possible given the market conditions." (MOF 1983; 887) Even as this was occurring, new money for reconstruction was being supplied by the country's city banks.

Second, as a result of the stock market crash, top managers found themselves faced with the threat of takeovers. This was especially true for ex-zaibatsu

companies, whose stock issues had been heavily liquidated and several former zaibatsu companies experienced hostile takeover bids. Faced with a crisis of managerial autonomy, top management teams sought to maintain their stock price through measures which mimicked "leveraged buyouts", which were technically prohibited under Japanese Commercial Law (Miyajima 1995). Actions of this sort were particularly prominent in late 1949 and early 1950.

With the Japanese government pressing it for measures to sustain equity prices and under orders from Washington to rapidly rehabilitate the Japanese economy, GHQ began to retreat from its original plans for the Japanese corporate system. In October 1949 the Securities Coordinating and Liquidation Committee indefinitely postponed the public sale of remaining zaibatsu-related stocks by public tender as a measure to alleviate the oversupply of securities. At about the same time, MOF announced that it would no longer give top priority to assuring individual and employee stock ownership (MOF 1982; 381-3, 408-9).

Several more direct measures for maintaining stock prices were also introduced. First, share ownership on the part of financial institutions was encouraged by the Ministry of Finance (MOF) and Bank of Japan. Second, investment trusts -the equivalent of mutual funds in the US- were introduced. Third, the original anti-monopoly statutory framework was revised. A 1949 amendment of the Anti-monopoly Law made it possible for manufacturing companies to hold other companies' stocks, subject to the qualification that this did not substantially reduce competition. A further amendment in 1953, through a revision of Article 13, raised the ceiling on financial institution ownership from the previous 5% to 10% (Miyajima 1995; 384-5). As suggested by Fig.2.2, these changes in policy led to a shift from individual- to institution-centered ownership. Cross shareholding among ex-zaibatsu companies also advanced in the

early 1950s. Changing our aspect on industrial organization, fierce competition in product markets became a serious problem around 1952 as the Korean war boom ended. It is reported that "excess competition" (Cut throat competition) occurred in several industries, including cotton yarn, rayon, and cement. Faced with the legal restrictions imposed by the AML's provisions, MITI facilitated the creation of de facto cartels through the use of administrative guidance. The justification was that such collusion did not violate the AML since it was done under the guidance of MITI and therefore not voluntary. (MITI, 1988)

However, it was quite clear that these cartel activities were in fact legally suspect. For instance, a de facto cartel in the staple fiber industry was declared a violation of the AML by the FTC. Business circles and MITI therefore strenuously lobbied for a further revision of the AML. The upshot was the 1953 amendment of the AML which, along with deleting the provision proscribing disparities in bargaining power, relaxed the strict prohibitions against cartels. As a result of this amendment, cartels for depressed industries (recession cartels) and for modernization purposes (rationalization cartels) were now legal (MITI 1988; 259-303). Together with the amendment of the articles relating to shareholding, the revised anti-monopoly law created a profoundly modified institutional framework for the pursuit of corporate strategies.

2.3. The Heyday of Industrial Policy: The First Phase of the High Growth Era (HGE)

2.3.1. The Promotion of Capital Accumulation Under the Law for Capital Asset Revaluation

As discussed above, the capital composition of large Japanese firms in

the wake of the implementation of the Occupation reforms was characterized by low levels of equity, something which GHQ did not consider desirable. The dividend payout ratio of large firms was rather high while the depreciation ratio was very low, as is shown in **Figure 2.3**.¹⁰ Such behavior might be characterized as short term-oriented and even myopic. In any event, it is clear that the behavior of large Japanese firms was quite different from what we currently conceive of as that of the J-type firm.

It is helpful here to conceive of two sets of equilibrium. One of these might be termed a "low accumulation equilibrium", which means that a company maintains a high payout ratio, avoids asset appreciation and minimizes depreciation. The second might be termed a "high accumulation equilibrium" where a company improves its capital composition by maintaining a low pay out ratio, increases the value of its assets and enhances cash flow through depreciation. Government officials as well as the leaders of business circles considered the latter desirable but it was the former behavior pattern that predominated in large firms. This was natural enough under the circumstances of the time-namely, dispersed firm ownership and a capital composition biased toward low equity. Under-depreciation was especially conspicuous in the machinery, metal and chemical industries¹¹(**Table 2.1**).

Faced with such corporate behavior, the Ministry of Finance (MOF) and Ministry of International Trade and Industry (MITI) instituted a series of measures designed to foster a switch from a low accumulation to a high accumulation equilibrium. Two special depreciation rules were introduced. One was a special depreciation allowance (a 50% increase over three years) on designated equipment written into a 1951 revision of the Special Tax Measures Law. The second was a first year depreciation allowance of up to 50% of the

purchase price of a piece of equipment in the 1952 Enterprise Rationalization Promotion Law (which also provided an exemption from property taxes). Due to a high inflation rate, however, the book values of tangible assets were considerably lower than real values (replacement prices). The resulting under-valuation of assets was a major obstacle to rapid depreciation. In response, MOF enacted the "Law for Capital Assets Revaluation" in 1950, which was revised in 1951 and 1953. Despite this, company asset revaluation did not advance as hoped. The main reason was the law did not stipulate the extent and magnitude of revaluation but instead left these to voluntary determination by the company concerned. Companies preferred the lower property taxes that undervaluation made possible over the exposure to higher taxes associated with asset appreciation. According to this line of thought, asset appreciation would increase unit costs and threaten competitiveness--the increase in the capital account associated with appreciated assets would lower nominal equity ratios, lower the dividend payout ratio and, given the imperfect and underdeveloped state of the capital market, make it difficult to raise capital.¹²

Convinced that one of the reasons for the rapid recovery of West Germany was its rapid depreciation policies, MOF and MITI was seriously concerned about the revaluation problem (MOF 1954). A new law, entitled "The Law for Compulsory Asset Capital Revaluation for Promoting Healthy Capital" was enacted in 1954. This law outlined procedures under which companies could revalue tangible assets at up to 80% of their estimated value and allowed them to depreciate these tangible assets on the basis of this revaluation.

It treated any increase in value as a capital gain, while at the same time limiting the payout ratio to under 15% when revaluation was not undertaken in line with these rules. Finally, for companies which did revalue, it reduced

corporate dividend and property taxes on those assets revalued (MITI 1955; Toyokeizai 1957 127-35).

In sum, the law provided a strong set of incentives and disincentives designed to induce companies to revalue their assets. The law appears to have been very effective. As is shown in **Fig. 2.3** and **Table 2.1**, the depreciation ratio (depreciation divided by turnover), which was below 2% from 1950 to 52, rose from 1954 onward while the dividend ratio began to decline rapidly from around 1955. Although debt-equity ratios started to decline once again after 1956 due to conditions in which the demand for money exceeded available internal funds, the depreciation ratio nevertheless continued to rise steadily throughout the late 1950s. The Law for Revaluation, in other words, caused a shift from company behavior oriented around a low accumulation equilibrium and a myopic time horizon to a high accumulation equilibrium based on a long-term time horizon.

2.3.2. Government Intervention and Investment Competition

(1) *I.P. Accentuation of the "First Mover" Advantage:* Although direct government controls over foreign trade remained in place and several plans for industrial recovery were implemented (including the first rationalization plan for the iron and steel industries and the rationalization plan for coal mining), during the early 1950's an explicit consensus had yet to emerge on the issue of targeting of new industries. Industrial policy remained a contentious issue pitting those who stressed free trade against others who favored autarkic development. It was only in the mid-1950s, with the publication of the "Five Year Plan for Economic Support," that a consensus was established among business leaders and government decision makers on the desirability of targeting new

domestic market-based industries with the potential to develop into export industries in the future (Johnson 1982: 228-9; Kosai 1988: 29-31). It is worth noting that this "strategy" differed from both the "inward oriented" import substitution strategies commonly applied in Latin American countries and the "outward" export-oriented industrialization strategies applied in the NIES in the 1970s.¹³

Once targeted industries were chosen, import restrictions and foreign reserve quotas began to perform a new function as mechanisms for channeling resources into targeted industries. The list of targeted industries and measures taken are summarized in Table 2.2. An early target of promotion policies was synthetic fibers. Others included the petrochemical, machinery parts and general machinery, and electric industries. The policies commonly directed at targeted industries were: First, long-term (normally five year) plans were drafted by councils composed of MITI officials and representatives of relevant firms which outlined projections of future demand and production levels and presented corresponding investment programs. Special promotion laws were enacted in several industries, as shown in Table 2.2.

Second, several types of promotional measures were taken vis-à-vis these industries: 1) preferential loans from the Japan Developmental Bank (JDB) and other government banks, 2) accelerated depreciation and reductions in corporate income taxes; 3) decreased tariffs on imported machinery, and 4) the approval of the foreign technology licenses.

These effect of these measures with respect to promoting targeted industries was as follows. First, the protective measures subsidized the set-up costs of firms in the targeted industries. Low interest loans from JDB promoted investment in the iron and steel, shipbuilding, and machinery

industries by decreasing capital costs. The spill over effect of JDB loans on private financial institutions should be also be emphasized (Sawai 1991).

Second, the information exchanged between MITI and the companies in an industry during the process of drafting these plans and implementing these policies decreased the risks and uncertainty that companies faced. The long-term plans outlined by government councils also provided a point of reference for companies from which to design their own long-term plans. The late 1950s represented the first time in history that Japanese firms drafted their own long-term management plans and such plans covered such areas as sales, production and investment. It is reported that in a number of prominent cases it was the Five Years Economic Development Plan of 1958 that first motivated firms to draft long-term plans (Toyokeizai 1961; 112-3).

Third, it is also important to note that the limited time frame of protective measures induced firms to adopt aggressive investment strategies. When Japan joined GATT, it was clear that the existing restrictions of trade and capital would have to be removed within a few years. As top managers of large firms realized that in comparison to foreign competitors their companies were still small in scale with high costs and low quality levels, they grew extremely enthusiastic about decreasing their costs within the time frame set out for trade and capital liberalization (Ito 1988;223-6).

Another aspect of promotional industrial policy involved quasi-fixed rules, or rules that are vary from industry to industry but are implemented an impartial and standardized manner within an industry (Murakami 1987; 47-9). As Kikkawa and Hikino discussed theoretically and Suzuki examined the case of synteric fiber in this volume, companies had strong incentives to obtain subsidies by meeting the requirements stipulated in quasi-fixed rules. Because attaining

capacity before rival firms tended to frustrate and complicate the rivals' planning and implementation, there was a definite advantage to being the first in an industry to invest in large-scale plant and equipment. Also at work were lessons that top management had learned under the planned economy. During the war years, quotas were allocated in proportion to a firm's existing production capacity and its output during the preceding year. As a result, latecomers suffered smaller allotments of funds and materials than the "first mover" and the latter tended to maintain a dominant position. It is recorded that top managers of latecomer firms regularly complained about their lesser allotments (Koyo Seiko 1988; 83). Thus, under quasi-fixed rules, firms were encouraged to adopt growth-oriented strategies in order to attain and maintain an "first mover advantage."

(2) *The Interactive Effects of the Anti-monopoly Law and I. P.:* Price competition was quite fierce when the Japanese economy entered into recessions induced by tight monetary policies in the years 1954-5, 1957-8, 1962-3 and 1965-6. Because the requirements for gaining approval for recession and rationalization cartels under the AML were quite stringent, industries and MITI preferred to use administrative guidance in organizing cartels. The most famous example is the steel list price system. The special laws for selected industries listed in Table 2.2 included articles exempting the relevant industry from the provisions of the AML. Cartel activities were also permitted in the export field following the enactment of the Export-Import Transaction Law in 1953 and its amendment in 1955 (MITI 1988; 331-333).

There are two points to note. One is that despite the spread of cartel activities in various industries, the legal framework of the AML continued to remain in place. During the 1957-8 recession, the peak business association

Keidanren began to lobby for a complete overhaul of Anti-Monopoly Law (AML). MITI drafted a new AML in 1958 modeled on the UK Restrictive Practices Act but the Diet failed to pass this amendment. Second is that the implementation of AML in Japan was quite discretionary, comparing to that of the US which based on the ex ante rule as is shown in chapter 6 in this volume. Studies of the actual implementation of the AML suggest that surveillance over cartel activities was relaxed during recession periods and strengthened during business upturns. The evidence also suggests that recession cartels in leading industries were short-lived because of the disruptive predilections of the more aggressive companies in an industry (MITI 1988; 317-31). Thus, from a business cycle perspective, the AML framework and MITI's industrial organization policy functioned in a complementary manner.

This combination of the AML framework and MITI's facilitation of cartels encouraged companies to adopt aggressive investment strategies. Generally speaking, the higher the debt-equity ratio, the more fierce price competition becomes, because the high interest burden puts pressure on corporations to maintain levels of capacity utilization. Under such circumstances, one would expect investment levels to be negatively correlated with debt-equity ratios. Top managers, however, knew or gradually learned that MITI would institute protective measures and that the FTC would relax its surveillance during recessions and for that reason they would sustain their aggressive investment strategies.¹⁴ The negative correlation between debt-equity ratios and investment levels was therefore moderated.

2.3.3. Competitive Lending in a Regulated Financial System

New money for investment was supplied primarily by the banking sector.

The banking sector mediated almost all financial flows from the household to the corporate sector in a context where savings levels were far below investment levels.¹⁵ The predominance of financial intermediation was closely related to the main bank system in which a "main bank" served as the largest debt holder as well as one of the large shareholders of a company and closely monitored client firms.¹⁶

While it is true that the origin of main bank system can be traced back to the wartime period and that main banks played a significant role during the postwar reconstruction, the dependence of firms on borrowing decreased during the early 1950s and did not increase again until after 1956 when a new investment boom occurred. (Fig. 2.1)¹⁷ This fact indicates that debt financing under the main bank system expanded under conditions different from those which had prevailed earlier.

Debt financing via the main bank system was in fact facilitated by government regulation. The regulatory framework established during war and postwar reform period in the financial sector composed of following three factors¹⁸:

The Glass Steagall-like separation of the banking and securities businesses that mandated by article 65 of Securities Transaction Act of 1948. The so called city banks, as Japan's largest banks are known which used to be heavily involved in the business of underwriting and brokering bonds, were no longer allowed to participate in these businesses.

The regulation of international capital inflow and outflow through the Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law in 1950 which prevented foreign influence from disrupting various financial controls being applied in the domestic market. The restriction of bond issuance to a small number of companies through the

imposition of secured issuance (collateral requirement) and the detailed accounting criteria concerning the size and financial situation of the eligible firm. The Bond Issuance Committee (Kisai-chosei Iinkai) highly regulated the amount and condition of bond issuing, considering market situation and the balance with interest rate of lending. As a result, it is almost impossible for companies, especially relatively young companies without established reputation and high debt-equity ratio, to raise their money by bond issuing. The strict control of bank deposit rates through the Temporary Interest Rate Adjustment Law in 1947. Based on this law, the Ministry of Finance (MOF) took the "artificial low interest rate policy" (to sustain the interest rate under competitive level), from which the bank enjoyed de fact subsidies.¹⁹

Under these framework, it is important to note that the competitiveness of each city bank was conditioned by its ability to collect deposit as well as the number and size of client companies. As a result, this framework allowed main banks to collect a "main bank rent" from strongest or promising client companies (Aoki 1994;129-30).

The top managers of city banks recognized that selecting good client companies provided them with a huge advantage. For instance, the president of Fuji Bank suggested the following at a meeting of branch managers in 1954: "As the economy has largely returned to normal, the accumulation of capital has made it possible for well-performing companies to improve their position and strengthen their *keiretsu* relationships (vertical *keiretsu*)... If a bank could establish business with these high-performance, group-affiliated firms, then this bank would strengthen its position and, at the same time, lay the foundation for growth in the future." (Fuji 1982; 797) After having decided to adopt this strategy, Fuji enlarged its screening and research divisions by dividing the

former screening division into first and second divisions. The first division focused on screening large clients (Aoki 1994;).

The competition for good clients among city banks, so called "main bank competition", was accelerated by the rivalry between ex-zaibatsu and non ex-zaibatsu banks. The ex-zaibatsu banks (Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo) had easy access to a large client base of companies which had been former subsidiary firms in the prewar zaibatsu. On the other hand, the non-zaibatsu Fuji, Sanwa, and Daiichi Banks had relatively few good clients. The non-zaibatsu banks were in a far weaker position than the ex-zaibatsu banks because of the smaller size of their clients as well as the fact that the depth of their business relationships were much less.²⁰ The non-zaibatsu banks therefore tried, beginning in the early 1950s, to obtain a base of large clients for the purpose of competing with the ex-zaibatsu banks and obtaining economies of scale in their loan structures. The former chief of the general division of Sanwa Bank recalled that main task of his division at that time was to figure out "how Sanwa could compete against ex-zaibatsu banks", and "with which companies Sanwa should establish business relations."²¹ This strategy in turn influenced those of the ex-zaibatsu banks. Through this process, debt financing based on main bank (*keiretsu* financing) developed in the 1950s and early 1960s.

In sum, as quasi-fixed rules of industrial policy accelerated investment, the huge demand for money to sustain the high levels of investment involved was met by city banks which competed with one another for good clients under a regulated financial system. Two additional points should be noted. First, in comparison to a securities-based system, the main bank system could better mitigate the asymmetry of information from which underdeveloped corporate systems often suffer. In the late 1950s, even companies like Honda and Sony

which are currently considered firmly established did not enjoy a good reputation in the capital market. Their main banks supplied large amounts of money to them based on their long-term relationship with them (Miyajima 1996). Second, as Aoki (1984, chap4) pointed out, the main banks tended to supply loans to client companies above and beyond the amount which would maximize the rate of return to client companies. Even when they did not have a need for it, companies had an incentive to maintain a certain amount of borrowing in order to sustain their close relationship with the main bank. This reciprocal relationship was thus another factor raising the level of investment.

2.4. The Ebbing of I.P. and the Establishment of J-type Firm: The Second Phase of the High Growth Era

2.4.1. The Attempt to Establish a "New Industrial Order"

During the 1950's, the allocation of resources in the domestic Japanese economy was done through the market mechanism but within a context in which protective government policies allocated imports and regulated direct foreign investment. However, this system was no longer sustainable by the late of 1950s. During the late 1950s Japanese exports grew at a rate twice that of world trade as a whole. Due to pressure from the US in particular, the government announced a trade and foreign exchange liberalization plan for the transition from protectionism to a free trade system. The liberalization of direct foreign investment (capital liberalization) became another important policy issue after 1964 when Japan joined the OECD.

Faced with inevitable liberalization, MITI sought to redesign business-government relationships in a way that was consonant with the new era of liberalized trade and investment. MITI's vision of the industrial system and

industrial organization was deemed the "New Industrial Order." The most central element in MITI's program was the encouragement of the concentration of production through tie-ups or mergers of firms so as to change the structure of competition from one of "excess competition" to workable competition. The second was to modify the nature of the government-business relationship in such a way that the government could systematically intervene in the determination of prices, investment, output quality, and other variables (MITI 1990;48-70).

The driving assumption behind this proposal was that the scale of Japanese firms in terms of total sales, total assets, net profit, and employment was too small when compared to their counterparts in the US and Europe, and hence that they had not yet reached the minimum optimal scales of production in terms of the long-run average cost. Another conviction driving this proposal was the existence of excess competition among firms in a given industry. MITI was convinced that these "unusual" features in Japanese industrial organization were associated with the corporate finance patterns--i.e. the predominance of financial intermediaries (Tsuruta 1988). A draft of a Special Industries Law based on these ideas was submitted to the Diet in 1963. The law was composed of three elements: 1) in place of coordination via the price system, a forum would be created wherein representatives of government, industry, finance, and academia would plan and coordinate industrial activity; 2) the bulk of the financing for realizing this system would come from the JDB, which would use its ability to guide financial flows into crucial sectors to bring about mergers and more concentrated mass production; and, 3) the cooperation of private financial institutions would be mobilized on behalf of the plan under the guidance of the government financial institution, JDB (MITI 1990).

At the same time, MOF tried to modify the firm behavior from the financial

side. MOF shared the same convictions as MITI regarding the causality linking keiretsu financing and "excess" competition. MOF pushed for two key items in this area during the early 1960s. First, it wanted to use regulatory authority to raise the equity ratio of large firms to at least 40%. The model here was the "conditionality" that the World Bank imposed on companies that it made loans to.²² The second was the establishment of guidelines for the corporate lending of city banks. MOF put forward the following set of proposals at the *Kinyu Seido Chosakai* (the Council for Financial Institution) in December 1964: 1) the establishment of a ceiling on increases in the total amount a bank lent to its large borrowers; 2) the organization of a council of city banks to determine lending policies in high growth industries; 3) the establishment of criteria for supplying investment funds which a company would have to satisfy before a city banks would provide coordinated loans.²³

None of these proposals put forward by the MITI and MOF were realized. The Special Industries Law did not pass the Diet despite being submitted three times during 1963-4. The main reason of this failure was that there was virtually no support for this law outside of MITI. Keidanren and the other peak business associations were wary of a revival of strong powers of state control. The leaders of the banking industry were opposed to the law because they were worried about the government forcing them to make mandatory loans. And the Fair Trade Commission (FTC) insisted the law violated the principles of the AML. Given the lack of support, the ruling LDP was reluctant to pass the bill. Top managers criticized MOF's net worth ratio regulation proposal on grounds that the proposed rules were too mechanical and inflexible to be practical (MOF 1991; 263). As for the guidelines for city bank lending, as an executive of a city bank asserted at a meeting of the *Kinyu Seido Chosakai* (Council for Financial Institutions):

"It is difficult to determine a guideline ceiling for loans under a situation of low equity ratios. A large amount of lending to a company might very well be necessary in order to strengthen its international competitiveness in the future."²⁴

2.4.2. The Stable Shareholder Scheme

The other major concern of both MOF and MITI was to protect Japanese companies from the takeover bids of foreign companies that were expected once capital liberalization occurred. In the 1950s, ownership of leading Japanese firms was still fairly dispersed and the prevailing corporate governance structure in Japan remained the characteristic of that of the market for corporate control model. Although cross shareholding and stable shareholder arrangements had advanced among ex-zaibatsu companies, shares in most other firms were held mainly by individuals and by mutual funds (Miyajima 1995b). Note that by the mid 1960s the regulatory framework created by the postwar reforms was neutral in its effect toward -or, at times even discouraging of-stable shareholder arrangements. The percentage share held by individuals in 1963 had decreased by only 5% from that of 1955. If the percentage of shares held by mutual funds is added to individuals share, the aggregated share in 1963 even exceeded that of 1955. (Fig. 2.2)

Given this diffuse ownership structure, it was natural for government officials and top managers of large firms to worry that foreign firms might easily take over Japanese companies. Such fears were strengthened by the stock market crash of 1962. Between the October 1961 peak and the April 1965 trough, the average share price in the first section of the Tokyo Stock Exchange (TSE) fell by nearly 50%. In response, the government decided not only to support stock prices but

also to utilize this as an opportunity to facilitate the establishment of stable shareholders in leading Japanese firms. The state's formerly neutral stance toward the structure of corporate ownership, in other words, shifted to a decidedly activist one.

How did this happen? First, along with such measures as the coordination of capital increases by a "Council on Capital Increase," in 1964 the government created a new public/private institutions to maintain stock prices. The mission of the Japan Joint Securities Corporation (Nihon Kyodo Shoken Kabushiki Kaisha) was to maintain a floor on the Japanese market by buying up the securities. Initially, this firm was financed by the private banks and low interest loans from Bank of Japan (BOJ). The Joint Securities Corporation purchased 1.6 billion shares at a cost of 190 billion yen but this proved insufficient.²⁵ Then, in January 1965, a second quasi-governmental institution, the Japan Securities Holding Association (Nihon Shoken Hoyu Kumiai), was formed. This association purchased an additional 230 billion yen in equities from investment trusts (mutual funds) and securities companies. Together, these two quasi-governmental institutions, supported by special loans from the BOJ, ultimately purchased roughly 6% of all shares listed in the first section of TSE (Adams and Hoshi; 1972). This purchasing volume did prove large enough to attain the desired effect on stock prices.

The two quasi-governmental institutions then systematically resold the shares that they had purchased to "stable" shareholders-that is, to financial institutions with a common keiretsu affiliation and to other companies that would not resell the transferred shares in the short term. Some 80% percent of the shares were resold to corporations over the ensuing five years. In effect, "Japanese banks and firms bought more shares because the government subsidized

their purchase through low interest lending." (Weinstein 1995)

Second, the Commercial Law was revised to make it easier for firms to stabilize their shareholders. One of the main developments here was an amendment of Article 280 that allowed the board of directors of a firm to increase capital through private placements without obtaining the formal approval of a general meeting of current shareholders. By private placement (third-party allocation) we are referring to private sales of equity, often at below market prices, to selected persons or firms (typically, directors, employees, suppliers, or distributors).²⁶ Another amendment made it possible for a company to restrict shareholders through provisions in the firm's articles of incorporation. The alleged reason for this amendment was to reduce the chance of foreign takeovers. It is well known, for instance, that Toyota restricted its shareholders to Japanese nationals and legal persons through a revision of its articles of incorporation (Suzuki 1977).

As a result of such government-facilitated shareholder stabilization programs, there was a dramatic change in corporate ownership structure during this period, as can be seen in Fig. 2.2. Change was especially apparent in the auto industry where the threat of foreign takeover was taken most seriously. Table 2.3 lists the 15 companies in my data base that exhibited the largest percentage increase from 1964 to 1972 in shares held by other corporations and financial institutions. It is impressive that eight of them were automobile companies.

2.4.3. The Corporate Behavior in the late 1960s

Government intervention in the 1960s was characterized by success in promoting stable shareholder programs and failure with regard to the

establishment of a "New Industrial Order". Let us now turn to the issue of the kinds of changes that were precipitated in the system of corporate organization, focusing on the mergers that MITI promoted.

Although the Special Industries Law was not passed, MITI nevertheless persevered in its effort to encourage mergers--mainly, through administrative guidance. In November 1966, a memorandum was concluded between MITI and the FTC that relaxed the 30% guideline governing horizontal mergers previously delineated by the FTC (MOF 1991; 252). However, the number of mergers remained minimal during the 1960s and the concentration ratio in terms of capital actually decreased. Although the famous merger of Fuji and Yawata (to form New Japan Steel) occurred during this period, it represented the exception rather than the rule. A useful, and perhaps more illustrative counter example, can be found in the failure--as a result of FTC opposition--of the effort to merge Oji, Jujo, and Honshu Paper, three firms that were originally created as a result of the dissolution of the prewar Oji Paper Co. during the postwar reforms.

The mergers that tended to succeed were those occurring within the framework of a bank-centered corporate group, or keiretsu. According to a survey of 63 major merger cases between 1953-1973 (Iwasaki 1988), four types of mergers were distinguishable:

- 1) Mergers between firms belonging to the same keiretsu (33 cases, or over half the total);
- 2) 15 cases of mergers between independents (firms not belonging to any keiretsu);
- 3) 14 cases of mergers between (a) keiretsu firm(s) and (an) independent(s);
- 4) and just one case of a merger in which the participating firms belonged

to different keiretsu (the merger between the Osaka Shosen and Mitsui Senpaku, two shipping companies that, contrary to all expectations, merged in the wake of a mid-1960s concentration drive in the shipping industry strongly promoted by the government).

As this suggests, the major reorganizations through mergers in Japan have been pre-dominantly among firms related to one another in terms of personnel or capital—that is, those in a parent-subsidiary relationship before the merger, or firms within the same bank centered keiretsu (and in particular among those that had been split under the Law for the Elimination of Excessive Concentration of Economic Power).

The change in ownership structure impacted on corporate behavior. The success of stable shareholder programs freed top management from the pressures of stock market. One piece of evidence for this can be seen in **Table 2.4** wherein the dividend payout ratio (DR) is regressed on the rate of equity (ROE). While DR remained sensitive to ROE in the late 1950s and early 1960s, such sensitivity decreased in the late 1960s. With the exception of 1972, no correlation was detected after 1970 and R-square declined to almost zero. A stable payout ratio policy came to prevail in large Japanese firms along with the spread of stable shareholders.

Another expression of the change in corporate behavior that occurred after the spread of stable shareholders can be found in **Table 2.5** which measures the effect on investment of Tobin's q , cash flow, and other variables in accordance with an formula developed by Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1991). The estimation has a lot of technical problem, and therefore the results is still tentative.²⁷ However it would be safe to say that, although the positive influence of Tobin's q on investment is statistically significant during the first phase

of HGE (1957-64), it was no longer apparent in the later phase (1965-72). This is consistent with the understanding that the investment decisions of top management in the later phase of HGE were shielded from the external pressures of the capital market.

Companies with stable shareholders became increasingly dependent on debt financing. Despite MOF's serious concerns, debt-equity ratios decreased throughout the 1960s. (Fig. 2.3) This is consistent with the investment functions shown in Table 2.5. The coefficient of cash flow (CF) decreased by almost half between 1957-64 and 1965-72, indicating that cash flow constraints on investment were being steadily mitigated. Under most circumstances, the effect of increases in debt-equity ratios is to reduce investment levels because this raises capital costs by increasing risk and agency costs. However, this did not occur in Japan, and during the time period we are considering, the effect was just the reverse.

In short, the Japanese companies adopted a strategy of debt financing under a regulated financial system and then mitigating pressures from the external market through shareholder stabilization programs. By adopting such a strategy they were able to realize high growth. This point can be demonstrated with a simple regression analysis in which the growth rate of firms (asset based) is regressed on change in leverage ratio (ΔB) and the percent change in shares held by the financial institutions ($\Delta SH-FIN$). According to Table 2.6, the growth rate of assets is positively correlated with both ΔB and $\Delta SH-FIN$. This result indicates that the more a company depended on debt financing, the more it had stabilized its shareholders and the higher the growth rate of assets. As a result, the size of companies grew to a scale large enough to satisfy MITI's original intentions. The number of Japanese firms ranked among the "Fortune 500"

increased from 13 in the early 1960 to over 20 in the late 1970s.²⁸

2.5. Concluding Remarks

In place of a narrative giving exclusive causal emphasis to either state or private initiative, the present chapter adopted a "third" historical narrative, focusing on the influence of government intervention over corporate strategy and the regulatory framework over the corporate system. Let us summarize the main features and implications of the new narrative.

(1) **The Impact of Postwar Reform** For understanding business-government relationship in postwar Japan, a starting point is to note that the impact of postwar reform on industrial and corporate organization is supposed to be quite drastic comparing to other defeated countries. Given significant change in corporate system under wartime planned economy, postwar reforms initiated by GHQ and their Japanization gave birth to a system of corporate and industrial organization completely different from that of the prewar years²⁹. In prewar Japan, the governance structure of large firms are characterized as the strong control power of large shareholder. (Okazaki 1993).³⁰ Corporation mainly relied their money on internal fund, or capital market if internal fund was not enough. Industrial organization was characterized by widespread cartel activities under a pro-cartel regulatory framework. Industrial policy implemented during interwar has such characteristics as less usage of financial measures, less discretionary intervention and strong consideration on freedom of trade, although the idea and measures behind prewar policy has a traits of developmental state (Miyajima 1992; 1997). Given situation that these interaction has gradually changed under planned economy, the postwar reforms, which was modeled on the American system and which orientation was different from war time, brought

about significant change of the business-government relationship. The newly emerged business-government relationships was different from prewar, and was not simple a continuation and acceleration of incremental changes already under wartime planned economy.

The above alone highlights the understanding of the impact of postwar reform in the cross national perspectives. Despite its having also experienced the same type of Allied-initiated reform process, this chapter suggests that what happened in Japan was much more drastic than what happened in West Germany and Italy in terms of the magnitude and depth of change. Berghahn(1985), for instance, chronicles the Americanization of German economy after World War II but the American influence there did not extend to corporate system.³¹ The ownership structure and bank-firm relationships of West Germany did not experience the kind of crucial change that was seen in the case of Japan. Plumpe in this volume pointed out that corporate strategy shows remarkable continuation before World war. Comparing to the German case that the continuous relation of economic system between prewar and postwar in spite of discontinuous relationship of ideology behind economic policy, the Japanese case could be characterized as discontinuous relationship of economic system between prewar and postwar in spite of continuous relation to ideology behind policy.

(2) **Mechanism for Encouraging Investment** What this paper stressed is that the role of government for encouraging investment in the high growth era was quite diversified as is expected. The subsidization based on targeting not only influenced on resource allocation, but also companies' strategy. Quasi-fixed rules of government intervention with targeting policy induced strategic responses among firms aimed at capturing the "first mover advantage". The combination of the AML and MITI's policy of facilitating cartels functioned

to encourage competitive investment. As a result, the intervention and regulation, which was restrictive for competition, functioned to enhance competition among companies.

The regulation introduced by postwar reconstruction period could also encourage the investment through following mechanism. The regulation was important not only because it make the industrial organization competitive, but also because it could influence on corporate system. The Special Law for Asset Revaluation transformed corporate behavior from myopic, short term-oriented behavior to behavior that was more long term in its orientation. Considering on the fact that firms tended to return to back to prewar behavior, we could conclude that the impact of this law on corporate finance was not small. Aggressive investment among firms was also encouraged by the competitive lending of city banks under a regulated financial system. Another important factor was the regulation concerning ownership structure. The Anti monopoly framework introduced during postwar reform was basic framework for emerging cross shareholding. The changing attitude of government to shareholder stabilization scheme was important for its extension. The prevailed shareholder stabilized scheme in turn influenced on corporate strategy through mitigating the external pressure of capital market.

(3) Dynamics of Business Government relationship Lastly let us summarize the structural dynamic of business-government relationship in the golden age. As we clarified, corporate and industrial organization emerged around the early 1950s was still the proto-type of J-firm system. It was in the late 1950s and early 1960s as often marked as the heyday of government intervention that the J-type firm system evolved. In the process that corporation and financial institutions looked for optimal response to the regulatory framework, corporate

system which characterized as J-type firm was gradually evolved. It was also in the 1950s that the corporate behavior peculiar to J-type firm developed. In the process of learning the government discretionary intervention, corporations gradually set up their highly aggressive investment behavior.

However, this structure of government-firm interaction changed in the 1960s, when the trade and capital liberalization was implemented step by step. If we summarize the 1950s as a period that the regulatory framework and government intervention promoted the evolution of the J-firm system, the mid-1960s afterward was characterized as a period that J-firm system institutionalized often contradicted to further government intervention. In the mid 1960s, the government role for encouraging economic development through subsidization was diminished. Further a new arrangement envisioned by MITI and MOF was frustrated by opposition from the emerging J-type corporate system. The failure of the new industrial order plan, and investment coordination by MITI are such typical cases. The failure of intervention to bank lending by the MOF was the other case. In this phase, the private sector tried to be free from government intervention.

On the other hand, it was in this phase that the J-firm supported by stable shareholders and main bank system pursued increasingly aggressive investment policies which in turn led them to increase their productivity. As already pointed out, the stylized fact of J-firm system was typically emerged in this phase. It is safe to say that Japanese firm system was institutionalized in this phase (Hashimoto 1996).

Entering into 1970s, when external circumstance changed and Japanese economy showed high presence in the world economy. The interaction between government-business changed again. On the one hand, the main area of industrial

policy in Japan was 1) to encourage structural adjustment, 2) to facilitate R & D investment, and 3) to coordinate the trade friction.³² On the other hand, the most conspicuous change concerning the regulation supporting to J-firm system was the financial deregulation since the late 1970s, when financial regulation summarized as point 1.3 and 4 in section 3.3 was gradually relaxed. Along with the changing pattern of corporate finance, the financial deregulation changed the main bank relationships. Thus, J-type firm-government interaction entered into an entirely new stage.³³

* Author thanks Lonny Carlile, William Lozonick and David Weistein for useful conversation regarding this topic. Author also thanks William Becker, Alice Amsden, Richard Vietor, Shigeru Matsushima and Jim Tomlinson for helpful comment on earlier version. This work is supported by Waseda University Grant for Special Research Project and Ministry of Education Grant for Scientific Research.

¹ See Madison (1989) ch.6 and Marglin and Shor (1990), ch. 1.

² As chapter 1 refereed, for instance, see Johnson, 1982; Tyson and Zysman (1990); Nestler, 1992.

³ See Trezise (1976), Okawa and Rosovsky (1983); Saxonhouse (1985); Biason and Weinstein (1995).

⁴ There are already several trials to seek third narratives. Ito (1988), Komiya et al (1988) and recent the World Bank (1993) tried to clarify the role of government to solve market failure and coordination problem, based on theoretical framework developed by the new trade theory since Krugman (1986) and Easton and Grossman (1987). On the point of focusing on reciprocal process of government and companies, this chapter is along the same line of as these works, whereas we rather focus on the influence of government intervention on the corporate strategy. Another important trial is Aoki et al (1996) and Aoki (1996), which focus on the software component of economic growth, and criticize the World Bank (1993) in its premise and overemphasis of export push strategy. On the point of focusing on the interaction between government and corporate system, this paper is along the same line as these works, although Aoki mainly focuses on the role of organizational mode to productivity, whereas we rather focuses on the interdependency of industrial organization, corporate finance and governance.

⁵ See Aoki 1989, Aoki and Dore (1994); As recent works in Japanese, Hashimoto 1995, 1996.

⁶ GHQ's idea is not same as the current sense of the "market for corporate control", which stressed on the takeover mechanism over discipline top management team. Jensen and Rubach (1983).

⁷ In detail see, Hadley (1970); MOF (1981); Miyajima (1994).

⁸ However, it is noteworthy that the board member of Japanese firms mainly composed of insiders, who promoted within companies, nonetheless, the GHQ implicitly conceived that new manager would be recruited from external managerial market. The managerial revolution from above in Japan accompanied an unique characteristic of the predominance of insiders in the board of directors, which was quite contrast with US, or UK type of two-tier structures. See in detail, Miyajima (1993), pp.53-82.

⁹ Suzuki, 1977, pp. 615-6. Suzuki, the leading researcher of Law School at this time, pointed that this amendment could be evaluated as the Americanization of Commercial Law.

¹⁰ This process was comparable to the German cases. After currency reform, German firms were allowed wide scope to revalue their fixed asset. This provided the opportunity for very large tax deductible write-offs. Estimates of deduction from taxable income due to accelerated depreciation and other deductions and credits amount 8.2% of total retention of the enterprise between 1950-54. This measures taken by German government is supposed to be close related to the corporate finance pattern that 87% of gross investment was financed by retention including depreciation. Corlin (1989).

¹¹ See Keizai-dantai Rengo kai, Keizaidantai Rengo kai Zenshi [The Pre-history of Federation of Economic Association], Tokyo, 1963, volume 2, pp.32-4; Toyo Keizai Shinposha, Nihon Keizai Nenpo [Annual Report for Japanese Economy], Tokyo, 1954, no.3.

¹² Toyo Keizai Shin-po (Oriental Economist), March, 6, 1954

¹³ As for inward and outward orientation, see Wade, 1990.

¹⁴ It was initially pointed out by Nakamura (1988).

¹⁵ As for this corporate finance pattern, see Suzuki (1987) and Teranishi (1982).

¹⁶ Regarding the characteristics of main bank system comparing to Anglo Saxon financial system, see Aoki and Patrick (1994), chap. 1 and 5.

¹⁷ Utilizing informational advantage based on long-term relationships, main bank could play a significant role in corporate finance through supplying a large part of money to a client company, and being the manager bank of (de fact) syndicate loan to the firm during reconstruction period. See Miyajima (1994), pp.308-15.

¹⁸ In detail, see Teranishi (1982), Ueda (1994), and Aoki (1994).

¹⁹ MOF also controlled the lending rate (the interest rate on a loan) to low level, and as a result the nominal lending rate was stabilized during the High Growth Era. However, banks could raise effective lending rate to client companies by requiring compensating balance.

²⁰ Toyo-keizai, "Ginko-shihai no Kyoka to Zaibatsu Saihensei no hoko [The ontrol of banks and direction of zaibatsu reorganization]", Toyo Keizai Shinpo, October, 24, 1953.

²¹ Interestingly, Fuji and Sanwa put priority on issuing loans to large clients, while they decided on a policy of seeking deposits from general public. Sanwa Bank was even more aggressive than Fuji Bank in placing priority on catering to large clients, because their existing client companies at that time were limited to those in the textile industry. Sanwa focused on a "strategy of concentrating loans on the heavy and chemical industries" in the mid 1950s (Sanwa Bank, 1974; 242).

²² In the late 1950, when integrated iron and steel companies borrowed investment funds for the World Bank, they were requested to satisfy these conditionality. For instance, see Sumitomo Metal Co. (1967).

²³ In detail, see Zenkoku Ginko Kyoukai Rengo Kai, [The Association of All Banking Industries], Ginko Kyoukai 20 nenshi [The 20 years History of Banking Industries], (Tokyo, 1965)

²⁴ Kinyu (Finance), 1965 September, p.59.

²⁵ Nihon Kyodo Shoken Zaidan (1978), Nihon Kyodo Shoken Kabushiki Gaisha Shi (The History of the Japan Joint Securities Corporation), Tokyo: Kyodo Insatsu Kabushiki Kaisha.

²⁶ As a result of this revision, in order to block a third party allocation that was proposed by the management, two thirds of the existing shareholders would have to vote to against it (Adams and Hoshii, 1972; 193).

²⁷ The q calculation is still far beyond idealistic, whereas firm specific shock is not introduced in the estimation.

²⁸ Stressing on the positive effect of fierce competition is a kind of misleading. Note that the fierce competition among companies under *keriretsu* outlined above were supported by external conditions, and in particular the steady expansion of demand and increasing returns on the supply side. Once these external conditions were removed, these dynamics and their impact inevitably changed. For instance, in the early 1970s there were several industries (chemicals, for instance) in which the size of Japanese firms was small compared to their US and European counterparts and in these industries the number of firms tended to exceed the optimal number from the standpoint of attaining scale economies.

²⁹ Okazaki (1993, 1994) firstly made it clear that the corporate system in the prewar period was different from postwar. This understanding contradicts the conventional theory that dates the origins of the J-firm in the prewar years and see the emergence of the current J-firm system as a linear development of the prewar corporate system (for instance, Hirschmier and Yui 1978; Fruin 1993). On the point of understanding the postwar corporate system as different from prewar, this chapter is the line of Okazaki, although we differently understood the characteristics of prewar corporate system and the transformation process from prewar to postwar. (Miyajima 1996)

³⁰ However, their ownership structure was quite heterogeneous, ranging from the concentrated *zaibatsu* form of ownership to more diffuse structures like the managerial enterprise structures represented by the big cotton spinning companies. (Miyajima 1996b)

³¹ As for the criticism for Berghahn's view, see Corlin (1993).

³² As for this point, see Uekusa (1988).

³³ As for this point, see Aoki (1994) and Ueda (1994).

