

日本企業システム形成の一側面*

——1950年代前半の資産再評価問題——

宮 島 英 昭

要 旨

本稿の課題は、日本の企業システム形成史研究の一環として、これまで必ずしも充分注目されてこなかった1950年代前半の資産再評価問題を検討する点にある。

財閥解体・企業再建整備・法制度的枠組みのアメリカ化に要約される戦後改革が我国企業の資本構成とガバナンス構造に与えたショックは大きかった。その結果、1950年代前半、とくにドッジライン直後の企業行動は、長期的には社会的に望ましい（株主にとっても利益がある）にもかかわらず、株主が短期的な利益を選好する結果、企業経営者がその選択を回避するという意味で近視眼的 Myopic であった。具体的にいえば、戦後改革直後、我国企業の資本構成と、コーポレート・ガバナンス構造は、次の3つの経路、すなわち①資産再評価の遅れ－償却限度額の低下－過少償却、②過少資本化－乗取りの可能性上昇－配当性向上上昇－内部留保低下、③負債比率の上昇－倒産リスクの上昇－投資の制約、の3つの経路を通じて企業の資金調達手段の選択と投資行動を制約する強い可能性を帯びていた。

この短期的な時間的視野に基づく“低貯蓄”均衡とも呼ぶべき状況に陥ることを回避し、企業の資本構成、財務選択、投資行動を“高蓄積”を促進する方向に変化させる上で重要な意味を持ったのが、1950年代前半の資産再評価の促進措置、とくに1954年の資産再評価の強制であった。この措置が、金融システムの整備や、並行して進展しつつあった企業間及び企業・銀行間の長期的関係の形成（企業集団の形成や、いわゆるメインバンク関係の形成）と相互促進的に機能して、高度成長期の企業行動を支える財務構造とコーポレート・ガバナンスが形成されることとなるのである。

以上の点を明らかにするために、本稿では、復興期の大企業（鉱工業上位126

*本稿で利用するデータの作成にあたっては今野睦美氏の助けを得た。また、本稿作成にあたっては蟻川靖浩・広田真一・亀川雅人氏との議論が有益であった。記して感謝申し上げる。本稿は、文部省科学研究費・基盤研究C、早稲田大学特定課題研究の成果の一部である。

社) からなるデータ・ベースを基礎としながら、資産再評価の実施を企業経営者の主体的選択と捉えて定量的に分析することが試みられる。この作業を通じて、償却の促進、社外流出の緩和、デフォルト・リスクの引き下げ、企業間のネットワークの形成の諸点で、戦後の日本企業システムの形成に関して資産再評価問題の処理がもった重要な意味が明らかとなろう。

目 次

- I. はじめに
- II. 戦後改革のインパクト：所有権の再配分・アメリカナイゼーション・“フレッシュ・スタート”
- III. “高蓄積” 均衡と“低蓄積” 均衡の並存：第1次資産再評価
- IV. ネットワーク形成による自発的再評価の促進：第3次再評価
- V. “高蓄積” 均衡の全面化：資本充実法（1954年7月）
- VI. 結びに代えて：高度成長の出発点

I. はじめに

戦後の日本企業システムが、アングロ・サクソンの企業システムとは異なった特性をもつこと、そしてそうした特性をもつシステムが1930年前後から1955年までの間に形成された点については研究者間にブロードな一致がある。しかし、その反面、その形成過程をいかに捉えるかに関する研究者間の理解の偏差は小さい。近年、岡崎（1993, 1995a）は、戦前の企業システムを戦後のシステムとは明確に異なった均衡をもつアングロ・サクソンのシステムと規定し、この均衡の移行を戦時・戦後の連続的な過程と捉え、しかも戦時、特に1940年前後の制度改革（経済新体制）の重要性を強調する見方を提示した。他方、橋本（1995, 1996）、宮島（1995a, b, 1996）は、戦前の企業システムをアングロ・サクソンのと捉える理解に距離を置く一方、戦後の企業システムの形成史における戦後改革の決定的意義を強調する作業仮説を提示した¹⁾。本稿の課題は、後者の

断絶的理解にたつ作業の一環として、これまで必ずしも充分注目されてこなかった1950年前半の資産再評価問題を検討する点にある。

まず、あらかじめ資産再評価問題に注目する理由を説明しておくことが便宜であろう。これまで強調してきたように戦後改革が我国企業の資本構成とガバナンス構造に与えたショックは大きかった。その結果、1950年代前半、とくにドッジライン後の企業行動は、その財務選択、利益金処分、投資行動において、株主の直接的利益に感応的という意味で高度成長期よりもむしろ戦前に近く、しかも短期的な利益に相対的に非感応であった財閥が解体された分、全体として大企業の行動は、戦前よりも短期的利益に感応的でした。市場経済復帰直後（1950-52年）の企業行動は、長期的には社会的に効率的である（株主にとっても利益がある）にもかかわらず、株主が短期的な利益を 선호する結果、企業経営者がその選択を回避するという意味で近視眼的 Myopic であった（Stein1988）²⁾。

より具体的に言えば、戦後改革期のインフレの進展と、資産再評価の遅れの結果、企業、と

くに重化学工業の企業は過少償却の傾向を強めていた。また、株式所有権が大きな再配分を経験する一方、企業再建整備が大幅な減資を要請したため企業の資本構成が過少資本化し、この結果テーク・オーバーの危機に直面した企業経営者は、配当率を引き上げようとするインセンティブをもった。さらに、戦災・在外資産の喪失、そして特に戦時補償の打ち切りの結果、企業の財務構成は大幅に悪化し、先の再評価の遅れがその改善を妨げていた。つまり、戦後改革直後、我国企業の資本構成と、コーポレート・ガバナンス構造は、次の3つの経路、すなわち①資産再評価の遅れ－償却限度額の低下－過少償却、②過少資本化－乗取りの可能性上昇－配当性向上昇－内部留保低下、③負債比率の上昇－倒産リスクの上昇－投資の制約、の3つの経路を通じて企業の資金調達手段の選択と投資行動を制約する強い可能性を帯びていた。しかも、解体措置の結果、企業規模が均等化した上で企業間競争が激化し、そのことは、期待収益の低下や、事業リスクの上昇を介して投資を制約するばかりでなく、企業の設備投資行動に対する財務面からの制約を増幅する可能性を含んでいた。

この短期的な時間的視野に基づく“低蓄積”均衡とも呼ぶべき状況に陥ることを回避し、企業の資本構成、財務選択、投資行動を変化させる上で重要な意味を持ったのは、1950年代前半の資産再評価の促進措置、とくに1954年の資産再評価の強制であった。この措置が、金融システムの整備や、並行して進展しつつあった企業間及び企業・銀行間の長期的関係の形成（企業集団とメインバンク関係の形成）と相互促進的に機能して、高度成長期の企業行動を支える財務構造とコーポレート・ガバナンスが形成さ

れることとなるのである。

本稿は、以上の問題意識から1950年代前半の資産再評価問題に焦点を合わせ、復興期の大企業（鉱工業上位126社）からなる独自のデータベースを基礎としながら、再評価の実施を企業経営者の主体選択と捉えて分析することを主題とする³⁾。この作業を通じて戦後の日本企業システムの形成に関して、これまで比較的省みられることの少なかった一側面が明らかとなるとともに、冒頭でふれた日本企業システム形成に関する断絶的理解に立つ歴史像を豊富化することが可能となろう。

以下本稿は、次のように構成される。Ⅱ節では、初期条件として、戦後改革のインパクトを要約する。Ⅲ節は、1950－51年の資産再評価を検討し、この時期には“低蓄積”均衡と“高蓄積”均衡との2つの可能性があった点を示す。Ⅳ節、Ⅴ節は、第3次資産再評価を検討し、任意の資産再評価の段階ではいぜん“低蓄積”均衡の可能性は払拭されず、強制的な資産再評価によって“高蓄積”均衡に転換したことを強調する。最終節は、高度成長期への展望に当てられる。なお、本稿では1950年代前半の企業の資本構成、所有構造、財務選択、投資行動に関して独自にデータベースを作成し、それに基づく計量分析によって記述が展開される。末尾のAppendixでは各変数の定義、データの出所、及び推計式に関する解説が与えられている。

Ⅱ. 戦後改革のインパクト： 所有権の再配分・アメリカ ナイゼーション・“フレッ シュ・スタート”

戦後復興期の資産再評価問題を検討する前提

として、GHQ のイニシアティブによって遂行された戦後改革のインパクトを確認しておくことが不可欠である。

企業再建整備と過少資本化 戦後企業は、敗戦の結果生じた膨大な戦時遺産を継承して出発しなければならなかった。借入に依存した戦時の資金調達の結果、企業のバランス・シートは戦前のそれから大幅に変化し（表1）、敗戦後の混乱のなかで収益を低下させた日本企業は債務不履行状態に陥っていた。しかも、事態をいっそう深刻にしたのは、当初政府が条件付きながら支払う方針であった戦時補償の打ち切りが、GHQ の指令によって決定されたことである⁴⁾。こうして債務超過問題の処理、すなわち、企業再建整備が深刻な問題となった。

形式的には戦時補償請求権に100%課税する形で実施された戦時補償の打ち切りによって企業部門に発生した損失額は、913億円に達し、それは1946年の GNE（4,740億円）のほぼ20%にあたった。この処理は、企業の再建に必要な

資産を新勘定に移し、戦時の資産・負債を旧勘定に組入れて一時棚上げするという新旧勘定の分離によって果たされた。この新・旧勘定への分離と合併による債務超過問題の処理の過程は、後に見る経済民主化の実施過程の基礎をなすと同時に、大幅な資本構成の変化をもたらして戦後の企業行動を制約することとなった。その経過の詳細はこれまでの研究に譲り、再建整備の結果のみ確認しておこう⁵⁾。

第1に、旧勘定の整理にあたっては、まず、損失は、内部資金、(利益、内部留保)、再評価益で補填され、不足の場合、まず資本金の90%までが当てられ、次に負債の70%、それでも特別損失を処理できない場合資本金の残額10%、負債の残額30%の順で補填された。この処理の結果、913億円に上った旧勘定損失のうち、419億が旧勘定の利益（資産処分益を含む）、195億円が資産再評価益によってカバーされ、株主と債権者が負担する特別損失は、299億円、約33%と試算されている（大蔵省 1983: 902）。こ

表1 戦時、敗戦直後、復興期の主要企業貸借対照表

(単位 100万円；1950年以降10億円)

