

書評

川本真哉著

『データ分析で読み解く日本の
コーポレート・ガバナンス史』

(中央経済グループパブリッシング, 2022年9月)

結城武延

I. はじめに

本書は、論争の激しい日本金融史の中でも、さらに通説や定説も確定してない論点も多い日本のコーポレートガバナンス史について、著者自身による研究成果も含め国内外の研究成果を縦横無尽に駆使して、明治期から現代までを平易かつ明快に描いている。これまでの経営史の教科書においてほとんど論じられてこなかった計量経済学的な分析を行った関連研究を積極的に活用することによって、経済学や経営学の理論と統計学が経営史研究においても有用であることを明示している点が本書の最大の特色である。

II. 本書の構成とその概要

本書は、前半の章(序章～第2章)で本書の特徴、読み方そして用いられる枠組みと俯瞰図を提供している。後の章(第3～9章)では時系列に沿って、各時代のコーポレートガバナンスにおける重要なトピックスに焦点を合わせて議論が進められている。また各章の終わりには

コラムがあり、各章の重要な概念や歴史的事実に関する補足説明が加えられており、読者の理解が深まるような工夫がなされている。なお、各章の構成は次の通りである。

序章 本書の目的

第1章 データ分析のポイント：分析結果の読み方

第2章 日本のコーポレート・ガバナンス：特徴と変容

第3章 会社制度と株主主権

第4章 財閥：ファミリービジネスと持株会社

第5章 専門経営者と内部労働市場

第6章 金融恐慌と銀行淘汰

第7章 M&Aの経済機能

第8章 コーポレート・ガバナンスの変容：戦間期の相対化

第9章 戦時源流論：コーポレート・ガバナンスの連続と断絶

以下、序章から第9章の内容を概観したのち、導入部分である序章と1章を除いて、2章以降は評者による感想と若干の論点も簡潔に述

べたい。

序章は、本書の目的と特色に関して、データ分析とガバナンスの歴史研究を組み合わせる意義を中心に論じている。歴史データと統計分析を組み合わせる分野である数量経済史 (cliometrics) は、経済発展の要因の解明といった主にマクロ経済の領域で発展してきた。近年は統計ソフトウェアやパーソナルコンピュータの普及・機能高度化により大量データを扱えるようになり、研究の最前線では企業や個人の歴史的なマイクロデータを用いた分析も活発になってきた。しかし、その成果が社会に還元されているとは言いがたい。本書は日本初の数量経営史の教科書として、マイクロデータの統計的分析に基づく研究成果を社会に還元する。

また現代日本における株主影響力を高めるコーポレートガバナンスの動向をふまれば、企業経営が株主の強い影響下に置かれていた戦前日本の状況は、コーポレートガバナンスの現代的課題を検討するために重要な示唆を与えると思われ。他方、戦前日本は株主重視のコーポレートガバナンスであるが、資本市場と個人株主がガバナンスの中心である明治・大正期と、内部昇進型の経営者や法人株主が台頭する現代資本主義的な戦間期は分けて議論すべきであるとしている。

第1章は、本書の中核となる計量経済学的手法とその解釈について解説している。まずデータの基本的な特徴を示す「基本統計量」を説明し、データの相関関係をとらえる回帰分析の基礎となる「最小二乗法」を解説したのち、「応用トピック」としてダミー変数や対数変換など回帰分析でしばしば用いられる応用テクニックを紹介している。t値やp値、標準誤差そして多重共線性といった推計結果をどのよう