Reference

- Adams, T.F.F and Hoshii, I. (1972), A Financial history of the New Japan, (Tokyo, Kodansha International Ltd.).
- Aoki, M. (1989), Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy, (Cambridge, UK).
- and Patrick, H. (1994) (eds.), The Japanese Main Bank System; Its Relevance for Developing and Transforming Economies. (Oxford).
- (1994), "Monitoring Characteristics for the Main Bank System: An Analytical and Historical Overview" in Aoki and Patrick (1994).
- (1995), 'Unintended Fit: Organizational Evolution and Government Design of Institutions in Japan', World Bank EDI working paper.
- and R. Dore (1994), The Japanese Firm: The Source of Competitive Strength, New York; Oxford University Press.
- and Kim, H. (eds.) (1995), Corporate Governance in the Transitional Economy: Insider Control and the Role of Banks, (The World Bank).
- and Murdock, K. and Okuno-Fujiwara, M. (1995), 'Beyond The East Asian Miracle: Introducing the Market Enhancing View', World Bank EDI working paper.
- Berghahn, V. (1985), The Americanization of West German Industries; 1945-1973, (Berg Publisher).
- Biason, R. and Weinstein, D. (1993) 'Growth, Economic Scale, and Targeting in Japan (1955-1990)', (Harvard).
- Corlin, W. (1989), 'Economic Reconstruction in Western Germany, 1945-55: The Displacement of 'Vegetative Control'', in Turner D. Ian. (1989) (ed.) Reconstruction in Post-War Germany: British Occupation Policy and the Western Zones, (BERG; Oxford).
- (1993), 'West German Growth and Institution, 1945-90,' CEPR Discussion Papers Series, No. 896.
- Eaton, J. and Grossman, G. M., (1987), 'Optimal Trade and Industrial Policy under Oligopoly', Quarterly Journal of Economics, vol. 101.
- Fruin, M. (1993), The Japanese Enterprise System, (Oxford).
- Fuji Bank (1982), Fuji Ginko 100 nenshi [The hundred years History of Fuji Bank] (Tokyo).
- General Headquarters Supreme Commander for the Allied Nations (GHQ/SCAP) (1951), History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan, vol.24. Elimination of Zaibatsu Control

Hadley, E. (1970), Anti Trust in Japan, (Princeton, N.J.).

Hashimoto, J (1995), "Nihongata kigyo shisutemu no keisei [The Emergence of Japanese Type Corporate System]", in Yui, T and J, Hashimoto, Kakushin no Keieishi [Innovation in the Business History], (Tokyo, Yuhikaku).

--- (1996) (ed.), Nihon Kigyō Sisutemu no Sengo-shi [The Postwar History of Japanese Corporate system]. (Tokyo, Tokyo University Press).

Hirschmeier, J. and Yui, T. (1978), The Development of Japanese Management.

Hoshi, T. (1995), 'Cleaning up the Balance Sheets: Japanese Experience in the Postwar Reconstruction Period', in Aoki and Ki Kim (1995).

--- Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1991), 'The Investment, Liquidity, and Ownership: the Evidence from the Japanese Industrial Groups', Quarterly Journal of Economics, vol. 106.

Ito, M. (1988), 'Onshitsu no Nakadeno Seicho Kyoso Sangyo Seisaku no Motarashita Mono' [The Growth Competition in the Greenhouse What Industry Policy gave birth to], in Itami, H. et, al. (ed.), 'Kyoso to Kakushin' [Competition and Innovation], (Toyo Keizai Shinpo-sha, Tokyo).

Iwasaki, A., 'Mergers and Reorganizations', in Komiya, et al. (1991) (ed.), chap. 19.

Jensen M. and Rubach, R. (1983), 'The Market for Corporate Control', Journal of Financial Economics, vol.11.

Johnson, C. (1982), MITI Japanese Miracle; The Growth of Industrial Policy, 1925-1975, (Stanford).

Komiya, R. et al. (1988) (ed.), Industrial Policy of Japan, (Academic Press).

Kosai, Y. (1988), 'The Reconstruction Period', in Komiya (1988), chap.3.

Koyo Seiko (1994), Koyo Seiko 70 Nenshi [The 70 years history of Koyo Seiko Co.], (Osaka).

Krugman, P. R. (1986) (ed.), Strategic Trade Policy and the New International Economics, (MIT Press).

Maddison, A. (1989), THE WORLD ECONOMY IN 20th CENTURY, (OECD).

Marglin, S. A. et al. (1990) (ed.), The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience, (Oxford University Press).

Ministry of International Trade and Industries (MITI) (1955), Tusanshou Nenpo [Annual Report of MITI], (Tokyo).

--- (MITI) (1988), Tusho Sangyo Seisaku-shi 5 Jiritsu Kiban Keiseiki (I) [The History of the Policies over the International Trade and Industries, 4 The

Period of Economic Independence I], (Tokyo).

--- (MITI) (1990), Tusho Sangyo Seisaku shi 10, Kodo Seishio ki [The History of Policies concerning International Trade and Industries, vol.10, The Period of High Growth], (Tokyo).

Miyajima, H. (1992), 'Japanese Industrial Policy during Interwar Period: Strategies for International and Domestic Competition' Business and Economic History, Vol.22, pp.272-8.

--- (1993), 'Postwar Reform in Enterprise Management: Managerial Revolution from above and the Emergence of the 'Japanese-type' of Firm,' Japanese Yearbook on Business History 10, 53-82.

--- (1994), 'The Transformation of prewar Zaibatsu to postwar Corporate Groups: From Hierarchical Integrated Group to Horizontally Integrated Group', The Journal of Japanese and International Economies, vol.10.

--- (1995a), 'The Privatization of Ex-Zaibatsu Holding Stocks and the Emergence of Bank-centered Corporate Groups,' Aoki, and Kim, (1995).

--- (1996), 'Bank Centered Corporate Groups and Investment; the Evidence from the first phase of High Growth Era', The Waseda Commercial Review, No.369 (July, 1997), 33-79.

--- (1996b), 'Zaikaituiho to Keieisha no Senbatsu [The Economic Purge and the Screening of Top manager]', in Hashimoto (1996).

Ministry of Finance (MOF) (1978), Showa Zaisei-shi: Shusen kara Kowa made, vol. 19. Tokei (The Financial History of Japan: The Allied Occupation Period, 1945-52, vol. 19, Statistical Data), (Tokyo, Toyo Keizai Shinpo-sha).

--- (MOF) (1981), Showa Zaisei-shi: Shusen kara Kowa made, vol. 2. Dokusen Kinshi [The Financial History of Japan: The Allied Occupation Period, 1945-52, vol.2, Anti-Trust], (Tokyo, Toyo Keizai Shinpo-sha).

--- (MOF) (1983), Showa Zaisei-shi: Shusen kara Kowa made, vol. 13. Kinyu 2 [The Financial History of Japan: The Allied Occupation Period, 1945-52, vol. 13, Finance 2], (Tokyo, Toyo Keizai Shinpo-sha).

--- (MOF) (1991), Showa Zaisei-shi: Showa 27-48 nendo, vol.9. Kinyu(1) (Finance(1): The Allied Occupation Period, 1952-73, vol. 9, Statistical Data) (Tokyo, Toyo Keizai Shinpo-sha).

Murakami, Y. (1987), 'The Japanese Model of Political Economy' Kozo Yamamura and Yasukichi Yasuba, (ed.), The Political Economy of Japan, vol. 1, The Domestic Transformation, (Stanford).

Nakamura, T. (1988), The Postwar Japanese Economy: Its Development and Structure, (Tokyo, Tokyo University Press).

Nestler, W. (1992), Japanese Industrial Targeting : the Neomercanlist Path to Economic Superpower, (Macmillan, London).

- Nihon Kyodo Shoken Zaidan(1978), Nihon Kyodo Shoken Kabushiki Gaisha Shi (The History of the Japan Joint Securities Corporation), Tokyo: Kyodo Insatsu Kabushiki Kaisha.
- Okawa, K. and Rosovsky, H. (1983), Japanese Economic Growth: Trend Acceleration in the Twentieth Century (Stanford).
- Okazaki, T (1993) Nihon-gata keizaishisutemu no rekishi-teki Genryu [Historical Origin of the Japanese Type Economic System], (Tokyo, Nihon keizai Shinbunsha)
- (1994), Japanese firm under Planned Economy, Journal of Japanese and International Economies. vol. 7; 175-203.
- Sanwa Bank(1974), Sanwa ginko no Rekishi [The History of Sanwa Bank] (Osaka).
- Sawai, M. (1991), 'Kosaku Kikai [Machine Tool Industry]', Yamazaki, H. et al. (ed.); Sengo Nihone Keieishi [The Business History of Postwar Japan] (Tokyo, Toyo Keizai Shinpo-sha).
- Saxonhouse, G. (1985), 'Japanese Cooperative R & D Ventures; A Market Evaluation', The University of Michigan.
- Sumitomo Metal Co. (1967), Sumitomo Kinzoku 50 nenshi (50 years History of Sumitomo Metal Co.) (Osaka).
- Suzuki, T. (1977), Shoho to tomoni Ayumu [The Retrospect concerning the Commercial Law], (Tokyo, Shoji-ho Kenkyu kai).
- Suzuki, Y. (ed.) (1987), The Japanese Financial System, (Oxford).
- Teranishi, J. (1982), Nihon no keizai Hatten to kin'yu [The Economic Development of Japan and Finance] (Tokyo, Iwanami Shoten).
- 'Saving Mobilization and Investment Financing during Japan's Postwar Economic Recovery,' in Aoki and Kim(1995), 405-433.
- Toyo-keizai(1957), Nihon Keizai Nenpo [Annual Report of Japanese Economy], vol. 97.
- Toyo-keizai(1961), Nihon Keiei no Kaimei [The Analysis of Japanese Management], (Tokyo, Toyo Keizai Shipo-sha).
- Toyota Auto Mobile Inc. (1968), Toyota sanju-nen shi [The thirty Years History of Toyota].
- Trezise, P., 'Politics, Government, and Economic Growth,' in Patrick, H. and Rosovsky, H. (1976) (ed.), Asia's New Giant: How the Japanese Economy Works, (Washington D.C , Brooking).
- Tsuruta, T., 'The Rapid Growth Era', in Komiya et al. (1988), chap.3.

- Tyson, L. and Zysman, J., (1990) 'Development Strategy and Production Innovation in Japan,' Johnson, et. al. (ed.), Politics and Productivities: The Real Story of Why Japan Works, (New York, Ballenger Press).
- Ueda, K., 'Institutional and Regulatory Frameworks for the Main Bank System', in Aoki and Patrick(1994)
- Uekusa, M. (1979) 'Senryouka no Kigyounkatsushu [The Dissolution of Companies under Occupation]', Nakamura T. (ed.), Senryo-ki Nihon no Keizai to Seiji [Economics and Politics under Occupied Japan], (Tokyo, Tokyo University Press).
- Wade, R. (1990), Governing the Market; Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization, (Princeton).
- Weinstein, D.E. (1995), 'Foreign Direct Investment and Keiretsu: Rethinking US and Japanese Policy', Paper prepared for the NBER conference on 'The Effects of US Protection and Promotion Policies'
- World Bank (1993), The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy, (Oxford).

Table 1. Cancellation of Equity, Revaluation of Assets and Depreciation

	A Special Loss	B Cancellation Ratio	C Upper limit for Revaluation	D Revaluation Ratio	Depreciation Ratio(1)					Depreciation Ratio(2)				
					1934-6	1950	1955	1960	1934-6	1950	1955	1960		
Mining	40	11	104	79	1.6	3.8	6.3	6.5	1.7	4.3	6.2	7.2		
Metal	113	52	105	70	3.0	1.8	4.5	7.1	3.7	3.1	5.3	7.6		
Electric	60	1			2.1	0.8	3.2	2.9	4.8	3.5	5.5	6.5		
Other Machine	27	33	94	55	1.1	1.0	4.2	4.3	2.9	2.4	5.5	10.3		
Transport	209	71			1.5	0.8	3.4	3.1	1.2	2.6	5.8	8.5		
Chemical	50	19	97	70	6.8	1.8	4.4	5.8	7.7	4.3	6.1	7.0		
Textile	47	1	101	86	4.1	1.0	4.5	5.8	6.2	2.5	5.8	6.6		
Food	12	N.A	43	66	6.0	0.9	1.3	2.0	5.8	3.3	4.7	6.5		
Total	576	24	682	72	4.5	1.3	3.8	4.4	5.8	3.2	5.6	6.9		

Source; MOF, vol. 13, 1983, pp. 904-5, Toyo-keizai, 1954, March, Mitsubishi Economic Research Institute,

Kigyō Keiei Bunseki (The Analysis of Corporate Finance), yearly.

- 1) Total include other manufacturing industry.
- 2) B is calculated as the losses cancelled out by capital / special loss(A).
- 3) D is calculated as the amount of revaluation implemented / upper limit(C).
- 4) Depreciation(1); Depreciation / Turnover.
- 5) Depreciation(2); Depreciation / {Asset+Asset_{t-1}}/2}, Asset based on book value.

(billion; %)

Table 2. Brief Summary of Industrial Policy in Japan

Targeted Industry	1950	1960	1970
Iron & Steel		50*First Rationalization Plan 55*Second Rationalization Plan 58 Public Sales System	71 Merger. Shin Nihon Seitetsu
Petro-chemical		55*Petrochemical Industry Naturing Policy 59, Second plan for Establishing Petrochemical Firms	64◆Petrochemical Cooperation Discussion Group.
Synthetic Fiber	53*Five Year Plan		64◆Synthetic Fiber Cooperation Discussion Group.
Automobile		55*National Car Plan 61 Grouping	65◎ Finished Car 72◎ Engine 71△
Electric Machines		57 Electric Industry Promotion Temporary Measure Law.	71△
Industrial Machines		55*Five Year Rationalization Plan 56 Machine Industry Promotion Special Measure Law 61 Revision of Law	71×
		60 Plan for then Liberalization of Trade and Exchange. 63-4 The Law for Special Industries. 64 The participation to OECD.	67 First Round of capital liberalization (This opened up some 50 industries, 17 at 100% & 33 at 50%. to foreign Participants.)

- ◆exemption of ATL. Investment Coordination
- *The development plan
- ◎Abolishment of Import Restriction
- △Capital Liberalization

Table 3 The Increase of Share held by Financial Institutions and Corporation
 Shareholding in 1964 Increase 57-64 Increase 64-72

	Shareholding in 1964		Increase 57-64		Increase 64-72				
	Financial Institutions	Financial Ins.+Corporation	Financial Institutions	Financial Ins.+Corporation	Financial Institutions	Financial Ins.+Corporation			
KOBE STEEL	30.0	38.0	61.0	0.4	0.7	6.9	14.4	24.4	-23.7
FUJI HEAVY	26.0	44.0	55.0	4.3	7.5	7.4	13.0	24.4	-24.8
HODOGAYA CHEMICAL	35.0	38.0	57.0	8.9	11.1	9.5	-0.4	25.2	-20.4
AICHI MACHINE IND.	20.0	28.0	66.0	5.8	6.8	-4.1	-1.7	26.2	-20.9
SUZUKI	30.0	32.0	65.0	22.1	22.4	-15.9	14.0	26.4	-25.3
HINO	32.0	48.0	50.0	-1.8	-1.6	6.4	8.4	26.7	-25.4
NISSAN	51.0	59.0	40.0	18.6	20.5	-11.3	5.4	26.8	-27.4
DAIHATSU	32.0	37.0	62.0	4.8	8.7	-5.0	13.9	27.3	-26.5
TOYOTA	41.0	53.0	45.0	11.5	15.2	-8.3	18.4	28.2	-28.3
CHIETSU PULP	13.0	47.0	52.0	9.0	5.3	-3.2	4.7	28.3	-27.8
NIPPON SYNTHETIC CHEMI	23.0	54.0	40.0	0.5	21.5	-18.2	-5.3	28.6	-24.1
MAZUDA	26.0	36.0	62.0	7.5	12.1	-6.2	22.5	30.9	-38.6
MITSUBI SUGAR	26.0	37.0	61.0	8.6	11.7	-5.3	4.3	38.1	-39.5
SUMITOMO HEAVY IND.	15.2	26.2	27.8	N.A	N.A	N.A	22.3	38.3	7.5
SHIMURA KAKO CO	3.0	16.0	80.0	0.7	7.1	15.1	7.9	51.9	-49.1
Average(N=202)	37.4	50.2	44.7	11.3	12.4	-6.0	-2.2	4.2	-6.5
Std	13.8	14.8	16.4	10.5	12.0	12.7	11.1	13.7	13.1

Source: Companies year Book, JDB(Japan Development Bank) Data Base.
 Note, 1. Sample companies are our own data base composed of companies which are ranked as top 150 in 1957, 64, and 1972.
 This table picks up top 15 companies in terms of percentage change of share held by financial institutions and corporation from our sample.
 2. Financial Institutions include the shareholding of investment trust funds (mutual funds).

Table 4 Dividend Rate(DR) and Sensitivity of DR to Rate of Equity (ROE)

Estimated eq. : $DR = a + a_1 ROE$					
year	a_1	t val.	R-square	DR. (1)	DR. (2)
1957	51.55	1.95	0.06	15.05%	15.42%
58	54.55	3.39	0.19	13.52	14.27
59	60.12	2.51	0.10	12.47	13.51
60	53.25	3.49	0.20	12.91	13.42
61	73.62	4.02	0.26	12.84	13.25
62	71.58	5.28	0.34	11.51	12.94
63	62.91	5.28	0.33	10.11	12.51
64	69.16	6.34	0.43	10.10	12.51
65	41.64	6.16	0.31	10.63	12.15
66	0.92	2.89	0.03	9.31	11.83
67	6.65	4.68	0.09	9.75	11.93
68	35.00	6.43	0.17	10.41	12.17
69	8.17	3.92	0.07	10.92	12.56
70	-0.82	-0.73	0.00	11.49	13.10
71	-0.21	-1.56	0.00	11.43	13.30
72	7.43	3.68	0.06	10.35	13.10
73	0.24	1.95	0.01	10.70	13.00
74	-3.94	-1.99	0.01	11.66	13.76
75	0.09	0.15	0.00	10.90	13.02

Sources; Ministry of Finance, 1979, JDB Data Base

1)The sensitivity of DR(Dividend Payout Ratio) to ROE before 1964 is still tentative because of lack of data.

2)DR(1) is the average for companies from which the equation is calculated.
DR(2) is the average of listed companies in the Tokyo Stock Exchange, first section.

Table 5. The Estimation of Investment Functions: 1957-64 & 65-72

$$\text{Model: } I_t = \alpha_0 + \alpha_1 K_{t-1} + \alpha_2 Tloan_{t-1} + \alpha_3 F_t + \alpha_4 Q_{t-1} + \alpha_5 Y_t$$

	N	K(t-1)	Tloan(t-1)	F(t)	Q(t-1)	R ²
1957-64	1084	0.859 (26.74)a	0.021 (0.861)	0.172 (8.924)a	0.034 (4.390)a	0.722
1965-72	1521	1.008 (39.45)a	-0.024 (-1.216)	0.101 (10.24)a	-0.000 (-0.286)	0.782

$$\text{Model: } I(t) = \alpha_0 + \alpha_1 K(t-1) + \alpha_2 Tloan(t-1) + \alpha_3 F(t) + \alpha_4 r(t) + \alpha_5 c(t) + \alpha_6 Y$$

	N	K(t-1)	Tloan(t-1)	F(t)	r(t)	c(t)	R ²
1957-64	1189	0.843 (28.16)a	0.020 (0.867)	0.201 (11.95)a	-0.009 (-1.749)c	-0.066 (-1.713)c	0.748
1965-72	1619	0.989 (40.10)a	-0.011 (-0.610)	0.105 (11.10)a	-0.139 (-4.54)a	0.067 (2.828)a	0.794

Source; JDB database, BOJ, Economic Statistics Annual, 1985.

Note; 1. Notations of variables are as follows;

I_t : Capital investment: The increment of tangible fixed assets during the current fiscal year.

K_{t-1} : Stock of capital: The tangible fixed assets outstanding at the end of the previous fiscal year $t-1$.

$Tloan_{t-1}$: Borrowing: The total of borrowing outstanding at the end of the previous fiscal year $t-1$.

F_t : Cash flow calculated by $Dep_t + Prof_t - D_t$, where Dep_t , $Prof_t$, and D_t denote depreciation, net profit, and dividend, respectively.

Q_{t-1} : Torbin's q calculated by $(V_{t-1} + Debt_{t-1}) / A_{t-1}$, where V_t , $Debt_t$, and A_t denote total value of firm, debt, and asset, respectively.

Total value of firm is issued stock at the end of the previous fiscal year $t-1$ valued at stock market price. However, the simple average of highest and lowest price is taken as a market price instead of market price at the end of the previous year.

r_t : Marginal efficiency of capital: The growth rate of operating income from period $t-1$ to period t .

c_t : Cost of capital: The weighted average of the call rate and the discount bill rate, based on BOJ data.

2. t -value in parenthesis.

a: Significant at 1% level.

b: Significant at 5% level.

c: Significant at 10% level.

Table 6. Ownership Structure, Leverage Ratio, and Growth Rate of Firms

Model: $G = a_0 + a_1 \log A_0 + a_2 \Delta SH - Fin + a_3 SH - Fin_0 + a_4 \Delta Bor + a_5 Bor_0 + a_6 Ind - dum$

	Asset ₀	Δ SH-Fin	Δ Bor	R ²
1957--64	-0.752 (-1.905)c	0.030 (2.028)c	0.748 (0.532)	0.226
1965--72	0.130 (0.838)	0.025 (4.201)a	0.938 (1.975)c	0.303

Source; JDB database; Diamond.

Note; 1. Notations of variables are as follows:

$\Delta Asset$: Growth rate of asset, asset in 1964 divided by that in 1957.

$Asset_{t_0}$: Asset in the initial period.

$ind - dum$: Industry dummy according to two-digit code.

$group$: Group dummy based on the same grouping as Table 10.

$\Delta SH - Fin$: The change of holding share of financial institutions from 1957 to 1964.

$SH - Fin_{t_0}$: Holding share of financial institutions in the initial period.

ΔBor : The change of borrowing debt ratio from 1957 to 1964.

Bor_{t_0} : Borrowing debt ratio in the initial period.

2. t -value in parenthesis.

a: Significant at 1% level.

b: Significant at 5% level.

c: Significant at 10% level.

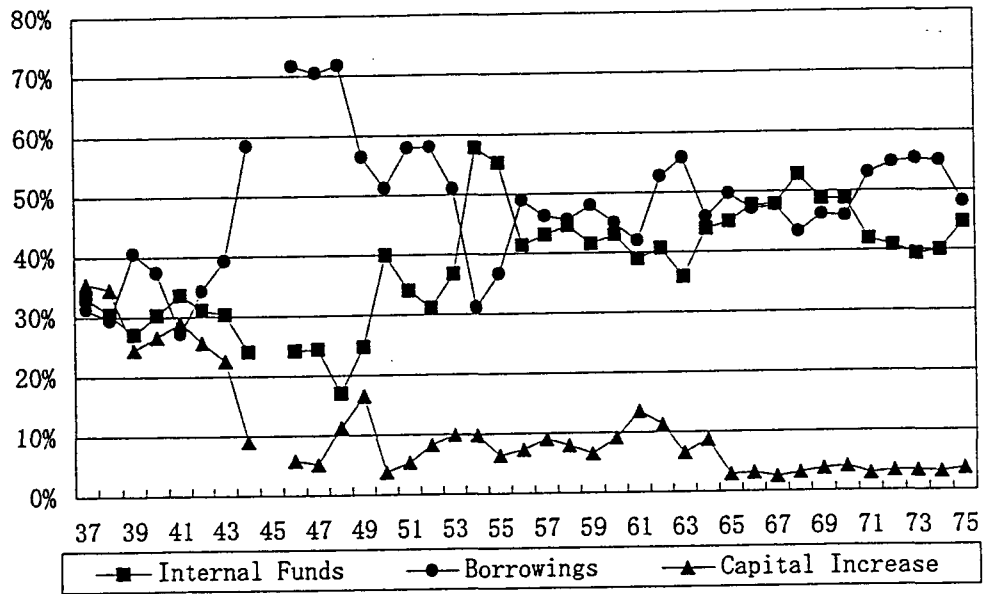
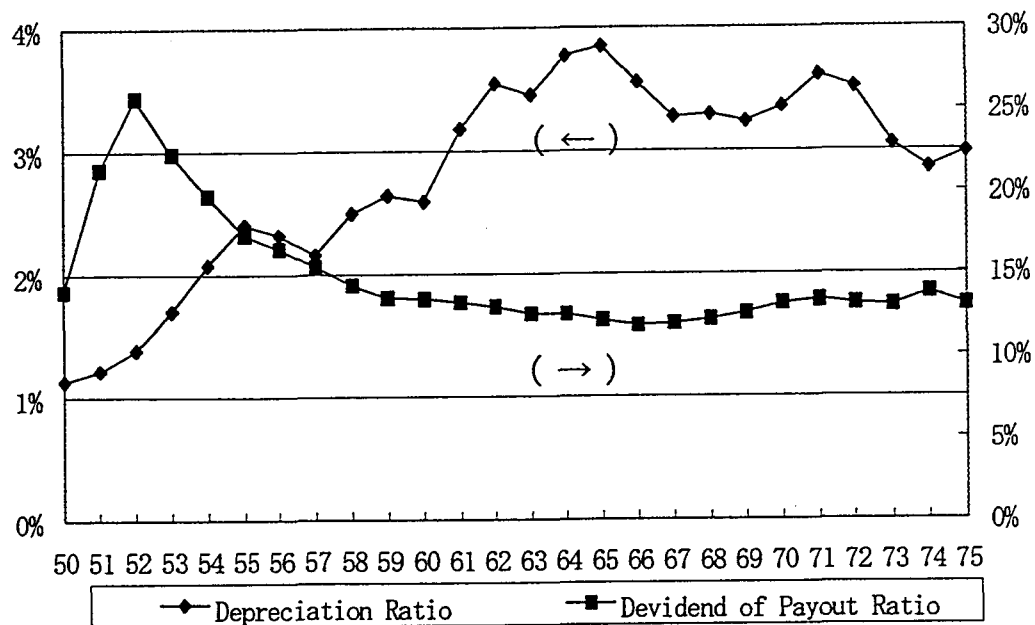
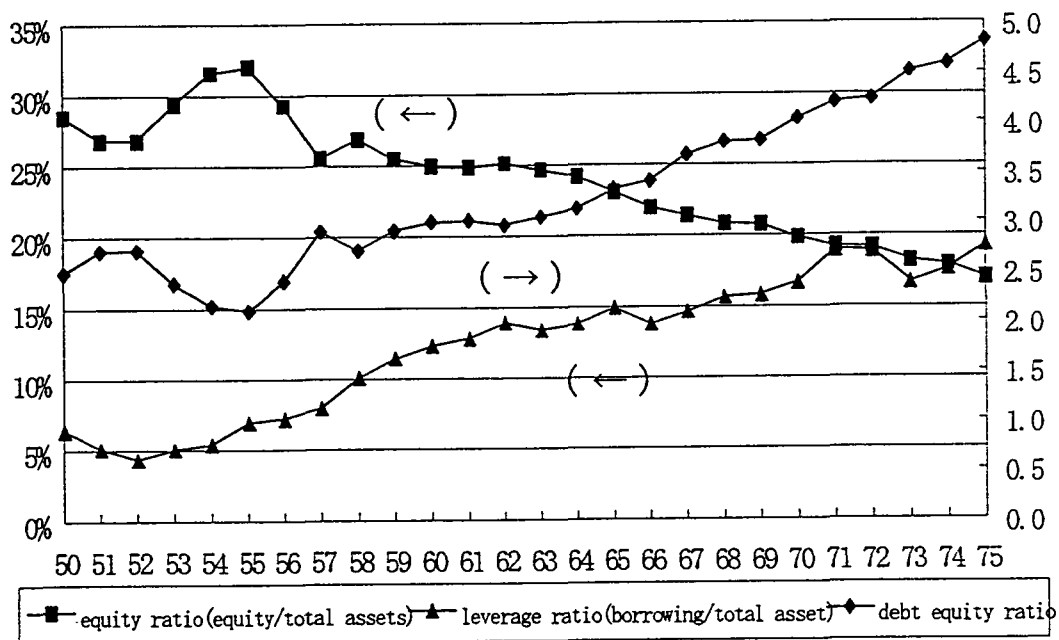


Figure 2.1. Financial Resources for Investment
 Source; BOJ, 1970, MOF, 1978.



(a) Depreciation and Dividend Payout Ratio
(Non-financial companies)



(b) The Indices of Capital

Figure 2- . Depreciation Ratio, Dividend Ratio and Capital Composition

Source, MOF, 1978.

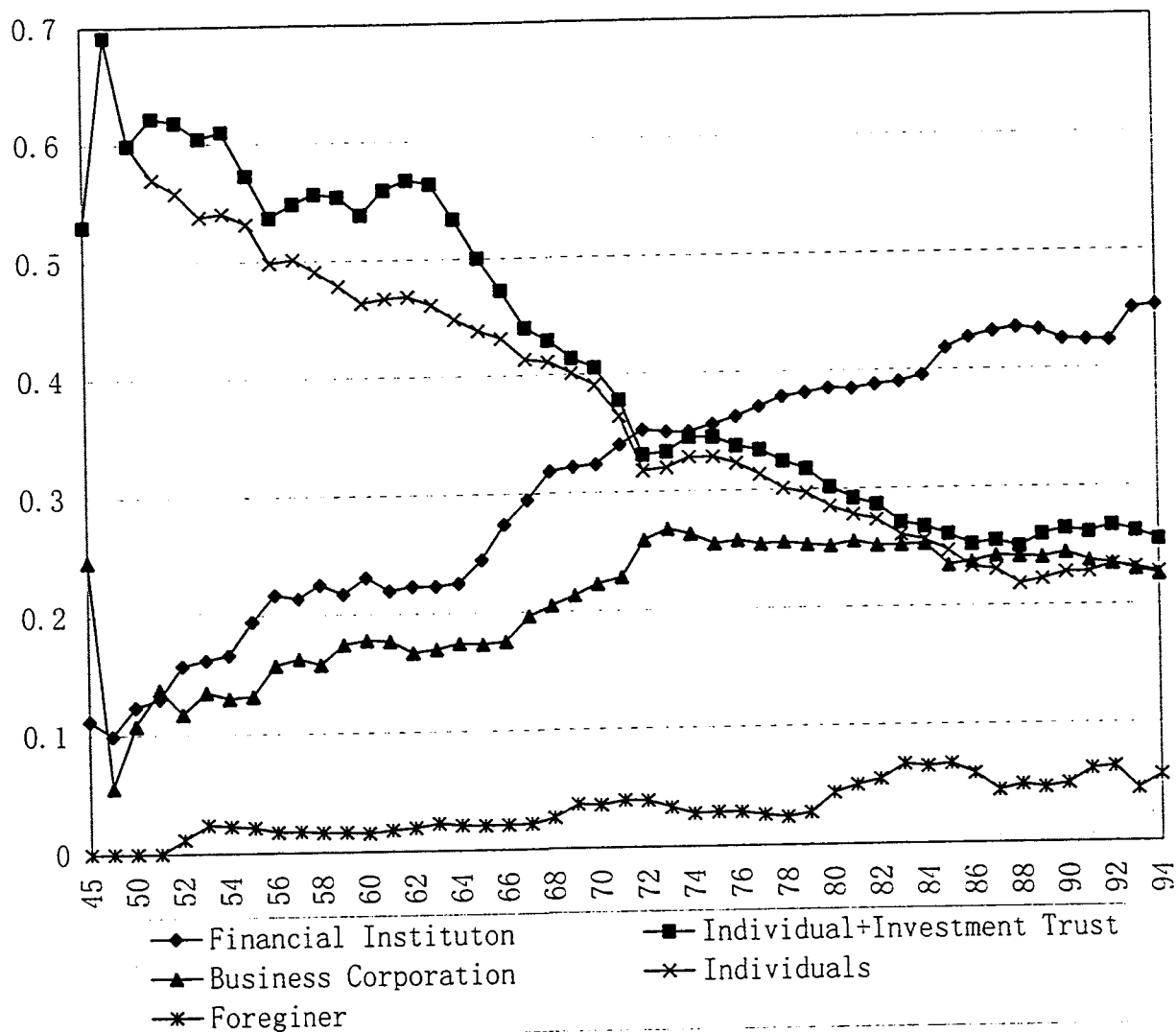


Figure 2.2 Distribution of Stockholdings in all listed Nonfinancial Companies by Type of Investor
 Source; Nomura (1996)

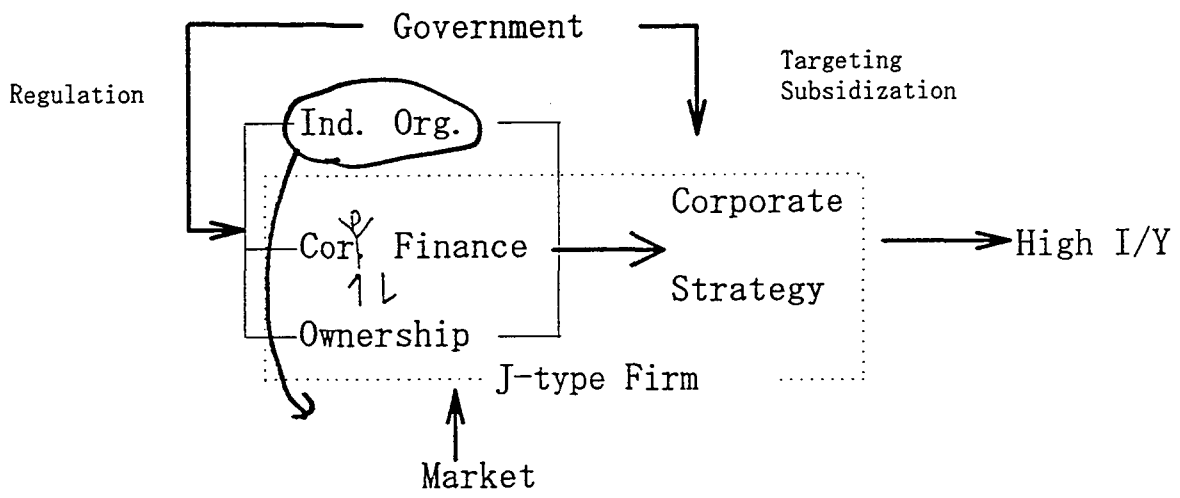


Figure 2-1 Diagram of Third Narrative

**Will Deregulation Change Japanese Capitalism?:
The Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance in
J-Type Firms**

Miyajima Hideaki

(Waseda University)

First Draft; 15 March 1996

This Version; 4 February 1997

Mailing Address:
Waseda University
School of Commerce
1-6-1 Nishi-waseda
Shinjuku-ku Tokyo 169-50
e-mail address:
miyajima@ma.waseda.ac.jp

The previous version of this paper was presented at the Symposium on "The Political Economy of Deregulation in Japan" at University of Hawaii, the conference on "The Financial System in Japan and its Reform" at Fudan University (Shanghai), and the 2nd Waseda-Hangyoung Symposium. The author thanks Lonny Carlile, William Lozonick and David Weinstein for useful conversation regarding this topic. The Author also thanks Katsuya Yamamoto for helping the data of this paper. This paper will be published as a part of a book, Tilton, M and L. Carile eds., "*The Political Economy of Deregulation in Japan*", Brookings Institute This work is supported by Waseda University Grant for Special Research Project and Ministry of Education Grant for Scientific Research. The author will also welcome any comments from the readers.

I. Introduction

Thanks to an accumulation of research in recent years on the characteristics of the J-Type firm, as the ideal typical model of the Japanese corporation has come to be known, it is widely recognized that the Japanese corporate system has characteristics that are significantly different from those of the Anglo-American type of firm in such areas as internal structure, transaction relations, corporate finance and corporate governance.¹ These distinctive characteristics sustained by the regulatory framework that emerged out of the period of reforms following the end of World War II and are considered a major factor in making possible the vaunted rapid growth of Japanese economy during the so-called High Growth Era of the 1950s and the 1960s, Japanese industry's successful adjustment to the radically changed economic context of the 1970s, and the maintenance of the competitive edge of Japan's assembly industries during the 1980s. Recently, however, the financial deregulation that has occurred in Japan since the late 1970s, together with other macro economic factors, has begun to have a major impact on the patterns of corporate finance that had earlier undergirded the J-Type firm. This has resulted in a metamorphosis of the J-Type firm system during the late 1980s and early 1990s that has, in turn, induced further deregulation. As the Japanese economy struggles through an exceptionally long period of low growth in the wake of the collapse of its late 1980s "Bubble Economy," it is frequently claimed that the J-Type firm system is no longer viable. Business leaders and researchers have been engaged in heated discussions over how best to establish a vigorous new economic system for the next century that can effectively replace the existing system built around the J-Type firm.

Mindful of this ongoing controversy, this chapter describes the evolution of the J-Type Firm system in the light of the regulatory framework that sustained it and explores the consequences of deregulation for that system. The focus is on the aspect of corporate finance and corporate governance, and within this context the topic of main bank-client firm relations will be of central importance. Following a brief description of the J-Type firm concept, Section II reviews the process of the J-Type firm's emergence and its mode of operation during the High Growth Era (1955-70). It argues that the J-Firm system was a rational response to the regulatory framework established during the period of postwar reform. Section III, focusing mainly on the 1980s, describes the process of financial deregulation and its impact on the J-Type firm. The crucial development during this period was the decline in the monitoring capacities of main banks. Section IV then follows with a discussion of the current debates over whether or not to rescind the current Glass Steagall-type separation of the Japanese banking and securities industries and over the possible lifting of the existing ban on the establishment of holding companies.

II Regulation and the J-Type Firm During the High Growth Era

(1) The J-Type Firm Defined

The J-Type firm is an ideal typical depiction of the essential features of the type of corporate organization that has predominated in Japan's big business sector since the 1950s. The J-Type firm system is composed of several subsystems, such as, a subsystem of cooperative industrial relations based on "life-time" employment and a subsystem of interfirm contracting built around long term relationships linking suppliers and assemblers. The focus in this chapter, however, will be on the corporate finance and corporate governance aspects of the J-firm system, the essence of which can be generalized as follows:²

1) The board of directors of a J-Type firm is composed mainly of corporate "insiders"--salaried managers promoted from within the company--and the membership of this board overlaps with the membership of the top management team. It is quite common, in fact, for large Japanese firms to have boards that do not contain any "outsiders" whatsoever, to the extent that even representatives of large shareholders are absent. The one exception to this general rule is that the firm's main bank is represented on the board. This structure is quite different from both the Anglo-American model, where boards of directors regularly include outsiders who represent large shareholders and who closely monitor the activities of the top management team. It is also different from the German model in which the top management team is monitored by a supervisory board composed of representatives of shareholders and employees.³

2) Thanks to stable patterns of cross-shareholding among the members of corporate groups or keiretsu, the top managers of the J-Type firm are freed from the short term pressures of the stock market. This relationship between top managers and the capital market is quite different from the Anglo-American model in which the capital market functions as an effective device for monitoring, controlling and disciplining firm managements. It is often argued that the growth oriented behavior and long-term time horizon of the J-Type firm were encouraged by this institutional setting.⁴

3) The so-called "main bank", which engages in ex ante, interim, and ex post monitoring of client companies, plays an active role not only in supplying funds to a firm, but also in disciplining the firm's top management team. Under this system a main bank is charged with the task of supplying new money for the investment projects of client companies--that is, it plays an initial or first lender role. The basis on which it decides whether or not to lend is ex ante monitoring, and it is the main bank that organizes a de facto syndicate to supply the remainder of the funds. Main banks also rely on passive, stable shareholders who do not interfere in firm management to mitigate agency problems that

might occur as a consequence of the dispersed ownership of the corporation. And main banks do not themselves intervene in the affairs of their client companies when the latter are doing well. In times of financial distress, however, main banks dispatch representatives to client companies, at times take over the boards of these companies, reorient client company managements, and take the initiative in restructuring the company in question.⁵ This disciplinary mechanism differs from the Anglo-American system based on take-overs and bankruptcy procedures. It is somewhat like the German system in which the *grosse Bank* plays a key role in corporate governance.⁶

(2) The Antimonopoly Law and the Problem of Shareholder Stabilization

Shareholding was unregulated in prewar Japan and holding companies were a prevalent form under this *laissez faire* system. There was a broad spectrum of holding companies ranging from those of the big three *zaibatsu* (Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo) to the headquarters of relatively small, family based corporate networks. Following the end of World War II, GHQ regarded this concentrated ownership structure as "undemocratic" and a potential resource that could be exploited by a renewed Japanese militarist regime. Under a plan initiated by GHQ the *zaibatsu* system was dissolved completely with the intent of replacing it with a more dispersed and "democratic" system via a redistribution of ownership that was expected to produce an equity based system of corporate finance. The Antimonopoly Law of 1947, adopted as part of the Occupation Forces' extensive economic reform program, regulated share ownership for the first time. Article 9 of the original Antimonopoly Law prohibited the establishment of holding companies (defined as companies with 25% or more of their assets in the securities of other companies).⁷ US antitrust law on which the Antimonopoly Law was modeled does not require this, and in this sense the Japanese legal stipulations can be considered somewhat distinctive. The main reason behind the provision was to prevent a revival of the concentrated ownership structure of the *zaibatsu* system. The law also banned manufacturing companies from owning any stock in other companies (Article 10). Under Article 13 of the law a financial institution was not allowed to own more than 5% of a company's total stock issues.⁸

It proved impossible to sustain these highly restrictive provisions in their original form in the wake of the imposition of the draconian 1949 Dodge Line retrenchment policy on Japan's fragile, war-devastated industrial economy. A stock market collapse was precipitated in October of that year by an oversupply of stocks and an increase in real interest rates. This affected the economic system that GHQ had established in Japan in two ways. First, it made recapitalization virtually impossible. With share prices dropping to almost below par value, Japanese firms found themselves unable to raise the capital that was needed to attain the "sound capital composition" that GHQ was demanding as a prerequisite for its capital market-based system.⁹ A second consequence of the stock market crash was

that the top managers of Japan's leading firms found themselves faced with the threat of takeover bids by outside interests. This was especially true for ex-zaibatsu companies whose stock issues were being liquidated as part of GHQ's zaibatsu dissolution program and several former zaibatsu companies experienced hostile takeover bids. With their autonomy under siege, the top management teams of Japan's largest corporations sought to maintain their firms' stock prices through measures that represented the functional equivalent of "leveraged buyouts," the latter being technically prohibited under Japanese Commercial Law.¹⁰

Actions of this sort were particularly prominent in late 1949 and early 1950 and were assisted by modifications of the corporate law framework. With the Japanese government pressing for measures to sustain equity prices and under orders from Washington to rapidly rehabilitate the Japanese economy, GHQ began to retreat from its original plans for the reform of the Japanese corporate system along the lines of a market based system of corporate governance based on the US system.¹¹ As a part of its policy for maintaining stock prices, it authorized a revision of the original anti-monopoly statutory framework that it had established only a few years earlier. A 1949 amendment of the Anti-Monopoly Law made it possible for manufacturing companies to own other companies' stocks, subject to the qualification that this did not substantially reduce competition. A further amendment in 1953 included a revision of Article 13 that raised the ceiling on financial institution ownership from the previous 5% to 10%. However, the prohibition of holding companies was not touched at that time.¹²

-----FIGURE 1 ABOUT HERE-----

As Figure 1 suggests, these changes in policy made possible a modest shift from individual- toward institution-centered ownership. Cross shareholding among ex-zaibatsu companies advanced during the early 1950s. Given that holding companies were prohibited and bank shareholding restricted, cross shareholding represented one of the few avenues of response available to the ex-zaibatsu companies facing take over bids. Despite these developments, in the 1950s ownership of leading Japanese firms was still fairly widely dispersed and shares in most other firms were held mainly by individuals or investment trust funds (the equivalent of mutual funds in the US). For this reason, the prevailing corporate governance structure in Japan remained that which is characteristic of the market model of corporate control that was envisioned in GHQ's original plans.¹³ The percentage of shares held by individuals in 1963 had decreased by only 5% from what it was in 1955. If the percentage of shares held by mutual funds is added to individuals' share, the aggregated share in 1963 exceeded that of 1955. (See Figure 1)

A turning point came in the mid-1960s when capital liberalization began to be

implemented. The Japanese government (i.e., the Ministry of Finance and the Ministry of International Trade and Industry) and business leaders were determined to protect Japanese companies from the takeover bids of foreign companies that were expected once capital liberalization occurred. Given Japan's diffuse ownership structure, government officials and top managements of large firms were worried that foreign firms would quickly take control of Japan's leading companies. Fears of this sort were exacerbated after 1962 by a prolonged bear market. The average listed share price in the first section of the Tokyo Stock Exchange (TSE) fell by almost 50% between its October 1961 peak and April 1965 through. The government decided to shore up stock prices in response and used these operations to facilitate the establishment of a retinue of stable shareholders in Japan's leading firms. In the process, the state's previously neutral stance toward the structure of corporate ownership shifted to a decidedly activist one.