	1935上	1943上	1946. 8. 11 合併勘定	1946. 8. 11 新勘定	1950上	1953上	1955上	1960上
N	295	289	266	266	545	597	599	571
総資産	11,185	35,092	79,071	29,572	10,388	33,400	46,309	101,793
流動資産	4,523	24,439	34,426	20,276	6,661	17,686	21,280	47,177
固定資産	6,662	10,653	23,045	9,295	3,727	15,713	25,029	54,250
特別清算勘定	—	—	21,600	1				
負債	4,377	19,383	57,854	290	7,222	21,807	28,164	71,959
自己資本	6,808	15,710	19,138	—1	3,166	11,593	18,145	29,834
資本金	5,232	10,672	15,775	—	936	2,954	5,086	14,486
特別清算勘定	—	—	2,077	29,282	—	—	—	—
再評価積立金	—	—	—	—	—	N.A.	9,431	7,465
自己資本比率	60.9%	44.8%	24.2%	0.0%	30.5%	34.7%	39.2%	29.3%
払込資本/総資産	46.8	30.4	20.0	—	9.0	8.8	11.0	14.2
再評価積立金/ 自己資本	—	—	—	—	—	N.A.	52.0	25.0

(出所) 大蔵省 (1983), p. 913, 三菱経済研究所『本邦事業分析』。

れまで旧勘定損失の多くが戦後のインフレーションによる資産評価益で処理された点が指摘されるが、なお処理しきれない特別損失が大きかった点は注目されてよい。この特別損失の処理は、株主減資を不可避とし、特別損失の比重が高かった金属・輸送機械では、減資の割合が50%を越え、多くの産業でも30%以上減資がおこなわれた（大蔵省 1983：904-5）。本稿のサンプルでみれば、特別損失比率（特別損失／払込資本金）の平均値は、47.4%に達し（標準偏差86.7%）、その打撃は平均より大きかった（表 Appendix 1）。

この結果、第2に、企業の資本構成は著しく過少資本化することとなった。自己資本比率の低下は、1943年の44.8%に比して50年度上期末には、30.5%まで低下した（表1）。しかも、同時に注目すべきは、総資本に対する払込資本の比率であり、それは、戦前の50%弱、43年上期末30.4%に比べてわずか9%まで低下した。この変化は、企業のデフォルトリスクを引き上げる一方、相対的に小さな資金によって企業が買収されることを意味した。

もっとも、第3に、GHQは再建整備後の企業の財務構成の健全化に強い問題意識を持ち、新旧・勘定合併後の企業の資本構成が「健全」であることを要求した。資本構成の改善が企業再建整備計画の認可の条件とされ、「再建整備基準」には、資本勘定が「固定資産と通常固定的に利用される運転資金額を上回る」とことと規定された（大蔵省 1983：876）。特別損失の大きかった企業は、大幅な減資とともに増資を要求されたのである。しかも、この増資は、証券民主化と緊密な連携をもって実施された。増資引受の優先順位は、①旧債権者、②旧株主、③従業員、④地域住民という順であり、後述する

独占禁止法のため上記①、②のうち事業法人は、49年まで他社の株式の保有を禁ぜられ、金融機関の保有比率も5%が限度であったから、③、④が保有の中心となった。こうした制約の下で、企業の再資本化は、1948年半ばから49年初頭実施され、当初はインフレを背景として比較的順調に進展した（宮島 1995a：73-76）。

しかし、ドッジライン施行後の景気後退は、一転企業の再資本化を著しく困難にした。有効需要の減少にともなう企業の収益の悪化、財閥解体関連株の処分と企業再建整備にともなう増資による供給過剰、これに金利の上昇が加わって株式市場のクラッシュが発生した。このクラッシュの結果、再建途上にある企業は、再建整備計画で予定した増資が著しく困難となった。例えば、日立製作所と東芝は、安定化政策の結果、大幅な業績悪化を余儀なくされ、株価は額面を下回り、必要とされた資金を調達することが困難となった。このためGHQも、1949年12月当初の再編成計画の方針を改め、市場条件が、再資本化を可能とするまで、再編成基準の遵守を延期することを決めた。企業の「健全」な資本構成の確保という当初GHQの構想は、ここに頓挫した（宮島 1995a：81）。

財閥解体と証券民主化 戦後の企業のコーポレート・ガバナンスに大きな影響を与えたのは、財閥解体を中心とする経済民主化措置であった。GHQの構想、財閥解体の実施過程等の経過は、これまでの研究に譲り⁷⁾、その結果、創出されたガバナンス構造のみ要約しておく。

資産分布の大幅な構造変化については、大資産家が解体されたこと、しかもその構造変化が、たんにインフレによる債券価値の減価や預

金封鎖のみでなく、経済民主化を明示的な目的としてGHQの指示した財産税の徴収によって発生したことを確認しておく必要がある。1946年11月、当初の日本側の構想に比して資産再配分の観点を強め、免税点を10万円以上に引き上げる一方、累進税率を25-90%に引き上げた財産税が法制化された。この措置は、以下の意味で重大であった。すなわち、戦時の累進所得税の重課は深刻であったが、基本的に所得＝フローに対する課税であり、長期的には資産分布の平等化につながるにしても、その作用は時間を要し、かつこの措置は戦時に固有の臨時措置であった。それに対してこの戦後の財産税の徴収は、所得生み出す資産＝ストックそれ自体に対する課税であり、しかもその累進税率も最高90%と禁止的に高い点が改めて強調されるべきである。1946・7年度分の納税総額は、1947年の所得税総額1,245億円に対して406億円に達した⁶⁾。そして、この納税額のうち、資産額50万円以上の層で課税額は60%に達し、戦前の大資産家、あるいは、所有型経営者はこの措置によって完全にその物的基礎を失った。こうして財政税の徴収は、後述の財閥解体措置とともに、所有権の分散に寄与し、資産分布の構造を決定的に変化させた。

他方、財閥解体措置に関して重要な点は、第1に、戦時の株式所有構造面での変化が企業金融に比べれば小さかったこと、そして財閥解体措置はこの戦前の集中度の高い所有構造を決定的に解体したことである。持株会社整理委員会（以下HCLC）に譲渡された株式総額は1946年時点の払込資本金総額の32%程度と試算されており、本稿のサンプル企業では、発行株の平均32.2%（標準偏差28.8%）が、持株会社整理委員会への譲渡を強制されていた。この措置の

結果、第2に経営者の地位が決定的に上昇した。戦前から専門経営者化は進展していたが、企業家型企業の比重は高く、所有と経営の分離した企業でも経営者は自ら立案した経営計画の承認を株主に受ける必要があるという意味で株主に大きく制約されていた（宮島 1995b）。しかし、財閥解体措置の結果、財閥家族、持株会社などの大株主は解体され、また財界追放措置等によって取締役会からvoiceを行使できる株主は排除された。こうして経営者は株主から決定的に自由となった。この意味で、戦後改革は、“上から”の経営者革命といってよかった。

第3に、旧経営者が退陣した後、大企業の経営陣に選任されたのは、主として現場出身の内部昇進者であった。“上から”の経営者革命は、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形成した⁸⁾。しかし、第4に、この解体措置によって、経営者は株主から自由となる反面で、あらたに創出された分散的な所有構造のもとで、小株主のexitを中心とした規律にさらされることとなった。戦前日本の企業の株主は保有部分が多いだけに、モニターのインセンティブは強く、財閥系企業の場合その観点は長期的であった⁹⁾。それに対して、「民主的な」株式保有構造を創出することを目的として持株会社整理委員会保有株の処分を通じて形成された株主は、主としてインフレヘッジのために株式を保有し、基本的にモニターの能力も意志も無かった¹⁰⁾。よく知られている数値であるが、1949年度の個人株主の保有比率は、69%に達し、株主数も1945年の167万人から49年度末には419万人と増加した。経営者は、あらたな規律のメカニズムに直面する可能性が生じたのである。

証取法・商法・企業会計原則 戦後改革は、

こうした一回的措置のみでなく、新たに創出されたガバナンス構造を維持するための制度的枠組みの整備を含んでいた。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（ただし、49年改正により実質的に競争を制限しない場合、事業会社の株式保有は可能となった）、金融機関の株式保有の上限を5%に定めた（ただし、53年改正により10%）。

第2に、47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。さらに、1949年7月に企業会計原則・財務諸表準則が公表されたことも重要であった。その履行が法的に義務づけられたわけではなかったが、この原則の下で戦前・企業毎に様式が不統一で、公示内容に差のあった貸借対照表・損益計算書が統一された。本稿の文脈で重要な点は、この原則の公表の結果、減価償却に関する企業経営者の裁量の余地が低下したことである。立ち入った分析は今後の課題であるが、戦前の減価償却は、税法上の償却年限は法定されているものの、実際の償却は、法定年限中のいずれの時点で償却するかは、企業の裁量に委ねられており、その結果、企業の減価償却は、利益金処分の性格が強かった¹¹⁾。しかし、この企業会計原則の実施の結果、企業の費用として控除しうる減価償却額は明確に法定され、企業の裁量の余地が発生したのは、定率法か定額法かの選択のみとなった。

そして第3に、48年末からエドワード報告に沿った商法改正の検討が開始され、49年1月のGHQからのシックス・ポイントの提示を経て

50年に商法の大改正が実現した。この改正は、戦前のドイツ法から「アメリカ法への転換」とも評価される画期的な商法の大改正であった¹²⁾。その眼目は、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）である。取締役会の権限強化に関して、ここでの文脈で注目されるのは、企業の資金調達に関して取締役会の権限が強まったことである。特に、授権資本制の採用により取締役限りで増資が可能となったことは大きな意味を持った¹³⁾。しかしその反面、この新商法は取締役の権限濫用を制約する規定を備えていた。すなわち、新商法は、戦前とは異なる「株式譲渡の絶対的自由性」の原則を明示し、株主、及び第3者への新株引受権の付与を定款の絶対的記載事項としていた。この結果、株主割当、第3者割当に関しては株主総会の特別決議を通じた定款への明確な記載が必要となった。他方、少数株主の権利保護としては、帳簿閲覧権、取締役選任のための累積投票制度、株式買取請求権等があった。この商法改正によって少数株主として保障された権利は、国際的に見ても広いことは注意されなければならない¹⁴⁾。戦後新たに創出された商法は、すくなくともその文言上は少数株主を強く保護していた。

市場による規律 ドッジライン、統制の解除後の日本企業は、以上のGHQの“設計”したコーポレート・ガバナンスのメカニズムに直面することとなった。市場による経営の規律は、企業に対するテーク・オーバーの圧力であり、この圧力は、東京証券取引所の再開後に株価は急落したため著しく強まった。この点は、ここでのサンプル企業について企業総価値に対する企業の純資産の比率（ $q1$ ）を簿価、時価

ベースで算出した表2から確認できよう。なお、同表ではさらに企業の総価値と負債の合計額に対する総資産の比率 q_2 、いわゆる「トービンの Q 」も掲げた。いずれの指標でみても、この q は1を大きく下回っている。このことは、清算コストが充分小さいと仮定すれば、資産家がいったん企業買収し、それをただちに売却して相当の収益が発生することを意味する。しかも、この潜在的な買占めの危機はとくに戦後改革による打撃の大きかった企業において深刻であった。この点は50年の q_1 と企業の特別損失比率、及び株式処分比率（HCLC への譲渡株数／指定時発行株数）が負の相関を示していることから確認できる（表 Appendix 1）。