に読めばいいのか、解釈する際に気をつけるべき点はどこなのかに説明の多くを割いている。

第2章は、本書が主に解説する戦前日本企業のガバナンスの特質を明確にするため、戦前と戦後のガバナンス構造の特徴を対比し、戦前のガバナンスの特徴を(1)強い株主権限、(2)相対的に弱い銀行のモニタリング、(3)流動性の高い労働市場、(4)活発なM&Aであるとする。Tirole (2000) によるコーポレートガバナンスの定義「ステークホルダー全体の経済厚生を増進を図るために経営者を規律づけするような制度」を重視する立場をとり、株主や取締役会、従業員、債権者、敵対的買収の役割を論ずる。コーポレートガバナンスの現代的課題としての取締役会改革、企業価値の向上のために規定されたスチュワードシップ・コードや高まる会社支配権市場のプレゼンス、そして流動化しつつある労働市場という現在日本のコーポレートガバナンスを取り巻く現代的課題を検討する上で、現代の改革の流れと似た特徴をもつ戦前のガバナンスを理解することは重要であると説いている。

感想：「7 戦前への回帰？」で「歴史から学ぶ姿勢を持つことは重要ではあるが、その前提として、過去と今日の個々のテーマや主体の共通性と異質性を適切に「ろ過」したうえで、共通性の部分が企業社会にシステムティックに与えた影響を「抽出」という作業が必要となる」(本書54-5頁)は評者も重要な視点であると思える。他方、従来の経営史研究が重視しており、またその成果の中心でもある個別企業・経済主体の特異性や主体性が取り除かれてしまう危険性を有していることから、先行研究との対話という意味で難しい問題を抱えていると感じた。この点は、歴史的な文脈(コンテクスト)の中で考えることができる経営史だからこ

そ現代日本経済・企業が抱える課題を考察する上で有用な実行プランを提示できるとして、応用経営史を提唱している橘川 (2006) と本書はともに経営史の応用可能性を指摘しつつ、その方法論・視点は大きく異なっている点が興味深い。

第3章は、現代日本の会社制度において株式会社が主流であることをデータで確認した上で、戦前日本における会社制度の導入・発展過程を明らかにすることを目的としている。会社制度の導入過程における許可主義から準則主義への移行過程で生じた問題に着目し、その解決手段としての商法の役割を論じている。すなわち商法により資金調達を円滑に行うための株式会社と、資産保全のための合資・合名会社という会社形態が戦前日本企業の主流になっていった。そして株式会社制度を積極的に活用して短期間で大きな発展を遂げた紡績業を事例として、戦前日本のコーポレートガバナンスの特徴である株主主権の功罪—資金調達の容易さと近視眼的な経営に陥りやすいという特徴—を実証的に明らかにしている。具体的には、大阪紡績会社の株主総会を事例として、総会の議論時間と企業パフォーマンスに関する回帰分析の結果から、株主のモニタリングが自社の利益や株価といった近視眼的な視点では効いている一方で、他社との相対的な株価の水準といったより長期的な視点を伴う指標では有効ではなかったことを指摘している。

感想：冒頭で会社形態の違いとその特徴を述べることで、株式会社の功罪が明示され、会社制度の変遷とその実態に関する理解が促される構成が明快であった。鉄道業も事例に加えて、会社設立時に関する紛争や委任状争奪戦に関する記述もあれば、株主主権の功罪がより鮮明に

なったかもしれない。

第4章は、戦前の財閥についてファミリービジネスと持株会社制度の視点で、その歴史的意義を検討している。現代においてファミリービジネスの企業が上場企業の中で大きな割合を占めていることや持株会社の解禁 (1997年) 以降に大企業の多くが持株会社によるグループ経営を行っていることを鑑みれば、戦前の財閥の機能を明らかにすることは現代的意義があると述べている。財閥は、(1)株式所有による参加企業の支配 (封鎖的所有)、(2)所有と経営の分離を伴うピラミッド型構造の組織形態、(3)関連する産業の広がりという特徴を有している。さらに持株本社としての財閥は、傘下企業の投資計画を適切に評価・監視し、「内部資本市場」の役割を果たしていたという仮説を提示して実証分析を行っている。推計結果は、三井・三菱・住友などの先発財閥の傘下にある企業は高いパフォーマンスを示さなかった一方で、浅野や日産といった新興財閥の傘下企業は高いパフォーマンスを示すという意外な結果が析出されている。