How, concretely, did this shift unfold? Initially, the big business community strongly favored the abolition of the ban on holding companies found in Article 9 of the Antimonopoly Law as a way to counteract the threat of foreign takeovers of Japanese firms. Other measures proposed included raising the upper limit on allowed shareholding by financial institutions (which was 10% at that time) and placing provisions in a company's articles of incorporation (teikan) that would prohibit foreign investors from owning shares and attaining board member status in a company's. In a plan put forward by a committee of businessmen in 1967, it was argued that the introduction of holding companies would make it easier, in situations where mergers would be difficult or impossible to realize, for the companies involved to achieve economies of scale through holding company-organized cooperative efforts.¹⁴ MITI drafted various plans that incorporated these ideas and the Council on Foreign Capital initiated discussions of the authorization of holding companies for the purpose of establishing stable shareholders and encouraging mergers and acquisitions.¹⁵

The proposed abolition of Article 9, however, never materialized. This was not just a result of Fair Trade Commission opposition, but was also due to the fact that in the interim significant progress had been made in establishing stable shareholders. During the mid-1960s, a "Council on Capital Increase(~~Increasing Investment?~~)" was set up to coordinate the effort. This was followed by the creation of new joint public-private institutions known as the Japan Joint Securities Corporation (Nihon Kyodo Shoken Kabushiki Kaisha) and the Japan Securities Holding Association (Nihon Shoken Hoyu Kumiai). Nominally these two quasi-governmental organizations were charged with the task of maintaining stock prices. Using special loans provided by the Bank of Japan, they ultimately purchased approximately 6% of all shares listed in the first section of Tokyo Stock Exchange directly from the stock market itself, from investment trusts (mutual funds) and from securities companies.¹⁶ This volume of purchases proved sufficient to attain the desired effect on stock prices. The two quasi-governmental institutions then systematically resold the shares they had purchased to

"stable" shareholders--that is, to financial institutions with a common keiretsu affiliation and to other companies that were expected not to resell or transfer their shares in the short term. About 80% percent of the shares purchased were resold to corporations during the ensuing five years.¹⁷ In addition, the Commercial Code was revised to make it easier for firms to stabilize their shareholders. One of the most important measures involved was an amendment to Article 280 that made it possible for a firm's board of directors to increase capital through private placements without obtaining the formal approval of a general meeting of current shareholders. By private placement (third-party allocation) we are referring to private sales of equity, often at below market prices, to selected persons or firms (typically, directors, employees, suppliers, or distributors). Another amendment made it possible for a company to restrict share ownership to Japanese citizens through provisions in the firm's articles of incorporation, although in practice this was not used much due to the fact that the rules of the Tokyo Stock Exchange were such that a company could not get listed if such a restriction were included in its articles. One well known instance of the application of this provision can be found in at Toyota, where the company's articles of incorporation were revised to limit shareholding to Japanese nationals and legal persons.¹⁸

The stabilization of corporate shareholding advanced steadily as a consequence of these measures. This trend was particularly conspicuous with regard to cross shareholding among ex-zaibatsu firms, with the cross shareholding ratio reaching nearly 30% in the case of the members of the Mitsubishi and Sumitomo presidents' clubs. Non ex-zaibatsu companies organized presidents' clubs of their own and cross shareholding increased among these firms as well. In the automobile and electrical industries, large firms used their vertical supplier networks as a basis for stabilizing their shareholders by asking subsidiaries or related companies to hold their shares. The result was the dramatic change in the nature of the corporate ownership structure that can be seen in Figure 1. Changes were especially marked in the auto industry where the threat of foreign takeover was considered most serious. Eight of the 15 firms that experienced the largest increase in the percentage of shares held by other firms and financial institutions between 1964 and 1972 were in the auto industry.¹⁹

(3) The Role of Main Banks in the J-Firm System Prior to Deregulation

Heavy regulation and controls in the financial sector were instituted during the war and immediate postwar years.²⁰ Convinced that close ties between banks and firms in the zaibatsu had created the "interrelated solvency" (excess power) problem that characterized the wartime economy, GHQ took it upon itself to dissolve these financial ties.²¹ In place of the debt financing-based structure of the wartime banking system, GHQ attempted to create a market-based financial system in which long-term funds would be raised in the capital market and short-term money would be supplied by commercial banks. A strict division of

labor among financial institutions was implemented in line with this vision. The most important of these was the Glass Steagall-like separation of the banking and securities businesses that was mandated by Article 65 of Securities Transaction Law of 1948. The so-called city banks, as Japan's largest banks are known, which used to be heavily involved in the business of underwriting and brokering bonds, were no longer allowed to participate in these businesses.²²

However, the financial system that emerged in 1955 was not the one that GHQ had originally envisioned. A key problem was that the capital market did not expand sufficiently to meet investment needs. The proximate cause for this was the stock market crash that followed the implementation of the Dodge Line. The longer term structural reasons were that household savings levels were too low to allow for substantial popular investment in equities and that there was a lack of credible institutions capable of reducing investment risks for small investors.²³ The banking sector therefore came to serve as the primary source of corporate investment funds. It was this prevalence of financial intermediaries, in turn, that provided the context for the emergence of the so-called main bank system.

Government regulations facilitated and sustained the main bank system. In addition to the segmentation of banking and securities businesses mentioned above, the regulatory framework established in the financial sector during war and postwar reform periods involved the following:²⁴

- 1) The regulation of international capital inflow and outflow through the Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law of 1950 which prevented foreign capital from undercutting the various financial controls imposed on the domestic market. Under this framework, firms were required to get government permission before borrowing money from foreign banks or issuing securities on overseas market.

- 2) The restriction of bond issuance to a small number of companies through the imposition of secured issuance (collateral) requirements and detailed accounting criteria relating to the size and financial situation of eligible firms (e.g., net assets, dividend and profit per stock, net asset-issued/stock ratio, equity ratio, and the rate of return on assets). Furthermore, the Bond Issuance Committee (Kisai Chosei Inikai) tightly regulated the amount and the conditions of bond issuance with an eye toward the market situation and interest rates. As a result, it proved virtually impossible for companies, especially relatively new companies without an established reputation and a high debt-equity ratio, to raise funds by issuing bonds.

- 3) The strict control of bank deposit rates through the Temporary Interest Rate Adjustment Law in 1947. Based on this law, the Ministry of Finance (MOF) pursued an artificially low interest rate policy aimed at maintaining interest rates below what the market would have produced and which served as a de facto subsidy for the banks. Nominal

lending rates remained stable during the High Growth Era but effective lending rates could be raised by banks requiring that client companies maintain compensating balances.

Within this framework, the competitiveness of a city bank was conditioned by its ability to collect deposits and the number and size of its client companies. Main banks were in a position to collect a "main bank rent" from strong or promising client companies in the form of decreased ex ante monitoring costs, a lowering of the costs involved in attracting client deposits, commissions earned on various client transactions, and the additional business generated from the transactions of client-affiliated companies.²⁵

The top managers of the city banks recognized that a retinue of good client companies provided them with a huge advantage in the early stages of the High Growth Era. For instance, at a meeting of branch managers in 1954 the president of Fuji Bank stated: "Now that the economy has largely returned to normal, the accumulation of capital has made it possible for well-performing companies to improve their position and strengthen their keiretsu relationships [vertical keiretsu] ... If a bank establishes business with these high-performance, group-affiliated firms, then this bank will strengthen its position and, at the same time, lay the foundation for growth in the future."²⁶ After having decided to adopt this strategy, Fuji enlarged its screening and research divisions by dividing the former screening division into a first and second division. The first division focused on screening large clients. Parallel moves by other city banks resulted in fierce competition for good clients.

Competition among main banks was accelerated by the rivalry between ex-zaibatsu and non-ex-zaibatsu banks. Each of the ex-zaibatsu banks (Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo) had easy access to a client base of big firms that were former members of the same prewar zaibatsu. By contrast, the non-zaibatsu Fuji, Sanwa, and Daiichi Banks had few good clients and were in a far weaker position than the ex-zaibatsu banks because of the smaller size of their clients and the newness of their business relationships with their clients.²⁷ The non-zaibatsu banks therefore tried, beginning in the early 1950s, to obtain a client base of large firms with the aim of achieving economies of scale in their loan structure and to enhance their competitiveness vis-a-vis the ex-zaibatsu banks. Their strategy, in turn, influenced that of the ex-zaibatsu banks.

Other arrangements were put into place to support the main bank system and keiretsu financing (main bank financing) during the 1950s and early 1960s. First, main banks made it a practice to dispatch representatives of the bank to large client corporations in order to facilitate monitoring of the firm. According to my sample, the number of companies to which bank representatives were dispatched, out of a total of one hundred, increased from 23 in 1958, 36 in 1963, to 53 in 1969. Furthermore, main banks tended to hold equity in the client company up to the limits stipulated by the regulatory framework, a phenomenon that came into its own during the first phase of the High Growth Era. It has

been demonstrated that the higher a company's dependence on loans from a bank and the higher a company's debt-equity ratio, the greater the share of the client firm's stock held by a main bank. It was in this manner that the main bank system came to be firmly established by the mid 1960s.²⁸

(4) The J-Type Firm in Its Heyday

The change in ownership structure and the emergence of the main bank system had a profound impact on corporate behavior. One way in which this impact was felt can be found in the way that the main bank system facilitated corporate investment by mitigating information problems. A number of companies like Honda and Sony which are now considered firmly established, did not have a good reputation in the capital market in the late 1950s. But their main banks (Mitsubishi Bank in the case of Honda, and Mitsui in Sony), as first lenders, were willing to provide them with an ample supply of venture capital because of the assurance provided by the banks' long-term relationships with them and the monitoring arrangements that were part and parcel of the main bank system.²⁹ Another example of the impact of the changes discussed above can be seen in the way that the success of the shareholder stabilization program freed top management from the pressures of stock market. An empirical corroboration of this point can be found in the results of a regression of dividend pay-out ratios (DR) on the rates of equity of Japan's largest firms after 1957 tabulated in Table 1. A positive correlation between DR and ROE indicates that shareholders were obtaining increased dividends from a firm's increased profits. A positive correlation of this sort, it might be noted, was in evidence during the prewar period and the early 1950s.³⁰ DR remained sensitive to ROE during the first phase of the High Growth Era (1957-64) but the degree of sensitivity declined during the era's later phase (1965-73). The degree of correlation decreases even further during the 1970s--indeed, so much so that R-square declines to almost zero. This suggests that with the stabilization of shareholders, Japan's largest firms adopted stable pay-out ratio policies unaffected by fluctuations in the capital market.

-----TABLE 1 ABOUT HERE-----

-----TABLE 2 ABOUT HERE-----

Further insight into the characteristics of corporate behavior that emerged with the spread of stable shareholders can be found in Table 2 which measures the effect on investment of Tobin's q , cash flow, and other variables in accordance with a formula developed by Hoshi, Kashyap, and Scharfstein.³¹ Although the positive influence of Tobin's q on investment is statistically significant during the first phase of High Growth Era (1957-64), it is no longer apparent in the later phase (1965-72). This result is consistent with the

proposition that the investment decisions of top management in the later phase of High Growth Era were shielded from the external pressures of the capital market.

-----FIGURE 2 ABOUT HERE-----

Companies with stable shareholders grew increasingly dependent on debt financing. As shown in Figure 2, the debt asset ratio of Japan's leading firms increased steadily despite serious misgivings on the part of the Ministry of Finance about the direction of this trend in corporate capital composition.³² The coefficient of cash flow decreased by almost half between 1957-64 and 1965-72, indicating that cash flow constraints on investment were being steadily mitigated. Under normal circumstances, the effect of such increases in debt-equity ratios would be to raise the cost of capital and reduce investment levels of the firms involved because of increased risk and agency costs. The effect in High Growth Era Japan, however, was exactly the reverse. By taking advantage of the opportunities for maintaining high levels of debt financing made possible by the regulated financial system and by alleviating pressures from the external capital market through the shareholder stabilization program, Japanese firms were in a position to realize high, investment driven growth. This point can be demonstrated with a simple regression analysis (Table 3) in which the growth rate of firms (asset based) is regressed on changes in the loans to assets (leveraging) ratio (ΔB) and the percent change in shares held by the financial institutions ($\Delta SH-FIN$). The goal of this regression is to see whether or not increased dependence on borrowing and shareholder stabilization resulted in increased firm growth rates. According to Table 3, the growth rate of assets is positively correlated with ΔB in the latter phase of HGE, whereas this was not the case during HGE's first phase. The growth rate is also positively correlated with $\Delta SH-Fin$, which was presumably indicative of shareholder stabilization actions during the later phase of HGE.³³ These results suggest that, in line with our earlier discussion, the more a company depended on debt financing and the more it had stabilized its shareholders, the higher the growth rate of its assets in the later phase of HGE. They are also consistent with model of the J-Type firm.

-----TABLE 3 ABOUT HERE-----

The main bank system played a rather different role during the mid-1970s when the Oil Crisis impacted J-Type firm behavior. As part of a larger drive to rationalize and reduce costs (popularly referred to as *genryo keiei* or "quantity reduction management"), Japanese firms reacted to high interests rates by attempting to reduce their borrowing. In the process, the positive correlation between firm growth and debt-dependence disappeared. Rather, the data in Table 3 shows that in contrast to the 1965-72 period, during the 1975-80 period, the

coefficient of ΔB is negative with a 1 percent significance level. This means that the less a company depended on debt the more rapidly a company grew in terms of assets. The data suggests that, as far as the companies sampled are concerned, the role of main bank in reducing the agency costs associated with debt financing decreased. The main bank's firstlender role that was so conspicuous during the High Growth Era (and in its first phase in particular) was no longer as critical in this period as it was earlier.

Nevertheless, the main bank still played a significant role in supplying funds to the companies in the sample that could not easily raise money in the capital market due to their poor performance. According to Figure 2, variance in the borrowing to assets ratio rose after the Oil Crisis. This indicates that there were two types of companies: companies which reduced their dependence on borrowing and those that were unable to. The main bank relationship still played a role for the latter type of company in supplying money for restructuring and in rescuing them when they fell into financial distress.³⁴ After the Oil Crisis, many companies fell into financial distress in such industries as aluminum, petrochemicals and automobiles. Main banks took the initiative in rescuing their client companies by reducing required interest payments. The Sumitomo Group's rescue of Mazda represents one prominent example.³⁵

In the area of corporate governance, the main bank system played a crucial role in disciplining top management teams when a firm's financial performance declined. A statistical elaboration of this point, provided in the appendix to this chapter, shows a correlation between the turnover of company presidents in Japan's largest firms and poor corporate performance, with this relationship most pronounced during the latter phase of the High Growth Era (1965-69). This suggests that if a company had an operational profit rate below the norm (indicating a high probability that the company was in financial distress) or showed excess employment relative to its operational profit rate (ie., that it was not utilizing its human resources effeciently), it was likely that the main bank would intervene by replacing the members of the firm's board of directors. In another study I suggested that the poorer the performance the higher the degree of main bank intervention as measured by the importance of the positions held by representatives of the main bank.³⁶ In sum, during the 1970s one can clearly see a contingent governance structure at work--that is, a systematic shift of control from insiders to outsiders that was contingent on the financial situation of firm.

III. Financial Deregulation and the Metamorphosis of the Main Bank System

(1) Deregulation and the Changing Nature of Corporate Finance Since the 1970s

The J-Type firm system, whose emergence and functioning was discussed in the preceding section, began to undergo changes from the latter half of the 1970s onward as the pattern of corporate financing in large Japanese firms shifted from one based on debt financing to a more diversified, more internationalized, and more sophisticated pattern. One of the driving forces behind this trend was structural change in the post-Oil Crisis Japanese economy. As the anticipated rate of corporate growth decreased, so too did the rate of corporate investment. As this occurred, large Japanese corporations came to rely almost exclusively on internally generated funds, as indicated in Figure 3-A. These corporations, which had earlier relied on bank loans, began to actively reduce their level of borrowing and to diversify their modes of raising funds (Figure 3-B, C).

-----FIGURE 3 ABOUT HERE-----

This change in the pattern of corporate finance was made possible by financial deregulation and the consequent development of an effective capital market. As already indicated, the securities market remained underdeveloped during the High Growth Era. However, it expanded rapidly after the early 1970s, with its size growing from under 50 percent of nominal GNP in 1970 to over 100 percent by 1990.³⁷ The large-scale flotation of government bonds was the first factor that contributed to the development of the Japanese securities market. The Japanese government, hoping to use its spending power to stimulate the economy, emerged as a major borrower after 1975. As a result, the so-called "bond financing ratio"--that is, central Government bond flotations as a proportion of total general account expenditures--rose from under five percent in the late 1960's to 34.7 percent in 1979 (In 1994, this figure was 20 percent.) These developments, in turn, induced the government to deregulate the financial sector by removing restrictions constraining bond issuance. The Bond Issuance Committee stopped regulating yield rates while continuing to relax bond issuance criteria. Another important step in the deregulation of bond issuance was the amendment of the Commercial Code in 1981 that made it possible for companies to issue warrant bonds (that is, abound with an option to buy shares at a specific price during a specified period) 5

In addition to straight bonds, companies were now allowed to issue equity-linked bonds, thus paving the way for convertible bonds and warrant bonds to become popular corporate financing instruments in the 1980s. (Figure 4) Regulations governing unsecured bond insurance (collateral requirements) were also relaxed during the 1980s. The impact of

this deregulation on corporate behavior was dramatic. In 1979, only two companies satisfied the official Bond Issue Criteria for domestic issues of unsecured bonds and unsecured convertible bonds. By 1989, nearly 500 companies were eligible, up from 175 in 1985.³⁸

-----FIGURE 4 ABOUT HERE-----

.. A further factor which encouraged the expansion of the capital market was internationalization. As the Japanese economy grew to account for a major share of the world's trade in manufactured goods, services and financial transactions, deregulation of the in- and outflow of capital became inevitable.

Internationalization was initiated in the early 1970s when private sector firms were first allowed to accumulate foreign claims and foreign banks to enter the Japanese market. In 1980, the Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law was completely revised in order to allow the liberalization of cross-border transactions in principle. As a result of this reform, there occurred a large increase in turnover by non-residents in the bond market and Japanese firms could now issue bonds in foreign markets without explicit government permission. In 1984, MOF abolished the so-called "real demand principle." Through this measure, Japanese residents were now free to conclude a forward contract on foreign currency without having to demonstrate a "real" need like an export or import transaction, or a maturing foreign security. From the 1980s on, Japanese corporations were increasingly in a position to choose an optimal mix of fund raising mechanisms in both domestic and foreign capital markets.³⁹

Statistics clearly indicate that Japanese companies responded to these changes by increasing their degree of dependence on the capital market. The decreasing level of borrowing and the rapidly increasing dependence on capital on the part of large Japanese corporations became apparent after 1976, as shown in Figure 2 and 3-b. And after 1983 companies became almost totally dependent on the bond and equity markets for their financing (Figure 3-c).⁴⁰

This change in the pattern of corporate financing was accelerated in the mid 1980s, when the Japanese economy experienced a huge and steady rise in stock prices following the Plaza Accord of October 1985. Helped by low interest rates that were instituted as a countermeasure against the yen's appreciation, prices on the Tokyo Stock Exchange increased by two and a half times between 1985 and 1989. Japanese corporations also began to raise money in the Euromarket where bonds were prominent. (Figure 4) It has been reported that capital costs for Japanese firms were extremely low because of the yen's appreciation.⁴¹

(2) The Changing Relationship Between Banks and Firms

Deregulation undermined the advantageous position occupied by the banking sector as a consequence of the previous system of financial regulation. The elimination of controls on interest rates reduced the margin that city banks used to enjoy. Certificates of deposit (CDs) offering unregulated interest rates minimum denomination, a half-billion yen) were introduced in 1979. Two other instruments with unregulated interest rates--large time deposit (LTDs) and money market certificates (MMCs)--were introduced in 1985. The minimum deposit required for these was lowered step by step thereafter. The removal of interest rate controls was virtually completed by 1992. As minimum balance requirements declined, the share of deposits in accounts whose rate of interest was unregulated grew rapidly. As a result, as demonstrated by recent research, the "rent" accruing to the city banks has been declining since late 1970s and became almost negligible in 1990.⁴² Faced with these circumstances, banks changed from a strategy emphasizing the development of quality clients to one centered on retail banking. With the amount of loans to large Japanese firms decreasing drastically from the mid-1970s onward, city banks attempted to diversify their clientele by pursuing the business of small and medium-sized firms and expanding their international operations. Roughly speaking, the share of large clients in their overall business decreased from the 60-70 percent share of the High Growth Era to 30-40 percent in the late 1970s,

The strategy, organization and behavior of the city banks changed accordingly in the face of these circumstances. First, city banks overhauled their function-based organizational structures. Sumitomo bank's reorganization in 1979 with the help of the consulting firm McKinsey & Company marks an important milestone in this regard. Sumitomo switched from a structure based on a functional division of labor to a client-oriented multidivisional format composed of a retail division (mainly for small and medium size firms and households), wholesale division (large firms), and an international division. Sumitomo's reorganizational lead was followed by the other city banks in the 1980's.⁴³ Second, city banks tried to transform their relations with their large firm clients from their earlier loan-centered relationships to more diversified relationships that encompassed bond issuance-related services, consulting, and assistance with operations overseas. One example of innovation in this area was Sumitomo Bank's introduction of RM (relation management) in 1979. The core idea behind RM was to move from servicing client firms individually to addressing the needs of client firms in groups that included their affiliates and foreign subsidiaries. A team in the bank's wholesale division would serve as a unified window for the various transactions of group members.⁴⁴ As banks became more deeply involved in bond related services and the foreign operations of their clients, the segmentation of banking and securities industries came to be recognized as one of the major obstacles blocking the expansion of their businesses. It is worth noting in this context that this segmentation also

applied to their overseas business activities. During the 1980s when the banks began establishing foreign subsidiaries to assist their client companies at overseas sites, MOF administrative guidance prohibited them from underwriting of the equity-related bond issues of client firms.⁴⁵

Third, the screening divisions of city banks were down sized from the late 1970s onward. If the history of the city bank screening divisions during the High Growth Era can be understood to be a history of steady expansion, that of the late 1970s onward was just the reverse--steady downsizing. The collateral requirements for loans were stiffened in tandem with this. As a number of researchers have pointed out, in contrast with what occurred during the first phase of the High Growth Era when banks often approved uncollateralized loans on the basis of ex ante monitoring, during the 1980s the common practice was for banks to virtually automatically approve collateralized loans to investment projects that used land as security.⁴⁶ Business involving real estate developments consequently became the primary replacement for the business of large manufacturing firms that had earlier been the banks' primary domestic clients and the banking sector turned into a cash-generating machine for a collective speculative binge that continued to 1992.

(3) Soft Budget Constraints and Firm Behavior under the Bubble Economy

The changes in the lending behavior of banks under the Bubble Economy were accompanied by changes in the behavior of non-financial corporations. As Ikeno has stressed, a "moral hazard" problem was created by the softening of budgetary constraints on non-financial firms as a result of deregulation and the Bubble.⁴⁷ During the High Growth Era, "hard" budget constraints provided a context within which main banks could monitor non-financial firms and compel compliance on the part of their top management. Their capacity to do so declined during the period of the Bubble Economy. This was due in part to the fact that the corporate sector no longer depended on the banks for their funds and in part because the incentives for city banks to engage in ex ante monitoring of clients weakened as the Bubble Economy gave rise to expectations of continual increases in the value of the collateral that the banks held. From the standpoint of corporate insiders, this created what Jensen calls "free cash flow"--that is, "cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital."⁴⁸

While it is difficult to demonstrate the existence of a free cash flow situation quantitatively, circumstantial evidence suggests that this was indeed what was occurring. From the mid-1980s onward, the internal funds of Japanese firms exceeded their investment levels.⁴⁹ (Figure 3-A, B) That is, even though available internal funds were sufficient to finance their levels of investment, companies continued to raise huge amounts of money through equity financing. Anecdotal evidence suggests that firms during the Bubble period tended to invest this excess in either land, trust funds, or other financial assets (a practice

referred to as *zaitoku*). Horiuchi insists that the issuance of equity-related bonds was not necessarily profitable for shareholders but instead increased the amount of "free cash flow" available to managers. He reports that those firms which were most actively involved in the issuance of corporate equity-related bonds during the latter half of the 1980s tended to suffer more drastic declines in their rate of profit after 1990 than those that issued no bonds at all.⁵⁰ Further evidence supporting the assertion that the main banks lost their monitoring capacity can be found in Table 4 of the appendix, which shows that the negative correlation between financial performance, on the one hand, and turnover in the board of directors and other indicators of main bank intervention, on the other, no longer applied during this period in the way that it did during earlier ones. One interpretation of this result is that company insiders held freely disposable assets (so called *fukumi-shisan*; or unrealized assets) due to rises in land and stock prices. Thanks to these unrealized assets, corporate insiders could avoid the intervention of outsiders for short periods even if a company faced financial distress in the sense of low OR or low OR/L. It can thus be said that the contingent governance structure based on the main bank system was weakened in the late 1980's.

In sum, then, corporate governance of the J-Type Firm was characterized by a conspicuous decline in main bank monitoring during the Bubble Economy period. As these firms came to rely less and less on their main banks for funding, the influence of the main banks on client companies decreased in tandem. In the absence of a market-based system of control like that found in the US, Japan was left without an effective system for monitoring and disciplining the top management of large Japanese firms.

IV. The J-Type Firm and Deregulation: Current Issues

As outlined in the preceding section, financial deregulation in Japan since the late 1970's gave impetus to a change in corporate financing patterns that, in turn, modified the main bank system. This trend was accelerated in the late 80's under the "Bubble Economy." Currently, in the wake of the Bubble Economy's collapse, the Japanese economy is faced with the task of dealing with its after-effects, some of the most problematic of which include: 1) a serious delay in restructuring the manufacturing sector; 2) huge accumulations of bad debt in the financial and non-financial sectors; and 3) a credit crunch caused by a turn on the part of the city banks away from aggressive lending to excessively cautious behavior (*kashi-shiburi*).

Does all of this mean that the J-Type firm, and Japanese capitalism along with it, have been totally transformed? What is the future direction of the evolution of the J-Type firm? Some researchers insist that there has been a convergence of the J-Type firm system toward the Anglo-American-style market-based system of corporate governance. However, it is difficult to say whether the J-Type firm system is converging toward or moving away

from the Anglo-American system because there is evidence supporting both assessments.

Suggesting convergence is the fact that the financial policies of big firms continue to be independent of bank borrowing. These firms basically rely on internal funds to finance their investments and, when external funds are needed, they take advantage of the accelerated deregulation of the capital market by issuing bonds.⁵¹ There are also signs of convergence in ownership structure. According to recent estimates, the share of stable shareholders has been decreasing over the past few years.⁵² Increasing their presence are individuals, portfolio investors, and especially foreign investors. This would be consistent with the fact that in the 1990s the dividend payout ratio (DR) grew more sensitive to ROE when compared with the 1970s and 1980s. As shown in Table 1, the coefficient of DR to ROE increased and the R-square of this estimate improved, suggesting that the influence of shareholders on the appropriation of net income has been growing. Another piece of evidence is that the nature of the impetus for CEO turnover has been changing. According to Table 4 in the appendix, turnover (TURN) and the proxy for shareholder interest (PR, RRS) are correlated negatively, something that was not true of previous periods.

The various sub-systems that constitute the J-Type firm have also been changing. One of the most conspicuous changes in sub-systems is the long-term transactional ties (keiretsu) that link assemblers and suppliers as well as producers and the distributors (wholesalers, retailers). The Economic White Paper of 1996 reports that such long-term relationships have been relaxed of late for various reasons, including the movement of production facilities to foreign countries and the decreasing price of imported goods under yen appreciation.⁵³

At the same time, however, there is considerable evidence to suggest that the essential features of the J-Type firm system are still in place. According to the flow of funds account of the national economy, the share of capital supplied by the banking sector was over 50%, which is still relatively high compared to other advanced industrialized countries.⁵⁴ Perhaps more significantly, the non-financial companies themselves still regard the main bank relationship as a necessary one and, stressing the importance of the lender-borrower relationships and the main bank's provision of bond-related services, do not betray any signs of an intention to abandon these ties.⁵⁵ Nor has the pattern of cross-shareholding among the six major keiretsu groups shown any sign of drastic change thus far, despite the aforementioned decline in the overall share of stocks held by stable shareholders.⁵⁶ In this context, it is interesting to note that when a 1994 amendment of the Commercial Code required the addition of an outside auditor to the membership of the corporate board, the new auditor invariably came from a company in the same main bank group. It is, to be sure, rather ironic that introducing an "outside" auditor would strengthen keiretsu relationships.⁵⁷ Furthermore, with respect to the result that CEO turnover has recovered its positive correlation with shareholders' interest, it is unclear whether this reflects an

increase in the power of shareholders in the governance structure or just a fluke coincidence of the proxies for debt holder's and shareholder's interests. As far as our own sample is concerned, there was no instance of a CEO turnover occurring as a result of a takeover bid and few cases of a company accepting an outside director from a financial institution other than the main bank. Shifting our focus to another sub-system of the J-Type firm, the life time employment and seniority wage system that is often regarded as the system's core, it seems that this sub-system too has also been sustained despite serious challenges and a modification of the wage profile.⁵⁸

Given the ambiguous evidence, there is an ongoing controversy among researchers and business leaders concerning the role of deregulation in creating a viable economic system for next century. Along with the widely discussed need to restructure the financial system in order to cope with the problem of massive bad debt, Japan's Glass-Steagall-like separation of the banking and securities industries and the ban on holding companies have become subjects of heated debate. For instance, the partial relaxation of the segmentation of securities and banking industries in 1992 that authorized banks to establish securities subsidiaries stimulated public discussion over whether or not further deregulation was needed.⁵⁹ The Antimonopoly Law's ban on holding companies has become another hot topic and on this issue there is, interestingly, a consensus of views in favor of deregulation, although the reasons for supporting such an amendment differs depending on whether a proponent favors preserving or abandoning the J-Type firm system.

One side in the debate sees the J-Type firm system converging toward the Anglo American version and argues for deregulation that would facilitate this trend. Among the advocates in business circles is the Keizai Doyukai. In his New Years speech of 1996, for instance, the chairman of the Doyukai stated that the present highly regulated Japanese economic system must be transformed into a more transparent one governed by a system of rules that is more or less identical to those of the other advanced industrialized countries.⁶⁰ The association's 1996 Kigyō hakusho [White Paper on the Firm] advocates changing the corporate governance structure of the J-Type firm to a more open, shareholder based one.⁶¹ There are many advocates of a complete removal of the Glass Steagall-like separation in this camp. They tend to believe that allowing city banks to operate in the securities market would encourage competition between city banks and securities companies. As for the holding company ban issue, for instance Mabuchi insists that since the globalization of finance is leading to an international convergence of financial institutions, the establishment of financial holding companies represents the only way for Japanese financial institutions to improve their competitive edge.⁶²

On the other hand, other researchers stress that the sub-systems which make up the J-Type firm system are highly interdependent and for that reason modifying just one sub-system along the lines of the Anglo-American model would be ineffective. Emphasizing that

the long-term time horizon of J-Type firms is an essential element in sustaining their competitive edge internationally as well as an important contributor to Japan's comparatively egalitarian income distribution. Teranishi recommends that deregulation of the financial system should be planned in a way that would sustain the monitoring function of the main banks based on short-term loans and cross-shareholding among the members of a corporate group.⁶³ Aoki, who played a leading role in the development of the J-Type firm concept, argues for modification of the main bank system and contingent governance structure that will assure their survival while at the same time making them compatible with the newly internationalized, securitized and deregulated operational environment. And it is from this perspective that he and others propose drastic deregulation involving the elimination of the Glass Steagall-like separation of the banking and securities industries. Specifically, Aoki argues that a legacy of the main bank system is that in Japan human resources skilled in screening investment projects have accumulated not in securities companies but in the city banks. Allowing banks to enter securities related businesses would harness these resources and through delegated monitoring would allow for an economization of monitoring costs, in addition to a number of other specific advantages.⁶⁴ Eliminating the ban on holding companies is justified from a similar standpoint. According to Aoki, holding companies can be expected to utilize such human resources in a manner that will revive the system's currently moribund monitoring capacity.⁶⁵

My own view is that the argument that key elements of the J-Type firm system should be restructured in a way that would maintain its key features while adapting the system to a radically changed environment is more persuasive. In any event, it is clear, and impressive from a historian's perspective, that the deregulation of the Japanese economy is now entering into a new phase. As shown above, Glass Steagall-like separation and the ban on holding companies represent the pillars of the basic regulatory framework within which the J-Type firm has emerged and operated. Although financial reform up to now has not substantially undermined the J-Type firm system, proposals are being discussed which would drastically alter Japan's basic regulatory framework. The precise way in which this process unfolds is likely to have profound, if unpredictable implications for the future evolution of Japan's economic system.

APPENDIX

This assertion that main banks played a role in disciplining the top management of large Japanese corporations has not been systematically tested. Table 4 represents an attempt to conduct such a test using a database of 100 leading firms developed by the author.⁶⁶ Table 4 regresses yearly top manager turnover (TURN) on several corporate performance indicators (two year average) using probit analysis.

1) The data was divided into five periods which correspond to specific phases in the evolution of the postwar Japanese economy. Period I (turnover data 1959-63; performance data 1957-62), Period II (1965-69; 1963-68, respectively), Period III (1974-78; 1972-1977), Period IV (1985-89; 1983-1988) and Period V (1990-4; 1988-1993). Period I corresponds to initial phase of the High Growth Era; Period II to the High Growth Era's second phase and which also reflects the impact of securities depression; Period III to the post-Oil Crisis period; Period IV encompasses the yen-appreciation-induced recession that followed the Plaza Accord and the period of the so called Bubble Economy, and Period V the post-Bubble recession years.

2) The dependent variables are as follows: TURN 1 indicates instances in which the company president was replaced by an insider (someone recruited from the ranks of the company's existing management) but where no other major change occurred in the membership of the board of directors. TURN 2 is where the company president was replaced by an insider and there was also a major change in the membership of the board (that is three or more directors were replaced and at least one of the new members was dispatched from the main bank). TURN 3 indicates that the company president was replaced by an outsider. TURN IN is an instance of TURN 1 and TURN 2 both occurring, while BIG TURN is TURN 2 and TURN 3 together, and ALL TURN is TURN 1, TURN 2, and TURN 3 occurring together.

3) The independent variables are as follows: profit rate of equity (PR) and rate of return on stocks (RRS), which are used as proxies for stockholder interests; operational profit divided by sales (OR) and operational profit per employee (OR/L), which are used as proxies for the bank's interests; and the rate of increase in the number of employees (ER) and the rate of increase in sales (SR), which are proxies for insiders' interests. All regressions included the previous company president's length of service (LS) to control for routine turnover based on seniority rules.

4) As shown in Table 4, turnover (TURN_{*i*}) is regressed on unique P_i and average P_i respectively. Here unique P_i is measured as a two year average and standardized by calculating differences from the industry average (average P_i).

-----TABLE 4 ABOUT HERE-----

The following points can be drawn from the regression results in Table 4.

1) Although the direct replacement of presidents by bank representatives (TURN 3) decreased from Period I to Period III, TURN 3 is negatively correlated with OR or OR/L in all period. TURN 3 is also negatively correlated with RRS in Period I, which seems to be consistent with the fact that the market for corporate control still survived and co-existed with main bank system in the first phase of High Growth Era.

2) On the other hand, TURN 2, which represents cases where the bank influenced client company personnel decisions, increased in frequency from Period I to Period III. The correlation between TURN 2 and OR and OR/L is clear in Periods II and III.

3) As a result, Big TURN--that is where turnover of the president and in the board was influenced by the main bank--was negatively correlated with OR and OR/L in Periods I through III. ALL TURN was positively correlated with OR in Periods II and III.

4) It is safe to say that by Period III, OR and OR/L became the most important factors in the replacement of company presidents. This indicates that if a company could not realize the average profit rate (that is, there was a high probability that the company was in financial distress) or showed excess employment, it was likely that the main bank would intervene by replacing the firm's board.

5) There is some indication that control over the governance of large companies shifted from outsiders to insiders during Period III. That is, there is a negative correlation between turnover by an insider (TURN 1, TURN IN) and ER. This indicates that if the top manager took the initiative in restructuring, the probability of turnover would decrease.

6) It is noteworthy that, with the exception of TURN 3, the correlation between turnover and company performance disappeared in Period IV. The only variable that can explain turnover is the length of service of the previous president. The coefficient of LS in Period IV is three times larger than in Period III, although this is not shown in Table 4.

7) Recently, it seems that the correlation between turnover and company performance has returned. In particular, it is worth noting that the proxies for shareholder interest (PR, RRS) show a negative correlation. However, the data covers only the year 1994 for turnover and 1993 for company performance. It will take a few more years before any solid conclusions can be drawn.

- 1 Aoki Masahiko, Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy (Cambridge UK: Cambridge University Press, 1988); Masahiko Aoki and Ronald Dore, The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength, (New York; Oxford University Press, 1994); Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds., The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies (New York: Oxford University Press, 1994). Recent work in Japanese includes the following : Hashimoto, Juro, Sengo nihon keizai [Postwar Japanese Economy] (Tokyo: Iwanami shoten, 1995); Yoshida, Kazuo, Kaimei nihon gata keiei-shisutemu [Investigation of Japanese-type Management System] (Tokyo:Toyo keizai shinposha, 1996); Ito Hideshi, ed., Nihon no kigyo shisutemu [Japanese Firm System], (Tokyo: Tokyo University Press, 1996). On the emergence of the J-Type firm system see Okazaki Tetsuji and Okuno Masahiro, eds., Nihon-gata keizai shisutemu no rekishi-teki genryu [Historical Origin of the Japanese Type Economic System] (Tokyo; Nihon keizai shinbunsha, 1993); Hashimoto Juro, ed., Nihon kigyo shisutemu no sengoshi [The Postwar History of Japanese Firm] (Tokyo: Tokyo daigaku shuppankai, 1996).
- 2 James C. Abegglen and George Stalk, Jr., Kaisha: The Japanese Corporation (New York: Basic Books, 1985); Masahiko Aoki, "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: An Analytical and Historical View" in Aoki and Patrick, The Japanese Main Bank System; Hashimoto Juro, "Nihongata kigyo shisutemu no keisei" in Tsunehiko Yui and Hashimoto Juro, eds., Kakushin no keieishi [Innovation in the Business History] (Tokyo:Yuhikaku, 1995); Horiuchi Akiyoshi, "Nihon ni okeru koporate gavanansu no mekanizumu to yukosei," Kinyu kenkyu, 13-3 (June 1994): 121-154; and Hashimoto Juro, Gendai no nihon keizai [The Contemporary Japanese Economy] (Tokyo: Iwanami shoten, 1995).
- 3 Regarding the German case, see J. Edwards and K. Fisher, Banks, Finance and Investment in Germany (Cambridge: Cambridge University Press,1993); W. Corlin, "West German Growth and Institutions, 1945-90" CEPR Discussion Papers Series No. 896 (1993); T. Baum, "Corporate Governance in Germany: System and Recent Governance," Jurictfoelaget (1994).
- 4 However, this is a point that has so far not been subjected to systematic empirical testing. For a discussion of this problem see P. Sheard, "Long-termism and the Japanese Firm" in Mitsuaki Okabe, ed., The Structure of the Japanese Economy, (London: Macmillan, 1994), pp. 25-52.
- 5 These behavioral characteristics of the J-firm has been called the "contingent governance structure" by Aoki. See Aoki Masahiko, Keizai shisutemu no shinka to tagensei [The Evolution and Multi-Dimensionality of Economic System] (Tokyo: Toyo keizai shinposha, 1995). In the Anglo-American system, the different stages of monitoring borrowers (ex ante monitoring via the assessment of the credit worthiness of investment projects; interim monitoring via checks of ongoing management behavior; and ex post monitoring via the verification of performance outcomes) are delegated to separate specialized financial

institutions. By contrast, in the Japanese main bank system the three stages of monitoring are integrated and delegated exclusively to the main bank. See Masahiko Aoki, Paul Sheard and Hugh Patrick, "Introductory Overview" (Chapter 1) and Masahiko Aoki, "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: An Analytical and Historical View" (Chapter 4) in Aoki and Patrick, The Japanese Main Bank System; and Masahiko Aoki, "The Contingent Governance of Teams : An Analysis of Institutional Complementarity", International Economic Review 35 (1994): 657-676.

6 Edwards and Fisher, Banks, Finance and Investment in Germany.

7 As a consequence of the purges of top-level corporate executives and zaibatsu dissolution, in most leading Japanese firms at this time the top management team consisted of individuals who were promoted from within. For detailed discussion see Hideaki Miyajima, "The Transformation of Prewar Zaibatsu to Postwar Corporate Groups: From Hierarchially Integrated Groups to Horizontally Intergrated Groups", Journal of Japanese and International Economies, 8 (1994): 293-328; Miyajima Hideaki, "Senmon keieisha no seiha: Nihon-gata keieisha kigyō no keisei" [The Managerial Revolution from Above: The Emergence of the J-Type Managerial Enterprise] in H. Yamazaki and T. Kikkawa, eds., Nihonteki keiei no renzoku to danzetsu [Continuity and Discontinuity of J-type Management], (Tokyo: Iwanami shoten, 1995), pp. 99-103.

8 E. Hadley, Antitrust in Japan (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1970).

9 H. Miyajima, "The Privatization of Ex-Zaibatsu Holding Stocks and the Emergence of Bank-Centered Corporate Groups" in M. Aoki and H. Kim, eds., Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks (Washington, D.C.: World Bank, 1995), pp. 379-83.

10 Miyajima, "The Transformation of Prewar Zaibatsu to Postwar Corporate Groups."

11 Miyajima, "The Privatization of Ex-Zaibatsu Holding Stocks and the Emergence of Bank-Centered Corporate Groups in Japan," pp.384-5.

12 Ministry of International Trade and Industry (MITI), Tsusho sangyo seisaku-shi, 5: Jiritsu kiban keiseiki (I) [The History of International Trade and Industry Policies, 5: The Period of Economic Independence, I], (Tokyo: Tsusho sangyo chosakai, 1988), pp. 311-14.

13 H. Miyajima, "Bank Centered Corporate Groups and Investment: The Evidence from the First Phase of the High Growth Era, " The Waseda Commercial Review no. 369 (July 1997): 33-76.