ところで、しばしば再開後の株式市場が不完

全であった点が指摘される。しかし、この時期株価が企業の将来収益を全く反映していなかったわけではない。必ずしも厳密ではないが、一つの指標として q と本来相関の強い企業収益率（ ROA ）との関係を見てみよう。1950年度には簿価に基づく q_1 と当期、次期の ROA の相関はほとんどゼロに等しく、株式市場は一見不完全に見えるが、時価換算の q_1 は当期、次期の ROA と正の相関を示し、その相関は1954年度とほぼ同程度であった（表2）。株式市場は、企業間の相対的な収益、あるいは将来収益の格差を的確に織り込んで株価を形成していたと見られるのである。以上の意味で企業は、株式市場による経営の規律に直面していた。

しかし、その反面、再開直後の株式市場は、

表2 戦後復興期の q の推移

年度末	1950	1951	1952	1953	1954	1955
N =	103	110	115	112	122	119
q_1	0.413	0.463	0.746	0.838	0.669	0.664
q_2	0.811	0.825	0.901	0.927	0.856	0.854
q_1 (時価)	0.283	0.359	0.599	0.715	0.640	0.634
q_2 (時価)	0.707	0.750	0.834	0.872	0.837	0.835
ROA_t	0.091	0.142	0.091	0.082	0.060	0.059

(b)相関マトリックス

1950年度

	q_1	q_1 (時価)	ROA_t	ROA_{t+1}
q_1 (簿価)	1.000			
q_1 (時価)	0.768	1.000		
ROA_t	0.008	0.283	1.000	
ROA_{t+1}	-0.010	0.253	0.529	1.000

1954年度

	q_1	q_1 (時価)	ROA_t	ROA_{t+1}
q_1 (簿価)	1.000			
q_1 (時価)	0.998	1.000		
ROA_t	0.305	0.321	1.000	
ROA_{t+1}	0.222	0.237	0.794	1.000

q_1 = 企業価値／自己資本

q_2 = 企業価値＋負債／総資産

ROA 総資本利益率

資料、算出の手續等は、Appendix 参照。

しばしば指摘されるように企業経営を攪乱する要因を同時に含んでいたことも事実であった。第1に、既述の通り、株価自体（時価総額と言いつてもよい）がファンディメンタル・バリュウに比べて低すぎた。その理由自体は今後の検討課題であるが、1950年の時価総額の名目GNP比は5%にとどまり、それは戦前（1934-36年）の70%以上、あるいは、1955年の17%に比べてはるかに低い（岡崎 1995a : 440, 後掲表9）。1950年の時価換算 $q1$ の値(0.283)は、ほとんどすべての企業が潜在的にテークオーバーに直面するという意味で異常な事態であった。

しかも、第2に、再開直後の株式市場は、ボラティルな側面が強かった。川北（1995 : 29）によれば証券取引所再開以降の株価の変動（ボラティリティ）は大きい。また、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して急騰を示すなど「変態的」な価格動向を示した。実際に買い占めにあった企業も、不動産会社（泉不動産・旧住友、関東・陽和不動産・旧三菱）のように過小資本のために、その市場価値が、実際の資産の再販売価格よりも著しく低い企業に集中した（宮島 1992 : 242）。以上の意味で、株式市場は、企業経営に攪乱的影響を与えていたのである。

企業・銀行関係 わが国の株式所有構造が所有権の再配分を含む、ドラスティックな措置を経験したのに対して、企業・銀行関係に対する措置は、結果的に軽微であった。戦前の企業金融は内部資金の比重が高く、外部金融に依存する場合その調達方法は多様であり、普通銀行が産業資金供給に関与する程度は限定されていた。こうした関係が大きく変化するのは戦時で

あり、1940年に導入された共同融資、さらに、1943年の軍需会社指定金融機関制度によって企業と金融機関の長期関係が形成された¹⁵⁾。もっとも、戦時の取引関係は、軍需融資のリスクが政府によって最終的に保証されていたため、銀行の顧客企業に対するインセンティブは乏しく、実際、特定の影響力を行使する手段も欠いていたから企業と特定の銀行との関係が強制された点が重要であった（橋本 1996 : 25）。

当初 GHQ は、この戦時に集中度を上昇させた銀行部門の産業組織、並びに指定金融機関制度によって密接となった企業・銀行間の関係をも解体の対象とした。しかし、実際には、集中排除法の適用が除外されるなど銀行部門への圧力は小さく、また取引関係を切断するために明示的な措置もとられなかった。しかも、重要な点は、戦後の企業再建整備の過程で、旧指定金融機関が、最大の債権者として特別管理人となったことであった。このプロセスで銀行は、顧客企業の経営の内部情報を戦時以上に蓄積し、これが戦後のメインバンク形成の出発点となるのである（宮島 1992 : 229-30）。さらに、47年1月から実施された日銀による融資幹旋は、戦後の復興期の協調融資の拡大に大きな役割を果たした。岡崎（1996）によれば日銀がシンジケートローンにおける幹事行の役割を担う融資幹旋は、金融機関間のネットワークを作り出すことによってその後のメインバンク関係の形成に重要な影響を与えた¹⁶⁾。

1949年ドッジラインの施行によって、復興金融庫の融資が停止され、この市場経済の復帰プロセスで、企業は流動性の危機に直面した。この企業に対して旧指定金融機関であった銀行が資金を供給する一方、これまで貸出を集中していた各行がリスクの削減のために相互にモニ

ターを委託し合う形で貸出先を分散し（宮島 1992：237-38）、この協調融資の形成には、日本銀行の融資斡旋が促進的な役割を果たすこととなった（岡崎 1996：48-49）。しかし、日本銀行の融資斡旋は、1950年半ば以降停止され、戦前以来の企業と銀行との関係を支えた規制は消失した。この時点で、企業と銀行はあらためて新たな環境の下で相互にいかなる関係を形成するかを自己責任において選択することとなった。

ところで、この時点では、企業と銀行との間に安定的な取引関係が全般化していたわけではなかった。例えば、1948年の民間の最大の借り手を、1950年9月時点で『会社四季報』の筆頭銀行と比較した場合、同一のケースは、103社中63社であり、残余の40社のうち14社が記載なし、26社が変更していた¹⁷⁾。三菱・住友系の旧財閥系企業の企業・銀行関係が安定的であったのに対して、その他の独立系企業ではいまだ企業銀行の関係は、安定的ではなかった。上記26社には、①戦後改革期に分割された企業の（王子製紙、大日本麦酒）いずれか一方が、それまでと異なる取引銀行を主取引行とするケース、また、②帝国銀行が分割される過程で、旧取引企業が、帝国（三井）、第一以外に主取引銀行を求めるケース、さらに、③これまで大口取引先を欠いていた三和銀行があらたに主取引行になるケースが含まれる。企業と銀行の取引関係は、流動的側面を残していた。

また、都市銀行の企業（投資プロジェクト）に対する事前的モニタリング能力もこの時期は蓄積過程にあり、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。他方、都市銀行の顧客企業の株式保有と、役員派遣も未だ全般化しておらず、銀行の貸出先企業

へのコミットメントもいまだ弱く、日銀の融資斡旋による協調融資停止後、銀行の企業に対するコミットが弱まったとの指摘もある（杉浦 1996：275-76）。

以上、戦後改革のインパクトは、企業の財務構造の激変、分散的な株式保有構造の創出、そして法制度のアメリカ化の諸点で決定的に大きかった。市場経済復帰直後の理解としては、戦時・戦後の制度改革の過程で経済主体の間に経済制度に関して回収不可能なサンク・コストが蓄積された側面とともに、各経済主体が一面でフレッシュ・スタートの状態にあった点にも注目することが重要である。経営者・株主関係では、GHQの意図通りではないとはいえ“市場による規律” market for corporate control が機能し、新経営者の市場圧力から自由（隔離）はいまだ実現されていなかった。また企業・銀行関係では、戦時以来の長期的関係 (relational banking) とともに距離を置いた (arm's length な) 関係がいぜん並存していたと想定することができる。

他方、戦後改革期のインフレの進展と企業再建整備の結果、資産評価が遅れて、企業の財務行動は過小償却の傾向を帯びていた。また企業経営者は、既述の株価低落の下で、経営の自立性の確保、あるいは将来の不可欠な増資のために高配当率を選好していた。その行動は、長期的には資本の減価、収益性の低下をもたらすという意味で株主にとっても合理的でないにもかかわらず、経営者は株価の反応を恐れてそれを選択しないという意味で明らかに近視眼的 myopic といってよかった。

こうした企業行動が一部でいぜん支配的な状況の下で、大蔵省・通産省は、一連の租税措置を実施した。その政策は二方向からなる。一つ

は、よく知られているように経済自立、産業合理化政策の視角から1950-55年に展開された一連の償却促進政策である。1951年には、重要機械に対する特別償却制度（3年間5割増）が導入された。さらに1952年3月企業合理化促進法の一環として合理化機械等の初年度50%償却が実施された¹⁸⁾。いづれも減価償却を通常よりも大幅に加速して実施することを可能とすることによって、実質的に課税の繰り延べを実現し、特定設備の選択的な導入にインセンティブを与える措置であった。

もっとも、これらの措置は、戦後の新規設備投資の償却に関する措置であって、戦前、戦後改革期に取得された資産の低評価にともなう過少償却問題は解決されない。インフレ率は、1934-36年の基準でみて、戦後改革末期には200倍以上に達しており、戦前、あるいは、戦後改革期に取得された固定資産簿価の時価（再取得価格）に対する割合は著しく低い。こうしていま一つの措置として資産再評価の促進が不可欠の課題となったのである。

Ⅲ. “高蓄積”均衡と“低蓄積”

均衡の並存：第1次資産再評価

インフレによって歪められた企業の財務構成を適正化し、健全な資本維持を図るために減価した資産を市場価値に沿って再評価しようという資産再評価問題は、すでに企業再建整備法の実施過程で政府・経済界で問題となっていた。1948年初頭経団連の石川一郎会長は、談話の形で資産再評価の必要を訴えていた。これを受けて税制審議会が検討を開始し、1949年1月にはその中間報告として「法人税法改正案要綱」を発表した。同要綱は、「資産の再評価、並びに

それにとりなす新勘定の修正によって所得と減価償却費の算定基礎を根本的に改定」することを提案し、49年6月を基準日として資産再評価を行なうこと、その際再評価は企業の任意とすること、再評価資産に対しては再評価税は20%を課すこと、の3点を骨子とした。もっとも、この時点では、為替レートも設定されず、経済安定の見通しも不確実であったため、この資産再評価問題の検討は、49年5月に来日したシャープ使節団の検討を待ってからとなった（堀越 1963：28-32、大蔵省 1950：1-4）。