感想：財閥についてグループ経営とファミリービジネスという観点に焦点を合わせたことで、コーポレートガバナンス史において財閥を論じる意義が明確になった。しかも、実証分析の後で財閥の類型化の難しさや財閥の各機能の役割に関する今後の研究課題も述べられており、研究者にも重要な論点が増えられている。

第5章は、会社制度が定着していった明治期から戦間期、戦後を経て経営者と取締役会の特質がどのように変化していったのかを明らかにしている。経営陣について明治期は大株主・非常勤の取締役が大半であったが、戦間期から戦後にかけて徐々に内部昇進者の割合が増えて

いった。戦間期には50%弱、戦後に70%強、1970年代以降は90%近くを取締役会の中で占めるようになった内部昇進型を取締役であるが、その特徴は戦前と戦後以降で大きく異なっていた。戦前は内部昇進者の登用に関し企業間格差があったのに対して、戦後の取締役会構成は企業間で差はなく同質的であった。また内部昇進者が取締役に就任するまでの年数について、戦前は個人差が大きかったが、戦後は25-30年程度の相場が形成されていた。さらに戦間期において内部昇進者が採用される要因を統計的に分析した結果、当該企業の規模が大きいほど一規模拡大に伴う事業構造の複雑化一、会社年齢が長いほど一内部労働市場がよく整備されている一、そして所有と経営が分離している財閥系企業であった場合に、内部昇進者がトップ・マネジメントにより採用される傾向にあったことを示した。また経営者の持株比率が高い企業では内部昇進者が少ないことも確認された。

感想：データセットの構築と実証分析の関係を一番丁寧に論じているのが本章の特色であると感じた。とくに変動係数を説明したのち、戦前から戦後の取締役の質的变化を論じた記述は直感的にもわかりやすく、説得的であった。なお、非常勤取締役の弱体化につながった事例として鐘淵紡績の労働争議を取り上げているが、長尾良吉（1870~1937）は1900年に鐘淵紡績に入社し、1927年に社長となった内部昇進かつ常勤の取締役と位置づけられるような人物なので、上記の説明事例としては不適切だと思われる。

第6章は、近年発生している金融恐慌において金融機関のガバナンス欠如、それらを原因とする銀行企業の持たれ合い関係が問題として指摘されていることを念頭に置き、1927年に日本

で発生した昭和金融恐慌でも同様の問題が生じていたことに着目し、その要因を明らかにすることを目的とする。昭和金融恐慌の際に問題となったガバナンスの欠如とは、機関銀行（銀行の株主が特定の企業ないし企業グループの株主と共通であり、その企業ないし企業グループで優先的に貸し出しを行うような銀行）のそれであり、その典型例として台湾銀行と鈴木商店、十五銀行と川崎造船所を事例として取り上げている。さらに昭和金融恐慌前後（1927-29年）における普通銀行を対象として、恐慌による銀行休業の決定要因を計量経済学的に分析した実証研究を紹介し、銀行休業の説明変数として財務データにくわえて機関銀行関係の強弱を示す指標として平均役員兼任数を含めた分析を行った結果、平均役員兼任数は大中規模の銀行では有意ではないが、小銀行では正に有意であったことを示した。機関銀行のガバナンス欠如は小規模銀行において深刻であり、金融市場でネガティブな評価を受けていたことを示唆している。

感想：今後の研究課題として、破綻処理の在り方によって、預金の払い戻し率の差異があったかどうかは不明であり、破綻して市場から退出した銀行と統合して存続した銀行の違いは何であったのかという指摘は金融史において重要な論点になり得ると考えられる。

第7章は、2000年代半ばから日本企業のM&Aの件数が急増した一方で、ほとんどの買収企業の買収後のパフォーマンスが低調であるという事実を指摘し、有力な成長戦略・事業再構築のツールとして積極的にM&Aが実行された戦前を分析する重要性を論じている。一般的にM&Aの目的として、①規模の経済性、②範囲の経済性、③時間を買う効果、④ノウハ