14 Y. Asai, "Shihon jiyuka to kokusaika e no taio" [Capital Liberalization and the Response to Internationalization], in S. Nakamura, ed., Nihon no kindai-ka to shihonshugi [Modernization and Capitalism in Japan], (Tokyo: Tokyo daigaku shuppankai, 1992), p. 283..

15 F. Yoshida, Shihon jiyu-ka to gaishi ho [Capital Liberalization and Foreign Capital Law] (Tokyo: Zaisei keizai koho sho, 1969), pp. 427-36.

16 T. F. Adams and I. Hoshii, A Financial History of the New Japan (Tokyo: Kodansha,

1972), p. 199.

17 Nihon Kyodo Shoken Zaidan, Nihon kyodo shoken kabushiki gaisha shi [The History of the Japan Joint Securities Corporation] (Tokyo: Kyodo insatsu kabushiki kaisha., 1978).

Weinstein stresses that "Japanese banks and firms bought more shares because the government subsidized their purchase through low interest lending." See D. E. Weinstein, "Foreign Direct Investment and Keiretsu: Rethinking US and Japanese Policy" (mimeo, Harvard University).

18 T. Suzuki, Shoho to tomoni ayumu [Retrospective on the Commercial Law], (Tokyo: Shoji-ho Kenkyu kai, 1977).

19 Miyajima Hideaki, "Regulatory Framework, Government Intervention and Investment in Postwar Japan: The Structural Dynamics of J-Type Firm-Government Interaction" in H. Miyajima and T., Kikkawa, eds., Competing for Competitiveness, (Oxford, England: Oxford University Press, Forthcoming).

20 A useful discussion of this subject can be found in Ito Osamu, Nihon gata kin'yu no rekishiteki kozo [Historical Structure of Japanese Type Finance] (Tokyo: Tokyo daigaku shuppankai, 1995).

21 General Headquarters Supreme Commander for the Allied Nations (GHQ/SCAP), History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan, Vol.24: Elimination of Zaibatsu Control (GHQ/SCAP, 1951).

22 They were not, however, involved in equity underwriting even during the prewar period. See K. Shimura, Nihon shihon shijo bunseki [The Analysis of the Capital Market in Japan] (Tokyo: Tokyo daigaku shuppankai, 1978). pp. 259-71.

23 See Teranishi Juro, Nihon no keizai hatten to kin'yu [The Economic Development of Japan and Finance] (Tokyo: Iwanami Shoten, 1982), pp.418, 422-23.

24 Teranishi Juro, Nihon no keizai hatten to kin'yu; Kazuo Ueda, "Institutional and Regulatory Frameworks for the Main Bank System", in Aoki and Patrick, The Japanese Main Bank System, pp.89-108; and Aoki, "Monitoring Characteristics of the Main Bank System," p.129.

25 Aoki, "Monitoring Characteristics of the Main Bank System."

26 Fuji Ginko, Fuji ginko 100 nenshi [The Hundred Year History of Fuji Bank] (Tokyo: Fuji ginko, 1982), p.797.

27 "Ginko-shihai no kyoka to zaibatsu saihensei no hoko" [The Increasing Control of Banks and the Direction of Zaibatsu Reorganization], Toyo Keizai Shinpo (October, 24, 1953), pp. 77-111.

28 For detailed discussion see Miyajima, "Bank-Centered Corporate Groups and Investment."

29 See *ibid.*

30 Tetsuya Okazaki, "The Wartime Planned Economy and the Firm," Journal of Japanese

and International Economics, 7: 175-203. Okazaki first tested the correlation between DR of ROE for 1920-37 for the prewar period and then 1965 for the postwar, dividing large corporations into zaibatsu line firms and independents. The coefficient of DR to ROE was higher in the prewar years than in the postwar.

31 T. Hoshi, A. Kashyap, and D. Scharfstein, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financing Distress in Japan," Journal of Financial Economics, 27 (1990): 67-88. Tobin's q is the value of the firm divided by net assets and the proxy for the evaluation of the market for an investment project.

32 One inspiration behind MOF's drive to improve the capital composition of Japanese firms was the World Bank's conditionality requirements of the 1960s. See Ministry of Finance, Showa zaisei shi: shusen kara kowa made, II: Dokusen kinshi [The Financial History of Japan: The Allied Occupation Period, 1945-52, II: Antitrust] (Tokyo: Toyo Keizai Shinpo Sha, 1992).

33 The increase of Δ SH-Fin in the first phase of HGE is assumed to be the result of portfolio investment of financial institutions.

34 This point is confirmed by the analysis in Hoshi, Kashyap, and Scharfstein, in "Investment, Liquidity, and Ownership." They found that between 1978 and 1983 cash flow constraints on investment were much less severe in companies with close main bank ties than in companies without such ties.

35 For a detailed treatment of the Mazda case see R. Pascale and T. Rohlen, "The Mazda Turnaround," Journal of Japanese Studies 9 (1983): 219-263. For other anecdotal evidence see P. Sheard, "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan," Journal of Economic Behavior and Organization, 11 (1988): 399-422.

36 Miyajima Hideaki. "Sengo nihon daikigyo no keieisha no kotai to kigyo pafomansu" (mimeo, Waseda University).

37 Y. Suzuki, ed., The Japanese Financial System, (Oxford University Press., 1987), p. 133, and Bank of Japan's Economic Statistics Annual (1992). It might be noted that a precondition for this development was a change in the preferences of the non-financial sectors (and among households in particular) from favoring low risk assets to favoring high interest assets. Japanese households had accumulated considerable assets throughout the High Growth Era and for this reason it was quite natural for them to become more sensitive to interest rates and to the real interest rate in particular.

38 T. Nakamura, Sengo Keizai [Postwar Japan Economy] (Tokyo: Iwanami-shoten, 1995); T. Hoshi, A. Kashyap, and D. Scharfstein, "Bank Monitoring and Investment; Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships" in R. Glenn Hubbard, ed., Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, (Chicago: University of Chicago Press, 1990), pp. 108-10.

39 For a detailed discussion of internationalization see Suzuki, The Japanese Financial

System, pp. 49-50, and Takatoshi Ito, The Japanese Economy (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1992), pp. 317-21.

40 Hoshi, Kashyap and Scharfstein identify 1983 as the year in which financial deregulation began to decisively influence corporate finance. ("Bank Monitoring and Investment," p.107.) Figure 3(c) basically supports this assertion.

41 Nakamura, Sengo keizai, pp. 176-78; A. Horiuchi, "Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm: An Implication of the Surge of Equity-Related Bonds" in M. Okabe, ed., The Structure of the Japanese Economy : Changes on the Domestic and International Fronts (New York: St Martins, 1995), pp. 53-80.

42 Teranishi, Nihon no keizai hatten to kin'yu, pp. 483-84; Ueda, "Institutional and Regulatory Frameworks for the Main Bank System", pp.94-6; Morikawa Hidemasa and Yonekura Seiichiro, eds, Kodo seicho o koete [Beyond High Growth] (Tokyo; Iwanami shoten, 1996), pp.185-87.

43 Sumitomo Ginko, Sumitomo ginko no rekishi (Osaka: Sumitomo ginko, 1985), pp.73-88; Fuji Ginko, Fuji ginko hyakunen shi, pp.1356-57, 1360.

44 Sumitomo Ginko, Sumitomo ginko no rekishi, pp111-114.

45 This guidance was called "sankyoku shido", or "three-bureau guidance," because it was initiated by three of the ministry's divisions (securities, foreign exchange and banking). This guidance was retracted in 1993.

46 For instance, Yoshida Kazuo, Nihongata ginko keiei no tsumi (Tokyo: Toyo keizai shinpo sha, 1994), p. 120.

47 Ikee Kazuo, "Zaimu-men kara mita nihon kigyō" [The Japanese Corporation from the Viewpoint of Capital Composition] in Kaizuka Keimei and Ueda Kazuo eds., Henkaku-ki no kin'yu shisutemu [The Financial System in a Period of Transformation], (Tokyo: Tokyo daigaku shuppan kai, 1994), pp.112-17; Ikee Kazuo, Kin'yu sangyo e no keikoku: kin'yu shisutemu saikochiku no tame ni [The Warning toward Financial Industries: For the Restructuring of the Financial System] (Tokyo: Toyo keizai shinpo-sha, 1995), pp.196-98.

48 M. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," American Economic Review, 86 (1986): 323-9.

49 Miyazaki Yoshikazu, Fukugo fukyo [Composite Recession] (Tokyo: Chuo koron sha, 1992), pp. 153-60.

50 A. Horiuchi, "Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm."

51 The importance of internal funds in corporate finance might be reflected in the investment function as is shown in Table 2 where the coefficient of cash flow (CF/K) to investment in 1990s increased.

52 Kawakita Hidetaka, "Kabushiki mochiai kozo no hokai no mekanizumu" [The Mechanism of Declining Cross-Shareholding], Kin'yu zaisei jijo, 31 (January 31, 1994), pp.42-47; Takano Makoto, "Kabushiki mochiai no kaisho to kongo no kabushiki hoyu kozo,"

Daiwa toshi shiryō, (September, 1995).

53 Keizai hakusho (1997): 630-69.

54 Average figure for 1992-94 as published in the Economic Statistics Annual (1996). J. Corbett makes the same point using figures for 1989 in "An Overview of Japanese Financial System" in N. Dimsdale and M. Prevezer, eds., Capital Markets and Corporate Governance, (Oxford: Clarendon Press, 1994), pp. 310-11.

55 Fuji Sogo Kenkyujo, 1992 nendo tsusho-sangyo sho itaku chosa: mein banku oyobi kabushiki mochiai ni tuite no chosa hokoku sho [Fiscal 1992 Ministry of International Trade and Industry Delegated Study: Report on a Study of Main Banks and Cross Shareholding] (Tokyo: Fuji sogo kenkyujo, 1993).

56 The changes in the cross shareholding ratios of the six corporate groups from 1985 to 1993 are as follows: Mitsubishi Group 25.2% to 26.1%, Sumitomo 25.0% to 24.5%, Mitsui 17.9% to 16.8%, Fuyo (Fuji) 15.8% to 14.9%, Sanwa 16.8% to 16.4% and Daiichi (DKB) 13.3% to 11.9%. These figures are based on Toyo Keizai Shinpo Sha, Keiretsu soran (1987, 1995).

57 "Shoho kaisei o sakate ni keiretsu no kyoka susumu" [Keiretsu Strengthened Despite Revision of Commercial Code] Shukan toyo keizai (December 31, 1994 and January 7 1995).

58 Keizai hakusho (1996): 346-53.

59 Securities subsidiaries of banks are still prohibited from underwriting equity. They are also prohibited from serving as the managing bank when a client company of the parent bank is issuing the bond (the so called main bank regulation).

60 Okazaki Tetsuji, Sugayama Shinji, Nishizawa Tamotsu, and Yonekura Seiichiro, Sengo nihon keizai to keizai doiyukai [The Postwar Japanese Economy and the Keizai Doiyukai] (Tokyo: Iwanami shoten, 1996), p. 319.

61 Keizai Doiyukai, Kigyo hakusho: Nihon kigyo no keiei kozo kaikaku, [White Paper on the Firm: The Structural Reform of the Management of Japanese Firms] (Tokyo: Keizai doiyukai, 1996). This proposal was initiated by Mr. Miyauchi Yoshihiko (Oryx Inc.), who is one of the most prominent advocates of the elimination of Article 9 of the Antimonopoly Law.

62 Mabuchi Noritoshi, Kin'yu mochikabu kaisha [Financial Holding Companies] (Tokyo: Toyo keizai shinpo sha, 1996), pp.87-89.

63 Teranishi Juro, "Nihon-gata keizai shisutemu no tenki to kin'yu" [Finance and the Turning point of Japanese Economic System], a paper prepared for a 1996 conference in Fudan University in Shanghai. Consistent with this perspective, Teranishi is not necessarily supportive to removal the ban of holding companies.

64 Aoki, "Monitoring Characteristics of the Main Bank System," pp. 138-40.

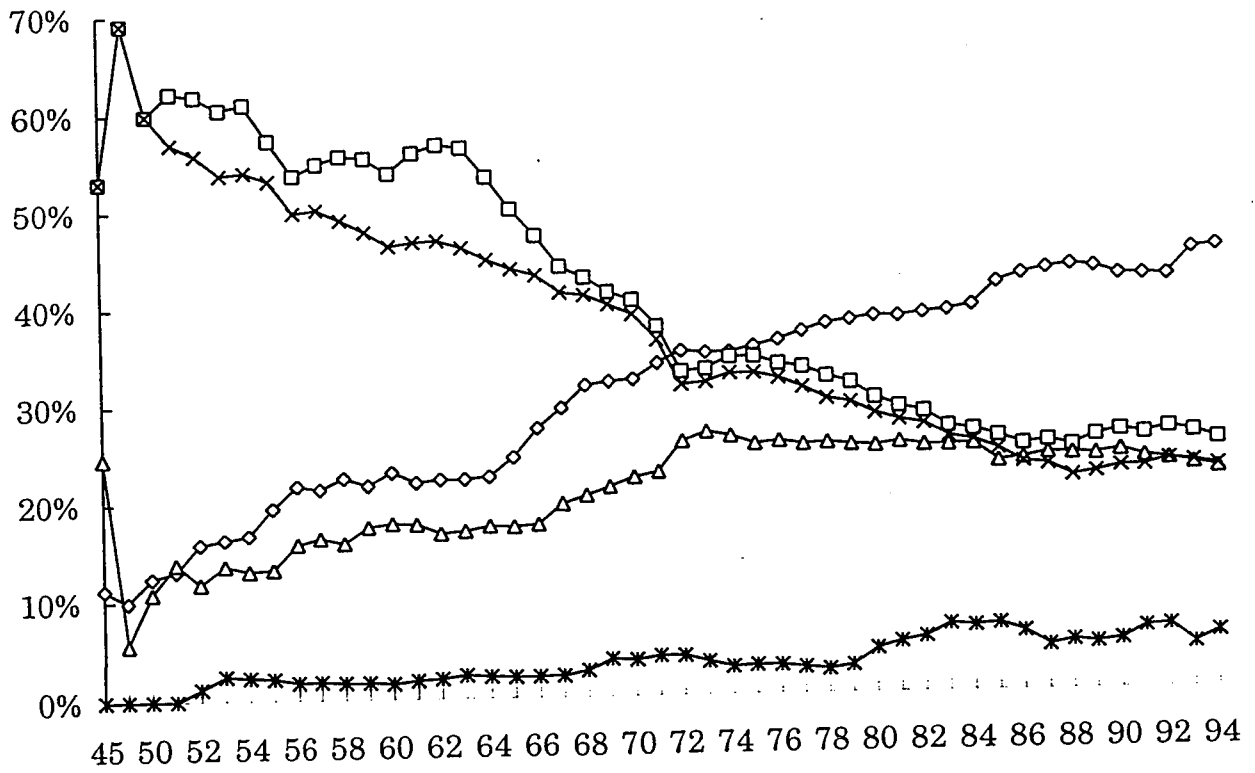
65 Aoki, Keizai shisutemu no shinka to tagensei, pp. 212-220.

66 For further details see Miyajima, "The Evolution and Change of Contingent Governance Structure in the J-Firm System: An Approach to Presidential Turnover and Firm Performance", (mimeo, Waseda University, 1997) The following research addresses similar

issues during the time frame of the 1980s: S.N. Kaplan, "Internal Corporate Governance in Japan and the USA: Difference in Activities and Horizons", (mimeo, University of Chicago, 1992); S. N. Kaplan and Bernadetta A. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards," Journal of Financial Economics 36: 225-58; R. Morch and M. Nakamura, "Banks and Corporate Control in Japan" (mimeo, University of Arbata, 1992); P. Sheard, "Bank Executives on Japanese Corporate Boards," (mimeo, Bank of Japan, 1994).

Figure 1

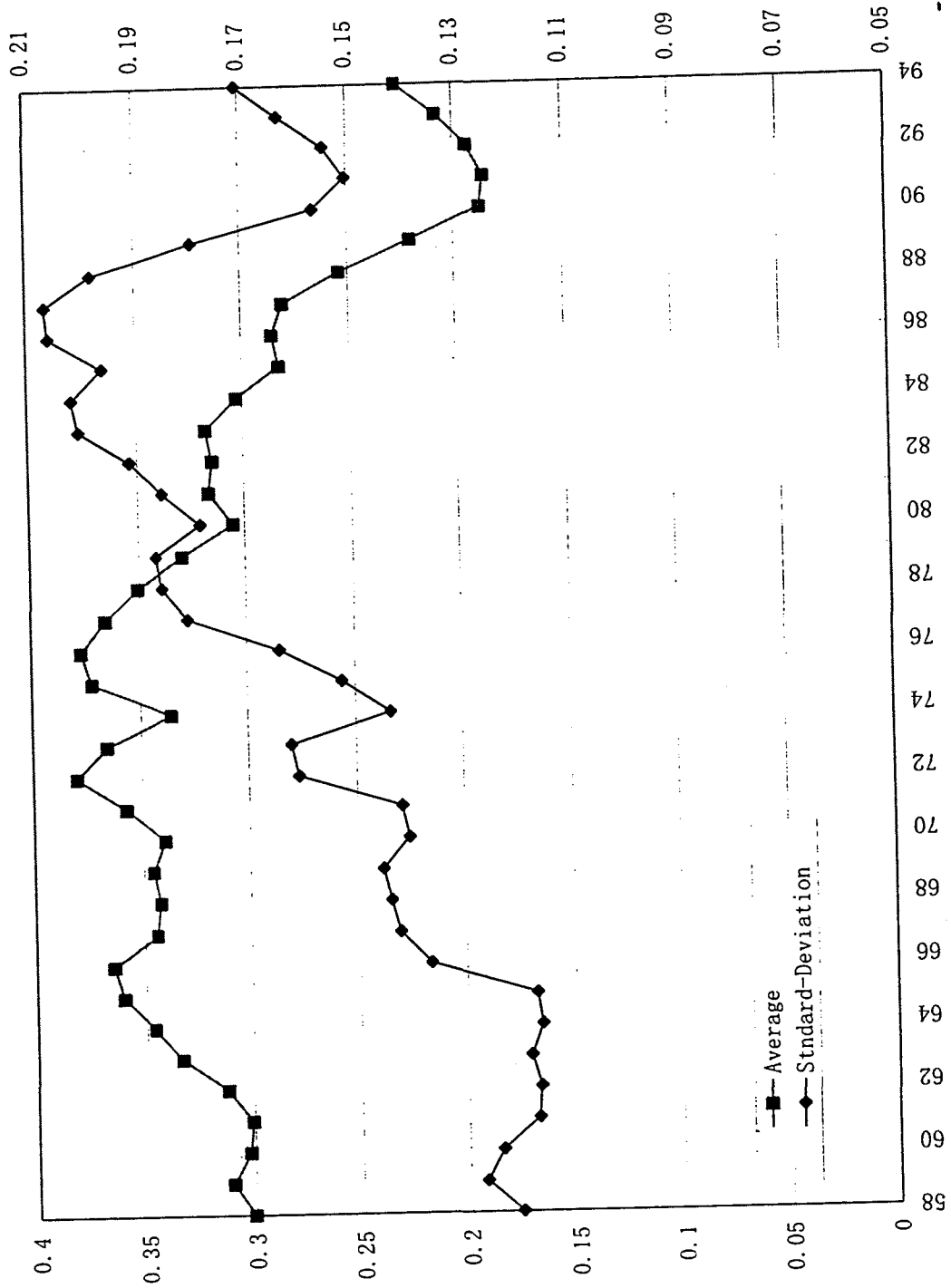
Distribution of Stockholdings in all listed Non-financial Companies by Type of Investor



- ◇— Financial Institution
- Individual+Investment Trust
- △— Business Corporation
- ×— Individuals
- *— Foreigner

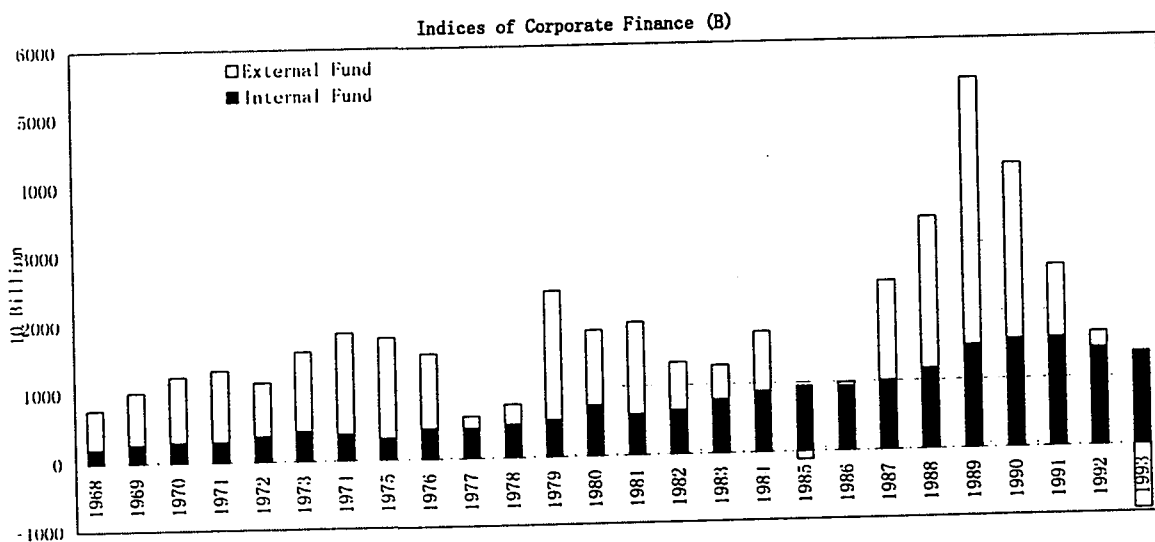
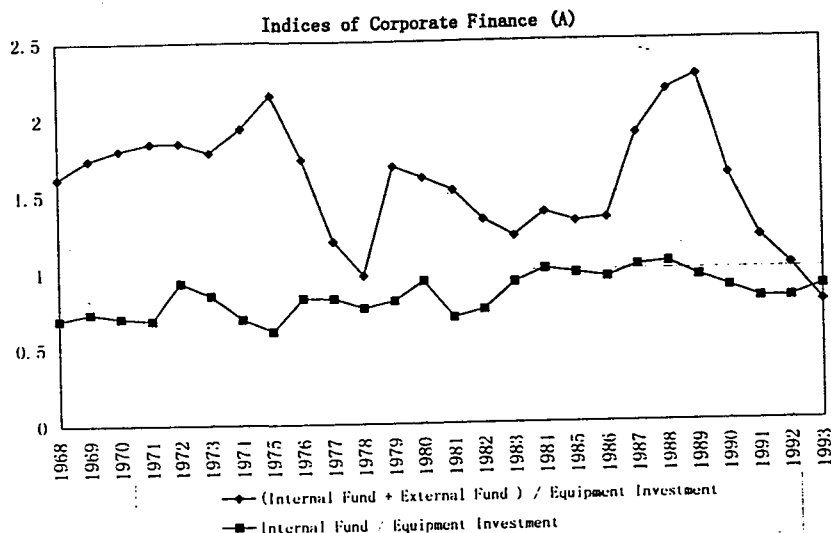
Graph1

Figure 2 Borrowing-Asset Ratio

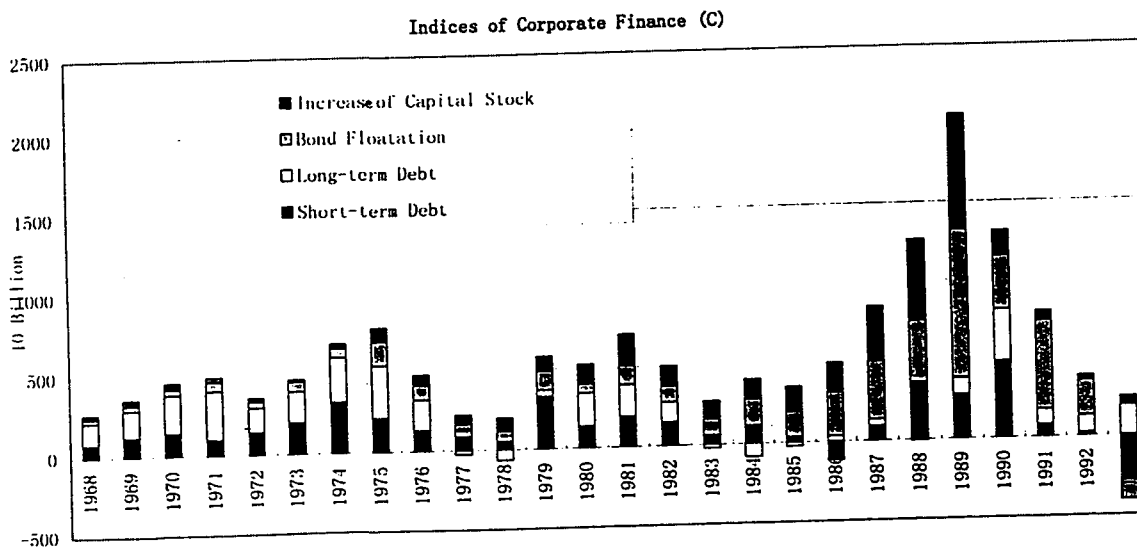


Data Source: JDB Corporate Finance Data Bank

Figure 3 Indices of Corporate Finance (All Industries)

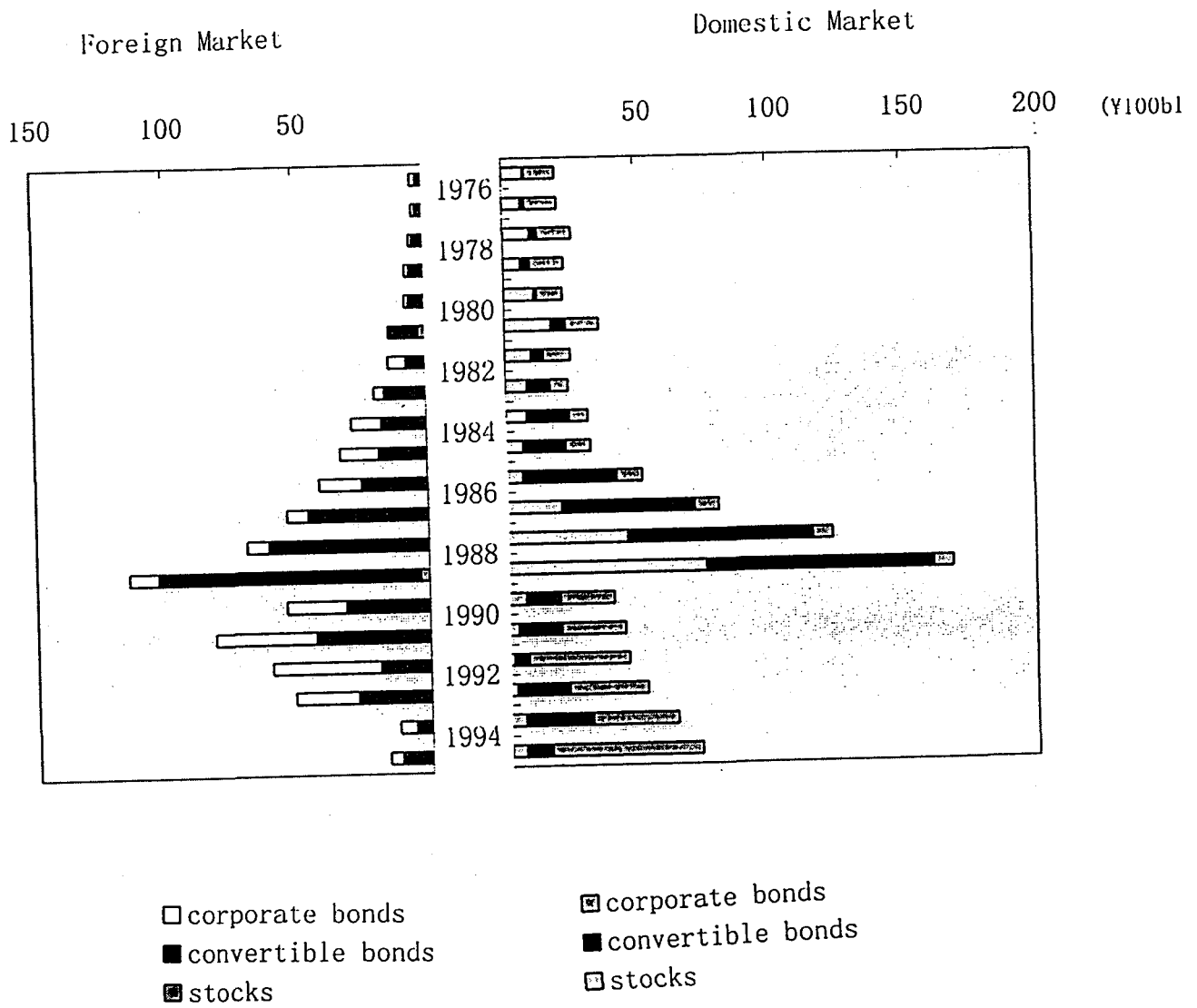


note)
 Internal Fund = Depreciation + Voluntary Reserve
 External Fund = Increase of Capital Stock + Bond Floatation + Long-term Bond + Short-Term Debt



note)
 Data Source: Economic Statistics Annual Bank of Japan

Figure 4 Equity Finance



Notes : 1 Excluding bank debentures
2 NTT Bonds included since 1985

Source : The Bond Underwriters Association etc.

Table 1 Dividend Rate(DR) and Sensitivity of DR to Rate of Equity (ROE)

Estimated eq. : $DR = a + a_1 ROE$

	Average of DR	a_1	R-square
1957-64	0.122	0.643 (11.579) ^a	0.259
1965-73	0.106	0.002 (2.574) ^b	0.003
1974-82	0.103	0.001 (0.624)	0.000
1983-89	0.112	0.042 (5.215) ^a	0.018
1990-94	0.134	0.388 (9.244) ^a	0.080

Sources: Ministry of Finance, 1979, JDB Data Base

1) The sensitivity of DR (Dividend Payout Ratio) to ROE before 1964 is still tentative because of lack of data.

Table 2. The Estimation of Investment Functions: 1957-64 & 65-72

$$\text{Model: } I_t/K_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 L_{t-1}/K_{t-1} + \alpha_2 CF_{t-1}/K_{t-1} + \alpha_3 Q_{t-1} + \alpha_4 Y_{t-1}$$

	58-64	64-72	74-82	83-89	90-94
L_{t-1}/K_{t-1}	0.007 (0.661)	-0.008 (-0.966)	-0.015 (-4.341)a	-0.025 (-5.754)a	0.007 (1.285)
CF_{t-1}/K_{t-1}	1.063 (11.497)a	0.659 (11.943)a	0.282 (11.471)a	0.242 (7.500)a	0.594 (15.617)a
Q_{t-1}	0.046 (2.354)b	0.000 (-0.26)	0.029 (1.832)c	0.025 (2.453)b	0.003 (0.415)
Y_{t-1}/k_{t-1}	0.008 (1.945)c	0.007 (2.188)b	0.001 (4.341)a	0.005 (3.642)a	-0.004 (-2.908)a
R^2	0.268	0.188	0.215	0.175	0.202

Source; JDB database, BOJ, Economic Statistics Annual, 1985.

Note; 1. Notations of variables are as follows;

I_t : Capital investment: The increment of tangible fixed assets during the current fiscal year.

K_{t-1} : Stock of capital: The tangible fixed assets outstanding at the end of the previous fiscal year $t-1$.

$Tloan_{t-1}$: Borrowing: The total of borrowing outstanding at the end of the previous fiscal year $t-1$.

F_t : Cash flow in the previous year calculated year by $Dep_t + Prof_t - D_t$, where Dep_t , $Prof_t$, and D_t denote depreciation, net profit, and dividend, respectively.

Q_{t-1} : Tobin's q calculated by $(V_{t-1} + Debt_{t-1})/A_{t-1}$, where V_t , $Debt_t$, and A_t denote total value of firm, debt, and asset, respectively.

Total value of firm is issued stock at the end of the previous fiscal year $t-1$ valued at stock market price. However, the simple average of highest and lowest price is taken as a market price instead of market price at the end of the previous year.

I_t .

Each regression includes year dummy and industry dummy.

2. t -value in parenthesis.

a: Significant at 1% level.

b: Significant at 5% level.

c: Significant at 10% level.

Table 3. Ownership Structure, Leverage Ratio, and Growth Rate of Firms

$$\text{Model: } G = a_0 + a_1 \log A_0 + a_2 \Delta SH\text{-Fin} + a_3 SH\text{-Fin}_0 + a_4 \Delta Bor + a_5 Bor_0 + a_6 \text{Ind-dum}$$

	Asset ₀	$\Delta SH\text{-Fin}$	ΔBor	R ²
1957--64	-0.752 (-1.905)c	0.030 (2.028)c	0.748 (0.532)	0.226
1965--72	0.130 (0.838)	0.025 (4.201)a	0.938 (1.975)c	0.303

$$\text{Model: } G = a_0 + a_1 \log A_0 + a_2 \Delta Bor + a_3 Bor_0 + a_4 \text{Ind-dum}$$

	$\log \text{Asset}_{t_0}$	ΔBor	R ²
1957-64	-0.196 (-23.446)a	-0.001 (-1.683)	0.443
1965-72	0.002 (0.346)	0.055 (2.399)b	0.082
1975-80	0.005 (0.861)	-0.075 (-3.507)a	0.463
1981-86	0.014 (3.307)a	0.003 (1.2354)	0.158
1987-89	-0.009 (-1.380)	0.027 (4.201)a	0.218
1990-94	-0.014 (-2.018)c	0.000 (0.782)	0.166

Source; JDB database; Diamond.

Note; 1. Notations of variables are as follows:

ΔAsset : Growth rate of asset, asset in the initial time of period divided by that in the end of period.

Asset_{t_0} : Asset in the initial time of period.

ind-dum : Industry dummy according to two-digit code.

$\Delta SH\text{-Fin}$: The change of holding share of financial institutions from the initial time of period to the end of period.

$SH\text{-Fin}_{t_0}$: Holding share of financial institutions in the initial time of period.

ΔBor : The change of borrowing-asset ratio from the initial time of period to the end of period.

Bor_{t_0} : Borrowing asset ratio in the initial period.

2. t -value in parenthesis.

a: Significant at 1% level.

b: Significant at 5% level.

c: Significant at 10% level.

Table 4. Abstract of Manager Change and Firm's Performance
 Model : Turnover = a1 + a2 unique-Performance + a3 average performance + a4 LS

	1959-63	1965-69	1974-78	1984-88	1990-94
All TURN	1=43	1=41	1=67	1=72	1=69
PR	- **a	- **d	+	+	- **d
RRS	-	-	-	-	- **c
ER	-	-	- **c	+	-
SR	- **a	- **b	+ **b	-	+
OR	- **b	- **a	+	-	- **c
OR/L	-	- **a	-	+	- **b
LS	+ **b	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN IN	1=28	1=33	1=60	1=59	1=60
PR	-	+	+	+	-
RRS	+	-	-	+	- **b
ER	+	-	- **b	-	-
SR	- **a	- **c	+	-	-
OR	-	-	+	-	-
OR/L	+	+ **d	-	-	- **c
LS	+ **a	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN 1	1=22	1=22	1=41	1=47	1=51
PR	+	+	+	+	+
RRS	+	-	-	+	- **b
ER	+	-	- **c	+	-
SR	- **a	- **d	+	-	-
OR	+	-	+ **b	-	-
OR/L	+ **b	-	+	-	-
LS	+ **b	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN 2	1=6	1=11	1=19	1=12	1=13
PR	- **a	-	-	+	- **a
RRS	+	+	-	- **d	- **b
ER	- **d	-	-	-	-
SR	- **d	-	+ **c	+	+
OR	- **b	- **b	- **b	-	- **a
OR/L	- **c	- **b	- **b	-	- **a
LS	+	+	-	+ **d	+ **c
TURN 3	1=15	1=8	1=7	1=13	1=9
PR	- **a	- **b	+	-	-
RRS	- **c	-	-	-	+
ER	- **b	- **a	-	-	-
SR	- **c	-	+ **a	-	+ **c
OR	- **a	- **a	- **c	- **b	- **c
OR/L	- **a	- **a	- **c	- **b	- **d
LS	+	+	+	+	+
BIG TURN	1=21	1=19	1=26	1=25	1=22
PR	- **a	- **b	+	-	- **a
RRS	- **c	-	-	- **c	-
ER	- **a	- **b	-	-	-
SR	- **a	- **c	+ **a	-	+ **d
OR	- **a	- **a	- **c	- **b	- **a
OR/L	- **a	- **a	- **b	- **b	- **a
LS	+ **b	+	+	+ **d	+ **d

Note: Estimation Method: Probit Analysis

Data Source: JDB Database

Dep. Variables: Turn1 = the case that for insider is taken own by insider
 Turn2 = insider and board change (see text)
 Turn3 = outsider
 All Turn = Turn1 + Turn2 + Turn3
 Big Turn = Turn2 + Turn3

Ind. Variables: RRS = Rate of Return on Stock
 OR/L = OR / number of employee
 TAR = Total Asset Increasing Rate

OR = Operating Income / Sales
 ER = Employment Increasing Rate
 LS = Length of service as a President in previous year

Confidence level ** a 1% ** b 5%
 ** c 10% ** d 15%

**The Evolution and Change of Contingent Governance Structure in
the J-Firm System:
An Approach to Presidential Turnover and Firm Performance**

Miyajima, Hideaki
(Waseda University)

First Draft
December, 1996

Mailing address;
1-6-1 Nishi-waseda, Shinjuku-ku,
Tokyo, 169-50, Japan
E-mail: miyajima@mn.waseda.ac.jp

This paper is prepared for the conference on "Japan and East Asia: Lessons for the Development of the Middle East in the Era of Peace" held at Hebrew University, January 1997. The essential part of this paper is presented in Tokyo University, Japan Securities Research Institute, Roko Colloquium organized by Kansai-keizai kenkyu center. I benefited from discussions with participants, especially Juro Hashimoto, Shigeru Izumida, Takshi Abe, Hideki Yoshihara and Mashihiko Kawai. I also thank Mr. Katsuya Yamamoto for helping me to set up the data. This paper is supported by Ministry of Education Grant for Scientific Research and Waseda University Grant for Scientific research..

1. Introduction

Recent theoretical and empirical research on the Japanese firm has highlighted a number of stylized facts as characteristics of corporate governance of J-type firms (Aoki 1988, 1995; Sheard 1994a ; Horiuchi 1994; Hashimoto 1995).

First, the board of directors of a J-type firm is composed mainly of corporate “insiders” (salaried managers promoted from within the company) and the membership of this board overlaps with the membership of the top management team. Second, thanks to stable patterns of cross shareholding among the members of corporate groups called *keiretsu*, the top management of the J-type firm are freed from the short-term pressures of the stock market. This relationship between top management and the capital market is quite different from the Anglo-American model in which the capital market functions as an effective monitoring device. Third, the main bank helps to mitigate any agency problem that might occur under the dispersed ownership of the corporation by non-active stable shareholders. According to Aoki (1994a), the selection and policy orientation of top management is controlled by both the body of employees and the main bank, to whom other investors and financiers delegate monitoring functions. The controlling power of the main bank is not explicit in the normal or favorable financial state. However, once a firm faces financial distress, governance shifts from insider to outsider (the main bank). In this sense, the controlling power of both parties is contingent on the financial state of the firm (contingent governance structure). This disciplinary mechanism differs from the Anglo-American system which is based on takeovers and bankruptcy procedure¹. It is somewhat like the German system in which the *grossen Bank* plays a key role in corporate governance.

The purpose of this paper is to clarify the evolutionary process of the corporate governance structure summarized above and the recent changes in this structure, focusing mainly on the relationship between presidential turnover and corporate performance.

Let us explain our concrete concern in more detail. First, this paper is concerned with how corporate governance of the Japanese firm evolved in the course of postwar economic development. It has already been explained that the prototype J-type firm emerged during World War II and the postwar reform period in the work of Okazaki (1993a, b), Miyajima (1992a, b, 1994, 1995a)

¹ Horiuchi(1994), using the terminology of Baums (1993), called this governance structure as “institution control”, which is different from the market for corporate control. Lazonick and O’Sullivan (1995) also characterized the governance of the Japanese firm as “organizational control”.

and Yafeh (1994). However, it is important to note that corporate governance in 1955 still retained characteristics of the market for corporate control because the ownership structure of large firms was dispersed as a result of the drastic reforms initiated by the US occupation army (GHQ). At the same time, the main bank status of companies was not stable due to fierce competition among banks for good clients (Hashimoto 1996; Miyajima 1996a). Therefore, it took a long evolutionary process for Japanese firms to establish the pattern of corporate governance summarized above. In this context, it is noteworthy that a necessary condition for sustaining contingent governance is that a rule concerning how to cope with financial distress should be shared among stakeholders in advance (Aoki and Okuno, 1996, 204-5). Focusing on when and how the implicit rule concerning contingent governance was established, this paper tries to follow the evolutionary process of the corporate governance structure of Japanese firms.

The second concern of this paper is to provide empirical evidence on the recent changes in corporate governance of the J-firm. Some researchers point out that, as companies have become increasingly less dependent for new money on equity financing due to financial deregulation since 1980, the monitoring capability of the main bank has declined. As a result, the budget constraints under which companies based their strategy was much “softer” than before, and this was one reason for the emergence of the bubble economy in the late 1980s. This understanding was suggested by Yoshida (1994), Aoki (1994a), Ikeo (1995), and broadly shared among researchers and policy makers (Economic Planning Agency 1996). Horiuchi (1995) argued persuasively that there was a significant negative correlation between equity financing during the late 1980s and the low profit rates of the early 1990s, based on companies listed in the second tier of the Tokyo Stock Exchange (TSE).

On the other hand, however, empirical studies mainly discussing the 1980s have not shown such evidence. For example, Kaplan (1992) showed that CEO turnover was significantly correlated with company performance, especially stock performance and income measures. Morck and Nakamura (1992), Kaplan and Minton (1994) and Sheard (1994) reported that the dispatching of a bank member to client companies was closely correlated to corporate performance. Although the number of sample companies was different among these studies, they all supported the view that corporate governance of the Japanese firm was still effective in correcting the moral hazard of top management, and that the city banks (main banks) played a central role in this disciplinary mechanism.

However, all these studies were based on the panel data of the 1980s and the early 1990s². Therefore, even if the expected result was confirmed by the estimated regression, it is still possible that the disciplinary mechanism in the 1980s was less functional than in previous periods³. In order to clarify the recent changes in corporate governance in Japanese firms, we have to compare the estimation results of the 1980s with that of previous periods. Another purpose of this paper, therefore, is to offer empirical evidence for the recent changes in corporate governance from a historical perspective by using the same sample companies to test the same specifications of regression concerning turnover and performance during different time periods.

The paper proceeds as follows: Section 2 describes the characteristics of corporate governance of large firms in 1955 as a starting point, showing our periodization for postwar history; Section 3 explains the data and model behind this paper; Section 4 summarizes the features of top management in Japanese firms and the changing pattern of presidential turnover in historical perspective; Section 5 is the core of this paper where the results of regressions are abstracted; Based on the results of the previous section, together with the anecdotal stories, Section 6 shows our perspectives for the evolution and change of governance structure in large Japanese firms since 1955. We stress that although the governance structure changed in the late 1980s, the effective discipline mechanism which may have differed from previous periods seems to have been revived in the 1990s; Section 7 suggests areas for further research.