49年9月15日にシャープによって発表された「勧告文」は、資産再評価の詳細な構想を示し、その骨子は、①49年7月1日で再評価すること、②再評価額に対する6%課税、③一律再評価の強制の3点にあった¹⁹⁾。このシャープ勧告は、再評価税をとらなす再評価を一律に強制する点で多くの論議を呼び、その後、日本側は、当時の「産業の実状に即した調整」として、再評価の強制を任意に改めるという重要な変更を加えた上で、1950年4月に資産再評価法が制定をみた。再評価の基準日、再評価税はシャープ勧告に従い、さらに、再評価税の納付は5年後まで延納可能とする一方、再評価にとりなす負債勘定に発生する再評価積立金の資本金組入は、3年後、1953年1月1日以降とすると定められた。

しかし、この第1次評価の実施は、法の制定と、それに基づく再評価の勧奨にもかかわらず遅れることとなった。第1次資産再評価の全対象企業に関する実績を要約した表3によれば、再評価実施率は74%にとどまり、しかも、同表の実施率は再評価実施会社をのみ集計したものであった。50年1月1日時点の法人数は25万社であったが、再評価を実施した企業は3万社程

度にとどまり、中小規模の企業の再評価は遅れていた。政府当局者の事前の予測によれば、第1次再評価前に、「全法人企業の固定資産を最高限度まで評価すれば、その総額1兆8千億円」と試算しており、そのうち「昭和25年度において実際に行なうものと考えられる再評価額は、減価償却資産についてはその限度額の約5割と見ても、約9千億円」（磯江 1951：3）と予想していた。したがって、実際、再評価が実施されたのは、最高限度額の40%、政府の控えめな期待すら下回っていた。

このように実施が予想を大きく下回る状況の下で、1950年後半から朝鮮戦争ブームの下で企業収益は大きく好転した。それを背景として、政府は51年3月、「資産再評価法を一部改正する法律」、「株式会社の再評価積立金の資本金組

入に対する法律」の2法を制定して第2次再評価を実施した。この第2次評価は、第1次再評価で最高限度まで再評価を行なわなかった資産を対象とし、さらに、53年1月1日以降となっていた再評価積立金の資本金組入を51年度に繰り上げる点を主内容とした。再評価の促進は、ここで資本構成の改善と明確に結び付けられたのである。ただ、注意を要する点は、この再評価積立金の資本金組入、及び新株発行は、「その配当金ないしは株価に対する影響において現株主に重大な利害関係がある」との判断から、株主総会の特別決議（過半数を定足数とする出席株主の議決権の3分の2以上で成立）を必要としたことである（磯江 1951：108-109）。この時点では、経営者が裁量的に資本金組入する余地は制約されていた。

表3 戦後の資産再評価(1)：全実施企業 (単位 億円, %)

	(1)	(2)	(3)	第3次再評価			
	1950, 51年 第1次・第2次再評価	1950年第1次 資産再評価	1951年第2次 資産再評価	1953年第3次 資産再評価 (任意)	1954年資本充実法による再評価		
	実施会社数	実施会社数	実施会社数	実施会社数	要再評価 実施会社	その他	合計
	36,117	30,910	7,619	1,467	1,791	10,756	12,547
	全資産	全資産	全資産	全資産	減価償却 資産	減価償却 資産	減価償却 資産
再評価限度額(A)	15,122	9,763	4,492	2,024	18,244	2,017	20,261
再評価額(B)	10,812	7,227	2,942	1,803	17,041	1,779	18,820
帳簿価格(C)	2,556	904	1,527	1,000	11,884	901	12,784
再評価差額(B-C)	8,256	6,323	1,415	803	5,157	878	6,035
時価・簿価比(A/C)	5.92	10.80	2.94	2.02	1.54	2.24	1.58
再評価税	496	N.A	N.A	48	N.A	N.A	N.A
実施率(B/A)	71.5%	74.0%	65.5%	89.1%	93.4%	88.2%	92.9%

(注) 1) 大蔵省 (1990：62) の第2次資産評価の限度額は誤記と見られるので、合計から逆算して修正。(1)欄には特例分が含まれる。
2) 1950, 51年の再評価の基準価格は、1949年6月。
3) 第3次評価 (1953, 4年) の基準価格は、1953年1月1日。
4) 第3次評価 (任意) は、1953年12月末日までに申告書を提出した法人について集計。
5) 資本充実法の実績は、1955年8月末日現在。
6) 要再評価会社とは、第3次評価を再評価限度額まで行なった場合、減価償却総額が1億円以上となるべき企業。
(出所) 大蔵省 (1990)、通産省 (1990)、磯江 (1951：1-2)、阪井・大倉 (1954：15-18)。

しかし、この第2次評価の進捗も期待に反して遅れることとなった。第1次評価を回避した中・小規模企業で進展が見られたもののその実施率は、第1次評価とほぼ同水準であり、70%前後とみてよい²⁰⁾。しかも、この間(49年6月から50年12月)に発生した34%の卸売物価の上昇が、再評価限度額の設定に考慮されておらず、したがって実際の実施率は、52%(70/1.34)程度であったこととなる。

この第1、2次評価の実績を比較再評価が進展したとされる大企業に即して確認しておく(表4-a)。ここでサンプルとした企業126社中、1950年度の第1次評価の実施額が判明する企業は116社(ただし、うち5社は、実施率が判明しない)、51年度のみに実施したことが確認される企業は4社であり、本稿のサンプル企業はほぼすべてが第1次評価を実施したこととなる。なお、サンプルの第1次再評価実施企業に対するカバリッジは簿価で50%以上、評価限度額で30%程度に達していた²¹⁾。注目されるべき特徴は、第1に、評価限度額/対象資産簿価は、全実施企業に比べてやや低く平均6.2倍であったが、サンプル企業の単純平均では7.44倍で、しかも、標準偏差が5.49と大きかったことである。部門別には、窯業、紙・パルプ、食品等が高いのに対して、重工業では相対的に低く、特に戦後改革期に増産の中心となった石炭鉱業で低い。第2に、実施率でみるとこれら大企業の再評価実施率は平均62%であり、全体に比べてやや低く、しかも、標準偏差が25%に達し企業間の分散が大きい。ちなみに、最低値は三井造船のわずか8%である。部門別にみれば、限度額/簿価倍率とは対照的に、軽工業の実施率が高いのに対して、重工業の実施率が低く、造船・電機は、50%以下にとどまった

(表4-b)。

このように第1次・2次評価が遅れた理由は、基本的には同法が資産再評価額、ないし規模を任意とし、しかも名目的な利益である再評価益に対して課税したためである。こうした制度的条件の下で、第1に、企業経営者は、再評価額に基づく減価償却額の支出が可能な収益があげうるか否か、さらに、6%の資産再評価税を納付し、しかも再評価額後の資産額を固定資産税の評価の基準とした場合の税負担の増加と、再評価によって損金算入する減価償却費の増加による租税負担の軽減とを考慮して再評価の実施を決定した。しかも、第2に、より短期的には、経営者は、再評価による償却費の増加、それによる利潤の圧縮を危惧した。既述の通りこの時期の資本市場はボラティルであり、企業経営者は、額面の配当率の引下が、株価の低下を招来すると理解していた²²⁾。この予測を前提とすれば、配当率の引下につながる再評価は将来の増資を困難とする一方、経営の自立性の危機を強めるの可能性を含むこととなる。さらに、第3に、再評価によって負債勘定に発生した再評価積立金は3年後には4分の3を資本に組入れることが要求されたから、企業は将来の増資分への配当負担を考慮して、再評価限度額を決定することとなった。既述の予測が支配的なもとでは、資産再評価法のこの資本金組入条項は、資産再評価の実施にあたって企業経営者を逡巡させた大きな要因であった(堀越1963:34)。

そこで、実際に、この第1次再評価の実施がいかなる要因によって決定されたのかを解明するために、サンプル企業に関して第1次再評価実施率(実施額/限度額)(REV50)を、企業の収益性、戦後改革のインパクト、企業の資本

表 4 戦後の資産再評価(2): 鉱工業大企業 (N = 126)

(a)全サンプル

(百万円)

	1950年第 1次資産 再評価	1953-54年	1953年第 3次再評 価(任意)	1954年資 本充実法 による再 評価
再評価実施会社	111	126	72	54
再評価限度額(A)	312,847	567,671	294,694	272,977
再評価額(B)	194,604	516,438	277,039	239,399
帳簿価格(C)	50,370	N.A.	N.A.	N.A.
再評価差額 (D = B - C)	144,234	N.A.	N.A.	N.A.
時価と簿価の乖離 (A / C)	6.21	N.A.	N.A.	N.A.
同上サンプル単純平均	7.44	N.A.	N.A.	N.A.
実施率(B / A)	62.2%	91.0%	94.0%	87.7%
サンプル平均(単純)	63.9	91.9	95.0	89.3
同標準偏差	24.9	8.5	6.8	9.0
最大値	100.0	125.0	103.1	125.0
最小値	8.1	76.3	76.3	80.0

(b)産業部門別

サンプル 企業数 N		第1次再評価						第3次再評価			
		実施 企業	再評価限 度額／固 定資産簿 価	再 評 価 額／再評 価限度額		参 考 ・ 全 企業 average		1953年第 3次再評 価(任意) 実施企業	1954年資 本充実法 による再 評価	再 評 価 額／再評 価限度額	
				Mean	St. d	Mean	St. d			Mean	St. d
食品	11	9	9.12	5.25	0.71	0.17	0.67	8	3	0.96	0.06
繊維	22	20	7.70	2.82	0.91	0.10	0.95	18	4	0.97	0.05
紙・パルプ	8	7	14.30	6.20	0.79	0.14	0.82	8	0	0.99	0.03
化学	18	13	6.35	3.47	0.62	0.13	0.74	7	11	0.89	0.08
石油精製	5	5	3.43	3.39	0.66	0.29	N. A.	2	3	0.94	0.08
窯業	6	6	17.53	12.72	0.59	0.18	0.71	5	1	0.97	0.06
鉄鋼	11	7	9.53	4.42	0.63	0.26	0.78	2	9	0.88	0.08
非鉄金属	4	4	8.24	4.43	0.53	0.18	0.53	3	1	0.92	0.08
産業機械	4	4	6.42	2.54	0.48	0.31	0.50	2	2	0.88	0.11
電機	7	7	4.37	1.06	0.44	0.18		4	3	0.83	0.02
造船	9	9	4.18	1.28	0.25	0.13		3	6	0.87	0.15
自動車・車両	8	8	6.19	3.20	0.53	0.23	0.71	5	3	0.92	0.07
石炭	8	7	1.93	0.91	0.61	0.08		5	3	0.85	0.08
金属鉱業	5	5	5.01	2.23	0.69	0.35		0.5	0	5	0.90
	126	111	7.44	5.49	0.64	0.25	0.69	72	54	0.92	0.08

〔出所〕東京証券取引所『上場会社総覧』, 経済企画庁 (1957), 三菱経済研究所『本邦事業分析』昭和30年度上期, p.22.