ウの移転があり、くわえてM&Aは経営陣の交代が伴うことから、潜在のかつ顕在的に経営者を規律付ける効果がある。鈴木商店破綻後における三井物産による日本製粉の買収、東京電灯による都市部近郊の電力会社のM&A、王子製紙主導による大型合併といった戦前のM&Aの事例は、上記のM&Aの機能と役割を實現している。さらに、計量経済学的分析により、買収の対象となったのは、大幅に収益を悪化させた企業や債務過剰企業だけでなく、成長性の高い企業ほど買収の対象にされたという結果が示された。戦前のM&Aの動機は経営規律とシナジー獲得が併存していたことが示唆される。また買収後パフォーマンスの検証により、買収された企業の経営再建が實現していたことも確認された。

感想：第7章は本書における白眉である。著者の研究成果にもとづいた論述だからかもしれないが、現代と過去との対比、そしてM&Aの機能と実態についてケーススタディと計量経済学的結果が明確にリンクしていて実に読みやすかった。また買収後のパフォーマンスの実証分析におけるDIDの考え方の説明は非常に明快であった。他方、表7-4の「総資産」が全体では1~5期後、5期平均すべて負に有意であり、財閥系企業では1期後のみ負に有意であるという興味深い結果に関して、本書では解釈されていなかったことが気になった。これは全体でみれば資産圧縮や整理が買収を通じて行われており、財閥系企業の場合はそのスピードが非財閥系企業よりも速かったという解釈ができるのであれば、本書の記述と整合的になると思われる。

第8章は、主に戦前から戦後における資金調達の変化を同一企業の通時的な観察を通じて明

らかにしている。まず、先行研究を整理することで以下の特徴が示された。①資本構成は、戦前期全体において、自己資本を中心としつつも、1920年代後半の恐慌局面においては社債や借入による資金調達が利用され、外部資金への依存度が高まった。②所有構成は、1900年代、1910年代は個人大株主中心の所有構造であったが、少なくとも1930年代以降には金融機関などの法人株主の台頭がみられた。③利益処分は、安定株主としての法人株主の台頭により、投資先企業の利益処分政策にも変化が起こった。次に、こうした特徴を統計的にも検証するため、同一企業の通時的な変化(1921, 28, 33, 42, 55, 70, 85, 2000年)を分析し、先行研究と整合的な結果を得た。さらに利益処分政策の変化を検証するため回帰分析を行った結果、①戦前の配当に関する利益感応度は、戦後のそれに比べ格段に高い、②財閥企業は利益額が小さいときは、少ない配当支払いで済んだ一方で、利益額が増加するにつれて、配当支払額もより増していった、③法人株主は、恐慌局面において、低収益の際の利益の社外流出を抑制する役割を果たしたなどの特徴が明らかとなった。

感想：本章はコーポレートガバナンスを論じる上で極めて重要な資金調達と利益処分に関して論じており、他の章、とくに財閥を論じている章との関連が強い。本書が紹介した実証研究によって明らかになった財閥の姿とは、第8章の説明に加えて、先発財閥は傘下企業のパフォーマンスに影響を与えていない一方で、新興財閥は正の影響を与えており(第4章)、内部昇進の取締役をより抱えていて(第5章)、買収した場合は非財閥系よりも高いパフォーマンスを達成しているが(第7章)、戦時期になるとガバナンスが大きく後退する(第9章)、

というものである。戦前の企業組織の中でも重要であることから財閥が多くの章で取り上げられるのは至極当然のことではあるが、各章の結果が必ずしも整合的ともいえず、本書全体を通じて、ガバナンスの視点から財閥の実態がどのようなものだったのかが判然としなかった。