2. Strategy for Analysis

(1) Corporate Governance in 1955

The impact of postwar reform was decisive in dissolving the prewar structure. Although the separation of management from ownership was fairly prevalent in prewar Japan (approximately 70% of the largest one hundred companies in my estimation), top management strictly controlled, using the terminology of Fama and Jensen(1993), the ratification of investment projects and the monitoring of corporate performance by the board of directors in which either holding companies or large shareholder took part. Such a structure was completely dissolved by the postwar reform

² Kaplan(1992) chose 119 large companies according to sales base in 1981, and on the estimation based on the data from 1981 to 1989, while Morck and Nakamura(1992) took 383 companies in the first section of the TSE, and their estimation was based on the data from 1983-87. Sheard (1994b) produced a larger data set composed of over 1000 companies, but his estimation is just from 1991.

³ In fact, Kaplan(1992) pointed that "the magnitude of these relations and the amount of turnover explained are arguably not overwhelming".

including the purging of top management and the dissolution of *zaibatsu*. As a result, the large corporation in postwar Japan is unique in that the board of directors completely excluded large shareholders, and the top management team, most of whom were promoted within companies, was in fact the same as the board of directors (Miyajima 1992b). Thus, this characteristic of the J-type firm appeared as a result of postwar reform; however, the other characteristics emerged later as we shall see below.

First, as the result of *zaibatsu* dissolution and securities democratization, ownership of large corporations became more dispersed relative to the concentrated prewar structure. The share owned by individuals and securities companies together was still over 60%, although the share of individual owners decreased rapidly after the stock market crash of 1949. Because the capital composition of large firms was in an "under-equity state" due to corporate reorganization, the companies actually faced the crisis of takeover. In fact, there were several cases of *ex-zaibatsu* companies suffering from takeover bids in the early 1950s (Miyajima 1992a ; 1994).

Second, regardless of GHQ's efforts to create a securities-based financial system, the corporate finance pattern that emerged in 1955 was one of deficit financing based on the main bank system which traced its roots back to wartime financial control. Using the informational advantage based on their long-term relationship since wartime, city banks played an important role in reducing the asymmetry of information as well as incentive problems such as "insider control" in the postwar reconstruction period (Okazaki 1993b ; Miyajima 1992a). However, the main bank status of city banks to client companies was not yet established. Changes in the largest debtholder between 1948-55 were more frequent than between 1943-48. In particular, independent companies and newly-emerging companies, which did not have close relations with any particular bank in the prewar years, tended to change their largest debtholder more frequently. By 1955, main bank relationships had not yet spread throughout the entire economy (Miyajima 1995a).

Third, and last, the state discussed above encouraged the interpretation that the governance mechanism in 1955 could be characterized as one of coexistence between the market for corporate control, which GHQ originally tried to create, and organizational control based on the main bank system. This understanding is consistent with the fact that the dividend payout ratio per value was not only high, but also significantly correlated to the ROE (return on equity) in the early 1950s. It was also supported by the estimation result of the regression of presidential turnover

on corporate performance from 1950-1955, where turnover significantly correlated with the dividend payout ratio and the ROE (Miyajima, 1995a; 1996a).

The task of this paper is to clarify the evolution of corporate governance structure since 1955. The basic strategy for this analysis is to divided subsequent history into several sub-periods by focusing on corporate ownership, corporate finance, and the influence of these on corporate governance. Then, estimate the same specification of regressions to these sub-periods. We will introduce our periodization using Figure 1-3 and highlight the background facts for the following section.

(2) The Periodization of Postwar Economic History

The First Phase of the High Growth Era (HGE) (1955-1964). The percentage of stock held by financial institutions and other business corporations relative to the total issued stock in Japan (listed companies) was comparatively unchanged during this time, while the percentage of portfolio investors (individuals plus trust funds- equivalent to mutual funds in the US) was relatively high. Although cross shareholding among *ex-zaibatsu* companies advanced, other companies depended on financial institutions and trust funds for their stable shareholders. It is reported that several companies still failed in their takeover bids, and that management buyouts were still prevalent. During this period, large firms depended on bank loans for new money, while simultaneously raising a certain amount of their capital in the capital market (Horiuchi and Sakurai, 1989). Main bank status was gradually established through severe competition among city banks for this designation. Measuring the stability of main bank status according to whether the largest private debtholder was same between 1957-60 and 1960-64, the stability in the later period was greater than in the former, but was still low compared with subsequent period (Miyajima 1995b). Although there is a room for further investigation, I tentatively argue that it was during this period that the formation of long-term relationships between city banks and companies was firmly established.⁴

The Later Phase of the High Growth Era (1965-72). The structure was largely changed during the so-called "Securities Recession" of the mid-1960s, when stock prices declined. Many companies faced a takeover crisis under the capital liberalization laws. In this context, they

⁴ Okazaki(1996) also reports low stability of main bank status measured by the largest debtholder in this period, showing different interpretation. More detailed investigation will be tried in another occasion

stabilized shareholding by relying on financial institutions and related companies. Automobile companies took capital liberalization seriously and were especially eager to stabilize their shareholdings. As the share held by financial institutions increased, main banks became increasingly stable (Miyajima 1995b). Previous research shows that the stability of main banks exceeded 80% in this period (Okazaki 1992). On the other hand, large firms depended exclusively on borrowing for their external money. According to my estimation, the growth rate of firms on an asset basis was positively correlated with the leverage (borrowing-asset) ratio in this period⁵.

After the Oil Crisis (1974-1982). After the percentage of stock held by financial institutions and other business corporation relative to the total issued stock somehow jumped in 1972, the increase in their share remained relatively constant during 1970s. The dividend payout ratio was not sensitive to the ROE at all. The relationship often called stabilized shareholding was completed around this period (Miyajima 1996a). On the other hand, companies began to reduce their borrowing from banks, a practice often referred to as “*genryo keiei*”. However, it is worth noting that the standard deviation of sample companies on the leverage ratio increased to a greater extent than before (see Figure 2). This fact indicates that it was not possible for all companies to reduce their borrowing; rather, some companies continued to depend on the banks for their money.

Financial Deregulation and the Bubble (1983-1989). It was in 1983 that financial deregulation began to influence corporate finance.⁶ From that year, companies increasingly came to depend on equity financing for their money and this trend became clear in the late 1980s. While equity financing did not change ownership structure, firms' capital composition improved dramatically. What should be noted here is that despite the fact that the internal fund exceeded investment levels, companies raised money through equity financing and bond issuance as well as borrowing⁷. As has often been pointed out, this money was invested in land and securities (Yoshida 1994).

⁵ This is based on the same sample as this paper. The relationship between the growth rate and the leverage ratio in the early phase of HGE is also positive, but not significant. On the contrary, it is significantly negative in the late 1970s (Miyajima 1996b).

⁶ Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1991) identify 1983 as the year in which financial deregulation began to decisively influence corporate finance. Figure 3c basically supports this assertion.

⁷ Horiuchi (1995) and Ikee (1995) regards those raised money as a kind of free cash flow in the sense of Jensen (1986).

After the Bubble (1990-). As investment levels decreased after the bubble collapsed, the share of the internal fund to financing increased, while the external fund depended largely on bonds. Although the ownership structure looked stable, there were signs that cross shareholding had been relaxed due to the stock price decline. This is often referred to “*mochiai no kaisho*”. Takano (1995) reported that the cross shareholding ratio began to decline in 1993, based on his own estimation. It is often pointed out that foreign investors and institutional investors such as life insurance companies began to exert an influence on the appropriation of income. Actually, the dividend payout ratio per value on sample average increased recently in spite of low profitability, and recovered its sensitivity to the ROE once again in the early 1990s.

In terms of corporate ownership and finance, we can divide the postwar history into the above five sub-periods. Then the question is how the relationship between the turnover and corporate performance changed throughout these periods. In order to clarify this point, we will choose the crucial phase when the capability and effort level of top management can be tested. Focusing on the profit rate trend among large companies shown in Figure 4, we chose the following five five-year periods from each sub-period.

- the yearly change in presidential turnover from the 1959-63 period, including the recession after the “Jimmu boom” (1956-57) and the “Iwato boom” (1959-61);
- the yearly change in presidential turnover from the 1965-69 period, including the “securities recession” (1964-6);
- the yearly change in presidential turnover from the 1974-78 period, including the recession following the oil crisis (1974-75);
- the yearly change in presidential turnover from the 1984-88 period, including the recession after yen appreciation following the Plaza Accord (1986);
- the yearly change in presidential turnover from the five firm years from 1990 to 1994 including the post-bubble recession (1992-).

3. Data and Model

Let us explain the data and model in this paper. To set up our sample we first produced a data base composed of 204 large Japanese firms in the manufacturing sector, which were pooled from the top 150 firms in the years either 1957, 1964, or 1972 on the basis of total assets. Then, we randomly picked one hundred companies from this data base, considering the industrial

distribution of companies in the original data base. The characteristics of these sample companies are summarized in Table 1. Using “*Yukashoken houkoku-sho*” (Japanese 10ks), and other materials, we checked the yearly turnover of presidents, the change in members of the board of directors, and the increase or decrease in outside directors and auditors in the sample companies for each five-year period respectively. The financial data is extracted from JDB financial data bank.

The final goal of this paper is to clarify which stakeholders had the most influenced on the turnover of company presidents, and whether the relation between presidential turnover and corporate performance changed throughout the postwar period. The model behind this paper is the contingent governance structure formalized by Aoki (1994a), and its intuitive expression is given in Figure 5. The essence of this model is as follows: insiders of the firm will become residual claimants after a fixed payment to general investors if output levels exceed the point b_1 (insider control region). However, once output levels fall below b_1 , control of the firm moves from insider to outsider. In this area, the main bank is in charge for paying the same amount of returns to outsiders, while insiders get the minimum granted return (w). If output levels fall below b_3 , the main bank will prefer to liquidate its client companies⁸.

The concern of this paper is just the control-transfer point (b_1 in Figure5) and to check whether patterns of corporate governance in Japan can be identified using this model by analyzing the relationship between presidential turnover and corporate performance. In order to apply this model to empirical studies, it is important to consider the following two points. The first point is concerned with specifying the control-transfer point (b_1) in the context of turnover or any change in the board members. In the real world, the transfer of control can take various forms; for example, the incumbent president may be replaced by an outsider, an outsider may take an influential position on the board despite the fact that the incumbent president is replaced by an insider, or an outsider takes an influential positions while the incumbent president keeps his/her position. The form which the transfer of the control takes has changed historically so it is necessary to consider this factor when designing dependent variables.

The second point is whether the focus of stakeholders is corporate performance per se or the relative performance of the firm. If the stakeholders monitor managerial capability and the

⁸ For more stricter specification, see Aoki (1994b).

moral hazard of the incumbent president and board members, independent from exogenous factors (i.e. macro-economic fluctuations and industry specific shocks), their focus would be the relative performance of the firm (the difference from the industry average). However, if the monitors cannot accurately distinguish between indigenous factors and exogenous factors, and if corporate performance per se could influence the interest of stakeholders, it would be plausible that the stakeholders would be concerned with corporate performance per se. Since it cannot be ascertained *a priori* which is correct, an estimation should include both possibilities as independent variables. Considering the above points, we estimate the following four regression formula:

- (1) Probit; $Turn_i = a_0 + a_1 uniqueP_i + a_2 averageP_i + a_3 LS$
- (2) Probit; $Turn_i = a_0 + a_1 uniqueP_i + a_2 averageP_i + a_3 B/A + a_4 d B/A + a_5 LS$
- (3) OLS; $DM_{bank}(flow) = a_0 + a_1 uniqueP_i + a_2 averageP_i + a_3 B/A + a_4 d B/A$
- (4) OLS; $DM_{bank}(stock) = a_0 + a_1 BA, PR, OR/I$

Estimations (1) and (2) use the probit regression, where the dependent variables equal one if the incumbent president is replaced. Otherwise they are zero. Estimation (1) regressed the president turnover on performance variables representing the interest of stakeholders respectively, and estimation (2) regressed the turnover on performance variables simultaneously. $TURN_i$ as a dependent variable denotes instance like TURN 1 where the president was replaced by an insider (someone recruited from the ranks of the firm's existing board members). TURN 2 indicates that the president was replaced by an insider and that there was also a major change in the membership of the managing board (*Jomu-kai*), that is three or more executives were replaced or demoted. TURN 3 indicates that the president was replaced by an outsider. TURN IN indicates TURN 1 plus TURN 2; BIG TURN is TURN2 plus TURN 3. ALL TURN denote $Turn1+2+3$ (see Table 3). Turnover by death is excluded from the data as much as possible ⁹.

Estimations (3) and (4) regressed the outside directors on corporate performance. The independent variable in (3) is the flow (net increase or decrease) of the directors dispatched from banks. The independent variable in (4) is the stock of outside directors at different period (see

⁹ However, turnover by disease is not excluded from the data unless undoubted critical disease is identified. Because it is impossible to verify each case as a really critical disease or a disease expressed as an official reason for resign.

Table 1 and 7). DM_{bank} indicates that outside directors came from banks, whereas the DM_{out} denotes that all members are outside directors. Previous research (Morck and Nakamura 1992 ; Sheard 1994b) used the probit regression. However, this method has serious limitations in that the outside directors are identified with same weight, regardless of the position they occupied (chairman, plain directors, or auditors). In order to avoid such bias, this paper weights outside directors according to their position. The assumption behind this procedure is that substantial decision-making since the late 1950s was taken, not by the general board of directors (*torishimariyaku-kai*), but by the managing board (*Jomu-kai*) (Hirschmeier and Yui, 1978; Keizai-doyukai 1961). Therefore, 1) the outside low banking director (plain directors) and auditor only contributed to information gathering about client companies ex post; 2) it is the managing director who gathers ex ante information and possibly influences corporate management; 3) in order to correct the policy origination of client companies from the viewpoint of the debtholder or the shareholders, the outside director should take a higher position than the senior managing director (Senmu).

Assuming such a state, the outside president is given five points, the chairman, vice-president, and senior managing director are given three points, the managing director is given two points, and the plain director and auditor are given one point and 0.5 point respectively. Then, the aggregated points divided by the number of the board members, as a dependent variable (the outside director score, DM) is regressed on corporate performance and the leverage by the ordinary least square.

The independent variables should be selected so as to appropriately represent the interests of stakeholders of the firm. The proxy of the interest of the shareholder is the rate of return on equity (ROE), and the rate of return on stocks (RRS)¹⁰. The variables of the proxy of the interest of the debtholder are the operating income to sales ratio (OR), the operating income per employee (OR/L) which we interpreted as a proxy of excess employment, and the leverage ratio (borrowings/total assets; BA) and its percent change (dBA). As for the interest of employees, the growth rate of employment (ER) and sales (SR) are selected. The tenure of the incumbent president (LS) is introduced into estimations (1) and (2) in order to control the seniority rule.

¹⁰ Idealistically, RRS should be based on a stock price at the end of firm year. However, this paper calculates RRS by using the yearly average price between the highest price and lowest price of firm year mainly because of data availability.

The independent variables except BA and dBA are all two-year averages. Unique P_i is calculated as the difference from the industry average to exclude the factors which are not related to the capability and effort of the incumbent top management. The industry average P_i is added to the regression formula in order to control the industry specific shock.

4. The Top Management of Large Firms in the Postwar Period

(1) A Snapshot: The Company President

Before examining the estimation result, let us summarize our information about an average president of a large firm, selecting five sub-periods after 1955 (Table 1). First, the majority of presidents in large firms in Japan were promoted within the company. Even when the percentage of outside presidents was highest in 1968, the ratio was only 15 percent. This was also the case for board members. A board composed of people promoted from within the company was a consistent characteristic of Japanese firms throughout the postwar period. Second, the average age of the president rose during the postwar period. The average age in 1960 was over 60 years, compared with the postwar period when the age of new presidents was around 50 years. Third, the rise in the age of the president was caused by "slow" promotion, which in turn gave birth to shorter tenure of presidents after the oil crisis. In 1960 the average age of presidents was 52 years but this climbed to over 60 years in 1977. It took 11.5 years to become president after joining the board of directors in 1977, compared with 7.4 years in 1960. The slow pace of promotion in Japanese companies by the end of 1960's, in turn, led to the short tenure of presidents which has been common since the 1970s. The data supports the often-cited phrase for characterizing the pattern of presidential turnover: "two times a two-year contract". It should be also noted, however, that this pattern was established only during 1970s and 1980s.

Kaplan (1994) argued that the relative short tenure compared with US firms, at least on the surface, is inconsistent with longer horizons in Japan than in the US. However, this is understandable since the individual in question learned the necessary skills specific to his/her firm as a member of the board of directors for over ten years before becoming president.

(2) The Pattern and Change of Turnover of Top Management

Now, let us summarize the characteristics and changes in the presidential turnover process in the postwar period using Table 2. While the frequency of turnover was relatively low in the

HGE, it increased after the oil crisis and then reached its peak in the late 1980s. Recently, the frequency of turnover has tended to decrease somewhat.

The pattern of president turnover has also changed over time. First, turnover by an insider (TURN 1, 2) has increased while turnover by an outsider (TURN 3) has decreased. TURN 3 accounted for 13 out of 41 cases of turnover in the first phase of HGE, but this decreased to 7 cases out of 67 after the oil crisis. At a glance, TURN 3 appears to have increased in the mid-1980s; however, in 9 out of 13 instances the outside incumbent was replaced by a new outside president. Second, in contrast to TURN 3, the number of cases where the president was replaced by an insider while there was also a major change in the membership of the board (TURN 2) increased from 6 in the first phase of HGE to 19 in the after oil crisis. Third, in instances where an outsider took an influential position senior (the managing director or higher) on the board while the incumbent president kept his position (BIG CHANGE) increased to 22 after oil crisis.

The trend of directors being dispatched from banks is shown in Table 3. The number of bank directors consistently increased during the HGE. The stock of directors dispatched from banks peaked in our sample in 1978 at over 109. Although the rate at which firms received outside directors from banks in 1969 was the same as 1978, that year was also a peak in terms of firms receiving outside directors who took a substantial position on the corporate board. This fact seems to be consistent with conventional wisdom that the main bank played an important role in restructuring firms after the oil crisis (Pascal and Rohlen 1993 ; Sheard 1989). However, the situation was reversed in the 1980s when the stock of outside directors decreased and those that were appointed tended to take less influential positions than before.

With this in mind, what effect did presidential turnover and the directors dispatched from banks have on corporate performance? Did this relationship change historically ?

5. The Results of Estimation

The results of estimations (1) and (2) are summarized in Tables 4 and 5 and those of (5) and (6) are summarized in Tables 6 and 7. The results of (1) and (3) only present the sign and significance level of the independent variables in order to avoid complexity. The correlation matrix of independent variables is shown in Appendix 1. The points to be noted are as follows: The variables which were most influential on presidential turnover were the proxies of the debtholder's interest (OR, OR/L). TURN 3 was negatively correlated to them in all periods.

TURN 2 was also negatively correlated to OR and OR/L in four of the five sub-periods, excluding the mid-1980s. Our finding that the significance level of OR and OR/L decreased in the case of the TURN 2 and TURN 3 after the oil crisis is at odds with previous research which emphasized the rescue activities of the main bank during this period (Pascal and Rohlen 1983; Sheard 1989); however, this will be discussed in a later section.

Another variable that influenced presidential turnover was the proxy of the shareholder's interest (ROE, RRS). It explains TURN 2, and TURN 3 in the first phase of the HGE, and again in the early 1990s, although the significance level is low. Since the RRS was still far from precise and the ROE may not have directly represented the shareholder's interest, there is room for further investigation. However, we would tentatively say that the interest of shareholders has been less influential on presidential turnover since the later phase of the HGE.

As for the interest of employees (ER, and SR), the most noteworthy point is that ER was negatively correlated to turnover by an insider (TURN 1, 2, TURN IN) in the period after the oil crisis. Namely, the probability of turnover of the incumbent president increased, if he/she initiated corporate restructuring where employment levels were reduced. On the other hand, TURN 2 and 3 in the period after the oil crisis positively correlated to SR, contrary to our expectations. One possible reason for this is that companies which pursued aggressive policies even after oil crisis tended to face financial distress. For instance, Koyo Seiko (a bearing producer) enlarged their facilities even after the oil crisis because it felt that the recession offered a good opportunity to gain market share. After 1975 the company was faced with serious excess capacity and its profitability declined (Koyo Seiko 1992). This interpretation is supported by the fact that the coefficient between SR and OR, OR/L among sample companies in the 1972-77 period was negative, in contrast with the HGE when both were positively correlated.

The tenure of the incumbent president (LS) was significant in TURN 1 as well as in ALL TURN in almost all periods. However, since the coefficient of LS in TURN 1 of the HGE was lower and less significant than in later periods, the turnover by insider was not completely determined by the seniority rule in the later phase of the HGE. After that, the coefficient of LS in TURN 1 increased from 0.025 in the 1970s to 0.068 in the mid-1980s and reached nearly 0.10 in the early 1990s. Furthermore, this variable was also significant in the case of TURN 2 since the mid-1980s. From these facts, it is safe to say that seniority rule (turnover by an insider) prevailed among large firms since the oil crisis.

Shifting our focus to presidential turnover according to period, estimation (1) and (2) correlated well in the HGE as a whole. In the HGE, not only TURN 2 and 3, but also ALL TURN was closely related to corporate performance, and R-square in Table 5 is fairly high by the standards of this kind of regression. However, the fit of the estimation decreased slightly after the oil crisis, and declined sharply in the mid-1980s. In the 1990s, the fit of estimation improved modestly. On the other hand, TURN 3 fit in almost every period, even in the mid-1980s.

These results make it possible to place the finding suggested by Kaplan (1992) in historical perspective. It is true that presidential turnover partly correlated to corporate performance in the 1980s, particularly in the case of TURN 3. However, the correlation of presidential turnover and corporate performance became less distinct than before. Therefore, it could be predicted that the relationship between presidential turnover and corporate performance began to change in the 1970s; it did not fit in the mid-1980s and then was revived again with some changes in the early 1990s.

As for the estimation of directors dispatched from banks, the results of the change (flow) summarized in Table 6 is the same as expected, although statistically less significant than in the later phase of HGE. The flow of bank executives was less sensitive to the interest of the shareholder, while highly sensitive to that of the debtholder. It is safe to say that the higher probability of default inclined the bank to dispatch members to the firm. This trend was established in the early phase of the HGE and was maintained throughout the postwar period. Our results concerning the flow of outside directors is almost consistent with the results of Morck and Nakamura (1992). However, note that the flow of directors dispatched from banks decreased in the mid-1980s and, as a result, the average DM score as a dependent variable decreased from 0.082 in 1977 to 0.050 in 1987. The implications of this will be explained later.

The estimation of the stock of outside directors summarized in Table 7 where the stock of outside directors (*DM out*) and the stock of directors dispatched from banks (*DM bank*) are regressed on leverage (*BA*) and relatively long-term performance (four year average). *DM out* fitted well by the 1970s, however, note that it lost any correlation with corporate performance in the 1980s. Then it recovered its correlation again in the 1990s. On the other hand, *DM bank* significantly correlated to corporate performance and the leverage without the first phase of

HGE¹¹. The question then is how to understand these results in terms of the evolution of the contingent governance structure?

6. Overview: Evolution and Change in the Contingent Governance Structure

(1) The First Phase of HGE (1955-64): The Learning Process for Rule among Stakeholders

The first phase of the HGE can be regarded as the period when the contingent governance structure gradually evolved. As long as the performance of companies was good, the pattern of the incumbent president appointing his/her successor from among members of the managing board was maintained. At this time, those who ascended to the presidency in the 1950s in such leading industries as iron and steel, chemicals, and electronics handed down their positions to their successors.

The common pattern seen in these cases was as follows: 1) The successor appointed by the incumbent president was first unofficially selected by the managing board (*jomu-kai*) and then ratified at the shareholders meeting; 2) The former president normally took the position of chairman. It was during this period that the chairman system prevailed in large firms; 3) The new president was normally promoted from the vice-president's position. However, if the executive director (or in rare cases, the managing director) was selected, the board member who had the higher ranking position normally resigned; 4) The official reason expressed for turnover was normally generational change (*wakagaeri*: the restoration of youth), and the reason expressed for selecting the new president was mainly that "he or she had excellent personnel skills," or "had long experience on the shop floor" or, "was endowed with fairness and gave confidence to the employees". Here, we argue that the context of the firm skill was highly important in the selection of the president.¹²

The anecdotes introduced above are consistent with the results given in Table 4 which shows that TURN 1 in this period did not have any negative correlation with performance variables (ROE, RRS, OR, OR/L). As long as the firm's finances were healthy, the top management team freely selected the new president without the intervention of outsiders.

¹¹ This fact seems to be consistent with our perspectives that main bank system was in the formation process in the first phase of HGE. However, this result is possibly caused by data bias in 1960 that bank directors are not completely identified, while outside directors are completely identified.

¹² *Zaikai [Business Circle]*, July 1, 1957.

On the other hand, the characteristic of turnover in the early phase of the HGE was the high frequency of TURN 3 which had a significant negative correlation with the interest of the shareholder (ROE, RRS) as well as that of the debtholder (OR, OR/L). This fact suggests another feature of contingent governance in that the bank intervened in management if a company faced financial distress.

Let us introduce a sample case. In this period, there were a few companies faced with financial distress in the coal mining industry due to the energy revolution and chemical development, where the transformation from coal-based chemicals to petrol-based chemicals occurred. Nissan Chemical Inc. failed to keep up with this transformation and tried to restructure their business in 1958. However, the labor union opposed this restructuring plan and went on strike for more than one hundred days. Faced with this serious conflict between management and labor, the main bank of Nissan Chemicals, Fuji Bank and the Industry Bank of Japan (IBJ) assisted the top management by supplying money, dispatching bank executives, and introducing outside directors from related Nissan companies to Nissan Chemicals in 1959. In spite of these efforts, the company did not succeed in recovering its profitability in 1961. Then the IBJ dispatched its member to Nissan as the president in 1962. In this phase, the control right was completely transferred to the main bank. The new president took the initiative for drastic restructuring, including reducing employees, selling assets, and spinning off unprofitable divisions. As a result, Nissan Chemicals finally began paying dividends again in 1964 (Nissan Kagaku 1969). There were several other cases which showed the same pattern as Nissan.¹³

However, intervention by the main bank during this time still faced difficulties. One of them was that the bank tended to over-intervene in corporate management because the bank excessively stressed the interest of the debtholder. This is partly predicted from the fact that the frequency of TURN 3 was relatively high in this period.

Anecdotally, it is worth mentioning that over-intervention by the bank was socially criticized and, in extreme cases, the bank was prosecuted under the Anti-Trust law. Such was the case in IBJ's intervention in Nihon Yakin in 1953. The intervention of Mitsubishi Bank in Omi Kenshi (a Silk spinning company) was also famous in this period. The incident originated in Mitsubishi Bank's request that the board members of Omi Kenshi resign when a labor strike occurred in Omi.

¹³ Ishihara Industry, Toho Rayon, Nitto Chemical and Nihon Yushi are such cases.

Furthermore, Mitsubishi, as the manager bank of the syndicate loan for new facilities, notified Omi that decision-making would be done by the vice-president dispatched from Mitsubishi bank. Omi criticized this intervention as unfair, and complained to the Fair Trade Commission (FTC). The FTC decided that Mitsubishi's request violated Article 19 of the Anti-Trust law, and demanded that the bank executives resign from the board of Omi (FTC 1968).

Another case where bank over-intervention was challenged as a violation of the Anti-Trust law was Daiwa Bank's intervention of Sogo Department Store. There were several other cases where over-intervention by banks was socially criticized, although the Anti-Trust law was not applied. In this sense, we can say that city banks were still looking for an appropriate intervention strategy in client companies when the latter faced financial distress.

(2) The Later Phase of HGE: Setting up the Rule

It was after the securities recession that the rule concerning the contingent governance structure seems to have been set up. As company profitability deteriorated under the recession of 1964-5, presidential turnover increased. Although the frequency of the turnover from 1965 and 1969 remained at the same level as in the first phase of the HGE, the turnover during 1965 and 1966 accounted for 21 out of 41 cases.

The change in turnover had two different characteristics from the previous period. First, TURN 3 decreased and in three out of eight cases the incumbent outside president was replaced by a new outside director. In contrast to this drastic change, the cases where banks tended to dispatch their members to fill positions above managing directors increased from 26 in the first phase of the HGE to 43 in the later period. Because not only the flow but also the stock of directors dispatched from banks was negatively correlated to the interest of the debtholders, the power of the city banks over poorly performing firms was strengthened.

Second, the turnover in this period showed an increase in TURN 2 where the incumbent president was replaced by an insider, together with a major change in management. There were 11 of these cases in the later period, compared with only 6 in the previous period.

Let us introduce the case of Onoda Cement Inc. When its profitability declined rapidly in 1964 and 1965, the incumbent top management introduced to the "Central Conference between Management and Labor" a restructuring plan calling for a 20% reduction in employment, the suspension of wage-base increases, and the termination of welfare expenditures. Faced with

serious opposition from the labor union, the agreement was not easily implemented. However, the negotiations changed in April 1965 when the top management made it clear that they would change the composition of the corporate board. The rationalization plan, including the selective implementation of an investment plan added to the above agenda, was settled with the labor union in October 1965. In March 1966, the incumbent president (Ando Horoku, who was famous at the time for his aggressive strategies), together with five other board members, resigned and a new president was promoted from within the company, along with two outside directors from Mitsui bank and the IBJ (Onoda 1981). This case suggests that the resignation of the incumbent management team was helpful in implementing the restructuring plan, including a reduction of employment, because the labor union preferred early restructuring by insiders; thereby, avoiding further intervention by banks.

Another example is Mitsubishi Iron and Steel. The company suffered from low profitability in 1964 and decided to completely change its incumbent management team. The chairman was demoted to a consultant (*soudan-yaku*) without representative right, and the president was demoted to a chairman also without representative right respectively. In addition, three members of executive board resigned while another three were demoted. In their place, an insider (the vice-president) took over the position of president and one outside director was dispatched from Mitsubishi Trade Co. The new president initiated drastic strategic change including: 1) the re-arrangement of multi-divisional organizations; 2) the simplification of organization; and 3) the moving the main branch and production facilities to a new location. The restructuring measures initiated by the new board was, according to the company history, "the drastic reform on which the companies perspectives fully relied" (Mitsubishi Iron and Steel 1985: 558).

The real state of TURN 2, the frequency of which increased in the later phase of the HGE, is represented in the instances described above. As is shown in Tables 4 and 5, TURN 2 was negatively correlated with the proxy of the debtholder's interest (OR) and the proxy of excess employment (OR/L). This fact indicates that when the probability of outsider intervention increased, the insiders tended to voluntarily replace the incumbent top management. Moreover, the changing pattern of presidential turnover in the later phase of the HGE suggests that both the insiders and the main bank had learned a rule appropriate to the contingent governance structure. It is supposed that gradually the bank began to prefer more a sophisticated form of

intervention to that of direct involvement which often caused conflict. On the other hand, because the insiders observed that low profitability led to bank intervention, which involved drastic corporate restructuring, they gradually learned that in order to escape from bank intervention, it was beneficial to take the initiative to combat poor performance. Thus, the contingent governance structure was institutionalized in the sense that the rule concerning the transfer of control right was established.

(3) After the Oil Crisis: The Increasing Weight of Insiders under Dualistic Control

After the oil crisis, the frequency of turnover increased. The peak of presidential turnover was in 1977, when turnover accounted for 15 cases in our sample. This was called “the largest drama of top management turnover in postwar history” at that time.¹⁴ Characteristic of top management turnover in this period was that turnover by insiders (TURN, TURN IN) initially only showed a negative correlation with an increase in employees (ER). This fact indicates that the top management team which took the initiative for restructuring tended to resign, because they could not satisfy the interests of the insiders. As is often pointed out, if the top management in a US firm took the initiative for restructuring and, by doing so, contributed to the firm's recovery, they would enjoy a reputation as talented executives. In contrast, in Japan when the top management implemented a restructuring plan it was often criticized and the management team would resign to take responsibility.

For instance, the incumbent president of Sumitomo Chemicals, one of Japan's largest chemical companies, resigned after he had downsized and spun off the company's aluminum division. The new president of Toyo Cotton Spinning appointed in 1974 had to struggle against the serious recession. He took such restructuring initiatives as reducing employment and selling facilities but, then resigned in 1978. The turnover of Kureha Chemical in 1974 also seems to be a case where the incumbent president resigned for taking charge of employee reduction in 1972-73.

Another characteristic of turnover in this period was that the significance level of negative correlation between turnover (TURN 2 and TURN 3; therefore, BIG TURN) and performance as well as R-square was not as high as in the previous period. This is especially true in the case of TURN 2. Furthermore, ROE which used to maintain a negative correlation with TURN 2 and 3

¹⁴ *Shukan Toyo keizai [Weekly magazine Toyo keizai]*, June 11 1976.

lost such a correlation. The later result seems to be consistent with the fact that the shareholder stabilization sweep was completed around 1970s. However, the former results seems to be inconsistent with the conventional understanding of the main bank's rescue role following the oil crisis. Our sample included famous cases introduced by Sheard (1989, 1994b) such as Mazda rescued by Sumitomo Bank and NTN (Toyo Bearing Inc.) rescued by Fuji Bank. In spite of these instances, the sensitivity of turnover to OR and OR/L decreased in contrast to the HGE. How can we understand such a result?

One possibility is that there is some bias in our estimation because TURN 2 includes two types of board change composed of 1) change by insiders and 2) change by outsiders. In order to improve our estimation, I divided TURN 2 into TURN2-1 (turnover by insiders with major managing board change by insiders) and TURN 2-2 (turnover by insider with major managing board change by outsiders at the position of senior director or higher). Then, TURN 2-2 was estimated by equation (2) (see Table 8). The result was sufficiently improved so that TURN 2-2 is correlated with OR, and OR/L. It is safe to say that the relationship expressed in Figure 5 (contingent governance structure) played a significant role after oil crisis.¹⁵

Another reason for reducing the sensitivity of turnover to corporate performance is that bank intervention in poorly performing firms was not necessarily accompanied by presidential turnover. This is supported by the fact that cases where former bank members occupied an executive or higher position without any turnover in the incumbent presidency (BIG CHANGE) increased remarkably after the oil crisis, accounting for 21 cases compared with only 9 in the later phase of the HGE. The right side of Table 8 shows the estimation result of BIG CHANGE by the equation 2. BIG CHANGE in this period is negatively correlated with OR and OR/L. When a company performed poorly, banks placed a member in an influential position on the corporate management team; however, this did not directly lead to presidential turnover. Showa Denko which received executives from Fuji Bank in 1978 and Yasukawa Electronics which received executives from Daiichi Kangyo Bank are examples suggesting that more sophisticated intervention was characteristic of this period.

Why, then, did such a situation occur in this period? One explanation is that sample companies chosen here had already accumulated a large amount of intangible and tangible assets

¹⁵ On the other hand, TURN 2-1 is correlated with ER, although statistically significant at the 15% level

by this time and, therefore, had the financial capability to cope with short-term financial distress. Following Sheard (1994b), Figure 6 shows the share of gain on the sale and the valuation of securities and tangible assets to after-tax profit since 1965, although there is discontinuity in calculation in 1973 due to changes in the method of counting. It is impressive that this share was over 70 % in 1975 when profitability was at its lowest in this period. The companies implementing a shareholder stabilization policy in the later phase of the HGE, unintentionally reserving disposable securities whose off-record value increased during the course of inflation. Furthermore, the increase in land prices since 1972, under the Japanese Archipelago boom, also led to an increase in off-record value. It is possible that companies overcame financial distress by selling land and securities. This would be the main reason why there was less sensitivity of presidential turnover to operating income at this time than in the HGE.

In general, it is safe to say that if the top management of a Japanese firm is subject to dualistic control by insiders and financial institutions (Aoki 1988), the control right of the insider increased after the oil crisis as far as our sample companies are concerned. Under the rule that control right transfer from insiders to outsiders occurs when corporate performance falls below a threshold point, the increase in the value of intangible and tangible assets gave the incumbent management team a certain amount of disposable funds with which to combat the crisis. In other words, this fund afforded top management some time to restructure their business by themselves instead of on the initiation of the banks. In this sense, we would say that the control transfer point shifted to the left (Figure 5). Since the restructuring initiated by insiders included a reduction in employment, however, the incumbent directors tended to resign after they implemented their restructuring plan.

(4) The mid-1980s: A Certain "Metamorphosis" in the Contingent Governance Structure

The performance of companies decreased after the Plaza Accord of 1985. The ROE declined steeply as is shown in Figure 4, and this was especially true in the case of export-oriented firms such as electronics, automobile and shipbuilding manufacturers. One of the characteristics of the turnover pattern in this period (1985-8) was that the frequency of TURN 3 increased compared with the previous period. However, the majority of TURN 3 in this period were instances where the incumbent outside president was replaced by a new outside president - that

is, control had already passed to the main bank¹⁶ - or where a company was under the control of large firms from its previous restructuring.¹⁷ There were only four cases where the incumbent inside president was replaced by an outsider.¹⁸ TURN 3 shows negative correlation with performance measures, a result that is supportive by the work of Kaplan (1992), although stock return measure (RRS) in our estimation did not show a negative correlation to turnover.

On the other hand, turnover without TURN 3, namely TURN IN, did not correlate with any dependent variables without the tenure of the incumbent president (LS). This is also the case for ALL TURN. This result is different from those found during the HGE and following the oil crisis. It is worth noting that even TURN 2, which used to show a negative correlation to performance measures, now lost its correlation. This correlation was not improved even when TURN 2 was divided into TURN 2-1 and TURN 2-2. The BIG CHANGE which used to have a negative correlation with performance measures also did not show any significant correlation with them. In contrast to the period after the oil crisis, the board change with outside directors now lost its correlation to corporate performance (Table 8).

The possible reason for this change was first, that there was a change in the incentives of a company receiving outside directors, or in other words, in the incentives of the outsider dispatching their members. In the case of main banks, there was a high probability that they sent their members, not mainly for monitoring incentives, but for managerial labor market incentives. There were a number of cases where the main bank dispatched a member who was supposed to be "excess", and companies treated them as such. Another case in this period was when a company received an outside director from a related quasi-governmental organization. However, this interpretation seems to be inconsistent with the result of Table 6 and 7. Therefore further investigation appears to be needed.

The most likely reason for the decreasing correlation between presidential turnover and performance is that companies were able to overcome their short-term difficulties by selling their off-record tangible and intangible assets as shown in Figure 6. The share of the gain on sales in tangible and intangible assets to after-tax profit increased in 1986, exceeding that of 1975.

¹⁶ For instance, Meidensha controlled by Sumitomo Bank, Fuji Heavy Industry (IBJ), and Mazda (Sumitomo).

¹⁷ Koyo Seiko is restructuring of their business since the late 1970s with the assistance of Toyota Automobile is one example. Nitto Kagaku under Mitsubishi Rayon and Nihon Kasei under Mitsubishi Kasei are the another example in our sample.

¹⁸ The most famous example in our sample was Hitachi Shipbuilding whose main bank was Sanwa.

Several electronics companies such as Sony, Sanyo, and Sharp had low or even negative operating income but maintained about the same level of ROE and dividend payout ratios as before by selling securities and assets. In these cases, there was no turnover in the incumbent president. It should be kept in mind that firms increasingly improved their capital composition in the 1980's (see Figure). Thus, the free disposal of tangible and intangible assets by the incumbent president would have obscured the control transfer point in this period, compared with the post-oil crisis when these assets functioned to shift the control transfer point toward the left side.

On the other hand, the estimation of the flow of outside directors revealed almost the same result as Morck and Nakamura (1992). The flow of directors dispatched from banks negatively correlated to OR and OR/L. The stock negatively correlated to the rate on equity (ROE) and the interest-coverage ratio (OR/R). In addition, its significance level was higher than in the previous period. Furthermore, note that the flow of directors dispatched from banks positively correlated to the leverage ratio (BA), and its change (dBA) in Table 6, and that the stock of directors dispatched from banks correlated to BA in Table 7. This result is outstanding compared with the estimation of other periods. Considering that the number of directors dispatched from banks decreased and the stock of directors dispatched from banks in this period was half as much as in the previous period, one should interpret this high sensitivity from the perspective that the lower the BA (or dBA) the fewer directors were dispatched. As companies depended less on borrowing for their money, the number of directors dispatched from banks declined.

On the whole, our estimation is partially consistent with the result of Kaplan (1992) for presidential turnover and is also consistent with the result of Morck and Nakamura (1992) for directors dispatched from banks. However, it is more important to note that the relationship of presidential turnover to corporate performance in this period was not as sensitive as in the previous period and that companies receiving directors from banks decreased in this period. From this result, it is safe to say that the relationships expressed in Figure 5 became weak among large firms. In other words, firms which were subject to the relationship as shown in Figure 5 decreased in this period. In this sense, we can understand that the contingent governance structure had been metamorphosing in this period.

(5) After the Bubble: Recovery or Conversion?

As the recession, originating in the stock price collapse beginning in 1990 and the land price collapse beginning 1991, began to manifest itself in 1992, corporate performance declined sharply. However, the results are still tentative, because the data in this paper is limited to corporate turnover before 1994, and corporate performance in 1993. Given these constraints, the points to be noted are that the pattern of presidential turnover in this period was composed of two aspects: one, was continuous with the mid-1980s; the other appeared to be new.

The first aspect is that the frequency of turnover by insiders was high, and that the coefficient of the tenure of the incumbent president in the regression of ALL TURN and TURN 1 became much higher than the previous period. It is also the case that a company facing a loss in operating income tended to compensate by selling its off-record assets as is shown in Figure 6. For instance, Ricoh, which fell far behind its rival Canon due to the delay in developing a laser printer, suffered a loss in operating income in 1992. However, it maintained a 1.5% rate on equity and the same dividend level by selling their off-record assets

As in the mid-1980s, the turnover by outsiders was low. Although TURN 3 correlated to performance measure, the net increase of TURN 3 accounted for just one case out of nine. According to Table 8, TURN 2-2 and BIG CHANGE did not closely correlate to corporate performance, although the significance level improved slightly compared to the mid-1980s. This result may indicate that the dispatched bank executives continued to be motivated by managerial labor market incentives.

However, there are also several changes from the previous period. First, TURN 2 which did not correlate to any performance measure in the mid-1980s now recovered its correlation. We should not overlook the fact that TURN 2 correlated to the proxy of the debtholder's interest as well as, although not significantly, to the proxy of the shareholder's interest. This correlation between turnover and the proxy of shareholders' interest was seen in TURN IN, BIG TURN, and ALL TURN. This fact seems to be consistent with the fact that people stressed the shareholder's interest, and that the dividend payout ratio which had a low correlation to the ROE since 1970 recovered its correlation (Miyajima 1996b).

Second, the stock of directors dispatched from banks (*DM bank*) and all outside directors (*DM out*) highly correlated to BA and other performance measures (ROE, ORR). Discipline by outsiders including banks seems to have been strengthened.

As is mentioned above, turnover after the bubble was supposed to have recovered its correlation to corporate performance. The critical question is whether this fact implies that the contingent governance structure has been revived, or whether some changes converging on the Anglo-American type, where shareholders play an important role for governing, has occurred. However, since the data only included the turnover of the year 1994 and corporate performance up to 1993, it is too early to give any definite answer to this question.