(注) 1) 再評価限度額/固定資産簿価は, 平均以上, 再評価額/再評価限度額は, 平均以下を太字とした。

構成, および規模等のコントロール変数に回帰
した以下の簡単な推計式を OLS で計測した。

$$REV50 = F(ROA_i, SPL, HCLC, SHO_i, BOOK_i, SIZE_i, Ind. Dummy) \quad (1)$$

ここで, $REV50$ は, 第1次再評価実施率

(実施額/限度額) であり, ROA (税引き後
利益/総資産) は総資産利益率を現す。利益金
処分を現す変数 SHO には, 内部留保率 ($INTP$)
と, 相対配当率 ($RINTP$ 定義は後述) をとっ
た。 SPL は戦後改革の財務面の打撃の代理変
数であり, 特別損失/払込資本金で定義され,
 $HCLC$ は株式所有面でのインパクトの代理変

表 5 第 1 次再評価実施に対する戦後改革の影響

被説明変数：REV50＝再評価実施率（再評価実施額／再評価限度額）

（下段は t 値）

N	(1) 93	(2) 93	(3) 92	(4) 78	(5) 78	(6) 87	(7) 88	(8) 88
<i>ROA</i> (q)	0.801*** 3.850	0.540** 2.554	0.365*** 3.265	—	—	0.975*** 4.091	0.570*** 2.663	0.691*** 3.206
<i>SIZE</i>	0.106*** 3.305	0.082*** 2.607	0.121*** 3.868	0.098*** 2.700	0.080*** 2.116	—	0.088*** 2.694	0.047 1.561
<i>SPL</i> ＝特別損失比率	-0.072** -2.468	-0.067** -2.306	-0.093*** -3.376	-0.040 -1.085	-0.040 -1.120	—	-0.054* -1.761	—
<i>HCLC</i> ＝株式譲渡	-0.245*** -3.009	-0.222*** -2.801	-0.215*** -2.669	-0.039*** -3.813	-0.304*** -3.401	—	-0.184** -2.141	—
<i>INTP</i> ＝内部留保性向	—	—	—	0.381** 2.932	0.291** 2.294	—	—	—
<i>RINTPI</i> ＝相対配当率	—	—	—	—	—	-0.280*** -1.833	—	—
<i>ZAIBATSU</i> ＝財閥系企業	—	—	—	—	—	—	-0.020 -0.308	-0.094 -1.487
<i>MB50</i> ＝メインバンク	—	—	—	—	—	—	0.003 0.071	-0.015 -0.334
<i>Ind. Dummy</i>	NO	YES	NO	NO	YES	NO	YES	YES
adj. R^2	0.348	0.414	0.323	0.284	0.346	0.198	0.445	0.405

1. *BOOK*（限度額／簿価）を含む推計では、*BOOK* は有意でなかったため、それを除いた結果を報告した。

2. 定数項、及び、評価限度額／対象資産簿価、産業ダミーの結果は報告していない。

3. 詳しい変数の定義は、Appendix を参照。

4. ***, **, *は、それぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意。

数であり、持株会社整理委員会議決株数／総発行株である。また、*SIZE*、*BOOK* は、コントロール変数で、それぞれ総資産の対数値、評価限度額／対象資産簿価であり、さらに表 4-b と同じ産業区分による産業ダミーを加えた。なお、*SHO*、*ROA*、*SIZE* は本来、前年度、または前年度末をとることが望ましいが、データの制約から、当年（1950年）をとった（詳しい変数の定義とデータ・ソース、記述統計量は Appendix 参照）。計測結果は、表 5 に要約されている。注目されるべきは、次の諸点である。

第 1 に、再評価の実施率は、当期の利益と強い相関をもった（コラム 1）。この結果は、産業ダミーを導入するとやや有意性が低下するが、基本的に支持される（コラム 2）。なお、コラム 3 には、*ROA* を q 1（時価）に代えた結果が示されているが、この結果も有意であ

る。つまり、収益の高い（株式市場の評価の高い）企業が再評価を進め、適正な償却を行なったのに対して、低収益（株式市場の評価の低い）企業は短期的には費用の増加、収益の圧縮につながる資産再評価が困難であり、この結果、過少償却、低蓄積が継続したことを示している。

第 2 に、再評価の実施は、戦時補償打ち切りによる打撃の大きい企業ほど遅れるという関係があった。この結果は、評価限度額／対象資産簿価 *BOOK*、産業ダミーの追加のいかんにかかわらずロバストであった。そして、そのマグニチュードは、推計により若干差があるが、コラム 2 によれば、企業再建整備のインパクトが平均（0.479）より 1 標準偏差（0.822）高ければ、再評価実施率が平均（63%）より約 6-7% 低下することを意味した。この事実は、企業再建整備のために大幅な減資を強制された企業

ほど、企業経営者は一時的な配当率の低下、利益率の低下をもたらす資産再評価に消極的であったことを示唆する。

同様に第3に、再評価の実施は、財閥解体による株式処分への打撃が大きい企業ほど資産再評価は遅れる傾向があった。この結果はいずれの推計でも1%水準で有意であり、ドッジライン直後の時点では、財閥解体措置による株式処分が企業の財務行動に大きな影響を与えていたことを確認することができる。そのマグニチュードは、同じく1標準偏差で測って6-7%である。

第4に、第1次再評価実施率は、企業の内部留保性向と正の相関をもった。コラム4、5によれば内部留保性向と実施率は正の有意な相関が確認され、第1次再評価の実施率が高い企業の内部留保性向は高い²³⁾。そのマグニチュードは、1標準偏差で計れば、5%前後である。もっとも、内部留保性向は、ROAと相関が高い。そこでコラム6では、各企業の実際の内部留保性向 *INTP* と、サンプル企業全体から計測された推計式に各企業のROAの実際値を外挿して算出された *INTP* との差をとった相対内部留保性向 *RINTP* を導入した。この操作によってサンプル企業の平均的なROAと内部留保性向との関係からの各企業の内部留保性向の乖離が得られる。再評価実施率は、この相対的な内部留保性向の水準と有意に正の相関を示した²⁴⁾。推計には多くの改善の余地があるから暫定的な判断であるが、配当性向を相対的に高めた企業は、同時に再評価を避け、資産の過小評価を選好する傾向が強かったと見てよからう。

なお、表5には、旧財閥系企業を1とするダミー変数 (*ZAIBATSU*)、及び新旧勘定合併時の民間の最大の貸手と50年9月の『会社四季

報』の筆頭取引先銀行が同一のケースに1を与えるダミー変数 (*MB50*) を追加した推計も掲げた(コラム7)。しかし、いずれも再評価実施率に有意な影響を与えておらず、企業・銀行間の安定的な取引、あるいは旧財閥系企業のネットワークはこの時点で再評価を促進する方向に作用していなかったと判断できる。むしろ、旧財閥系企業の *SPL*, *HCLC* が高いことから、両者を除くと、統計的に有意でないものの *ZAIBATSU* の符号は負であった(コラム8)。

以上の再評価の遅れは当然ながら償却の遅れと、負債構成の悪化の継続をもたらした。償却についてみれば(表6)、企業の配当率が著しく高い反面、企業の減価償却効率は、極めて低く戦前以下であった。部門別に見ると、電機・輸送用機械・産業用機械の償却効率が低い。戦前には償却率のデータを開示しない企業が多いため戦前との比較は留保を必要とするが、繊維、紙・パルプ、化学の償却効率は戦前よりはるかに低かった²⁵⁾。再評価の遅れと過少償却の関係を定量的に確認するために、ここでのサンプル企業に即して、1951年の償却効率(償却額/売上)を、資産再評価の実施率、及び規模その他の変数に回帰した簡単な計測によれば、1951年のサンプル企業の償却効率は、平均2%であったが、資産再評価が1標準偏差(26%)遅れた企業は、0.37%償却効率が低いと推計される²⁶⁾。

また、資産再評価の遅れは、バランスシートにおける過少資本の継続である。この程度を確認するために、償却効率の場合と同様にサンプル企業の52年度末の負債比率(負債/総資産、平均62.2%)を、資産再評価の実施率及びその他の変数に回帰して推計すれば、1標準偏差で

表 6 産業部門別減価償却効率（償却額／売上）

年 度	製造業計	食 品	織 維	紙・パルプ	化 学	金 属	産業機械	電気機械	輸送用機械	鉱 業
参考 1934-36	4.54%	6.02%	4.06%	6.81%	6.80%	2.96%	1.08%	2.12%	1.47%	1.59%
1950	1.33	0.86	1.03	1.52	1.82	1.80	0.98	0.84	0.81	3.81
51	1.58	0.94	1.48	1.69	2.37	1.77	1.10	1.36	1.12	4.29
52	1.90	0.80	1.86	2.50	2.54	2.44	1.95	1.48	1.28	4.02
53	2.43	1.01	2.32	2.31	3.16	3.25	2.29	2.21	1.88	3.63
54	3.49	1.20	3.71	4.18	4.06	4.39	3.89	3.23	3.36	5.31
55	3.77	1.24	4.50	4.26	4.39	4.53	4.17	3.22	3.45	6.33
56	3.54	1.26	4.54	4.16	4.58	3.94	3.49	2.65	2.77	6.40
57	3.69	1.32	4.96	4.79	5.10	4.04	3.89	2.63	2.88	6.56
58	4.31	1.48	5.91	5.96	6.11	4.71	4.05	3.03	3.80	6.53
59	4.46	2.61	5.76	5.75	5.92	6.31	3.94	2.85	3.50	6.31
1960	4.38	2.01	5.76	5.92	5.80	7.14	4.35	2.85	3.06	6.50
1961	4.87	1.95	4.74	7.31	5.80	6.81	4.71	3.55	3.99	6.62
55年-52年	1.88	0.44	2.64	1.76	1.85	2.09	2.22	1.74	2.16	2.31

〔出所〕三菱総合研究所『本邦事業分析』。

〔注〕1) 戦前の値は、償却効率が判明するサンプル数が少なく、参考にとどまる。

測った資産再評価実施率の負債構成（DA）に関する影響は約5%程度と推計される。もっとも、再評価額と同額の再評価積立金が負債勘定に発生するだけでは、実体的な変化はない。しかし、1951年以降には再評価積立金の早期資本金組入が可能となり、再評価を進めた企業の一部は、資産勘定で発生した再評価積立金を利用して無償交付を実施していた。51年の増資に占める無償交付の比重は23%と高く、しかもこの無償交付は有償増資と組み合わせられた（後掲表9）。