第9章は、戦前のガバナンス構造が現在の日本型企业システムになった起源は、日中戦争を契機とする戦時経済統制の中で形成されたという「戦時源流論」の意義と限界について検討している。戦時統制の下で戦後に継承される以下の4つの変化があった。①株主権限の制約によって株式市場は低迷し、企業の資金調達における地位を後退させた。②金融統制によって、軍需会社に対して「メイン」となる銀行が配置され、その関係が戦後も続くことになった。③財閥は戦時期の重化学工業化の進展に伴い、財閥も歩調を合わせて投資分野を柔軟に対応していった。一方で、必要資金の増加ペースに応じられず外部資金の導入が図られた結果、傘下企業を統率していた財閥のガバナンスは大きく後退し、外部資本（銀行）に大きく依存することになった。④戦時期は労働インセンティブを維持しつつ、熟練工には高賃金を提示して、企業間で引き抜きを防止した。結果として定期昇給の普及や、年功序列制度が生まれた。

以上にみられる戦時統制下の変化—戦時源流論—に対する著者の評価として、日本的経営が日本固有の文化に基づいたものではないことを示唆している点で意義があったとする一方で、戦時期においても依然として大株主の意向が企業行動に影響を及ぼしている事実や戦時中の銀行は「出納係」にすぎず、戦後のメインバンクのような経営規律を与えるような存在ではないこと、労働者の権利保護は依然不安定のまま

だった点などを指摘し、戦時期と戦後にも一定の断絶があると指摘している。

感想：先述の戦時期の変化を前提として、戦後以降の日本型企业統治構造（安定株主、内部昇進者からなる取締役会、メインバンクシステム、年功序列と終身雇用を特徴とする雇用システム）を成り立たせる重要な役割を果たしたのが戦後改革であると著者は強調している。評者もこの主張には同意するが、戦時源流論の意義として、「特定のシステムが人為的に作られた制度ならば、他国への移行の可能性も開けよう」（本書204頁）と論ずる点には疑問がある。戦時統制という特殊な状況を経て、戦時期の制度変化が歴史的経路依存となって戦後以降の経済・経営システムを形成するようになったというのが戦時源流論の主張の一つである。言い換えれば、社会システムは歴史的文脈の中で形成されているということであり、さらに戦後改革や高度成長期という状況も考慮すれば、むしろ他国への移行の可能性が極めて難しいことを戦時源流論は述べているようにも思われる。

Ⅲ. コメント

個別の論点は「Ⅱ. 本書の構成とその概要」各章の感想で提示したため、ここでは①教科書、②通史という2つの視点で本書についてコメントしたい。

①先に述べたように、本書の目的の一つは数量経営史の「教科書」である。この目的に適ったものかを検証することも兼ねて、評者の学部ゼミ（2023年前期、3年生9名、4年生10名）で本書の輪読を行った。ゼミ生の大半は統計学ないし計量経済学未履修であったため、本書の想定する「現時点では実証分析になじみのな

い」(本書ii頁) 読者であろう。輪読の結果、ゼミ生の多くは各章の歴史的事象について興味深く読んでいたが、他方、本書で散りばめられた計量的結果や解釈に関してはよくわかっていないことが多く、教員による解説を必要としていた。解説を前提としているという意味において大学の授業や演習で利用する教科書としては適切かもしれないが、ビジネスマンや独学者も読者対象とするのであればサポートページで補足説明を加えるなどといった工夫が必要かもしれない。たとえば、本書で用いたデータやコードの中で公開可能なものをサポートページ上で取得できるようにして、読者が実際に実証分析できるようにすれば、数量経営史の重要性和面白さを「実感」できるものと思われる。