7. Concluding Remarks: Further Research Agenda

Resting on the estimation for the relation between the turnover and corporate performance, the discussion in the previous sections suggested a path of evolution and metamorphosis of the contingent governance structure of J-firm since 1955. I conclude this paper by suggesting areas for further research.

The first point is how we understand the role of shareholder's interest in selecting in board members in the post war era. The results of this paper and that of Miyajima (1995a) suggest that presidential turnover correlated to the interest of shareholders in the early 1950s and in the first phase of HGE. It lost its correlation between the late 1960s to 1980s, and then recently recovered its correlation again. This seems to be consistent with the fact that companies faced the possibility of takeover in the early 1960s because the ownership structure was still dispersed due to postwar reform and because firms suffered from low stock issues due to delays in recapitalization. It also seems to support the often cited statement that cross shareholding has been relaxed and that the voice of shareholders such as portfolio investors has been increasing in the early 1990's. However, in both periods, there were no cases of turnover by takeover, and only in rare cases did financial institutions without banks dispatch their members to a client company. The mechanism through which shareholders influenced the selection and policy orientation of the firm is not clear. It is possible to understand that the significant correlation between presidential turnover and the proxy of the shareholder's interest was because the ROE and the RRS unintentionally coincided with the proxy of the debtholder's interest (OR, OR/L).

Clarifying this issue relates to the problem of specifying the relationship between the interest of the main bank for monitoring and the interest of shareholder (general investor). There are two potentially contradictory understandings on this point. One stresses that the main bank was delegated to monitor client companies by other financial institutions taking part in de facto

syndication as well as the shareholders (Prowse 1990 ; Sheard 1994b). The other points out the implicit conflict between the interest of the financial institution (maximizing the loan) and the interest of shareholders (maximizing the value of the firm). Consequently, to clarify the historical change in the viewpoint of the main bank for monitoring would be one important area of further research.

Further study also must explicitly introduce a time horizon among stakeholders of the firm as Kaplan tried (1994). As is discussed in the introduction, long-term thinking was often stressed by researchers as one of the characteristics of the J-firm, compared with short-term thinking or the myopic time horizon of Anglo-American style corporate management (Stein 1988). As Sheard (1995) pointed out, however, this point has never been tested in empirical studies thus far. Historically, it is expected that the time horizon of stakeholders should be longer as contingent governance evolves. In addition to this paper's analysis that regressed the turnover on two-year averages of corporate performance, further examinations of estimations on turnover on one-year and four-year corporate performance would hopefully clarify the time horizon of the stakeholders for the selection of top management.

Finally, investigating the corporate governance structure of Japanese firms in historical perspective from the standpoint of reverse causal relationships is also necessary. That is, whether a company in which the control right was transferred from insider to outsider really improved its performance through restructuring and changed management strategy. Clarification of this was attempted by Morck and Nakamura (1992) for the 1980s and Sakano and Lewin (1996) for the early 1990s¹⁹. For historical perspectives, this point is especially important because the rescue operation of the main bank may have a positive effect on the national economy by preserving the firm's specific assets including human capital (Aoki 1994a). Another reason for examining different aspects is that the rescue of the main bank may contribute to maintaining the fierce level of competition among oligopolists which has been peculiar to postwar Japan (Yamazaki 1991).

From the limited samples in this paper, there are certainly several cases where, after intervention by the main bank, a firm's performance improved and control was transferred back

¹⁹ Morck and Nakamura (1992) support the positive effect of bank intervention. However, Sakano and Lewin (1996) reports that strategic re-orientation or organization restructuring was not observable in the first two years of the new president.

to insiders. However, there are also several cases where companies could not improve their performance despite intervention so the main bank maintained continuous control. It is undeniable that rescue by the main bank may possibly maintain a company that should be liquidated or merged with other companies. The efficiency gain through rescuing the poorly performing firm by the main bank should be another agenda for further investigation.

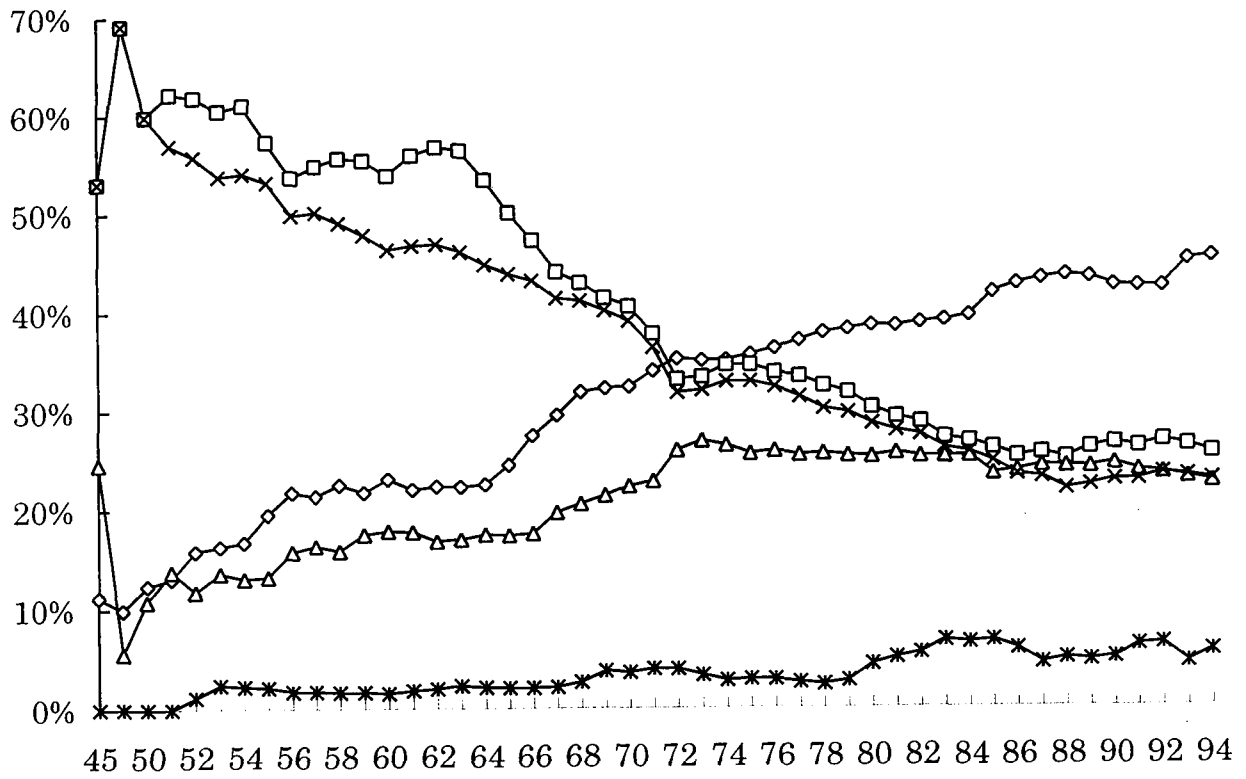
References

- Abegglen, J. C. and G. Stalk, (1985), *Kaishya, the Japanese Corporation*, Charles E. Tuttle.
- Aoki, M.(1988), *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press.
- (1994a), "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: an analytical and developmental View", in Aoki, M. and H. Patrick eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- (1994b), "The Contingent Governance of Teams: An Analysis of Institutional Complementarity", *International Economic Review* 35 : 657-676.
- (1995), *Keizai Shisutemu no Shinka to Tagensei; Hikaku Seido Bunseki Jyosetu [The Evolution and Multi-dimensionality of Economic System]*, Toyo Keizai Shinpo Sha.
- Aoki, M. and M. Okuno,(1996), *Keizai Shisutemu no Hikaku Seido Bunseki [Comparative Institutional Analysis of Economic System]*, Tokyo University Press.
- Baums, T., (1993), "Takeover Versus Institutions in Corporate Governance in Germany", in D. D. Prentice and P. R. J. Holland eds., *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Clarendon Press.
- Fama, E. and M. Jensen, (1983), " Separation of Ownership and Control" *Journal of Law and Economic*, Vol. XXVI, June.
- Hashimoto, J., (1995) "Nihongata Kigyo system no Keisei", Yui, T., Hashimoto, J. eds, *Kakushin no Keiei Shi [Innovation in the Business History]*, Yuhikaku.
- (1996), "Kigyo system no "Hasei", "Senren", "Seidoka" no Ronri", Hashimoto Juro eds, *Nihon Kigyo System no Sengo Shi[Postwar History of Japanese type Firm]*, Tokyo University Press.
- Hirschmair, J. and T. Yui, (1978), *Nihonno Keiei Hatten [Developments of Japanese Management]*, Toyo Keizai Shinpo Sha.
- Horiuchi, A., (1994), "Nihon ni okeru Coporate Governance no Mechanism to Yukosei [Corporate Governance Mechanism and it's Efficiency in Japan]", *Kinyu Kenkyu*, Bank of Japan, Vol.13, No.3.
- (1995) "Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm : An Implication of the Surge of Equity-related Band", in Okabe, M. eds., *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan.
- Horiuchi, A. and K. Sakurai, (1989), "Kinyu-sihon Sijyo no Tenkai [An Expansion of Equity-Finance Market]", Uzawa, H. eds. *Nihon keizai: Tyotiku to Seityo no Kiroku [Japanese Economy: a Record of Saving and Growth]*, Tokyo University Press.
- Hoshi, T., A. Kashyap and P. Sharfstein, (1990), "Bank Monitoring and Investment : Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporation Relationships", in R. G. Hubbard eds., *Information, Investment and Capital Markets*, Univ. of Chicago Press.
- Ikeo, K., (1995), *Kinyu Sangyou he no Keikoku: Kinyu Shisutemu Saikoutiku no tameni [Warning to the Financial Industries : For the Restructuring of Financial Systems]*, Toyo Keizai Shinpo Sha.
- Jensen, M. C., (1986) "Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 : 323-329.

- Kaplan, S.N., (1992), "Internal Corporate Governance in Japan and the USA : Difference in Activities and Horizons", mimeo, Chicago University.
- Kaplan, S. N. and B. A. Minton, (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards ", *Journal of Financial Economics* 36 : 225-58.
- Keizai-doyukai, (1961), *Top Management no Soshiki to Jittai [The Organization and Actual condition of Japanese Top Management]*.
- Keizai Kikaku-cho (Economic Planning Agency), (1996), *Keizai Hakusyo Heisei 8 nen [White paper on Economics 1996]*.
- Kousei Torihiki Iinkai (FTC) (1968), *Dokusen Kinshi Seisaku 20nenshi [The 20 years History of anti-trust Policy]*.
- Koyo seiko Inc. (1992), *Koyo seiko 80 nenshi [80 years history of Koyoseiko]*.
- Lazonick, W. and C. O'Sullivan, (1995), "Big Business and Corporate Control", in Sawyer, M. eds. *The International Encyclopedia of Business and Management*. Routledge.
- Mitsubishi Seiko (1985), *Mitsubishi Seiko 80nen Shi [80 years History of Mitsubishi Seiko]*.
- Miyajima, H., (1992a), "Zaibatsu Kaitai[Breaking up the Zaibats]", in Hashimoto, J. and H. Takeda eds., *Nihonkeizai no Hatten to Kigyo Syudan [,Japanese Economic Development and Corporate Groups]*, Tokyo University Press.
- (1992b) "Zaikai Tuihou to Shin Keieisha no Tojo [The Purge and Appearance of New Top Management]", in Morikawa, H. eds., *Sengo Keieishi Nyumon [Introduction to Postwar Management History]*, Nihon Keizai Shinbun Sha, English version, "Post World War Two Reform in Management: Managerial Revolution from Above and the Emergence of the "Japanese Type" Firm", *The Japanese Year Book of Business History*, Vol. 10, 1994.
- (1994) "The Transformation of Zaibatsu to Postwar Corporate Groups: From Hierarchical Integrated Group to Horizontally Integrated Group", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol.8.
- (1995a) "The Privatization of Ex-zaibatsu Holding Stocks and the Emergence of Bank centered Corporate Groups", in M.Aoki, eds., *The Corporate Governance Structure in Transitional Economy*, The World Bank.
- (1995b), "Kigyo-Syudan, Main bank no Keisei to Setubitousi Kyoso: Koudo Seityo Zenhanki wo tyusinnisite", in Takeda, Haruto eds., *Nihon Sangyo Hattenno Dynamism*, Tokyo University Press.
- (1996a), "Zaikaituiho to Keieisha no Senbatu: Jotai Izonteki Governance Structure no Keisei", in Hashimoto, J. eds., *Nihon Kigyo System no Sengoshi [Postwar History of Japanese Firm's System]*, Tokyo University Press.
- (1996b), "Regulatory Framework, Government Intervention and Investment in Postwar Japan : The Structure Dynamics of J-Type Firm-Government Interaction", mimeo. Waseda University
- Morck, R. and M. Nakamura, (1992), "Banks and Corporate Control in Japan", mimeo.
- Nissan Kagaku, (1969), *Nissan Kagaku 80nen Shi [80 years history of Nissan Chemistry]*
- Nomura Securities Co., (1996), *Shoken Tokei Yoran [Manual of Securities Statistics]*.

- Okazaki, T., (1992), "Shiho Jiyuka iko no Kiggyo Shudan [Corporate Groups after Capital Liberalization]", in Hashimoto, J. and H. Takeda eds., *Nihonkeizai no Hatten to Kigyo Syudan [Japanese Economic Development and Corporate Groups]*, Tokyo University Press.
- (1993a), "The Japanese Firm under the Wartime Planned Economy", *Journal of the Japanese and International Economies* 7.
- (1993b), "Kigyo Sisutemu [The Corporate System]", in Okazaki, T. and M. Okuno eds., *Gendai Nihon Keizai Sisutemu no Genryu [The origins of the contemporary Japanese Economic System]*, Nihon Keizai Shinbun Sha.
- (1996), "Sengo Nihon no Kinyu System [Postwar Japanese Financial System]", in Morikawa, H., S. Yonekura, *Koudo Seityo Wo Koete [Beyond High Growth]*, Iwanami Syoten.
- Onoda Cement, (1981), *Onoda Cement Hyaku Nen Shi [One hundred History of Onoda Cement]*.
- Pascal, R. and T. P. Rohlen (1993), "The Mazda Turnaround", *Journal of Japanese Studies* 9, pp.219-63.
- Prowse, S. D., (1990), "Institutional Investment Patterns of Corporate Financial Behavior in the U.S. and Japan", *Journal of Financial Economics* 27 : 43-66.
- Sakano, T. and A. Lewin (1996), "Strategy Changes and Organization Restructuring in Japanese Firm : An Investigation of Presidential Succession and Institutional Factors", mimeo, Duke university.
- Sheard, P., (1989), "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan", *The Journal of Economic Behavior and Organization* 11 : 399-422.
- (1994a) "Interlocking Shareholdings and Corporate Governance", in Aoki, M. and R. Dore, *The Japanese Firms : Sources of Competitive Strength*. Oxford University Press
- (1994b), "Bank Executives on Japanese Corporate Boards", mimeo, Bank of Japan.
- (1995), "Long-termism and the Japanese Firm", in Okabe, M. eds. *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan.
- Stein, J. C.,(1988), "Takeover Threads and Managerial Myopia", *Journal of Political Economy* 96(1) : 61-80.
- Takano, M., (1995), "Kabushiki motiai no Kaishou to Kongono Kabushiki Hoyukoza [Dilution of Cross Shareholding and the Furture of Ownership structure]", *Daiwa Tousi Siryo*, Daiwa Securities, May,1995.
- 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.
- Yamazaki, H.,(1991), "Nihon Kigyo shi Josetu [Introduction to Japanese Firms' History]", Tokyo University Institute of Social Science, *Gendai Nihon Shakai 5 [Modern Japanese Society 5]*, Tokyo University Press.
- Yoshida, K.,(1994) *Nihongata Ginko Keiei no Kozai [The Advantage and Disadvantage of Japanese Type Bank Management]*, Toyo Keizai Shinpo Sha.

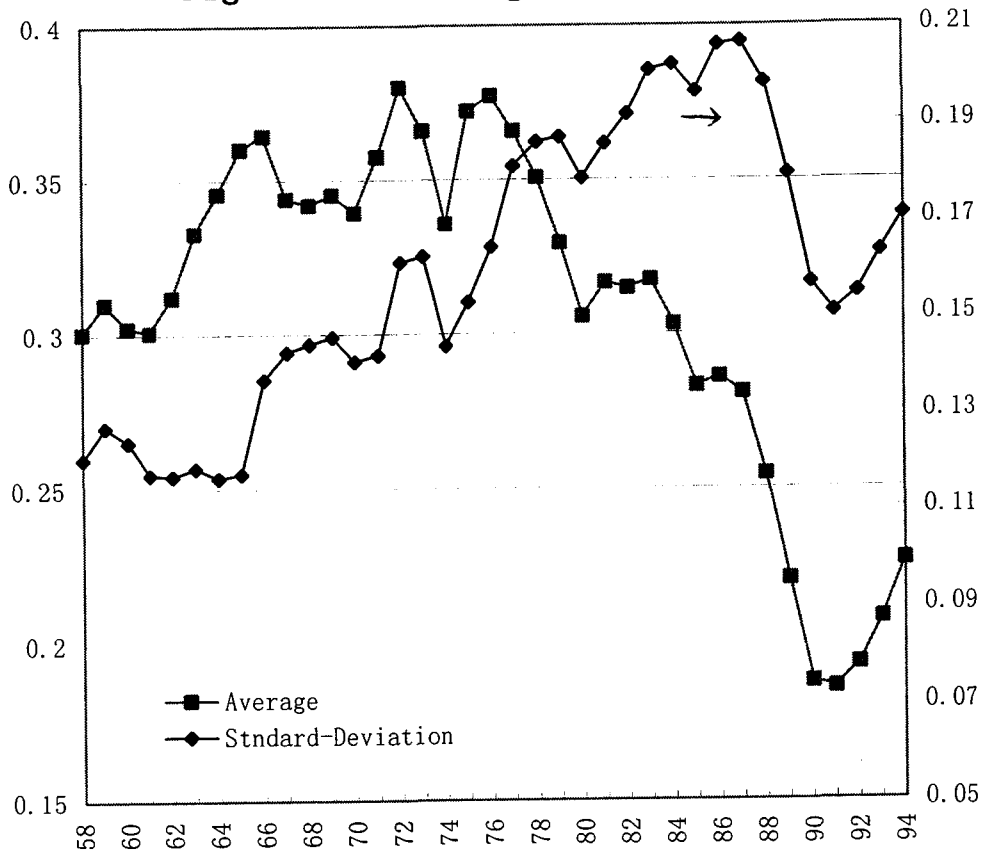
Figure 1 Distribution of Stockholdings in all listed Nonfinancial Companies by Type of Investor



- ◇— Financial Instituton
- Individual+Investment Trust
- △— Business Corporation
- ×— Individuals
- *— Foreginer

Source; Nomura (1996)

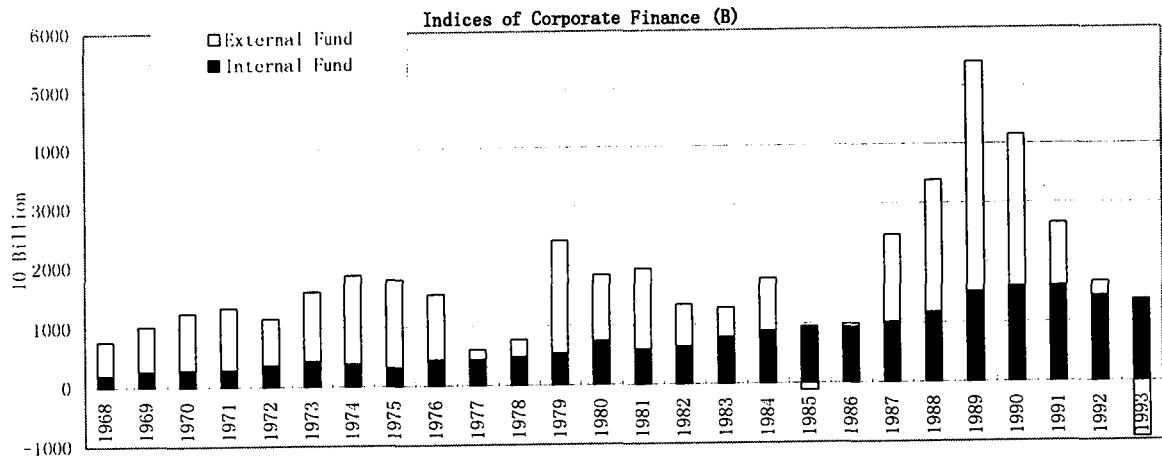
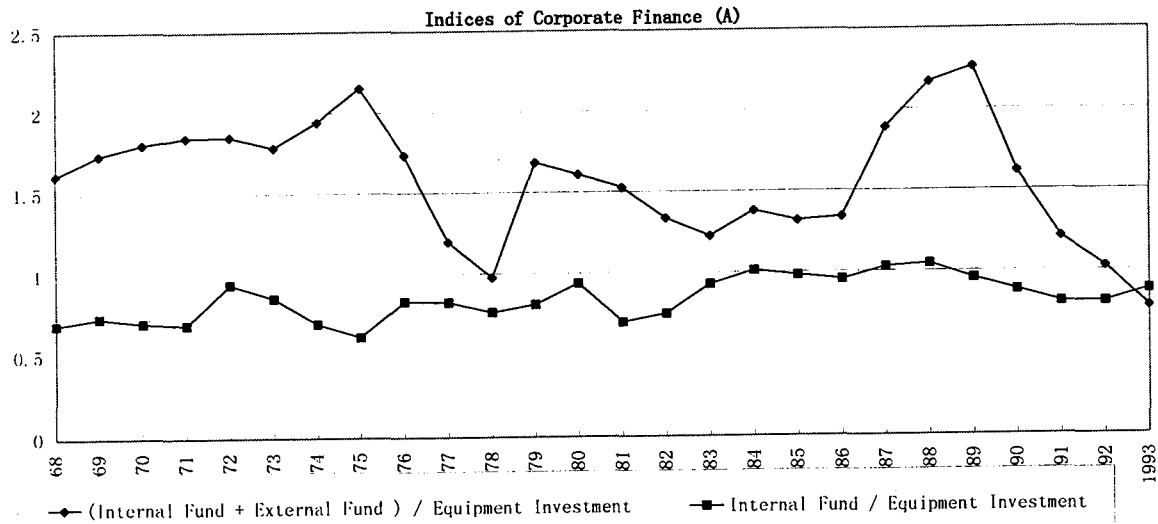
Figure 2 Borrowing-Asset Ratio



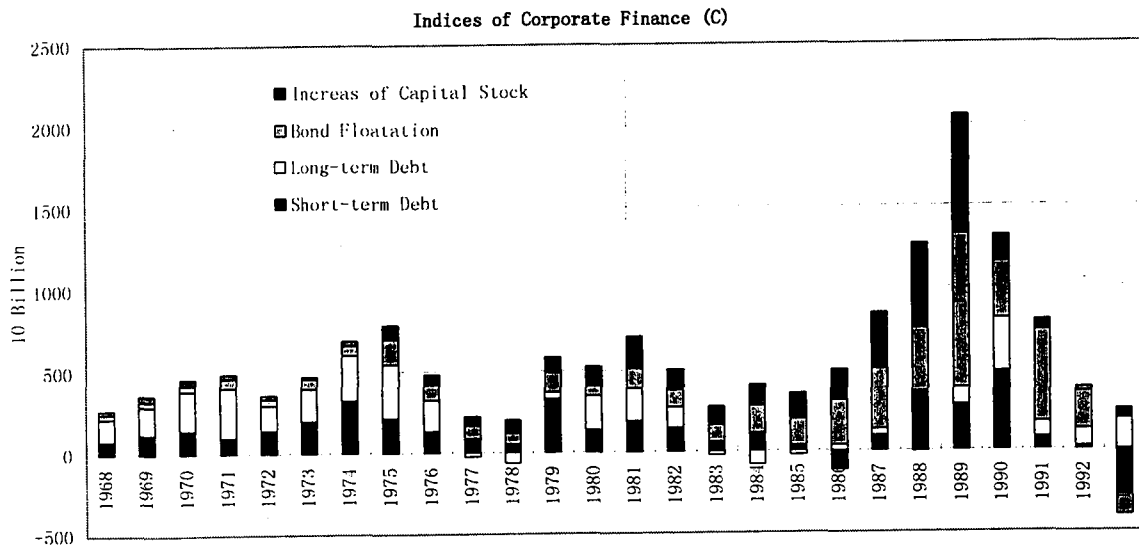
Source; JDB Corporate Finance Data Bank

Note; Sample are 204 large companies in manufacturing sector,

Figure 3 Indices of Corporate Finance (All Industries)

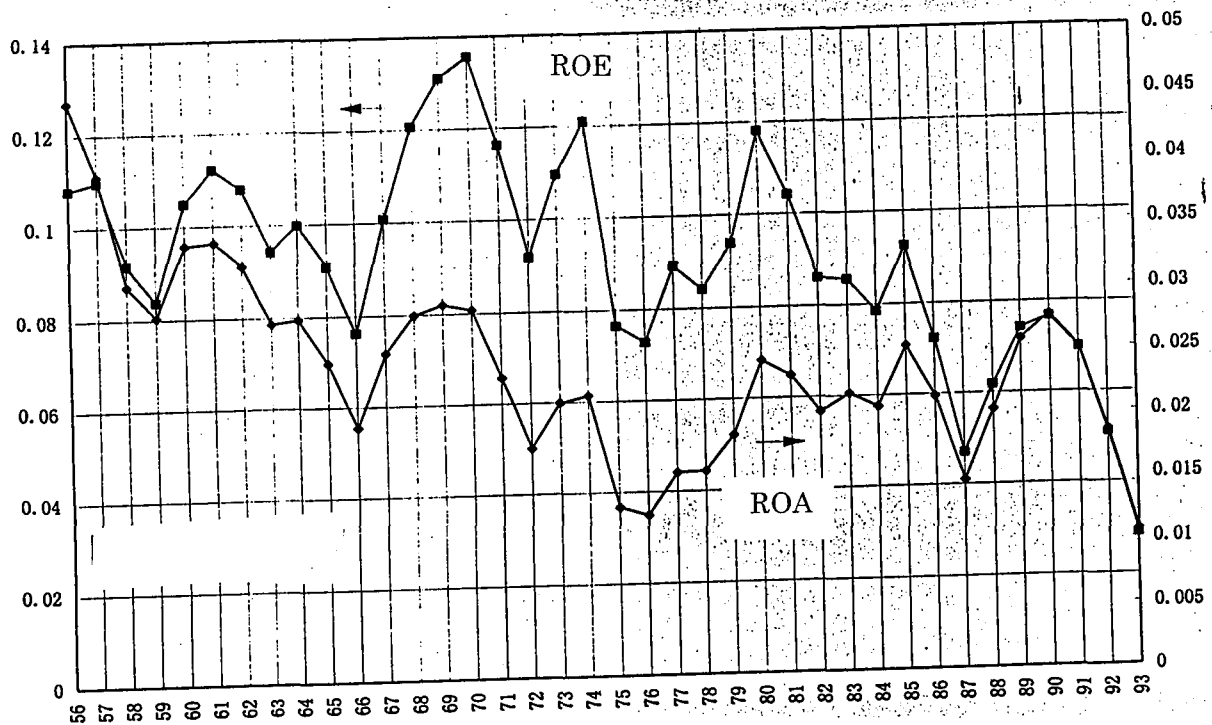


note)
 Internal Fund = Depreciation + Voluntary Reserve
 External Fund = Increase of Capital Stock + Bond Flootation + Long-term Debt + Short-term Debt



note)
 Sample composed of roughly 630 large companies
 Data Source: Economic Statistics Annual 1969-1994, Bank of Japan

Figure 4 The Trend of ROE and ROA in the Postwar ERA.



Source; JDB Corporate Finance Data Base.

Note: Sample companies are 204 companies which ranked top 150 on the assets base in either 1957, 1964, or 1972

Figure 5 Contingent Governance Structure

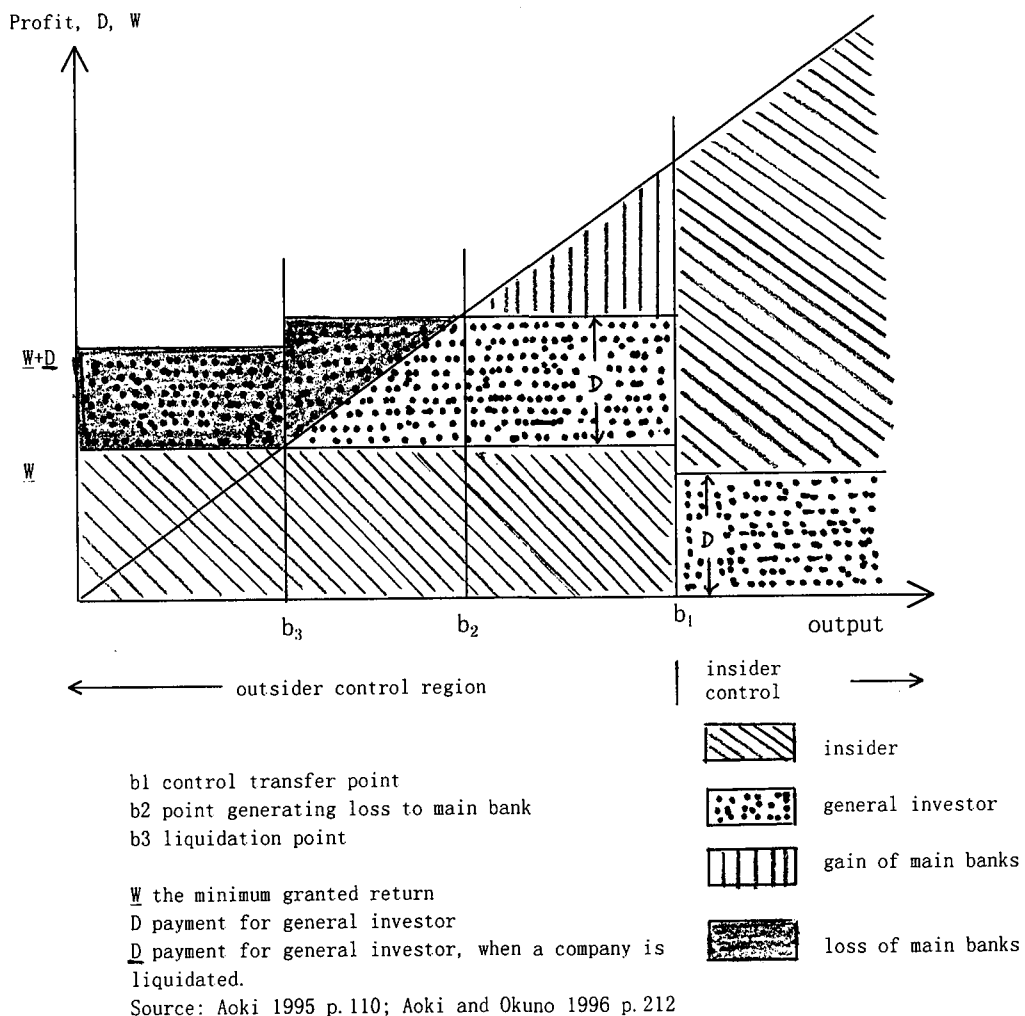
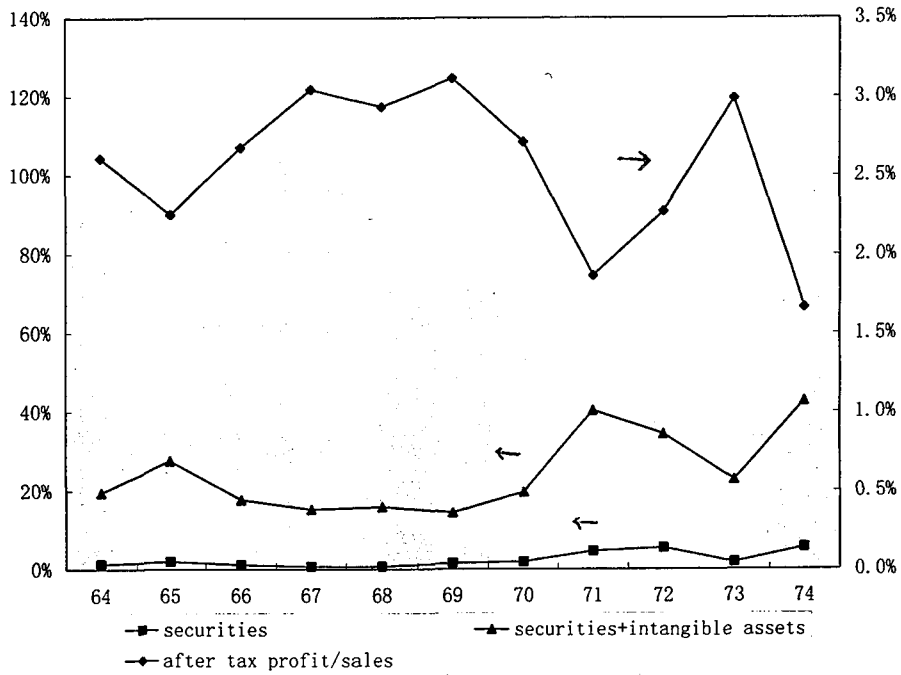
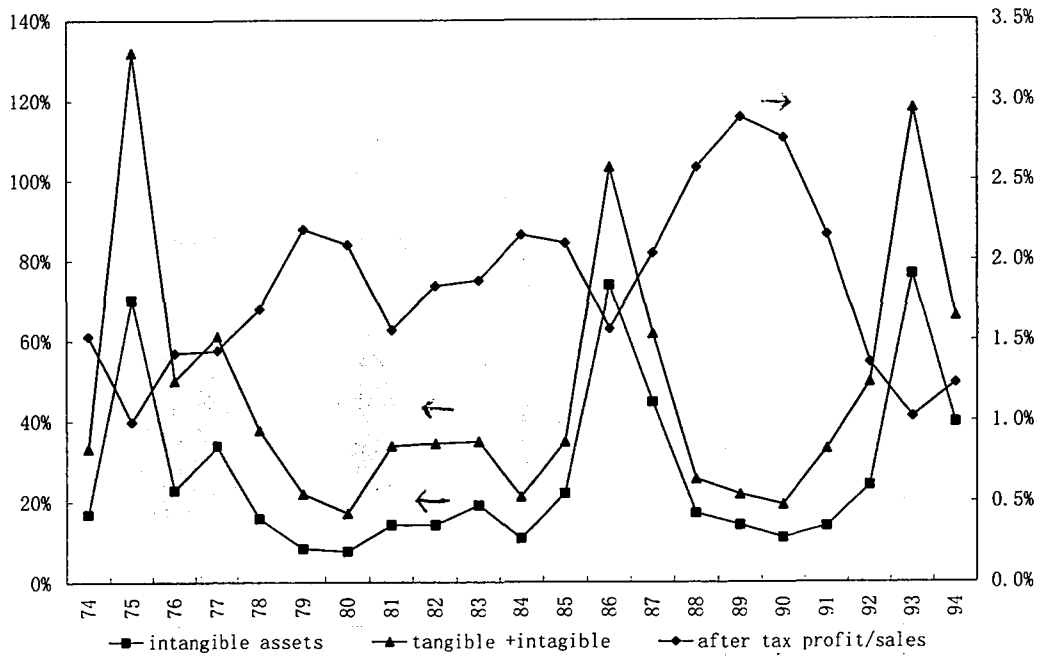


Figure 6 Gain on Sales in securities and intangible assets to after tax profit

(a) Before Oil Crisis



(b) After Oil Crisis



Source: Bank of Japan, *Economic Statistics Annual*

Note 1 The gain on sales in securities before oil crisis might include the gain on sales in securities in special account.

2 The gain on sales in securities after oil crisis aggregates the gain on sale in both non-operating income account and special account

Table 1 Average and Standard Deviation of Firm Financial and Governance Characteristics of 100 Large Companies

	1960			1968			1977			1987			1993		
	Avg	Std.	Std.	Avg	Std.	Std.	Avg	Std.	Std.	Avg	Std.	Std.	Avg	Std.	Std.
Sales	20,734	18,203	67,122	58,896	207,194	195,043	356,794	32,489	464,296	567,861					
Total asset	23,645	22,056	75,733	77,031	221,590	258,786	359,250	04,005	519,971	591,005					
Number of employees	6,296	5,795	8,435	9,003	8,377	9,817	7,683	10,183	7,861	10,501					
Debt	16,224	15,211	58,215	59,892	182,458	228,592	249,461	05,165	331,455	399,483					
Equity	7,420	7,453	17,518	18,647	39,131	41,610	109,790	31,624	188,515	235,030					
Dividend	413	430	1,004	1,254	914	1,203	1,571	2,034	2,013	2,717					
After tax profit	792	922	2,027	2,263	2,969	4,526	5,383	10,712	5,219	11,873					
Rate of return on equity	10.7%		11.6%	7.6%			4.9%								
Debt-equity ratio	2.57	1.39	4.70	6.37	5.87	3.61	3.33	2.72	2.55	1.91					
Dividend / after tax profit	0.52		0.50	0.31			0.29		0.39						
President; birth year	1898.5	6.7	1904.3	6.8	1912.4	5.1	1923.8	4.4	1929.3	4.7					
President; year when she/he took its position	1950.8	6.9	1959.5	7.9	1971.6	6.0	1983.0	4.2	1988.7	4.2					
; year when she/he took part in board	1943.4	6.9	1950.4	9.4	1960.0	9.0	1972.6	7.1	1979.1	6.8					
; age	61.5	6.7	63.7	6.8	64.6	5.1	63.2	4.4	63.1	8.1					
Tenure as a president	9.1	6.8	8.6	7.9	5.4	6.0	4.0	4.2	4.3	4.2					
Tenure as a board member	16.6	6.9	17.6	9.4	16.9	9.0	14.4	7.1	13.9	6.8					
Length of time require to become president	7.4	6.6	9.0	6.9	11.5	6.8	10.3	6.0	9.3	5.4					
Number of outside presidents among samples	12		15				11		10.0						
Number of board members	13.4	3.7	16.7	5.1	18.4	6.0	20.6	6.5	22.2	7.4					
Number of outside directors	1.4	2.0	2.2	2.2	1.9	2.3	1.9	2.3	1.9	2.2					
Number of outside auditors	1.2	0.8	0.6	0.8	0.6	0.8	0.6	0.8	0.7	0.9					
Outside directors / No. of board members	10.0%	14.5%	14.4%	14.9%	10.5%	12.5%	9.9%	13.5%	9.3%	12.6%					
No. of employees / No. of board members	462.4	355.7	492.5	406.7	302.7	171.4	326.9	348.9	303.2	298.4					

Sources ; Yukashoken Houkokusho (Japanese10-Ks), JDB Coporate Financial Data bank

Table 2 Turnover of President (Summary)

	1959-63	1965-69	1974-78	1984-88	1990-94
N	500	490	485	480	480
All TURN frequency	43 8.6%	41 8.4%	67 13.8%	72 15.0%	69 14.4%
TURN IN	28 65.1%	33 80.5%	60 89.6%	59 81.9%	60 87.0%
TURN 1	22 51.2%	22 53.7%	41 61.2%	47 65.3%	51 73.9%
TURN 2	6 14.0%	11 26.8%	19 28.4%	12 16.7%	13 18.8%
Turn 2-1	4	5	10	5	2
Turn 2-2	2	6	9	7	11
TURN 3	15 34.9%	8 19.5%	7 10.4%	13 18.1%	9 13.0%
Turn 3-1	15	5	4	4	1
Turn 3-2	0	3	3	9	8
BIG TURN = TURN 2 + TURN 3	21 48.8%	19 46.3%	26 38.8%	25 34.7%	22 31.9%
BIG CHANGE	5	10	22	10	12

Note : **TURN 1**: the president was replaced by an insider without major change in the managing board directors.

TURN 2: the president was replaced by an insider and there was also major change in the managing board. Major change means three or more directors were replaced or demoted.

TURN 2-1: the turnover by an insider with major change in the managing board by insider.

TURN 2-2: the turnover by an insider with major change in the managing board by outsiders at the position of senior managing director or higher.

TURN 3: the company president was replaced by an outsider.

TURN 3-1: Turnover of outsider president from insider president

TURN 3-2: Turnover of outsider president from outsider president

BIG TURN = TURN 2 +TURN 3

All TURN = TURN 1 + TURN 2 +TURN 3

Table 3 The Flow and Stock of the executives dispatched from Bank

(A) Number of outsider directors dispatched from banks (flow and stock at the end of period)

	59	60	61	62	63	flow total	stock 1963
President	1	1	2	0	0	4	5
Vice President, Senior Director	-1	1	3	2	3	8	9
Managing Director	4	1	0	1	3	9	17
Auditor	-1	0	4	4	5	12	21
Vice President, Senior Director	1	4	-1	3	1	7	15
Managing Director	3	2	3	3	6	17	26
Director, Auditor	0	4	3	7	6	20	36
	65	66	67	68	69	flow total	stock 1969
President	0	2	1	0	0	3	4
Vice President, Senior Director	6	1	5	2	3	17	24
Managing Director	3	1	0	-1	-2	1	19
Auditor	-2	3	1	6	-1	7	15
Vice President, Senior Director	2	3	3	1	3	12	26
Managing Director	9	2	5	1	1	18	43
Director, Auditor	0	6	4	7	2	19	41
	74	75	76	77	78	flow total	stock 1978
President	1	0	0	-1	1	1	4
Vice President, Senior Director	3	6	3	1	3	16	19
Managing Director	0	3	0	4	1	8	28
Auditor	-1	3	0	5	1	8	20
Vice President, Senior Director	9	6	3	3	1	22	42
Managing Director	3	9	3	5	4	24	47
Director, Auditor	0	6	4	7	2	19	62
	84	85	86	87	88	flow total	stock 1988
President	0	2	0	0	1	3	4
Vice President, Senior Director	2	0	1	5	5	13	20
Managing Director	0	5	4	-2	-4	3	11
Auditor	-1	-2	1	1	1	0	10
Vice President, Senior Director	2	0	0	0	2	4	21
Managing Director	2	5	5	3	1	16	31
Director, Auditor	1	-1	1	1	3	4	31

	90	91	92	93	94	flow total	stock 1994
President	0	0	0	0	0	0	0
Vice President, Senior Director	1	5	1	5	-2	10	19
Managing Director	-1	1	-2	-2	2	-2	8
Auditor	3	-2	6	-2	-1	4	20
Vice President, Senior Director	4	2	2	3	6	17	25
Managing Director	0	6	-1	3	0	8	31
Director, Auditor	7	0	8	1	5	21	31

(B) Number of companies receiving bank executives (Stock)

	1958	63	69	78	88	94
No. Companies receiving bank executives	23	36	53	50	40	46
Receiving one bank executives	21	20	34	16	22	27
two						
over three	2	14	13	18	11	14
Receiving bank executives as President	1	5	4	4	4	0
Vice President, Senior Director, Managing Director	9	19	30	33	20	22
Director, Auditor	13	12	19	13	16	24

Source: Yukashoken Houkusho (Japanese 10-K), "Shokuinroku", Diamond Co. Ltd.

Note:)

1. As for sample companies, see text.

2. The procedure is as follows: first taking 1958, 64, 73, 83 as a bench mark year, we confirm bank executives as those who were dispatched from outsider in the previous five years. Then we check increase and decrease of the directors dispatched from bank in the following years. The board members who were dispatched over five year ago are treated as insiders. The case where the director dispatched from banks is promoted within five years is treated as the inverse.