したがって、資産再評価の遅れは、償却の遅れを通じて企業の実体的な資本蓄積を阻害するばかりでなく、さらにこの資本構成の悪化の継続を介して投資に制約となったとみられる²⁷⁾。前者の点は、定義から明らかであろうから、後者の点、すなわち、資産評価の遅れ＝負債勘定における自己資本の不足がデフォルト・リスクの上昇を通じて、投資を制約する可能性があったかどうかを、1951.52年度のサンプル企業の投資に関して加速度因子を追加したケインズ型の投資関数を計測することによって確認してお

こう。推計された投資関数は以下の通りである。

$$I = F(ORR, c, dS, DA, CF) \quad (2)$$

ここで、 I は、規模で標準化された投資、 ORR は資本の限界効率、 c は資本コスト、 CF はキャッシュ・フロー、 dS は加速度因子である。焦点は、デフォルト・リスクの投資に対する影響であり、その代理変数として、ここでは負債比率（借入＋社債）／総資産を採用し、分母の資産を簿価とする変数 DA 、及び時価とする変数 CDA をそれぞれ計測した。詳しい定義は、Appendix を参照されたい。また、被説明変数である新規投資が負である場合をゼロとしたので、推計には片側 Tobit モデルを利用した。推計結果は、表7のとおりである。推計式のあてはまりは比較的良好で、限界効率の代理変数、加速度因子とも期待どおり有意に正であり、また CF の係数が正で有意であることからサンプル企業がこの時期流動性制約の下にあることも確認されるが、重要な点は、デフォ

ルト・リスクの代理変数である DA 、及び CDA の符号が有意に負であることである。この結果は、産業ダミーを導入しても支持される。このデフォルト・リスクの投資に対する制約のマグニチュードは、1 標準偏差 (0.13) で測って 5 ~ 6 % であった。つまり、51, 52 年の投資 (I_t/K_{t-1}) の平均が 28 % であるから、1 標準偏差の負債比率の上昇は、投資を平均に対して 20 % 程度引き下げることとなる。以上の点から、資産再評価の遅れは、企業の実体的な投資行動にも大きな影響を与えていたと判断してよいだろう。

したがって、やや図式的であるが、この時期の企業行動については、2 つの均衡があったと考えてよいだろう。

- 1) 1 つは、短期的な時間的視野に基づく“低蓄積”均衡とも呼ぶうるものである。必要とされる資産再評価を避けて、高配当性向 (率) を維持する一方、低い減価償却をつづけ、さらに資本構成の改善を回避す

る行動であり、当時「資本の食い潰し」と呼ばれた事態である。

- 2) いま一つは、“高蓄積”均衡であって、早期に資産再評価を試み、償却限度を拡大する一方、資本構成を改善し、かつ、再評価積立金の無償交付によって配当性向を引き下げる。ここでは、償却の増大、内部留保性向の上昇、資本構成の改善 (デフォルトリスクの低下) が進展することができる。

当時の大蔵省、通産省の政策担当者、及び経済団体、さらに経営者自身も、もとより後者を望ましいものと考えていた。しかし、実際には、低収益企業か、戦後改革期のバランスシート及び株式保有構造の打撃が大きい企業では前者の行動をとる傾向が強く、しかもそうした企業は、経済復興の要である重工業に多く属していた。低蓄積につながる短期的な経営行動は、株式が分散し、かつ資本構成が過少化していた当時の環境の下では、少なからぬ経営者にとって避け難い選択であった。

表 7 投資関数の推計結果 (Tobit モデル)

被説明変数 = I_t/K_{t-1}

N	200	200		
N. of positive observation	178	178		
	係数	t 値	係数	t 値
資本コスト = c	-30.886***	-2.765	-31.736***	-2.839
営業利益率 = ORR	0.473*	1.702	0.517*	1.861
キャッシュフロー = CF	0.163**	2.015	0.165**	2.054
負債比率簿価 = DA	-0.412***	-2.665	—	—
負債比率時価 = CDA	—	—	-0.463***	-2.856
売上高対前年増加比 = dS	0.380***	5.139	0.379***	5.145
SIGMA	0.267***	17.929	0.267***	17.933
log likelihood	-41.98		-41.46	
‘弾力性’				
CF	0.056		0.056	
DA (CDA)	-0.054		-0.058	

(注) 1) I_t/K_{t-1} は、1951, 52 年度をプールした。

2) 定数項、51 年度のデータに 1 を与えた年次ダミーは報告していない。

3) 3 標準偏差をこえる outlier は除去した。

4) ‘弾力性’ は、1 標準偏差 × 係数。

IV. ネットワーク形成による自発的再評価の促進：第3次再評価

朝鮮戦争の勃発はブームを将来し企業収益を好転させる一方、ドッジライン後安定していた物価水準は再び上昇し、1952年度末の物価水準は、第1次評価の基準となる1949年6月に比べて約2倍に上昇した（大蔵省 1978：43）。この結果、第1次再評価の物価を基礎とした償却の実施で資本維持が困難となった。1948年の通貨改革以降の西ドイツの急速な経済復興の主因の一つが、積極的な減価償却促進政策の採用にあると判断していた通産省と大蔵省は、この資産再評価問題を再び重要視した。またブームによって企業の収益は改善され、第1、2次再評価を回避した企業、あるいは充分に行なわなかった企業から第3次再評価を求める要望が強まった。「経済自立に対する最大の隘路」の一つとして資本蓄積の遅れを重視していた経済同友会は、52年11月、第3次固定資産再評価を求める「資本蓄積促進対策」を建議した（経済同友会 1956：468）。

こうした背景の下で、政府は1953年8月に資産再評価法を改正し、1953年1月1日を再評価日とする第3次再評価を実施した。ポイントは次の3点にあった。第1に、減価償却資産の再評価の限度額については、政策当局は1949年6月に比べて70%物価が上昇したと理解していたが、この朝鮮戦争後の物価上昇率よりはやや低く、第1、2次再評価の50%増に定めた。第2に、これまでの再評価が実施期間が短すぎるという批判があったため53、54年度中に各社1回づつ再評価を実施する機会を与えることとなった。また、第3に資本金組入れの限度をこれま

での4分の3から10分の9に引き上げた。ただし、要望の強かった再評価の強制、及び再評価税・固定資産税の減額に対しては、これまでの実施との平衡を維持するために再評価税は第1次、2次と同様とし、また再評価の強制は回避された（平井・大倉 1954：16-17）。

しかし、こうした措置にもかかわらず、その成果は表3の通り、再評価を企業の任意に任せていたため、実施率（再評価額/限度額）こそ高いものの、再評価の実施会社が少なく、そのため再評価実施額も第1・2次評価合計の5分の1程度にとどまった²⁸⁾。ここでのサンプルでも、再評価実施会社は、126社中、72社にとどまり、残余の54社はこの時点では資産再評価を回避した。部門別にみれば、軽工業の企業が再評価を自発的に行なっていたのに対して、重工業部門の経営者が、いぜん資産再評価の実施に逡巡していたことがわかる（表4-b）。とくに化学・鉄鋼・造船・電機産業に第3次再評価に逡巡する企業が多かった。

そこで、再評価が企業の選択に委ねられていたこの局面で、この資産再評価実施の選択がいかなる要因によって決定されたかを明らかにするために、Probit モデルを用いて、サンプル企業のうち1953年8月の改正資産再評価法に基づいて自発的に資産再評価をした企業に1、それ以外にゼロを与えた離散量の被説明変数を、(3)式で推計した。

$$\begin{aligned} REVD53 = F(ROA, SHO, SPL, \\ HCLC, SIZE, GOV) \end{aligned} \quad (3)$$

ここで、被説明変数の $REVD53$ は、『上場会社総覧』で再評価実施日を確認し、再評価実施日が、1953年1月-12月であった企業に1を

与えた。また、被説明変数は、前節の(1)式と同じく、*ROA* は前年の総資本利益率、*SIZE* は前年の総資産規模 (対数値)、*SHO* は利益金処分を現す変数、*SPL*、*HCLC* は、既述の戦後改革の財務面・株式保有構造面へのインパクトの代理変数である。

ところで、この第3次評価の第1、2次評価と異なる事態の変化は、講和条約の発効によってこれまで企業、特に旧財閥系企業の株式保有を制約してきた規制が撤廃され、旧財閥系企業の再結集、あるいは、のちに系列融資と呼ばれる企業・銀行間の長期関係の形成が進展したことである (宮島 1992)。そこで、企業経営者の第3次資産再評価の決定に、この時点のガバナンス構造が影響を与えたか否かをテストする

ために、企業集団、*MB* 関係を現すダミー変数を追加した。*KEIRETSU* は、この時期形成された住友・三菱グループ社長会 (白水会・金曜会) メンバー企業に1を与えるダミー変数であり、これに該当する企業は、推計に利用したサンプル企業108社中、17社である。*KEIRETSU* 2 は、それに三井グループ (月曜会メンバー企業) を加えたダミー変数であり、24社に1が与えられた。また、企業の財務選択に対する銀行の影響を捉えるために、1950年と、1953年の2時点の『会社四季報』記載の筆頭取引銀行が同一である場合に1を与えた *MB* ダミーを追加した。*KEIRETSU* ダミーとの重複を除くと64社である。さらに、この企業・銀行の強度を考慮して、*MB* ダミーが1でかつ規模で

表8 資産再評価の選択 (被説明変数=1953年の再評価の実施: Probit モデル)

(下段は *t* 値)

N	(1) 97	(2) 97	(3) 108	(4) 108	(5) 108
N. of positive observation	58	58	65	65	65
MB ダミーの定義	2 時点で MB が同一	2 時点で MB が同一	三井系を KEIRETSU 系列に追加	融資比率 LMB	保有比率 HMB
<i>ROA</i>	15.009*** 3.055	—	13.987*** 3.449	13.516*** 3.410	13.213*** 3.356
<i>INTP</i> =内部留保率	1.210 1.141	2.407** 2.397	—	—	—
<i>SIZE</i> =規模	0.344 1.178	0.250 0.868	0.457* 1.868	0.369 1.492	0.446* 1.839
<i>SPL</i> =特別損失比率	0.240 0.847	0.145 0.534	—	—	—
<i>HCLC</i> =株式譲渡	-0.464 -0.675	-0.739 -1.112	—	—	—
<i>KEIRETSU</i> =社長会メンバー企業	1.960*** 3.118	1.699*** 2.903	1.475*** 2.891	1.272** 2.217	1.361** 2.423
<i>MB Dummy</i>	0.784** 2.282	0.814** 2.412	0.389 1.243	-0.296 -0.868	0.121 0.369
<i>Ind. Dummy</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>R</i> ²	0.343	0.290	0.294	0.255	0.254
限界効果 (<i>dP/dX</i>)					
<i>ROA</i> (<i>INTP</i>)	3.967	0.671	4.057	3.993	3.915
<i>ROA</i> (<i>INTP</i>) の '弾力性'	0.188	0.116	0.192	0.189	0.186
<i>KEIRETSU</i>	0.518	0.474	0.428	0.376	0.403
<i>MB</i>	0.207	0.227	0.113	-0.088	0.036