第1章で実証の読み方を、第2章でコーポレートガバナンスの枠組みと日本のコーポレートガバナンスの俯瞰図を丁寧に論じているところも、本書の特色である。その試みは概ね成功しているように思われるが、プリンシパル＝エージェンシー問題(本書35, 47頁)やフリーキャッシュフロー(本書35-6頁)など本書でも用いられている重要な枠組みや用語で、そのメカニズムや定義の説明が少ないものがあつた。これらはそもそもコーポレートガバナンスがなぜ企業の重要な問題として論じられるのかに密接に関わることから、もう少し丁寧な解説を加えた方がよかつたかもしれない。しかし、これは紙幅の制限もあり、すべてを十全に説明することは難しいことから取捨選択した結果であろう。

また細かい指摘であるが、データや歴史的事実について記述の誤りがいくつかみられたところが気になった。例をあげれば、データについて、図表に関する出所について巻末の参考文献

にない(図3-3(本書67頁))、図表と本文の記述にずれがある(表4-5(本書95頁)について1921-36年の財閥の配当性向は0.7だが、本文では「財閥系企業のそれは6割程度と抑えられ」と述べられている)。歴史的事実について、戦前日本における紡績業の発達に関する記述(本書68頁)に、「国家的バックアップ(輸入綿糸の関税免除)」とあるが、これは輸出綿糸の関税免除(1894年)または輸入綿花の関税免除(1896年)であろう。

以上の点は、サポートページを開設し正誤表や補足説明をくわえることで解消できるものと考えられる。

②経営史の教科書で難しい点として、各時代・各側面における企業や産業の発展・衰退の歴史を記述する際に、その記述が経済全体や外部環境とどのような対応関係にあるのかをどの程度論じるべきかという問題がある。解決策はいくつかあるが、本書の場合、日本のコーポレートガバナンスの歴史について2章で概観することでその問題を克服しようと試みている。他方、3章以降のトピックスは著者の研究成果にもとづいたものをはじめとしてかなり専門的であることから、各章冒頭においてマクロ的環境に関する記述があつたほうが、コーポレートガバナンスの変化という企業内部の構造変化に関する考察がより深まつたと考えられる。こうした構成の経営史の教科書として、宮本・岡部・平野編(2014)や佐々木編(2022)などがある。また、各章の関連性が不明確なため、序章で本書の構成の見取り図のようなものがあつたほうがよかつたかもしれない。

さて、書評のためにしたり顔で評者はこれまでコメントしたが、最も強調したいところは「よくぞ書いてくれました」という著者に対す

る敬意である。本書は、(1)コーポレートガバナンスの現代的課題を提示し、その課題を考察する上で歴史を（「に」ではなく）学ぶことの重要性について具体例を用いて明示している点、(2)コーポレートガバナンスというさまざまな論点がある領域について、各時代の重要なトピックスを適切に取捨選択している点、(3)計量経済学を用いた近年の経済史・経営史研究を十分に活用している点、といういずれも難しい課題がすべて含まれている。こうした特徴をもつ本書は、戦前から現代日本まで視野の広い実証研究を行ってきた著者だからこそ執筆できたのであり、まさに「日本初の数量経営史の教科書」といえるだろう。

著者自身が「実際に執筆を始めると、さまざまな問題、制約があることがわかった」（本書 ii 頁）と吐露しているように、教科書として取捨選択した結果、論じられていない重要な問題はある（例をあげれば、資本市場や会計制度と

の関連性など）。しかし、そうした問題は著者や評者を含めた金融史研究者が本書に続く後の教科書・研究書によって書くべき課題であり、本書の価値を些かも減じない。コーポレートガバナンスに少しでも関心のある方、または経営史という学問に少しでも関心のある方、むしろ、経営史なんてつまらない学問だろうと考えている方にこそ手にとって読んでもらいたい本である。

参 考 文 献

- 橘川武郎（2006）「経営史学の時代：応用経営史の可能性」『経営史学』40(4), 28-45頁
佐々木聡編（2022）『グラフィック経営史』新世社
宮本又郎・岡部桂史・平野恭平編（2014）『1からの経営史』碩学舎
（東北大学大学院経済学研究科准教授）