Table 4 Turnover of President and Corporate Performance

Model : Turnover = a1 + a2 unique-performance + a3 average performance
+ a4 LS

	1959-63	1965-69	1974-78	1984-88	1990-94
ALL TURN	1=43	1=41	1=67	1=72	1=69
ROE	- **a	- **d	+	+	- **d
RRS	-	-	-	-	- **c
ER	-	-	- **c	+	-
SR	- **a	- **b	+ **b	-	+
OR	- **b	- **a	+	-	- **c
OR/L	-	- **a	-	-	- **b
BA	-	+ **c	+	+ **d	+ **c
dBA	+	+ **d	+	+	-
LS	+ **a	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN IN	1=28	1=33	1=60	1=59	1=60
ROE	-	+	+	+	-
RRS	+	-	-	+	- **b
ER	+	-	- **b	-	-
SR	- **a	- **c	+	-	-
OR	-	-	+	-	-
OR/L	+	+ **d	-	-	- **c
BA	-	+	-	+	+
dBA	+	+	+	+	-
LS	+ **a	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN1	1=22	1=22	1=41	1=47	1=51
ROE	+	+	+	+	+
RRS	+	-	-	+	- **d
ER	+	-	- **c	+	-
SR	- **a	- **d	+	-	-
OR	+	-	+ **b	-	-
OR/L	+ **b	-	+	-	-
BA	-	+	-	+ **d	+ **b
dBA	+	+	+	-	-
LS	+ **b	+	+ **a	+ **a	+ **a
TURN 2	1=6	1=11	1=19	1=12	1=13
ROE	- **a	-	-	+	- **a
RRS	+	+	-	- **d	- **b
ER	- **d	-	-	-	-
SR	- **d	-	+ **c	+	+
OR	- **b	- **b	- **b	-	- **a
OR/L	- **c	- **b	- **b	-	- **a
BA	+	-	+	-	-
dBA	+	+	+ **d	+ **c	-
LS	+ **a	+	-	+ **d	+ **c

TURN 3	1=15	1=8	1=7	1=13	1=9
ROE	- **a	- **b	+	-	-
RRS	- **c	-	-	-	+
ER	- **b	- **a	-	-	-
SR	- **c	-	+ **a	-	+ **c
OR	- **a	- **a	- **c	- **b	- **c
OR/L	- **a	- **a	- **c	- **b	- **d
BA	-	+ **a	+ **c	+	+
dBA	-	+ **d	-	+	-
LS	+	+	+	+	+

BIG TURN	1=21	1=19	1=26	1=25	1=22
ROE	- **a	- **b	+	-	- **a
RRS	- **c	-	-	- **c	-
ER	- **a	- **b	-	-	-
SR	- **a	- **c	+ **a	-	+ **d
OR	- **a	- **a	- **c	- **b	- **a
OR/L	- **a	- **a	- **b	- **b	- **a
BA	+	+ **b	+ **b	+	+
dBA	-	+ **c	-	+ **c	-
LS	+ **b	+	+	+ **d	+ **d

Estimation method: OLS

Source : JDB Corporate Finance Data Bank

Note: 1. Definition of dependent variables are as follows;

TURN 1: the president was replaced by an insider without major change in the managing board directors.

TURN 2: the president was replaced by an insider and there was also major change in the managing board. Major change means three or more directors were replaced or demoted.

TURN 3: the company president was replaced by an outsider.

TURN IN: TURN 1+ TURN 2

BIG TURN = TURN 2 +TURN 3

ALL TURN = TURN 1 + TURN 2 +TURN 3

2. Definition of independent variables;

ROE = after tax profit / equity **RRS** = rate of return on stock

OR = operating income / sales **OR/L** = operating income / number of employee

BA = leverage ratio(borrowing/assets) **dBA** = BA t /BA $t-1$ -1

SR = growth rate of rate of sales **ER** = growth rate of employee

LS = the tenure of incumbent president

3. Significant level; ** a 1% **b 5% ** c 10% **d 15%

4 **LS** is calculated by a model TURN 1 = a1 + a2 unique.ROE+a3.ROE + LS. Other model gives same result.)

Table 5 Turnover of President and Corporate Performance
 Model : Turnover=a1 + a2 unique-performance + a3 average performance
 +a4 DA + a5 dDA

	58-63		65-69		74-78		84-88		90-94	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
All Turn										
LS	0.053 (2.984)a	0.023 (2.867)a	0.0159 (1.475)d	0.019 (1.730)c	0.022 (1.956)c	0.025 (2.227)b	0.068 (4.182)a	0.065 (4.060)a	0.099 (5.008)a	0.097 (5.003)a
ROE	-4.960 (-3.433)a	-4.513 (-3.114)a	-0.157 (-1.510)d	-0.152 (-1.473)d	0.346 (0.666)	0.246 (0.546)	0.929 (0.788)	0.571 (0.509)	-0.053 (-0.033)	-0.074 (-0.048)
SR	-2.055 (-2.710)a	--	-1.581 (-1.694)c	--	1.044 (1.926)c	--	-0.728 (-0.971)	--	0.375 (0.603)	--
ER	--	-0.073 (-0.085)	--	-2.048 (-1.422)d	--	-2.151 (-1.876)c	--	0.046 (0.031)	--	-0.246 (-0.85)
OR	--	-1.676 (-0.677)	--	-5.491 (-2.112)b	--	1.311 (0.652)	--	-1.193 (-0.587)	--	-4.432 (-1.581)d
OR/L	0.6234 (1.677)c	--	-0.589 (-2.202)b	--	-0.144 (-0.192)	--	-0.041 (-1.134)	--	-0.071 (-1.778)c	--
BA	-0.152 (-1.296)d	-0.140 (-1.178)	0.147 (1.312)d	0.112 (0.957)	0.206 (0.333)	0.109 (0.177)	0.493 (0.137)	0.539 (1.212)	0.771 (1.486)d	0.731 (1.421)d
dBA	-0.346 (-0.612)	-0.245 (-0.459)	0.314 (0.542)	0.316 (0.545)	0.619 (1.313)d	0.378 (0.845)	0.086 (0.848)	0.085 (0.859)	-0.019 (-0.154)	-0.021 (-0.171)
R2	0.11	0.08	0.06	0.06	0.050	0.040	0.040	0.030	0.067	0.065
Turn In										
LS	0.040 (3.061)a	0.038 (2.935)a	0.0135 (1.175)	0.016 (1.341)d	0.211 (1.853)c	0.024 (2.093)b	0.067 (4.124)a	0.066 (4.034)a	0.1 (4.947)	0.095 (4.876)
ROE	-0.247 (-0.113)	-0.759 (-0.381)	0.299 (0.347)	0.327 (0.365)	0.189 (0.385)	0.114 (0.027)	1.009 (0.791)	0.673 (0.550)	0.252 (0.155)	-0.097 (-0.062)
SR	-2.604 (-2.878)a	--	-1.522 (-1.479)d	--	0.673 (1.182)	--	-0.489 (-0.629)	--	-0.257 (-0.341)	--
ER	--	0.439 (0.464)	--	-1.123 (-0.737)	--	-2.548 (-2.159)b	--	0.209 (0.136)	--	-0.239 (-0.833)
OR	--	-1.628 (-0.571)	--	-3.690 (-1.256)	--	2.680 (1.274)	--	0.207 (0.098)	--	-3.475 (-1.215)
OR/L	0.588 (1.422)d	--	-0.368 (-1.285)d	--	0.002 (0.027)	--	-0.025 (-0.547)	--	-0.064 (-1.580)d	--
BA	-0.015 (-0.129)d	-0.026 (-0.249)	0.046 (0.323)	0.045 (0.310)	-0.904 (-0.142)	-0.253 (-0.394)	0.506 (1.140)	0.571 (1.251)	0.684 (1.282)	0.631 (1.185)
dBA	--	0.134 (0.258)	--	0.436 (0.661)	0.735 (1.524)d	0.583 (1.243)	0.085 (0.838)	0.085 (0.861)	-0.025 (-0.186)	-0.026 (-0.207)
R2	0.06	0.03	0.02	0.02	0.04	0.05	0.04	0.04	0.07	0.070
Turn 1										
LS	0.028 (1.939)c	0.025 (1.818)c	0.013 (1.001)	0.0141 (1.117)	0.025 (2.145)b	0.028 (2.322)b	0.068 (4.002)a	0.066 (3.917)a	0.093 (4.549)a	0.089 (4.464)a
ROE	-0.390 (-0.158)	-0.894 (-0.420)	0.705 (0.604)	0.732 (0.613)	0.117 (0.216)	-0.089 (-0.193)	0.576 (0.457)	0.364 (0.292)	2.555 (1.233)	2.139 (1.065)
SR	-2.631 (-2.751)a	--	-1.618 (-1.418)d	--	0.527 (0.897)	--	-0.701 (-0.811)	--	-0.376 (-0.477)	--
ER	--	0.848 (0.859)	--	-1.100 (-0.663)	--	-2.166 (-1.695)c	--	0.077 (0.047)	--	-0.267 (-0.902)
OR	--	0.191 (0.066)	--	-1.484 (-0.477)	--	4.411 (1.921)c	--	0.48 (0.218)	--	-3.334 (-1.102)
OR/L	0.989 (2.196)b	--	-0.147 (-0.500)	--	0.064 (0.783)	--	-0.011 (-0.293)	--	-0.06 (-1.453)d	--
BA	-0.233 (-0.675)	-0.112 (-0.482)	0.835 (0.579)	0.101 (0.685)	-0.623 (-0.925)	-0.726 (-1.067)	0.756 (1.516)d	0.806 (1.578)d	0.99 (1.815)c	0.956 (1.754)c
dBA	-0.067 (-0.113)	0.094 (0.171)	0.287 (0.417)	0.370 (0.528)	0.839 (1.678)c	0.696 (1.418)d	-0.430 (-1.004)	-0.370 (-0.901)	-0.024 (-0.166)	-0.024 (-0.182)
R2	0.06	0.02	0.01	0.01	0.050	0.070	0.03	0.03	0.06	0.070

	58-63		65-69		74-78		84-88		90-94	
Turn 2	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
LS	0.058 (2.705) a	0.080 (2.776) a	0.021 (0.972)	0.014 (0.683)	-0.116 (-0.491)	-0.007 (-0.315)	0.028 (0.931)	0.030 (1.002)	0.089 (1.825) c	0.068 (1.622) d
ROE	-6.153 (-2.043) b	-6.698 (-2.171) b	0.374 (0.307)	0.123 (0.149)	0.827 (0.958)	0.570 (0.866)	3.586 (1.124)	1.982 (0.690)	-3.985 (-1.475)	-4.592 (-1.967) c
SR	-0.972 (-0.535)	--	-0.593 (-0.335)	--	2.144 (2.019) b	--	0.055 (0.044)	--	0.244 (0.143)	--
ER	--	-0.598 (-0.272)	--	-0.476 (-0.179)	--	-1.490 (-0.830)	--	1.324 (0.482)	--	0.117 (0.379)
OR	--	-9.637 (-1.360) d	--	-13.169 (-2.060) b	--	-4.621 (-1.355) d	--	-2.102 (-0.448)	--	-8.727 (-1.266)
OR/L	-1.280 (-0.921)	--	-2.209 (-2.116) b	--	-0.221 (-1.639) d	--	-0.107 (-1.194)	--	-0.214 (-1.629) d	--
BA	-0.115 (-0.941)	-0.144 (-1.136)	-7.464 (-0.003)	-15.955 (-0.006)	2.185 (1.718) c	1.047 (0.953)	-0.184 (-0.178)	-0.043 (-0.041)	-2.261 (-1.195)	-2.200 (-1.261)
dBA	0.524 (0.472)	0.738 (0.661)	--	16.714 (0.007)	1.141 (1.067)	1.182 (1.275)	0.214 (1.833) c	0.218 (1.904) c	-0.081 (-0.153)	-0.056 (-0.182)
R2	0.09	0.08	0.05	0.02	0.05	0.04	0.11	0.11	0.13	0.103
Turn 3										
LS	0.011 (0.561)	0.015 (0.754)	0.214 (0.978)	0.026 (1.082)	0.015 (0.397)	0.009 (0.265)	0.018 (0.465)	0.014 (0.338)	0.082 (1.325)	0.080 (1.354)
ROE	-8.966 (-3.498) a	-7.417 (-2.806) a	-0.206 (-1.684) c	-0.194 (-1.707) c	1.484 (1.195)	1.209 (1.575) d	2.461 (-0.83)	2.116 (0.843)	-0.871 (-0.155)	-0.545 (-0.094)
SR	-0.699 (-0.651)	--	-0.793 (-0.441)	--	5.313 (2.546) b	--	-1.278 (-0.777)	--	1.556 (1.531) d	--
ER	--	-2.091 (-1.400) d	--	-5.488 (-1.736) c	--	-0.276 (-0.919)	--	-0.607 (-0.184)	--	1.380 (0.234)
OR	--	-2.436 (-0.596)	--	-15.858 (-2.431) b	--	-8.000 (-1.376) d	--	-9.435 (-1.892) c	--	-15.276 (-1.502) d
OR/L	-0.871 (-0.106)	--	-2.688 (-2.656) a	--	-0.382 (-1.282) d	--	-0.173 (-1.723) c	--	-0.206 (-1.212)	--
BA	-0.506 (-0.828)	-0.507 (-0.877)	0.407 (2.094) b	0.276 (1.421)	2.826 (1.194)	3.642 (1.761) c	0.151 (0.134)	0.201 (0.177)	1.584 (1.091)	2.125 (1.336)
dBA	-1.717 (-1.544) d	-1.718 (-1.585) d	1.318 (1.003)	0.709 (0.577)	--	-0.934 (-0.639)	0.066 (0.178)	0.035 (0.096)	-0.003 (-0.083)	-0.004 (-0.057)
R2	0.19	0.18	0.20	0.18	0.16	0.04	0.07	0.03	0.131	0.038
Big Turn										
LS	0.036 (2.325) b	0.043 (2.552) b	0.022 (1.368) d	0.021 (1.268)	-0.004 (-0.187)	0.001 (0.057)	0.029 (1.076)	0.031 (1.119)	0.0584 (1.863) c	0.051 (1.744) c
ROE	-7.383 (-3.614) a	-6.395 (-3.090) a	-0.181 (-1.612) d	-0.178 (-1.639) d	0.947 (1.290) d	0.918 (1.406) d	2.899 (1.234)	1.701 (0.853)	-3.882 (-1.780) c	-3.630 (-1.830) c
SR	-1.079 (-1.087)	--	-1.081 (-0.791)	--	2.511 (2.596) a	--	-0.702 (-0.630)	--	1.296 (1.629) d	--
ER	--	-2.210 (-1.666) c	--	-2.887 (-1.303) d	--	-1.662 (-0.968)	--	0.263 (0.115)	--	0.089 (0.317)
OR	--	-4.599 (-1.209)	--	-14.615 (-3.221) a	--	-6.022 (-1.835) c	--	-6.804 (-1.769) c	--	-7.759 (-1.595) d
OR/L	-0.706 (-0.940)	--	-2.614 (-3.582) a	--	-0.257 (-1.944) c	--	-0.159 (-2.135) b	--	4.421 (0.860)	--
BA	-0.157 (-1.432) d	-0.139 (-1.174)	0.269 (1.696) c	0.138 (0.916)	2.924 (2.295) b	2.331 (2.024) b	-0.007 (-0.009)	0.055 (0.064)	-0.49 (-0.474)	-0.396 (-0.420)
dBA	-0.890 (-1.006)	-0.899 (-1.061)	1.203 (1.209)	0.666 (0.768)	-0.025 (-0.025)	-0.295 (-0.363)	0.204 (1.801) c	0.198 (1.829) c	-0.011 (-0.041)	-0.028 (-0.106)
R2	0.18	0.18	0.16	0.14	0.06	0.04	0.08	0.07	0.09	0.065

Source: JDB Corporate Finance Data Bank

Note: As for definition of Turnover and independent variables, see Table 4.

Table 6 Increase (flow) in the number of Bank Directors and Corporate Performance

$$\text{Model: } DM = a_1 + a_2Vi + a_3BA + a_4dBA$$

	1959-63	1965-69	1974-78	1984-88
DM score				
RRS	-	-	-	+
ROE	-	-	-	+
OR	- **b	- **c	- **b	- **a
OR/L	- **c	-	- **c	- **b
BA	+ **b	+	+	+
dBA	+	+	+	+ **c
DM-Score/No. of board members				
RRS	-	-	-	+
ROE	-	-	-	-
OR	- **c	- **b	- **b	- **a
OR/L	- **b	-	- **c	- **b
BA	+ **b	+	+	+ **c
dBA	-	+ **d	+	+ **d

Source: Yukashoken Houkokusho (Japanese10-Ks), JDB Corporate Finance Data Bank

Note: a, b, c and d mean significant level at 1%, 5%, 10%, 15% respectively.

Estimation Method: OLS

Dependent Variables: Score is calculated by aggregating points which is given to outside directors according to their position.

President	5point	Chairman, Vice President, Senior Director	3point
Managing Director	2point	Director	1point
Auditor	0.5point		

Independent Variables(V_i):

RRS: Rate of Return on Stocks

ROE: Rate of return on equity

OR: Operating Income Rate = Operating Income / Sales

OR/L: OR / Number of Employees

BA: the leverage ratio (borrowing/ assets)

dBA: BA_t / BA_{t-1}

Table 7 Stock of Outside Directors and Corporate Performance

Model : $DM = a_1 + a_2Vi + a_3Subdum$

$DM_{bank} = a_1 + a_2V$

DM_{out} : Aggregated points given to outsider director according to position
/no. of board members

	1960	1968	1977	1987	1993
Number of obs.	94	97	94	101	96
Average of obs.	0.165	0.254	0.189	0.187	0.184
BA	0.402	0.356	0.261	0.097	0.305
t-stat.	(1.887)b	(1.653)	(2.238)b	(0.793)	(3.052)a
R ²	0.233	0.219	0.292	0.165	0.570
ROE	-1.462	-0.203	-0.101	-0.126	-0.772
t-stat.	(-3.503)a	(-2.889)a	(-1.177)	(-0.234)	(-2.131)b
R ²	0.297	0.261	0.264	0.160	0.549
ORR	-0.777	-0.031	-0.017	-0.005	-0.007
t-stat.	(-1.886)b	(-1.512)	(-1.044)	(-1.324)	(-2.131)b
R ²	0.233	0.215	0.262	0.174	0.549

DM_{bank} : Aggregated points given to bank directors according to their
position / no. of board members

Number of obs.	85	87	84	90	86
Average of obs.	0.049	0.086	0.082	0.050	0.047
BA	0.090	0.130	0.122	0.113	0.113
t-stat.	(0.864)	(1.412)	(1.487)	(2.647)a	(2.654)a
R ²	-0.003	0.011	0.014	0.063	0.066
ROE	-0.294	-0.532	-0.083	-0.397	-0.346
t-stat.	(-1.338)	(-3.095)a	(-1.517)	(-1.641)c	(-2.226)b
R ²	0.009	0.091	0.015	0.019	0.044
ORR	-0.001	-0.013	-0.017	-0.002	-0.003
t-stat.	(-0.371)	(-1.522)	(-1.634)c	(-1.454)	(-1.950)b
R ²	-0.011	0.015	0.020		0.032

Source: Yukashoken Houkokusho (Japanese10-Ks), JDB Corporate Finance Data Bank

Note: 1 a, b, c and d mean significant level at 1%, 5%, 10%, 15% respectively

2 The procedure for calculating DM score is same as Table 6.

3. ORR is the interest coverage ratio.

4. Subdum is a dummy variable which is one if a company is a subsidiary company, otherwise zero.

Table 8 The relationship between turnover by insider with major board change by outsiders at the position of senior managing director or higher (TURN 2-2), the board change by outsiders without presidential turnover (BIG CHANGE) to corporate performance (after oil crisis)

	Model : Turnover = a1 + a2 unique-performance + a3 average-performance + a4 B/A + a5 dB/A					
	74-78		83-88		89-94	
	TURN2-2		TURN2-2		TURN2-2	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
LS	-0.022 (-0.777)	-0.020 (-0.705)	0.073 (2.741) a	0.073 (2.733) a	0.057 (1.605) c	0.037 (1.164)
ROE	0.978 (-1.046)	0.920 (1.021)	4.862 (1.538)	3.584 (1.302)	1.128 (0.427)	-1.558 (-0.673)
SR	1.620 (1.594)	--	0.391 (0.307)	--	-1.116 (-0.912)	--
ER	--	0.179 (0.078)	--	1.551 (0.45)	--	-0.097 (-0.259)
OR	--	-9.580 (-2.151) b	--	-6.771 (-1.372)	--	-1.776 (-0.383)
OR/L	-0.278 (-1.762) c	--	-0.142 (-1.532)	--	-0.210 (-1.957) b	--
BA	-0.065 (-0.051)	-0.724 (-0.592)	-0.468 (-0.43)	-0.341 (-0.308)	0.171 (0.174)	0.247 (0.26)
dB/A	1.911 (1.551)	1.594 (1.500)	-0.047 (-0.239)	-0.046 (-0.226)	-0.038 (-0.086)	-0.048 (-0.173)
R2	0.041	0.027	0.032	0.035	0.009	0.010
	BIGCHANGE		BIGCHANGE		BIGCHANGE	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
	0.758 (1.179)	0.659 (1.054)	0.304 (0.136)	-0.084 (-0.040)	-0.049 (-0.617)	-0.662 (-0.278)
	-0.367 (-0.426)	--	1.613 (1.442)	--	-0.103 (-1.079)	0.642 (0.721)
	--	0.254 (0.158)	--	1.007 (0.347)	--	--
	--	-6.209 (-2.239) b	--	-2.129 (-0.512)	--	-8.538 (-1.444)
	-0.245 (-2.272) b	--	-0.049 (-0.617)	--	-0.103 (-1.079)	--
	1.272 (1.347)	1.068 (1.171)	1.336 (1.505)	1.200 (1.306)	1.336 (1.499)	1.201 (1.348)
	0.794 (0.989)	0.897 (1.184)	-0.204 (-0.413)	-0.293 (-0.443)	-0.387 (-0.516)	-0.429 (-0.557)
	0.060	0.059	0.081	0.064	0.078	0.091

Source: JDB Corporate Finance Data Bank

Note: As for definition of turnover and independent variables, see text and Table 4.

Appendix 1 Correlation Matrix of Dependent Variables

1957-62

Correlation	Matrix						
	NPRI	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER	
NROE	1.000						
NRRS	0.210	1.000					
NTSR	0.374	0.254	1.000				
NER	0.449	0.245	0.631	1.000			
NOR	0.418	0.107	0.126	0.136	1.000		
NOR/L	0.438	-0.056	0.102	0.276	0.349	1.000	

1963-68'

Correlation	Matrix						
	NPRI	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER	
NROE	1.000						
NRRS	0.032	1.000					
NTSR	0.075	0.207	1.000				
NER	0.114	0.173	0.520	1.000			
NOR	0.121	0.242	0.105	0.217	1.000		
NOR/L	0.093	0.209	0.123	0.206	0.595	1.000	

1972-77

Correlation	Matrix						
	NPRI	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER	
NROE	1.000						
NRRS	0.104	1.000					
NTSR	-0.107	0.072	1.000				
NER	0.078	0.226	0.209	1.000			
NOR	-0.022	0.357	-0.097	0.236	1.000		
NOR/L	-0.042	0.303	-0.060	0.254	0.798	1.000	

1982-87

Correlation	Matrix						
	NPRI	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER	
NROE	1.000						
NRRS	0.151	1.000					
NTSR	0.060	0.004	1.000				
NER	0.327	0.021	0.190	1.000			
NOR	0.431	0.116	0.017	0.284	1.000		
NOR/L	0.435	0.155	-0.053	0.200	0.778	1.000	

1988-1993

Correlation	Matrix						
	NPRI	NRRS	NTSR	NER	NOR1	NORER	
NROE	1.000						
NRRS	0.295	1.000					
NTSR	0.110	0.066	1.000				
NER	0.037	-0.066	0.259	1.000			
NOR	0.533	0.216	-0.029	0.016	1.000		
NOR/L	0.517	0.145	-0.051	0.025	0.729	1.000	

Note: All variables are two year average. They are normalized by calculating the difference from industry average based on JDB code. As for definition of variables, see Table 4.

**Japanese Interwar Policy Toward the Chemical
Industries:
The Origin of the Developmental State?**

Hideaki Miyajima
School of Commerce
Waseda University

Mailing Address:
1-6-1 Nishi-Waseda
Shinjuku-ku,
Tokyo. 169-50 Japan

This paper is prepared for Annual Conference in Association of Asian Studies. The author thanks Yishay Yafeh, William Lozonick and David Weinstein for useful conversation regarding this topic. The Author also thanks Katsuya Yamamoto for helping the data of this paper. This work is supported by Waseda University Grant for Special Research Project and Ministry of Education Grant for Scientific Research. The author will also welcome any comments from the readers.

I. Introduction

In spite of long-run debate on the role and characteristics of industrial policy in postwar Japan, the interwar experiences has not been seriously treated by the researchers thus far. There are at least remaining two crucial questions for further studies from the view point of economist or economic historians.

First one is whether industrial policy of interwar period really contribute to its economic development, if so under what mechanism. As is well known, the economic growth rate of interwar Japan was relatively higher than other advanced nations. Import substitution in the heavy-chemical industries was realized, while textiles industries kept high competitive edge in the world market. Concerning this points, it seems that previous literature tended to either exaggerate a role of government for development (the developmental state view) or attribute industrial success to factor endowments (the market friendly view). In order to overcome such dichotomy, the structural dynamics between government intervention and corporate behavior should be clarified in detail.

Second question is whether the experience of interwar period is really an origin of postwar industrial policy? There are growing literature considering on the prewar, wartime, and postwar period as a single evolutionary process or incremental process, stressing on the continuity of policy orientation, strategy, and measures taken by government.¹ What has often been overlooked is the international circumstances at that time and the relationship of industrial policy (hereafter I. P.) with other relevant economic institutions.

Of course, to answer such huge questions comprehensively is far beyond a single paper. The purpose of this paper is, keeping these

questions in mind, to clarify the role of strategic government intervention against international competition, specifically concerning chemical industries such as dyestuff, soda ash and ammonium sulphate during interwar Japan.

In this period, import substitution of chemical industries grew rapidly along with the iron, steel and various machine industries. Its self-sufficiency ratio increased piecemeal during the 1920s, and its import substitution goal was almost achieved by the time of the Great Depression despite the increasing exchange rate. Japan began to export to east Asian markets after the depreciation of the yen in the 1930s.

Interestingly, the success of this import substitution was not as easy to explain as it might seem. The comparative advantage of cheap labor indigenous to developing countries, which played an important role in the textile industry, was not a factor here, whereas the increasing returns to scale were much more important. As with other heavy industries, the fixed capital required was large. Furthermore, the technological level needed was higher than before, and for most companies the introduction of foreign technology was almost impossible under existing patent monopolies, so "learning by doing" proved most effective.

World War One (W.W.I) gave a big boost to Japanese companies by shutting out imports. However, after the war they could not help but face severe competition again. Being an Asian market center, Japan became one of the most attractive markets for European big businesses suffering from excess capacity as a result of rapid wartime expansion.

At this time, chemical big businesses -- Du Pont, IG Farben, ICI et al -- organized explicit and implicit international territorial cartels to determine, among other things, exclusive export rights to

the Japanese and East Asian markets.² Facing the Japanese industries' emergence, the chosen company adopted a strategy of preventing Japanese companies from expanding their facilities as much as possible. Hence it followed two measures: (1) low price policy and (2) a bilateral agreement with Japanese companies or cartels defining price levels and sales allotments first for the Japanese and later for East Asian markets.

New private Japanese companies had a strong incentive to reach agreements with foreign big businesses, as they earned low profits and often suffered large losses under intense competition. However, taking part in the international cartel had negative effects on Japanese companies. Although they maintained domestic market shares, inevitably, their production capacity was restricted.

An oft-overlooked yet influential actor in this drama is government involvement, which further affected this reciprocal relationship. It prevented the oligopoly from instituting low prices by raising tariffs and enforcing anti-dumping measures. It also strengthened the negotiating power of domestic companies through subsidies, making cost reduction possible.

This game behind the scenes of Japanese import substitution during the interwar period was not two-player, with foreign big businesses and domestic companies, but rather three-player with the government. In other words, the environment under which import substitution of chemical industries advanced are not that of perfect competition, but close to monopolistic competition, where a few foreign and domestic oligopolies behave strategically while considering rival's behavior. In this monopolistic competition, government intervention which could affect the strategy of both sides, had a

critical significance for developing countries.³ Within this framework, the government's strategic intervention in the reciprocal relationship between foreign big businesses and domestic companies for import substitution of the chemical industry will be clarified.

The remainder of this paper is organized as follows: The first section briefly sketches the rise of chemical industries compared with other heavy industries, paying attention to differences among chemical industries. The next section treats the reciprocal process among foreign and domestic companies and the government respectively, focusing on government intervention (industrial policy or I.P). The last section will provide some perspective on the character of the Japanese government's intervention, considering that it was a common phenomenon in this period.

II. The Characteristics of Three Chemical Industries

It will be convenient at first to review some basic facts about chemical industries in the context of the import substitution which took place. First we compare the selected chemical industries to other heavy industries which were also expanding during W.W. I. Unlike the iron, steel and machine industries, the selected chemical industries were completely new. The self-sufficiency ratio of iron and steel in 1914 was already around 60% of pig iron, and 40% of finished steel due to the initiating role of the public enterprise, the Yawata Works. These industries had attained competitive edge even before W.W. I. The same ratio for machine industries was already over 60% by that time.⁴ Ship building was also almost completely self-sufficient, and several other sectors, including electric machinery and telecommunications, had high production levels. In these cases large businesses were

established through cooperation with foreign big businesses. However, in the case of chemical industries, the self-sufficiency ratio in 1913 was quite low, and remained low until the early 20s, as is shown in **Table 1.**

Secondly, when private companies tried to pursue business opportunities in chemical industries after W.W.I, they faced the patent monopoly of foreign companies. Unlike the big electric companies such as General Electric, Westinghouse and Siemens, which agreed to licensing and directly invested in Japanese companies, chemical companies such as Höchst, BASF, Brunner, and Mond definitely preferred exporting to licensing. For instance, Brunner Mond's usual policy was not to set up factories overseas, but to rely on exports, establishing its own sales branch. It concluded that the natural resources for alkali industry were available near its factories and difficult to match elsewhere.⁵ The strategies of German chemical oligopolist were similar. They tried to enlarge their exports, establishing their own sales network and contact consumers directly, while deliberately retarding the development of Japanese companies' technology through avoiding licensing.⁶ In short, their strategy was to maximize exports and to monopolize the technology, and therefore they denied all appeals from Japanese companies for licensing before and during W.W. I.

Fortunately for Japanese companies, the general context for legal protection shifted as patent rights owned by foreign companies were largely canceled through the Wartime Industrial Property Rights Law. However, even under these favorable circumstances, Japanese firms did not easily and automatically seize upon the business opportunities presented. In the chemical sector, Japanese companies had accumulated little technical knowledge.

----TABLE 1 ABOUT HERE----

Thirdly, as a result of these two points, the government targeted the chemical industries, along with iron and steel, as important or "key" industries, and played a significant role in transferring knowledge and developing indigenous capabilities.⁷ In dyestuff, a 1918 law aimed at channeling private capital into the dyestuff industry was enacted, incorporating Nihon Senryō Kaisha (NSK) with the government guaranteeing private shareholders a dividend payout of 8%.

In soda ash, where the core technology, an ammonia-soda process, was strictly monopolized by the Solvay Association, the Research Council for Chemical Industries in 1914 recommended public support for special national laboratories for the soda industries. Although the national labs were never established, the Research Council collected the available technical information and transferred this knowledge to Asahi Glass, thereby reducing its initial research costs.⁸

In the synthetic ammonium sulphate industry, the Special Nitrogen Research Laboratory (SNRL), established in 1918, was created by drawing upon resources from the Tokyo National Labs. Relying on published material, and cooperating with domestic machine makers, the SNRL endeavored to develop its own domestic technology as well.⁹

The government's orientation had not changed after W.W. I. In the 20s, the government selected these three industries as "key" industries and investigated promotional measures through organizing several councils, though the measures suggested were not necessarily implemented.¹⁰

Fourth and last, I would point out some differences between the three chemical industries in the early 1920s. As is shown in **Table 1**, the setting up of both dyestuff and soda ash during W.W. I was still not complete. The soda ash industry was composed of two companies, Asahi Glass and Nihon Soda, neither of whose plant size had reached "minimum optimal size" yet.¹¹ The dyestuff industries, composed of NSK and Mitsui Mining, neither realized cost reduction nor produced high quality goods, including naphthol dye and indigo.¹² On the other hand, ammonium sulphate had relatively high self-sufficiency immediately after W.W. I. Two companies, Nihon Chisso and Denki Kagaku, both introduced foreign technology, and overcame the initial trouble.¹³

----TABLE 2 ABOUT HERE----

Another difference is the pressure from foreign oligopolist on the three industries. As is clear from the relative price (R. Price) shown in **Table 1**, in the case of both dyestuff and soda ash Japanese companies suffered from severe price competition. Therefore they had low profitability or even losses is shown in **Table 2**. In comparison, the market situation for ammonium sulphate was relatively stable. Here the pressure from foreign companies did not become threatening until the late 1920s.

Last difference is the manner in which companies in these industries dealt with their customers in related industries. The main consumer of dyestuff was, obviously, the textile industry, which was the largest export industry at that time. So supplying cheap and high quality dye to weavers was the main concern of industrial policy toward that sector. Soda ash, which was considered a fundamental material of the chemical industry, was not only basic to various industries

centering on the glass industry, but also would become caustic soda through a technological metamorphosis. As the synthetic fiber industry advanced, and the demand for caustic soda increased, the importance of ammonium soda ash, which could produce caustic soda cheaper than the electrolytic process, rose accordingly. Both government and business thought that the ammonium soda process was the best way for making caustic soda in terms of quality and cost.¹⁴ That was one of the reasons why both were enthusiastic about the ammonium soda process. In contrast with these two industries as fundamental industries, ammonium sulphate was closely related to the agricultural industry, which occupied over 50% of Japanese employment. This is why the government considered low nitrogen prices to be important, and why there was no tariff on ammonium sulphate.¹⁵

These differences caused a different government attitude towards each industry, although it regarded all three as "key" industries. Next, we will follow the story of each industry in detail and clarify the role of government intervention against international competition.

III. Case Studies for Reciprocal Negotiation Process

(1) The Success of Selective Protection and the Laissez-faire on International Cartels -- the Case of Dyestuff

In the early 1920s, the strategy adopted by BASF and Hoechst (which merged into IG Farben in 1925) for the Japanese market was obviously an aggressive one. The market segment of this industry was roughly composed of low, middle and high grade goods, graded according to their price and difficulty of production as summarized in **Table 3**. Here low grade means surfur dye like sulfur black and aniline dye and high grade means naphthol dye and indigo. The middle grade means the

rest of direct, acid dye. Roughly speaking, the Japanese companies had almost full capacity for low grade goods and 50% capacity for middle grade goods. However, they did not have enough capability to produce high grade goods and were still trying methods of production in some experimental plants.¹⁶

The strategy of foreign oligopolist for this market segment called for low prices on low and middle grade goods, and high prices on high grade goods. As for direct sulfur black, the main product of Japanese companies, a government investigation confirmed that "the difference between German and domestic goods was quite slight, for example German direct black was 2.15 yen, while the Japanese product was 2.20 yen."¹⁷ German oligopolist tried to increase their sales volume by setting sales price slightly lower than Japanese goods. On the contrary, as for high grade goods and German monopoly goods, they set a relatively high price. Their actual sales price were much higher than estimated sales price calculated by domestic price in Germany plus transportation fees and tariffs.¹⁸ Therefore, German oligopolist exports to Japan severely affected Japanese dye producers. Also it caused the large outflow of consumer surplus from Japanese dying and weaving industry.

As a result, both companies, NSK and Mitsui Mining, suffered large losses as is shown in **Table 2**. NSK required far greater subsidies than originally planned. Although the government estimated that three million yen would be enough for setting up this company, it reached over 14 million yen by 1925. The dyestuff division of Mitsui Mining became an object of reconsideration by both executive members of the main division (mining division) and Mitsui Gomei, holding company of Mitsui Mining. They seriously considered withdrawing their

resources from this industry.¹⁹

In the mid 20s, instead of profit subsidies to NSK, the government, taking into account this serious situation, established selective protective measures using import restrictions, tariffs and product subsidies according to market segments. The basic set of industrial policies are summarized in the right-hand side column of **Table 3**. As for low grade goods, effective import restrictions were imposed on German products in 1924. They worked so well that imports from Germany dropped off to one third in value and one fourth in quantity. As for middle grade goods, in 1926 the tariffs were substantially raised by changing from a value-added basis to specific duties. As for high grade goods, naphthol and indigo, product subsidies, compensating for the difference between cost and market price for a limited time (normally three years), were introduced.

However, the import restrictions by licensing system imposed since 1924 were temporary measures, because Japan and Germany had no official trade treaty, hence Germany had no official most favored nation status. Therefore, signing a belated peace treaty between the two countries had been put on the agenda in 1926, after which a bilateral agreement had to be concluded. This timing was crucial for both sides. For the Japanese, the licensing system for low grade goods was critical in the selective protection system, because the main production of NSK and Mitsui comprised of low grade goods, and tariffs and subsidies did not have enough effect unless low grade goods were protected.

-----TABLE 3 ABOUT HERE-----

On the other hand, for IG Farben, this was a last chance to recover their export market. In fact, Farben's top management began investigating effective measures for abolishing import restrictions in Japan, and considered several concessions such as offering compensation and the supply of intermediate goods needed by Japanese companies.²⁰ However, Farben finally concluded a voluntary export restrictions with the Japanese government known as the "Saito and Waibel Agreement". The content was almost the same as the previous import restriction. The reason for it was the consistent attitude of Ministry of Commerce and Industry (MCI), which considered almost every measure conceivable to restrict imports from Germany. The plan suggested by MCI included :

- (1) a prohibitively high tariff,
- (2) a government monopoly, which made it possible to maintain import restriction, since the treaty was not good for a state monopoly,
- (3) the revision of treaties with other countries, which would be open to imposing import restrictions on all countries.²¹

Furthermore, MCI sought to strengthen the import restrictions on this occasion, through enlarging the list of restricted goods. Faced with this strong resolve of the Japanese government, IG Farben abandoned its previous strategy of recovering exports of low grade goods, and concentrated instead on hindering the government's intervention in high grade goods. In 1926 a voluntary export restriction, the Saito-Waibel Agreement, was concluded, and as a result, the previously predictable import restriction were stabilized.

Under this framework, for the first time, domestic cartels were concluded and this helped to stabilize the operation of both companies. In 1926 Mitsui Mining and NSK concluded a production and market sharing agreement, by which both companies specialized their intermediate products. Mitsui concentrated on aniline oil and NSK concentrated on

aniline salt.²²

Hence, after 1926 high-grade goods became the one issue between both sides. Naphthol dye was given subsidies in 1926. However, determining the subsidy for indigo, technologically difficult to produce and the main revenue base of IG Farben, was delayed. The reason was that a "prisoner's dilemma" arose among the government and private enterprises under IG Farben's pressure. In fact, IG Farben increased indigo exports to Japan from August 1926, when Indigo became the object of subsidy. As a result, the indigo market price went down from 5-7 yen in 1926 to under 4 yen. Under the aggressive strategy of IG Farben, although the government wanted to subsidize indigo, it was impossible unless a promising project was developed by a private company in advance. Conversely, private companies could not set up this industry unless they knew that they would receive subsidies, although Mitsui Mining eventually had already succeeded in producing at the pilot plant level.

This impasse was solved by an investigative council, the Council of Trade and Industry in 1927, composed of officials of MCI, company representatives and other parties. This council helped to solve the dilemma by promoting an information exchange and forming the consensus for giving subsidies. First, responding to the government requirement, Mitsui proposed a concrete indigo production plan as a reference for making promotion measures. It might have been a step for Mitsui to advance the indigo production from pilot plant level to business base, while the government got the needed evidence of real production being possible. It also confirmed the amount of subsidy needed. The promotion Plan for Indigo Production is shown in **Table 4**. Second, this council's confirmation of this plan was significant support for the

decision on the subsidy. The government, especially MCI, got consensus through this council for indigo subsidy, which was a large amount and the benefit was limited to only one company.

Supported by these selective protective measures, the self-sufficiency ratio gradually increased in the late 20s. Import restrictions contributed to NSK and Mitsui's stable profits in their main fields through scale economies (Table 2,3). A specific duty was introduced in 1926, though it neither changed things drastically nor became effective in short terms. However, it had a gradual effect and it strengthened under the Great Depression (Shōwa Kyokō).²³ Subsidies prompted Japanese firms to enter the high-grade goods market, causing IG Farben to temporarily lower its prices in an effort to derail the Japanese competition.

----TABLE 4 ABOUT HERE----

In 1930, even for high-grade goods, IG Farben switched strategies to prevent Japanese companies from entering its lucrative export market by keeping sales volume and price levels constant while simultaneously preventing them from exporting to the Asian market. Another factor behind this strategy change was the signing of new international agreements, such as the German-French agreement and the German-French and Swiss in 1929, which included the concerned relations with Japan.²⁴

According to this strategy change, for the next stage Farben tried to reach a bilateral agreement with Japanese firms, taking initiative within the international cartel. This agreement was composed of two types. The first one divided the markets of high grade goods into which Japanese firms had just entered. The naphthol dye

agreement between Farben and NSK in 1931 set the sales allotment for the Japanese market of blue salt for IG Farben at 68% and for NSK at 32%, and for naphthol, IG Farben 32% and NSK 68%. It also prohibited exports by NSK except for the Chinese market, set a price agreement for the Chinese market, and so on.²⁵ The indigo agreement concluded in 1934 was similar. It determined the allotment of exports to Japan from the international cartel, and Mitsui accepted an export allotment to China. The second agreement type was for low-grade goods such as sulphur which was reached between Mitsui and the three-party cartel in 1931 and concentrated on the division of the Chinese market. It lasted for three years, but in 1934 the renewal failed because the domestic cartel had already collapsed and Mitsui had lost interest in this cartel.²⁶

In the 1930s, Japanese dyestuff industries could almost reach self-sufficiency in the domestic market, which meant that the government's purpose had been realized, while under bilateral agreements, IG Farben succeeded in keeping its East Asian market. Hence, a stable situation was realized.