1) 各変数の定義は、Appendix 参照。

2) 弾力性は、1 標準偏差×限界効果。

調整された融資比率が平均以上の企業に 1 を与える *LMB* ダミー (29社)、同じく *MB* ダミーが 1 で株式保有順位が都市銀行中 1 位の条件を満たす企業に 1 を与えた *HMB* ダミー (24社) を作成した (*MB* ダミーの作成の仕方は Appendix 参照)。また、株式の安定化の遅れの代理変数として証券会社の保有比率 *SEC53* を追加した。以上を変数とする (3) 式の推計結果は表 8 に要約されており、注目すべき点は次の諸点である。

第 1 に、*ROA* と再評価の実施との間にいぜん正の有意な相関がある (コラム 1)。その‘弾力性’は、1 標準偏差の *ROA* の上昇は、再評価の実施確率を 15% 前後引き上げる程度と考えられる。基本的に企業の自発的な再評価の決定は、その時点の収益力によって規定された。第 2 に、企業の利益金処分行動と再評価の実施との間にも有意な正の相関があった (コラム 2)²⁹⁾。高い内部留保性向を示した企業の再評価の実施確率が高いという第 1 次再評価とほぼ同じ関係がこの 53 年の再評価でも明確に確認することができる。しかし第 3 に、戦後改革のインパクトはこの時期に弱まりつつあった。*SPL* と実施確率との相関ほとんど無く、*HCLC* との相関は、産業ダミーを追加しない場合には有意に負であるが、(ただし、表掲されていない) 産業ダミーを追加すると有意性を失いロバストではない。そこで以下では自由度を確保するために *SPL* と *HCLC* を除いた推計結果を報告する。

さて、ガバナンス構造に目を転ずれば、最も注目されるのは *KEIRETSU* ダミーが、企業経営者の資産再評価の自発的な決定に対して有意な影響をもったことである。推計によれば同一の収益性をもつ旧財閥系企業と独立企業が存

在した場合、前者は後者に比して 40-50% 近く再評価の実施確率が高まることとなる。例えば、任意の再評価の遅れた企業の多い造船部門でも、三菱系 3 重工は一部の企業で収益が低いにもかかわらずいずれも第 3 次再評価を実施した。戦前以来の企業間のネットワークは短期的な視野に立つ財務行動からの脱却を促進する方向に作用した。なお、この *KEIRETSU* ダミーに三井系企業を加えた結果は、コラム 3 の通りである。三井系企業を加えた *KEIRETSU* の限界効果は低下しており、この時期の三井グループの機能が、三菱・住友系に比べて弱いことを示唆している³⁰⁾。

一方、*MB* ダミーも再評価の実施に対しては、正の効果をもった。ただしその限界効果は、*KEIRETSU* ダミーの 2.5 分の 1 程度である。ところで、既述の通り、コラム 1、2 の *MB* ダミーは 64 社を数えるから、*MB* 関係の強度を考慮に入れる必要がある。つまり、より強いステークをもつ銀行が企業の財務選択に明示的な影響力を行使したか否かをテストすることがここでの問題である。そこでコラム 4 では、先に定義したように融資比率を考慮したダミー変数、コラム 5 では保有株式を考慮したダミー変数を導入したが、いずれの場合も有意な結果は得られなかった³¹⁾。ダミー変数の設定の仕方にはいまだ改善の余地があり暫定的な結論とどまるが、この時期、銀行の役割は、短期的な経営行動を矯正するという積極的な意味ではなく、むしろ銀行との関係が安定していない限り企業は再評価の実施に逡巡するという消極的な意味で実施確率をやや高めたと見ることができる³²⁾。

最後に、この自発的な再評価を行なった企業の再評価実施率の決定要因にふれておこう³³⁾。

この自発的な再評価実施企業の平均実施率 *REV53* は95%で、標準偏差も6.8%と小さかった (表4-a)。しかも、注目されるのは、この *REV53* が *ROA* とは有意な相関を示さず、*HCLC*、*SPL* とのみ弱い負の相関を示したことである。実施を決定した企業の中では、戦後改革の打撃が大きかった企業のほうが実施率が低いという傾向が認められるが、しかしその効果は小さく1標準偏差で測って3%以下である。

以上の簡単な推計から明らかなように、53年末の時点では資産再評価問題はいまだ解決されていなかった。戦後改革による資本構成の変化と株式保有構造の変化は吸収されつつあったが、とくに収益率が低いか、ネットワーク形成の弱い企業では、いぜん過少資本-低償却-高配当-高デフォルトリスク-低投資という意味で“低蓄積”均衡で安定化する可能性をもっていたとみることができる。

V. “高蓄積”均衡の全面化： 資本充実法 (1954年7月)

こうした資産再評価の遅れに直面して、政府は新たな措置を講ずることを余儀なくされた。経済界からも53年秋、経済同友会が、資産再評価と資本金組入れの強制と、再評価税、固定資産税の免除を主たる内容とする「新資本決定法」の制定を強く要望した³⁴⁾。この試案が提議されて以来、政府部内でも強制再評価の方向で検討が進められ、54年2月18日には、「企業資本充実のための特別措置要綱」が発表され、資産再評価審議会の審議を経て、ほぼその要綱にそった法案が、1954年6月「企業資本充実のための資産再評価等の特別措置法」として制定を

みた (以下資本充実法と略記)。同法について注目すべき点は次の3点である。

第1に、何よりも大きな変化は、これまで企業の任意であった再評価を強制としたことである。同法は、第3次再評価を再評価限度まで行なった場合、減価償却資産が1億円以上となるべき企業を「要再評価会社」と規定し、この要再評価会社には、①再評価限度額80%以上の再評価の実施と、②再評価積立金の30%以上の資本金組入を強制した。

第2に、この強制を支える措置としては、最低限度以上の再評価を行なわなかった企業、及び資本金組入を回避した企業に対して、額面配当率20%以上の配当支払の禁止というパニシュメントを与えた³⁵⁾。他方、第3に、再評価と再評価積立金の資本金組入を促進するために、①再評価税の減免 (限度額の65%を超える部分の免税、それ以下の部分は従来の6%の2分の1の3%)、②固定資産税の減免、③配当原資の一部損金算入など、実施に対してこれまでにない強いインセンティブを企業に提供した。このうち、③のインセンティブの提供のために、租税特別措置法を改正して、増資後2年間を限り、配当金額のうち、年10% (無償交付分については5%) に相当する金額は法人税免除とし、この損金算入を認める条件として①80%以上の再評価の実施、②法定償却の範囲額90%以上の実施を定めた。なお、再評価の基準価格、実施期間は既述の第3次評価と同様であった (平井・大倉 1954, 堀越 1963: 35)。

以上の税制と、企業の資本構成に対する一連の措置は、きわめて効果的に作用したと見られる。前掲表3によれば、資本充実法の施行後、再評価は進展し、その実施額は要再評価会社合計で1.8兆円、実施率で93.4%に達した。大蔵

省は、当初再評価実施規模は1兆円程度と予測していたから、資本充実法の実施はそれを大幅に上回る効果を生み出した（平井・大倉 1954 : 33）。これまで相対的に小規模な企業、とくに低収益企業が再評価を回避する傾向があったから、この強制によってこれらの企業の再評価が促進された。

ここでのサンプルでみても、自発的な再評価を回避した企業54社すべてが再評価を実施し、その実施率（再評価実施額／再評価限度額）は、53年に自発的に再評価を実施した企業に比べてやや低いものの、89.3%に達した。また、企業は、再評価実施率の下限80%をクリアしたため、標準偏差もわずか9%と著しく小さかった（表4）。

もっとも、規制の枠内では、企業の再評価実施率はいぜん収益に規定されていた。資本充実法施行後に第3次再評価を実施したこの54社の再評価の実施率を、前節と同様の手法（注33参照）で(3)式右辺に回帰すれば、 REV_{54} は、 REV_{53} とは異なって ROA と5%水準で有意な正の相関を示した。その効果は3.3%と小さいものの、収益が低いほど実施率が低いという関係が80%以上の実施を強制された企業の中でも確認できる。この結果は、これらの企業では、私的なインセンティブに任せておけば再評価に逡巡する可能性がこの時点でも高く、この強制的な措置が、再評価の遅滞、過少償却の傾向のあった企業の再評価の促進に大きな意味をもったことを示唆している。

こうして1950年代前半に長く問題視されていた資産再評価の遅れは基本的に解決した。第3次再評価のもたらした効果を要約しておこう。

第1に、直接的には、固定資産額の増加は、期待通り減価償却の増加をもたらした。表6に

よれば、1955年の製造業平均の減価償却効率（減価償却額／売上）は、1950-52年までの2%以下の水準から4%弱までほぼ2倍に上昇した。とくに54年度に見られるジャンプが、資本充実法の効果を示している。産業別に見れば、これまで償却効率の低かった金属、機械、化学等の重化学工業部門の上昇が目立った。この償却効率の上昇には、1952年度から本格化した償却優遇制度の効果があり、両者の効果を区分するのは困難だが、双方の効果の結果、各部門の償却効率は上昇した³⁶⁾。この結果、我国企業の減価償却はその償却率（償却額／固定資産）でみて戦前水準を上回り、償却効率でも、戦前とほぼ同水準となった。また、国際的に見ても再評価後の償却率は、西ドイツには劣るものの、イギリスを上回り、アメリカ企業とほぼ同水準に達したと試算されている³⁷⁾。

第2に、資産再評価の進展は、負債サイドでは、再評価に見合った資本勘定の増加をもたらした。企業の自己資本比率は、1950年から1955年にかけていったん大きく改善した（表1）。また、ここでのサンプルでみても、自己資本比率は、1950年末度の32%から、1953、54年度に上昇し、55年末には40%前後に達した。もっとも、この自己資本比率の上昇は、それをもたらした再評価積立金が資本金に組入られない限り、それ自身としては名目的なものにとどまる（Teranishi 1995 : 416-17）。

しかし、資本充実法は、30%以上の再評価積立金の資本金組入を強制し、その効果もまた大きかったと見られる。再評価積立金を利用した株式の無償交付が進み、しかも、この無償交付と有償交付を組み合わせることによって、実際の資金調達が進展したからである。以下、この種のいわゆる「抱き合わせ増資」の先鞭を切っ