(2) Competition Against International Cartels supported by Credible Threat -- the Case of Soda Ash ---

In 1920, an international alkali cartel was organized, mainly by Belgian Solvay, with the participation of Brunner, Mond & Co., and United Alkali Co. As a result, market-control rights over the European mainland were given to Solvay, and for all other areas to the two British companies, which in 1926 merged to become Imperial Chemical Industries (ICI).²⁷ The most important markets for Brunner, Mond were the Asian markets centering on Japan, and the South American market. The percentage of the Japanese market for both companies' total exports

was 33.3% and, excluding Great Britain's colonies reached 46.9% in 1923.²⁸

From 1921, magazi soda and lime were sold in Japan and a severe price competition continued until 1924. This dumping competition severely damaged domestic companies, whose cost level was still high. Therefore, they asked the government to take protective action including subsidies and anti-dumping measures.²⁹ However, the government left this industry competitive, since it decided that the low prices under international competition were more advantageous to related industries because the production capacity of domestic companies was too small, approximately 10% (**Table 1**). An official of the Ministry of Finance (MOF) advocated "to give up the import substitution of soda ash and to decrease the soda lime price through using the low price imported soda ash".³⁰

After 1924, when the "dumping" competition ceased with the victory of Brunner; Mond, the price of soda ash increased again. This situation had two effects: First, the government noticed that leaving the Japanese market under a foreign oligopoly was fairly disadvantageous. Not only Japan losing the producer's surplus, but monopoly pricing by the simple foreign exporter was reducing consumer surplus as well. The Ministry of Agriculture and Commerce, later MCI, once again began to seriously investigate protective measures, including a material subsidy for salt, originally suggested during W.W. I. Secondly, the new prices caused Japanese companies to expand their facilities. Asahi expanded gradually, eventually reaching the production levels required by its glass operations. Nihon Soda began to operate its facility again as well.³¹

However, in the soda ash industry there was a "prisoner dilemma"

situation similar to that of the dyestuff industry. The government, especially MOF, hesitated giving subsidies to the industry. MOF was still in doubt about the effectiveness of material subsidies to the soda ash industry. Its basic opinion was: Japanese soda ash industry had an absolute disadvantage in the production of salt with respect to Brunner; Mond (ICI). There was a high possibility that Brunner, Mond would adopt an aggressive price policy again after the subsidy was given. Finally, the asymmetry of benefit and cost was too high, since the number of beneficiaries were quite limited.³² Therefore, it was a precondition in order for MCI to persuade MOF to adopt a subsidy policy in which private companies voluntarily enlarged their production capacities and decreased their cost level.

On the other hand, however, under the threat of "dumping" by Brunner Mond, Asahi and Nihon were leery of expanding their facilities, unless definite protective measures were promised in advance. Both companies' petition of August and December 1925 said:

"As both companies finally solved technical problems and reached the same technical level as other European companies, we could compete with foreign companies, provided that we enlarge our production capacity and reduce our cost level. If we get the guarantee for protective measures to predictable unfair dumping from foreign companies and the benefit for cheap supply of material salt, we could enlarge our facilities and contribute our economy"³³

In this situation, Asahi Glass's leadership was crucial. The top manager of this company, Iwasaki Toshiya, decided to expand Asahi's facilities.³⁴ In the end of 1925, the increase of existing plant capacity from 30 tons per day to 45 tons per day was realized, and immediately after the realization of the above mentioned petition, the plant reached 60 tons per day, which meant that the optimal plant size, according to the Honigmann technique used at that time, was finally

realized.

This decision broke the stalemate, allowing the government to take necessary measures. First, in June 1926, the agenda of dumping activities was revised. Through this revision, the definition of "dumping" was clarified and the right of effected parties to apply for anti-dumping tariff was introduced.³⁵ Second, the government had begun to consider the subsidy plan in early 1926 and finally decided to put it into action in August 1928 through the investigation of the Council of Trade and Industry. It is noteworthy that government was strongly aware of the behavior of the foreign oligopoly in this investigation process. In this Council, participants, composed of official and private companies, seriously considered the most appropriate way for granting a subsidy not so as to reveal the domestic companies' resulting competitive edge. If the yearly subsidy was decided in advance, foreign oligopolist could predict the competitive condition of Japanese companies. As a result, this Council proposed an elastic way for giving the subsidy, saying that "the subsidy should be decided, considering market price and cost every year".³⁶

It is also noteworthy that when these subsidies were granted, the government made it clear that its main purpose was to strengthen the competitive power of domestic companies and to free the domestic market from foreign companies' control. The law's explanation said that its aim was "to restrain the price increases caused by foreign companies' monopolistic practices through maintaining 57,000 tons of existing companies' capacity, which is half of the domestic demand of 120,000 tons".³⁷

Immediately after the law was enacted the two companies, having reduced the uncertainty they faced, voluntarily expanded their

facilities beyond the government's expectations by changing their basic technology for synthesizing ammonium from the Honigmann technique to the Solvay process.³⁸ This decision was significant because there was a decisive difference between the Honigmann and Solvay techniques in terms of productivity, even though both techniques were categorized as similar ammonium soda process methods.

In response to these developments, ICI adopted a low price policy to prevent this capacity expansion in accordance with its basic strategy of maximizing its sales volume in the Japanese market. At this time, ICI controlled Chinese and American goods through its sales subsidiaries in Japan (Nippon Brunner Mond). It also adopted a policy of selling its manufactured goods in Europe and Magazi soda east of Africa. Therefore, the supply of natural soda increased dramatically. As a result, soda ash prices sharply declined from mid-1929 as is shown in **Figure 1**.

-----FIGURE 1 ABOUT HERE

In June 1930 the price of soda ash was 61.7 yen per ton compared with 97 yen in June 1929. Then, Asahi Glass and Nihon Soda, convinced that ICI was dumping, asked the government to institute anti-dumping tariffs on ICI's products.³⁹ The government investigated soda ash prices and decided to apply the tariffs on ICI goods, mainly Magazi soda. This government attitude decisively influenced ICI's strategy. Under the threat of increasing tariff rates, ICI proposed an agreement with Japanese companies at the end of November. Its proposal consisted of three points:

- 1) A 20-year sales allocation agreement for the Japanese market, with the sales agreement divided into five-year segments,
- 2) prohibiting Japanese companies from exporting to foreign markets, and
- 3) the price agreement.⁴⁰

The first five-year allotment was 40% for Japan and 60% for ICI, slightly exceeding Japan's 35% share in 1929. From ICI's point of view, the main purpose of the proposal was to perpetuate the existing situation. ICI's strategy shifted from preventing Japanese companies from expanding, to maintaining their sales volume and preventing them from exporting.

On the other hand, Japanese companies not only asked the government to apply the anti-dumping policy, but they also took a risk by expanding their facilities in a severe economic downturn. One reason why companies felt that they could take this risk was the existence of subsidies. Another was that they had experienced decreasing costs previously. Asahi decided to double its capacity as did Nihon Soda, first producing the caustic soda through metamorphosis using half of the total production of soda ash, reaching what had been the government and industry's goal since W.W.I.

The negotiations began in December 1930.⁴¹ The sales agreement mentioned above was not acceptable from the Japanese companies' point of view, which were already set to expand their facilities. As a result, the negotiations could not reach consensus and only concluded a tentative price agreement, increasing existing prices by 11%. As for the result of this negotiation, it is important that ICI did not have effective measures to achieve its goal. As long as Japanese companies were expanding their facilities, and their low price strategy was aided by the government intervention, ICI's only option was to raise prices to maintain unit profit.

However, the price increase under this agreement afforded the Japanese companies time to realize their cost reductions. As is shown in **Figure 1**, Asahi Glass certainly reduced its unit costs step by step. This cost reduction became an important factor in competing with ICI's low prices. After England's ban on gold exports in September 1931, ICI tried to lower prices again, continuing to October 1932. But now, the Japanese companies which had reduced costs could compete with these low prices. Hence, ICI gave up on this aggressive policy, ending the competition with a Japanese victory. After that, Japanese companies were not willing to conclude any bilateral agreements with ICI, even when offered.

(3) The Cooperative Relationship under Administrative Guidance -- the case of Ammonium Sulphate

In the early 1920s, the Japanese market for nitrogen was not under fierce competition like the other two chemical industries mentioned above. The import prices were relatively high, and the import volume of the main exporters was stable. (**Table 5**) So it can be understood that there was implicit cooperation among the main exporters to the Japanese market, ICI and IG Farben, which later organized an international cartel known as DEN group. In this situation, the two Japanese companies, Nihon Chisso and Denki Kagaku enjoyed stable profits.

However, from the late 1920s, especially during the Great Depression, severe competition began. One of the reasons is the oversupply on the world market caused by (1) the expansion of ICI and IG Farben's production capacity, (2) the setting up of production in peripheral countries and (3) the increasing supply of Chilean saltpeter.

As a result, world production increased more than 70% from 1925 to 1929.⁴² The other reason on the Japanese side was a second wave of new entries of domestic companies, including six big companies, at that time.⁴³

In February 1930, the ten year agreement between I.G. Farben and ICI, which was basically an area-dividing agreement, was concluded. Under this, Japan, with China and Egypt, was divided according between IG Farben and ICI, being IG Farben 60% and ICI 40%.⁴⁴ In August 1930, the Convention International de l' Azote (CIA), was established. Most notably, it seriously threatened Japanese companies, since CIA declared its aim "to prevent the expansion of outsiders, including the process of expansion and plan of expansion".⁴⁵

The exports from ICI and IG Farben increased under this international agreement, considerably decreasing the export price to Japan. Faced with this competition, the Japanese companies organized a trade association, called the Nitrogen Council. It asked the government to use the anti-dumping tariff. Although the government was not so positive to this application because of its effect on consumers, this application became an opportunity to open negotiations. The threat of an anti-dumping tariff had influenced the attitude of IG Farben and ICI towards the Japanese market. Both companies which had already learned the attitude of the Japanese government in the negotiation process of dye and soda ash, suspected that maintaining a low price policy might induce further government intervention. On the other hand, as the Council realized that the government was not so eager to apply the anti-dumping clause to ammonium sulphate due to its difference from soda ash, it chose to join the international cartel instead of depending on anti-dumping tariffs.

In the mid-1930s, the negotiations began. The first agreement between CIA and Japanese companies is known as the Fujiwara-Bosch agreement.⁴⁶ The main points were:

- 1) prohibition of Japanese exports,
- 2) organization of a cartel and importing 200,000 tons from CIA,
- 3) a price agreement of 85 yen per ton, and
- 4) the Japanese group was to make every effort to ensure that no new nitrogen companies arose in Japan.

However, the government, composed of the MCI representing producers' interests and the Ministry of Agriculture and Forests (MAF) representing consumers' interests, opposed the content of this agreement. The MAF thought that farmers would be dissatisfied with the price of 85 yen -- at that time the price was around 70 yen -- and the MCI complained about the fourth point, which made it impossible for Japanese companies to expand their facilities. In short, this agreement was not acceptable as a long-term, stable supply of fertilizer.⁴⁷

-----TABLE 5 ABOUT HERE-----

As a result, the government considered applying for an anti-dumping clause in stead of its opposition to international agreements. In February 1931 the government decided to set up an anti-dumping committee. The organization of this committee and positive attitude of the government induced CIA to make a certain concessions not seen earlier. In the next stage of the negotiations, CIA offered a modest request advantageous to the Japanese side. This agreement, called the "Interim Agreement" after Noguchi-Bosch Agreement, was concluded in

April 1931. It defined 1) the import allotment for three years, 2) ex ante discussions about exportation of Japanese goods, and so on. It did not include the clause hampering the expansion of Japanese companies.⁴⁸

However, this agreement had been in effect only for a short time, because CIA collapsed in August 1931 and ICI lowered its prices again after England abandoned the gold standard. As a result, the Nitrogen Council implored the government to enforce the anti-dumping clause again, which it did through import restrictions on December 8th 1931.⁴⁹ Furthermore, immediately after this restriction, Japan decided to ban the export of gold and the yen began to depreciate rapidly. Because of this non-tariff barrier, coupled with the cost reduction of Japanese firms and the organization of distribution channels by general trading companies during the depression, the control the domestic market was moved from foreign big businesses to domestic oligopolist and the imports decreased significantly. (**Table 5**)

These change of circumstance meant that CIA lost its bargaining weapon. IG Farben and ICI finally gave up maintaining exports to the Japanese market and emphasized using international cartels to hold their east Asian markets away from Japanese companies.⁵⁰

In 1932 the Nitrogen Council developed a domestic cartel, called the Ammonium Sulphate Distribution Union (ASDU). It effectively controlled the domestic market. In July 1932, CIA was set up once more, and the core of CIA, IG Farben and ICI concluded an agreement about the Japanese market as a part of comprehensive sales quotas with a share of 40% to ICI and 60% to IG Farben as in the previous agreement.⁵¹ In July of the next year, ICI proposed the new agreement to ASDU. As a result, Domestic and Foreign Ammonium Sulphate Agreement (DFASA) was concluded

in March 1934 and was revised in 1935 and 36. According to this agreement, the imports from a company belonging to CIA should be controlled by ASDU and exports of Japanese companies were restricted in terms of quantity, price and area.⁵²

After the Japanese companies escaped from foreign competition, the government shifted its policy orientation from protecting manufacturers to maintaining price levels. It carefully monitored and, under some circumstances, intervened in ASDU's and DFASA's activities affecting not only price but also import volume.

The basic framework of this intervention was thus: First, MCI and MAF aimed at stabilizing the ammonium market price within a certain range around a benchmark price of 97.5 yen per ton which was supposed to be a "reasonable price" in a terms of guaranteeing an appropriate profit to both producer and consumer. In this context, it is noteworthy that government had already known the exact cost level of each company through the process of application for import licenses.

Second, in order to anchor the market price to the benchmark price prior to the high demand time in the spring (at the beginning of the "fertilizer" year), ASDU, MCI and MAF each estimated the next term's supply and demand. If ASDU's import estimate was lower than MCI and MAF's estimates -- a common occurrence --, ASDU was often persuaded to increase imports. Furthermore, should the prices actually increase due to a supply shortage, the government would immediately request ASDU to raise imports. Obviously, the activities of ASDU and its agreements with CIA came under increasing government administrative guidance.⁵³

Under this framework, the Japanese ammonium sulphate industry enjoyed a stable domestic market, and the CIA could keep their Asian

market without worrying about Japanese exports. Also, prices stabilized and new entries boomed, desirable from the Japanese government's perspective.

IV. Concluding Remarks

Let us return to questions at introduction of this paper. As a conclusion, we could make the following three points, extending our aspect to other heavy chemical industries and comparing the I. P during the interwar period with the that of the high growth era (HGE); (1) the effect of the government strategic intervention, and (2) the factors supporting the "success" of I. P, (3) the relationship between interwar I.P and postwar I.P.

(1) The effect of the strategic intervention.

The government intervention against international competition can be seen as "success" in terms of promoting the import substitution of these chemical industries as is shown in **Table 1**. In judging the industrial policy as "success", there are two points to note.

First, the negative effect on consumer industries, which is often generated by introducing protective measures, relatively less happened. This point is clear from soda ash case in **Figure 1** as well as naphthol dye case in **Table 6**. The mechanism which helped avoid this negative effect could be understood as follows.

Interestingly, the application of the protective measures caused an initial price decline, due to an aggressive response from foreign oligopolist. Unlike expectations, this industrial policy benefited the consumer industries. Next, intervention enabled Japanese companies to achieve economies of scale. As increasing returns were very prevalent in these chemical industries, the I.P. covered set-up costs, which were

indispensable during the first phase. Because of this selective measure around 1930, domestic companies in all three industries realized minimum optimal scale. This became a basic condition for maintaining low price levels after the yen depreciated in the early 1930s. At that time, the textile industries, including cotton and rayon, developed rapidly, and one of the conditions for this rapid growth was the low-priced supply of these goods, which would have been impossible had they depended on imports.

----TABLE 6 ABOUT HERE----

Second, what is the cost and benefit of government intervention? The answer to this question depends on which industry we look at. In the case of the dyestuff industry, although subsidies made it possible for NSK to spend large amounts of money on R & D and investment, the total amount of subsidies expenditure during 1918-32 reached 18 million yen (see **Table 2**), which meant 14.6% of total product volume during the same period. However, it could be argued that the performance of subsidy to soda ash was fairly effective, as is shown in **Table 7**, which compares the amount of subsidy with the change of consumer surplus ([2] in **Table 7**) caused by price decreasing and producer surplus [3] caused by the change of share and cost level. The subsidy of only 1.6 million yen generated the largest economic surplus, initially increasing consumer surplus through price decline and then increasing producer surplus through realizing cost reduction and gaining the previous share of ICI.

----TABLE 7 ABOUT HERE----

(2) Why did industrial policy in Japan succeeded?

This paper has tried to show that government intervention contributed to import substitution in chemical industries during the interwar period.⁵⁴ However, government intervention was a common phenomenon in most countries faced with severe international competition at this time. European nations subsidized their own domestic companies in the 1920s and also had restrictive trade policies during the 1930s.⁵⁵ Therefore, the important question is: why could Japanese strategic intervention during the interwar period contribute import substitution? Of course, further investigation of international comparisons is needed to answer this question. However, it would be useful to tentatively suggest the following points:

As for government side, it should be noted that this intervention was free from any rent-seeking activities by the companies involved, which was often observed in many other countries applying I.P. Although this was mainly determined by internal factors, such as technological ability, corporate governance structure which discipline the management's behavior and so on, the government took a "performance standard principle" (Alice Amsden) which was worth noticing.⁵⁶ The principle of subsidizing industries introduced in the mid 1920s was to offset the difference between the costs of domestic companies and import prices. MCI estimated the expected cost of each project, considering the effect of scale economies on it, and tried to estimate a reasonable protective rate. The duration of the subsidies was very limited, normally three years, and cost conditions were closely monitored by the MCI. This procedure was valid for both tariffs and subsidies. The administrative guidance to ammonium sulfate cartels, ASDU and AFGAS, was also based on the same principle, such as to guide

the price in the range of "medium" cost and "reasonable" profit.⁵⁷ Theirs carefully elaborated monitoring helped avoid rent seeking behavior of protected companies.

Although the paper tried to show that the government was a critical actor in the interwar development of chemical industries, it is important to note that the effectiveness of subsidies, tariff and so on fully depended on the capability of private firm. There are a lot of factors which could generate such capability. However, from the view point of this paper focusing on the set up cost in the initial phase, one important point is the supply of "patient capital", which means that a capital would not move to other field in short-term even if it faced low profitability; in another word, a capital with long-term time horizon.

Companies without NSK newly entered into the chemical industries during the W.W.I and kept their operation during interwar period belonged to broad sense of zaibatsu (old zaibatsu, new zaibatsu and family business). It is the case of iron and steel, and electric machine industries. They were supplied their initial fund from internal capital market or family own money, and therefor their ownership structure was quite concentrated. Although this is my further research agenda, this features of corporate finance and governance at the prewar period could be emphasized as one of factors for these companies to continue to operate and improve their technological capability, in spite of low profitability in the early 1920s.

(3) **The Relation between Prewar I. P and Postwar I. P**

Lastly, we should set a question; whether is the interwar industrial policy an origin of the postwar industrial policy?

The facts clarified in this paper seem to support the developmental state view. What the targeting discussed immediately after W.W.I could be understood as an origin for targeting policy; the information exchange in the council shown in the dye stuff and soda ash could be an proto-type of the information exchange pattern of postwar; the administrative guidance under "performance standard" toward the price policies of cartels might be understand as a origin of the postwar industrial policy. Furthermore, the attitude of anti-international cartel taken by MCI in the negotiation process between foreign oligopolist and domestic producers might be added to the list of continuation side.⁵⁸

However, there are a lot of conspicuous features of interwar industrial policy. First one is a strategy with consideration on free trade. As this paper traced, the government did not adopt exclusively protective measures, rather consistently sought a balance between protection and free trade, considering the benefits of trade. Its main concerns concentrated on releasing the domestic market from control of foreign oligopolist under an international cartel. This features was a closely related to international circumstances at that time and existing industrial structure.

Second, the measures taken by government in the interwar period has some characteristics comparing to those of the HGE. Subsidies and moderate tariff was preferred rather than direct restriction, while financial measures such as a low interest loan from government financial institutions and tax reduction was not used. The usage of

tariff and subsidies suggested that government intervention was not discretionary at that time yet. The less usage of financial measures was a reflection of corporate finance pattern at that time, where companies tended to rely their fund on internal fund, or capital market if external financing necessary.

Third, the mechanism of interwar I. P to contribute economic growth was different from that of postwar Japan. Comparing to the fact that postwar I. P played to encourage the investment competition among domestic producers under closed system (overall restriction over trade and capital), the interwar government's intervention mainly influenced on the strategy of both domestic and foreign oligopolist. On the one hand, functioning as a credible threat to foreign oligopolist, the government intervention induced a strategy change from competition, using a price policy which prohibited Japanese companies from entering and expanding, to cooperation. On the other hand, the government intervention or I.P., especially in the form of subsidies, helped increase Japanese companies' bargaining position vis-a-vis foreign big businesses, while being an incentive to take a "high fixed cost strategy".⁵⁹ The existence of protective measures guided the negotiation process to a favorable result for the Japanese in the case of the dye stuff industry. It also allowed Japanese companies to reject unfavorable bilateral agreements with ICI in the case of the soda ash industry.

Forth and last, the relationship between interwar government intervention and other relevant economic institutions was different from postwar. As often pointed out, I. P in the HGE was designed under the given corporate system characterized as a main bank relationship and keiretsu. The later corporate system in turn became a condition

for the function of I. P. As we mentioned before, the interwar industrial policy relied on the different corporate system often characterized by broad sense of zaibatsu.

In these regards, in spite of a lot of similarity between interwar and postwar I.P., the interwar industrial policy has characteristics peculiar to that period.

Charmers Johnson, MITI and the Japanese Miracle, (1984); Richard Samuels Business of the Japanese State (1987); Bai Gao, "Arisawa Hiromi and His Theory for a Managed Economy", Journal of Japanese Studies, 20-1 (Winter 1994), pp.115-153.

This pattern in chemical industries is quite different from the pattern in electric industries. In the later industries, foreign companies tended to invest directly in Japanese market, concluding international cartel among them. In detail, see A. Kudo and T. Hara, "International Cartel in Business History" in A. Kudo and T. Hara (ed.) International Cartels in Business History (Tokyo, 1992), pp. 12-13.

Concerning the theory behind this framework, see E. Helpman and P. R. Krugman, Trade Policy and Market Structure, (Cambridge, MA, 1989), ch. 3, 6 and 7; J. Eaton and G.M. Grossman, 'Optimal Trade and Industrial Policy under Oligopoly', Quarterly Journal of Economics, Vol. 101 (1987); M. Itô et al., The Economic Theory of Industrial Policy, (San Diego CA. 1991), ch. 9.

4. T. Okazaki, "Import Substitution and Competitiveness in Prewar Japanese Iron and Steel Industry" in E. Abe and Y. Suzuki (ed.), Changing Patterns of International Rivalry (Tokyo, 1991); M. Shinohara, Chôki Keizai Tôkei 2: Kô-kogyô [Long-term Economic Statistics 2: Mining and Manufacturing] (Tokyo, 1972).

5. W.J. Reader, Imperial Chemical Industries: A history, vol.1 The Forerunners 1870-1926 (Oxford, 1970), pp. 334-6.

6. A. Kudo, I.G.Farben no Tainichi Senryaku [I.G. Farben's Strategy towards Japan] (Tokyo, 1992), ch.1.

7. W. Mass and H. Miyajima, 'The Organization of the Developmental State: Fostering Private Capabilities and the Roots of the Japanese "Miracle",' Business and Economic History, second series, Vol.22, No.1 (1993).

8. E. Daito, 'The Development of Ammonia-soda Process in Japan' in A. Okôchi and H. Uchida (ed.), Development of Diffusion of Technology: Electric and Chemical Industries, (Tokyo, 1980), pp. 180-1.

9. In 1926 an experimental plant of one-half ton per day capacity was completed and the lab thereupon curtailed its industrial research activities. The technology was made available to and adopted by Shōwa Hiryo, one of a second wave of entrants into the industry. See J. Hashimoto, 'Ryōan Dokusentai no Seiritsu [The Establishment of the Monopolistic Structure in the Ammonium Sulphate Industry]', Keizagaku Ronshu, Vol. 45 (1980), p. 54.
10. In detail see, H. Miyajima, 'Japanese Industrial Policy during Interwar Period: Strategies for International and Domestic Competition', Business and Economic History, second series, Vol.21 (1992); K. Motomiya, '1920 Nendai niokeru Kagaku-kogyō Hogo Seisaku [Protective Policy for Chemical Industry in the 1920's]', Shigaku Zasshi, Vol. 95-11 (1986).
11. For example, at that time the technician imagined that 60 ton per day was the "minimum size" of honigman process applied by Asahi. However, Asahi's initial plant was 20 ton per day. Although this plant was enlarged into 30 ton per day later, "the productivity was low and the collection efficiency of ammonium was also low, because of unplanned enlargement". (Mitsubishi Company, Research Division, Chōsa Hōkoku 1 [Research Report] No.1, 1924) Similarly, the production size of Nihon Soda per day was 40 ton per day, and its cost per ton was twice times of expected cost, 164 yen, since many problems happened in a initial phase of its operation. Tokuyama Soda Inc., Tokuyama Soda 70 Nen Shi, [70 years Companies History of Tokuyama Soda], Tokyo (1988), P.25.
12. H. Miyajima, '1920 Nendai no Jukagaku Kōgyo-ka to Sangyō Seisaku [Heavy Chemical Industrialization and Industrial Policy in the 1920s]', Annual Journal of Modern Japan Research, Vol. 11 (1991), PP. 82-3.
13. B. Molony, Technology and Investment : The Prewar Japanese Chemical Industry (Cambridge, MA. 1990).
14. Ministry of Agriculture and Industry (MAI), Rinji Zaisei Keizai Chosakai Giji Roku [The Record of Special Committee of Economic Problem], 1922.
15. S. Hasegawa and H. Miyajima, '1920 nendai no Jūkagaku Kōgyō-ka to Kanzei-seisaka [Tariff Policy and Heavy-chemical Industrialization in the 1920's.]', in K. Ohishi (ed.), Ryotaisenkan-ki Nihon no Taigai-kankei [International Economic Relation during Interwar Period] (Tokyo, 1992).
16. Based on Osaka Egu Senryō Dogyo-kumiai, Egu Enryo Shō-Kō Shi [History of Dyestuff and Painting Industries], (Osaka, 1938); MAC, 'Senryō no Yunyu Kyōka [Materials about Import Licensing of Dyestuff]' in Ministry of Finance (MOF), Showa Zaisei-shi Shiryo [The Material of Fiscal History in Showa Era], micro film, No. 4-215.
17. Ministry of Agriculture and Commerce, 'Senryō Mondai ni-kanshi Shō-iin Kai ni-oite Tōgi seraretaru Hōsaku [Measures investigated in Special Dyestuff Council]', in MOF., Showa Zaisei-shi Shiryo, micro No. 4-215.
18. The market price of indanthren blue, which was estimated as 5.95 yen by Japanese companies, was actually 12 yen. The calculation of 5.95 yen is based on 'Senryō Mondai Kankei Shorui [The Record of Dyestuff

Problem]'(1926), in MOF., Showa Zaisei-shi Shiryo, micro film, No. 4-215. In detail, see H. Miyajima, 'Heavy Chemical Industrialization and Industrial Policy in the 1920s', Table 3.

19. H. Morikawa, ZAIBATSU: The Rise and Fall of Family Enterprise Groups in Japan (Tokyo, 1992), ch. 3.

20. A. Kudo, IG Farben no Tainichi Senryaku, p.74

21. MCI., 'Senryô Mondai nikanshi Shô-i-inkai nioite Rongi seraretaru Hôsaku [Measures suggested in Special Dyestuff Council]'

22. Itano Document. This material, which is stocked in Sumitomo Chemical Inc. was originally collected for writing its company history.

23. Basic mechanism was: at first, IG Farben shifted its export goods from relatively low price goods to relatively high price goods. This point is confirmed from the fact that the average import price of German dye increased from 2.6 in 1925 to 5.8 yen in 1927. (MOF., Gaikoku Boeki Nenpyô [Annual Report of Foreign Trade], 1926 and 1928) This shift gave a vacuum to domestic market of low price goods and Japanese companies increased their production, substituting this vacuum. Furthermore, under Great Depression (Shôwa Kyokô) from the late of 1929, the specific duty strengthened its effect, since this actual tariff rate increased under rapid price decrease phase.

24. Three parties uniformly raised their export prices by 5% in 1929. It gave a boost to Japanese firms' production expansion, since they chose not to follow this price increase. See H. Schröter, 'Cartels as a Form of Concentration Industry: The Example of the International Dyestuffs Cartel from 1927 to 1939' German Yearbook on Business History 1988 (1990), pp. 123-8; A. Kudo, IG Farben no Tainichi Senryaku, p.123-4.

25. Itano Document.

26. Concerning the bilateral agreement, see A. Kudo, and T. Hara, 'International Cartel in Business History', pp.13-4; Harm Schröter 'The International Dyestuff Cartel' in A. Kudo and T. Hara (ed.), International Cartels in Business History (Tokyo, 1992), pp. 43-47; A. Kudo, IG Farben no Tainichi Senryaku, pp. 141-160.

27. However, in 1919 the ALKASSO, Alkali Export Union was set up by American corporations, mainly those using the Solvay process, thereby forcing competition on the British companies in the world market. Both sides engaged in a desperate struggle to capture markets outside Europe until a truce was finally called in 1924.

28. W.J.Reader, Imperial Chemical and Industry, vol. I, pp. 332-3; Appendix 4.

29. Asahi Glass, 'Soda Bai Seizô ni kansuru Iken-sho [Petition for Producing Soda Ash]', August 1922, which is stocked in Asahi Glass Inc.

30. MOF., Rinji Zaisei Keizai Chôsa-ki Gijiroku [The Record of the Council

of Fisical and Economic Problem], (Tokyo, 1922).

31. Asahi Glass Inc., Asahi Garasu Kabushiki Kaisha-shi [Company History of Asahi Glass Inc.] (Tokyo, 1968), Ch.2; Tokuyama Soda Inc., Tokuyama Soda 70 nen-shi [70 years Company History of Tokuyamsa Soda], ch.1.

32. Nihon Sarasi-ko Dogyo Kumiai, Kaitei Zôho Nihon Soda Kôgyô Shi [Edited Version, History of Japanese Soda Industry] (Tokyo, 1938), p. 384.

33. Asahi Glass, 'Soda-bai Kôgyô Hogo ni kansuru Chinjô-sho [The Petition for Protection of Soda Ash Industry]', December 1925.

34. As for this decision making, see His biography, Iwasaki Toshiya Denki Hensankai, Iwasaki Toshiya (Tokyo, 1932), pp.92-4.

35. MOF., Zeikan 100 Nen-shi [One Hundred Years History of Tariff Office] (Tokyo, 1972), Vol.1, p.370.

36. MCI., Shôkô-shingi Kai Giji-roku [The Record of the Council of Trade and Industry], 1928.

37. MCI., 'Sôda-bai Shôrei-kisoku Haishi ni kansuru Ken [About the Abolishment of Promoting for Soda Ash Manufacturing], 18 Feb. 1935 in National Archives.

38. In this technology change, the following fact should be added: as a technician, H. Arlquivst who had worked for the Solvay process companies, enabled Asahi to secure the Solvay technology in spite of the tight control of the international cartel. Asahi Glass, Company History, p. 86; E. Daito, 'The Development of Ammonia-soda Process in Japan', p.187.

39. In the midst of the depression and severe price competition, Mitsubishi Trading Inc., London office, reported on ICI's cost basis and strategy they expected to be deployed in competition with Asahi Glass. (Mitsubishi Shôji, 'Magazi Soda ni kansure ken [Report about Magazi Soda]', 1930) From this report, it was determined that ICI's Japanese market price could be regarded as "dumping". From it, Asahi also confirmed that ICI's aggressive policy was not necessary based on the competitive advantage of Magazi goods. In short, general trading companies provided strategic information that helped identify and negotiate the terms for transferrable technology and influence trade policy as well.

40. Asahi Glass, Company History, P.145.

41. Asahi Glass, Soda Jigyô Kanren Nenpyo [The Chronological Material about Soda Ash Division]; Asahi Glass, Company History, pp.128-45; Tokuyama Soda, 70 years History of Tokuyama Soda, pp. 78-85.

42. M.W. Watkins, Cartel in Action: Case Studies in International Business Diplomacy (New York, 1946), p.127.

43. Six companies are composed of 1) Miike Chisoo (Mitsui line), 2) Dainihon Hiryo (the diversification from phosphatic fertilizer producing), 3) Sumitomo Hiryo (also diversification from phosphatic fertilizer

producing), 4) Chosen Chisso (subsidiary of Nihon Chisso), 5) Chlode Chisso, and 6) Showa Hiryo, which is mentioned before. See note 9.

44. E. Hexner, International Cartels, (NC, 1946), pp.250-2.

45. The declaration of Stickstoff Syndicate (J. Hashimoto, 'Ryuan DokusenTai no Seiritsu', p.56). However, it would be inappropriate to understand that ICI and IG Farben were exclusively aiming at restricting the production of Japanese companies. Rather, since Japanese companies started setting up their facilities for full capacity for the domestic market sooner or later, IG Farben's strategy was to maintain its Japanese market as much as possible and to restrain Japanese exports to the Asian market through concluding agreements. See T. Oshio, 'The International Nitrogen Cartel and Japan', in A.Kudo and T. Hara (ed.) International Cartels in Business History (Tokyo, 1992), p.87.

46. S.Terada, Hiryô no Tôsei oyobi Hikyû [Regulation and Distribution of fertilizers] (Tokyo, 1941), p. 71. Mr. Fujiwara was a board member of Denki Kagaku, which was the one of first mover companies, but the cost of producing ammonium was relatively high due to its application of electric process.

47. I. Kawasaki, Hiryô Mondai no Kaiko [The Remnenbering of Feterizer Problem] (Tokyo, 1951), PP.63-75.

48. For details of the negotiation process of this agreement, see T. Oshio, 'International Nitrogen Cartel and Japan', pp.84-7.

49. This import restriction system was abolished in December 1932.

50. IG Farben also began to consider the licensing strategy, giving up their previous patent monopoly policy, A. Kudo, IG Farben no Tainichi Senryaku, ch.5.

51. W.J. Reader, Imperial Chemical Industries: A History Vol.II, The First Quarter-Century 1926-1952, Oxford, pp. 150-151.

52. E. Hexner, International Cartel, pp.327-8.

53. More in detail, see H. Miyajima, 'Hiryô Dokusen-seisaku no Tenkai to Juyô-hiryôgyô Tosei-hô no Seiritsu [The Development of Monopoly Policy and the Enactment of Control Law to Important Fertilizer]', Journal of Social Science, Vol.38 No.3 (1986).

⁵⁴ These findings demand a rethinking of the understanding that positive I.P. and its success in Japan belongs only to the postwar Japanese experience (C. Johnson, MITI and the Japanese Miracle: The Growth of Industrial Policy, 1925-1975, (Stanford, CA. 1984). A kind of targeting policy and a selective policy setting were confirmed even in the 1920's, and these measures contributed to promoting import substitution, although the government's targeting policy at that time was not tied into a larger plan and industrial policy did not include the fiscal and financial practices which became prevalent during the "high growth era".

⁵ League of Nations, Commercial Policy in the Inter-war Period, (Geneva, 1942), E. Hexner, International Cartels, pp.129-32.

⁶ Regarding the 'performance standard', see A.H. Amsden, 'A Theory of Government Intervention in Late Industrialization', in L. Putterman and D. Rueschemeyer (ed.), State and Market in Development: Synergy or Rivalry? Brown University, 1992.

⁷ The "medium cost" was defined as an average cost level of each industry, and "reasonable profit" was defined as an average profit of national economy, normally conceived the amount to enable 8% dividend. See H. Miyajima, "Hiryō Dokusen-seisaku no Tenkai to Juyō-hiryōgyō Tosei-hō no Seiritsu", pp.120-124

⁸ There might be some cases in the non-core countries where the government prepared for import restriction under severe competition, especially in the 1930s, and this intervention often caused the creation of international cartels. In this case, the government attitude was in favor of, or at least neutral to, international cartels. However, in the case of Japan, the government invariably refused any international agreement restricting domestic capacity. This point was made clear in both the ammonium sulphate case and the soda ash case. Although bilateral agreements were concluded in the dyestuff and ammonium sulphate industries in the 1930s, it was only after realizing their self-sufficiency that the government conceded to the participation of domestic companies in international cartels under a laissez faire policy. As for non-core countries' government attitude, see C.A. Wurm, 'International Industrial Cartels, the State and Politics: Great Britain between the Wars', in A. Teichova et al. (ed.), Historical Studies in International Corporate Business. (Cambridge, GB, 1987); Devos, Greta, 1992, 'International Cartels in Belgium and the Netherlands during Interwar Period: The Nitrogen Case' in A. Kudo and T Hara ed. International Cartels in Business History, (Tokyo, 1992).

⁹ Regarding the "high fixed cost strategy", see W. Lazonick, Business Organization and the Myth of the Market Economy (Cambridge, MA. 1991), ch.2.

Table 1 Self Sufficiency Ratio, Growth Rate and Relative Price

	1913	19	20-4	25-8	29-32	33-37
Dyestuff						
S. S. Ratio	29.6	62.8	33.5	50.0	58.5	77.0
G. Rate	-	98.0	-2.5	3.3	-1.7	53.3
R. Price	136.8	13.2	-37.2	-48.2	-7.7	13.0
Ammonium						
Sulfer						
S. S. Ratio	8.0	43.8	47.6	39.8	55.4	86.1
G. Rate	-	37.0	4.3	20.0	44.5	36.7
R. Price	63.5	152.2	33.7	20.0	-5.2	-11.2
Soda Ash						
S. S. Ratio	6.5	8.6	8.7	23.4	48.4	79.9
G. Rate	-	44.4	7.3	48.8	69.9	37.8
R. Price	20.0	163.0	-59.9	-30.4	-9.8	17.5

Source: K. Okawa, Chōki Keizai Tōkei: Bukka [Long-term Economic Statistics: Price] 1967, M. Shinohara, Chōki Keizai Tōkei Kō-kogyō [Long-term Economic Statistics: Mining and Manufacturing], 1972; H. Miyajima, '1920 Nendai no Jukagaku Kōgyō-ka to Sangyō Seisaku [Heavy Chemical Industrialization and Industrial Policy in the 1920s]', Annual Journal of Modern Japan Research, Vol. 11, 1991).

- Note: 1. **S. S. Ratio** = Self-sufficiency Ratio
G. Rate is based on quantity, without dyestuff, which is deflated value.
R. Price = relative price, calculated average chemical goods price level minus each product.
2. Price index is based on 1934-6 = 100.

Table 2 Subsidies to Dyestuffs and Soda Ash Development
(1,000 Yen)

	Dyestuff				Soda Ash	
	Revenue	Nihon Senryo Profit (Loss)	Subsidy	R&D + deprecia	Mitsui Mining Profit & (Loss)	Asahi Glass Profit & (Loss)
1918	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	(691)
19	6,190	(1,605)	1,226	1,104	n.a	(524)
20	5,338	(1,222)	1,862	1,285	(456)	(828)
21	4,732	(1,515)	2,165	1,340	(456)	(182)
22	4,904	(2,606)	3,246	2,117	(704)	(397)
23	7,181	(1,353)	1,971	1,079	7	(398)
24	7,995	(1,204)	1,844	883	(146)	(253)
25	6,891	(997)	1,438	689	(724)	(49)
26	9,728	(314)	513	419	486	(195)
27	11,355	58	435	500	846	(123)
28	13,147	(156)	817	700	1,366	(28)
29	15,518	137	560	1,021	1,211	(9)
30	10,991	131	326	572	1,370	(457)
31	11,294	316	178	598	872	(317)
32	17,841	1,161	227	2,109	1,722	92

Source: Nihon Senryō, Annual Business Report, "Itano Document" in Sumitomo Chemical Inc., Asahi Glass, Companies History of Asahi Glass, Mitsui Toatsu Inc., Manuscript of Company History.

- Note 1) Profit of NSK means profit before getting subsidy, which from 1919-25 is calculated by revenue - expenditure, and which after 1926 is calculated by profit - subsidy.
- 2) Profit & loss of both Mitsui Mining and Asahi Glass is dyestuff and soda ash division's figure respectively.

Table 3 Market Segmentation and Industrial Policy Set

Market Segment	Domestic Capacity	I.G. Farben Price Strategy	Industrial Policy
Low Grade ex. Surfer Black)	Self- sufficient	Low	Import restriction by license
Middle	competitive	Low	Moderate Tariffs using specific duties
High Grade =Naphthol & Indigo	scarce	High	Product Subsidies

Table 4 The Promotion Plan for Indigo Production (ton: 1,000yen)

Year	Production	Production Cost	Market Price	Loss	Subsidy
First	50	11.7	3.5	8.2	410
Secon	100	10.4	3.5	6.9	690
Third	300	8.6	3.5	5.1	1,530
Forth	700	5.7	3.5	2.2	1,540
Total	1,150	--	--	--	4,170
Fifth	1,000	3.87	3.87	--	--

Source: MCI, Jinzô Ai Seizô Shôrei ni kansu Sanku-shiryô (The Reference Material for Promoting Indigo Production) 1927.

**Table 5 The Supply and Demand of Ammonium Sulphate in Japan
(1,000 ton)**

	Consum- ption	Prod.	EX	IM	Composition of Exporter		
					Germany	England	USA
1927	385	176	1	250	54.6%	24.2%	16.3%
1928	456	232	2	284	52.4	34.5	10.0
1929	521	235	2	381	47.9	36.5	14.1
1930	488	266	15	303	57.2	27.7	13.7
1931	617	393	12	224	69.0	23.8	1.7
1932	619	460	18	119	63.3	30.3	2.0
1933	551	471	50	108	74.1	19.5	--
1934	650	471	2	161	84.4	13.7	0.0
1935	814	612	6	239	63.6	1.7	1.3
1936	1,050	880	18	314	43.4	0.0	19.7
1937	984	932	8	224	32.6	0.9	--

Source: Ministry of Agriculture and Forestry, Hiryo Yōran (Statistics of Fertilizers). Hashimoto, 1980.

Note : Consumption included inventories.

Table 6 Effect of Subsidy in Naphthol Dye

(1,000yen: yen/3.75kg)

	1923	24	25	26	27	28
Import	N.A	138	86	426	564	827
Production	0	0	7	116	548	1121
Consumption	N.A	138	93	542	1112	1948
Self- sufficient	0	0	7.6	21.4	49.3	57.5
Ratio-						
Market Price	12.5	6.5	6.5	3.96	3.35	3.05
Subsidy	--	--	--	N.A.	3.49	2.14
Cost	--	--	N.A	N.A	6.22	4.72

Source: MOF., Kanzei Chosa I-inkai Shirô (The Record of Investigation Committee of Tariff) in Showa Zaiseishi, Micro film, 4-18

Table 7 The Cost-benefit Analysis of Subsidy in Soda Ash
(1,000yen)

	1930	31	32	33	Total
[1] Subsidy	459	735	418	--	1,612
[2] Consumer Surplus	1,015	698	4,724	-5,296	1,140
[3] Surplus of producer Price effect Share effect	-721	-922	-3,351	13,522	8,529
	-475	-441	-3,514	4,313	-116
	-246	-481	163	9,210	8,645
[4] = [2] + [3]	295	-224	1,373	8,226	9,669

Source: The same as Figure 1 and K. Okawa, Long Term Economic Statistics: Price, (1967).

Note 1. Deflator based on the average price of chemical goods. 1933=100

2. The estimation is followings:

$$dW = dCS + dR = D \cdot dP + \{X \cdot dP + (P-C)dX\}$$

dW = Change of Surplus = (4) in above Table

dCS = Change of Consumer Surplus = (2)

dR = Change of Producer Surplus = (3)

P = Domestic price,

D = Domestic demand,

X = Domestic production

C = Production cost (average cost = fixed cost + valuable cost, based on Asahi Glass's data)