たといわれる三菱化成の事例を紹介しておこう。

肥料の第1次増産計画が立案された時点で、同社の借入残高は、半期の売り上げを越えており、借入の増大は限界に近づいていた。そこで、同社の取締役会は、54年12月、再評価積立金の資本金組入によって短期間に大幅な増資を行ない、企業体質の強化を図るという「積極的財務政策」をとることを決定した。この資本金の増大にともなう支払配当の増加に対しては、当時25%であった配当率を10%に低下させる代わりに、再評価積立金を資本に組入れ、小刻みの無償交付を4期継続して行なうという案であった。この決定に基づき、55年4月から翌56年9月まで、10:1の比率で、無償交付を行なう一方、55年4月と56年12月に、それぞれ1:1, 1:0.25の株主割当増資を行なった。その結果、同社の資本金は急速に増加し、自己資本比率も25%から39%に急上昇した³⁸⁾。

もっとも、この時点では、再評価積立金の資本金組入は、株主総会の特別決議を必要とした

から、経営者にとっては自由度にやや制約があった。この点との関連では、1955年に商法が改正され、株主割当増資が、取締役会限りで可能となったこと、また、1959年に資本組入法が改正されて、この再評価積立金の資本金組入、及び新株発行が取締役会の決議のみで可能となったことが促進的な役割を担った。この制度変更を背景として、無償交付と有償増資を組み合わせ、株主割当で行なうという増資形態は、1954年以降増加した。増資に占める無償交付の比重は、54年以降再び上昇し55、56年もそれぞれ20%以上を示し、いったん低下した後59年には再び20%を超えた(表9)。これが、資本金組入の条項の効果であった。

しかも、第3に、この再評価は、企業・銀行関係の緊密化、安定株主の進展に貢献した。再評価積立金の資本金組入を梃子とした増資は、株主割当のみでなく、第3者割当によっても行なわれ、この過程で安定株主の比重が徐々に上昇した。この点は、必ずしも直接的な推計ではないが、1955年の企業の株主の安定化の度合い

表9 株価・株式市場・増資

	旧東証 株価平均	時価総額 (10億円)	時価総額/ 名目GNP	有配会社 平均配当率	配当性向 (上期)	上場会社 増資合計 (億円)	無償増資 (億円)	構成比
1949	149.96	122	4.5%	12.18	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
1950	101.73	169	5.0	13.94	33.0%	N.A.	N.A.	N.A.
1951	136.10	257	5.9	21.38	20.1	467	107	23.0%
1952	245.67	641	12.9	25.75	42.5	865	142	16.4
1953	390.90	847	15.0	22.34	49.9	1,151	147	12.8
1954	340.79	743	12.4	19.77	57.4	1,104	215	19.5
1955	374.00	1,058	16.2	17.39	62.4	832	180	21.6
1956	485.33	1,640	22.2	16.53	52.5	2,024	453	22.4
1957	535.57	1,675	20.3	15.42	52.9	2,284	300	13.1
1958	571.97	2,323	27.8	14.27	77.4	1,884	215	11.4
1959	821.52	3,777	39.0	13.51	63.1	1,979	414	20.9
1960	1116.62	5,411	46.8	13.42	57.6	3,836	512	13.3

(出所) 東京証券取引所『証券統計年報』、三菱経済研究所『本邦事業分析』、大蔵省(1978)。

を、53、54年の再評価の実施率、並びにその他の変数に回帰した簡単な計測の結果からも確認できる³⁹⁾。再評価の実施率と、金融機関の持株比率、及び、金融機関の持株比率+事業法人持株比率で測った「安定株主」保有比率との間には正の相関があった。その「弾力性は」、実施比率1標準偏差の上昇に対して金融機関が、1.6%、「安定株主」が2.1%と一見小さいが、53年9月から、55年9月までの金融機関保有比率、及び「安定株主」保有比率の上昇はそれぞれ5.9%、6.1%であり、安定度の上昇の実施率に対する感応度はけって小さくない。

最後に、固定資産の再評価、それに照応した自己資本勘定の増加、株主安定化を基礎とした既存株主への無償交付は、額面の配当率の急速な低下をもたらした。55年以降、償却率の上昇の反面で、額面の配当率は急速に低下した（表9）。もっとも、再評価分の増資の結果、必ずしも配当性向が劇的に低下したわけではない。配当性向は、神武景気に入ると上昇し、また、配当率の利益率に対する感応度（係数）は50年代前半に比べて低下したものの、いぜん有意であった（宮島 1996：表6）。

VI. 結びに代えて： 高度成長の出発点

以上、1950年代前半の資産再評価問題を追跡してきた。資産再評価問題は、これまで必ずしも注目されてこなかったが、戦後改革のショックを吸収し、後の高度成長を可能とする企業の資本構成、ガバナンス構造を形成する上で、重要な位置を占めていた。

第1に、資産再評価は、戦後のインフレと、株式保有構造の解体の結果発生した企業の過少

償却問題を解決した。通常、産業合理化政策の一環としての加速度償却の導入が重視されるが、資産再評価の強制もまた重要な意味をもった点を強調しておこう。とくに、重工業部門の資産再評価の遅れが深刻であったから、再評価の強制の持った意味は大きい。第2に、資産再評価にともなう負債勘定の変更の結果、企業のデフォルトリスクが低下した。1950年代前半の自己資本比率の水準は、たんなるバランスシート上の変化の側面が強調されることが多いが、実体的な変化をとまっていたことが重要である。この1955年が1945年以降の企業の財務構成における自己資本比率の最高点であり、これ以降1975年までは低下しつづけることは改めて注目されてよい。

さらに第3に、1950年代の資産再評価の促進は、この時期進展した企業間のネットワークの形成と相互促進的な関係を通じて戦後の日本企業を特徴づける行動様式の形成に寄与した。基本的な論理はこうであろう。市場経済復帰直後の企業行動は短期的な視野に立つ“低蓄積”均衡と長期的視野に立つ“高蓄積”均衡が並存し、資産再評価にもこの行動様式の差が反映されていた。しかし、講和前後に進展したアメリカ的法制度の修正（日本化）の下で戦前以来の関係を基礎とした旧財閥企業の再結集と、戦時以来の企業・銀行関係の安定化が進み、この企業間及び企業・銀行間のネットワークの形成には第1・2次再評価による再評価積立金の資本金組入が促進的役割を果たした。そして、このネットワークの形成は、ひるがえって第3次再評価における自発的な再評価実施の重要な促進要因となった。短期的な視野に立って行動する株主からの経営者の隔離は、長期的視野に立つ財務行動をとることを可能としたのである。もっ

とも、この任意の再評価の段階では、いぜん独立系企業で短期的な視野に立つ企業行動が残った。これを長期的な視野に立つ“高蓄積”均衡に転換する点で重要な意味を持ったのが、資本充実法による再評価の強制であった。そして、この再評価の強制によって戦後改革期に発生したバランスシート上の歪みは基本的に矯正された。しかも、再評価の結果負債勘定で発生した再評価積立金は、55年以降企業経営者がその資本金組入、株主への無償交付を通じて株主の安定化を進める重要な手段となった。こうして50年代初頭に見られた企業経営の短期性、あるいは“低蓄積”均衡の可能性は完全に払拭され、日本企業は高度成長の出発点に立ったのである。

もっとも、1955年の時点で、通常想定される日本の企業システムが安定的に形成されていたわけではない。一方で、株主の安定化は、いまだ経営者の観点から不十分であった。この点は、50年代後半でも証券会社への保有依頼（事実上の自己株保有）を続ける企業が存在し、社会問題となった点から伺うことができる（鈴木1992）。また、投資信託に依存した株主の安定化は企業経営者を高配当率への考慮から完全に解放しなかった。他方、MB関係はいぜん形成過程にあり、いまだ企業と銀行の相互コミットによって特徴づけられる関係が全般化したとはいえない。とくに重要な点は、経営危機に陥った企業に対するルールが、企業・銀行の双方に共有された知識となっていなかった点である。取引先企業が金融の危機に陥った際に、銀行が負担を甘受しながら、救済にあたるというMB関係を特徴づける慣行がこの時点で社会的規範になっていたわけではない⁴⁰⁾。

さらに、企業の投資行動にとって、流動性制

約とともにデフォルトリスクが大きな制約となっていたと見られる。既述(2)式を利用した暫定的な高度成長期の投資関数の推計によれば、1955-60、1961-65年のサンプル企業の投資行動は、キャッシュ・フローと正、負債比率と負の相関を示していた。こうした投資の制約がメインバンク・企業集団の形成を通じて実際に緩和され、投資を促進したのか否かを厳密にテストすることは、筆者の今後の重要な課題である。

データ・Appendix

1. サンプルの抽出

ここでは、まず、三菱経済研究所『本邦事業分析』等を利用して、1937年、1955年の総資産上位100社リストを作成し、いずれか1時点でのこのリストにある企業をプールしてえられた企業133社のうち、戦後存続した企業計126社をサンプルとした。

2. 資産再評価の選択

<財務変数>

REV_i : 再評価実施額/再評価限度額。データは、前掲『上場会社総覧』。

$REVD_i$: 第3次再評価を自発的に実施した企業に1、それ以外を0とするダミー変数。

$SIZE$: 総資産 ASS の対数値。

DA : 負債比率 (負債 DEBT (借入+社債)/総資産 ASS)。

CDA : 負債比率 (負債 DEBT (借入+社債)/総資産時価 CASS)。

総資産時価は、本来総資産簿価を再評価対象資産と、それ以外に区分する必要があるが、不可能なため、 $CASS = ASS + (\text{再評価限度額} - \text{実$

施額)で算出。

ROA : 総資本利益率。

$INTP$: 内部留保性向 (内部留保/税引後利益)。

$RINTP$: 相対内部留保性向。 $RINTP = INTP - INTP^*$ で推計。ただし $INTP^*$ は、サンプル企業についてまず $INTP = aROA + b$ を推計し、その推計式に各企業の ROA を外挿して算出。

DEP : 償却効率=減価償却額/売上。

以上の財務データは、1955年まで、三菱経済研究所『本邦事業分析』、1956年以降は、日本開発銀行『開銀財務データバンク』(CD-ROM版)による。

$q1$: 企業価値/純資産、または総資産時価。

$q2$: 企業価値+負債/総資産、または総資産

時価。

企業価値の算定にあたっては、株価の年間平均値を採用した。データは、東京証券取引所『上場会社総覧』。

<戦後改革のインパクト>

SPL : 特別損失比率 (特別損失/払込資本金、集中排除法指定時1947年)。データは、宮崎他 (1982)。

$HCLC$: 集中排除法指定時における発行株式中、持株会社整理委員会、閉鎖機関整理委員会、戦時金融金庫その他閉鎖機関、大蔵省、指定持株会社、指定家族保有分の合計の比率。データは、持株会社整理委員会 (1950)。

<ガバナンス変数>

$ZAIBATSU$: 旧3大財閥直系企業に1を与えたダミー変数。

表 Appendix1 基本統計量

N=89

		Mean	St. d
再評価実施率 (1950)	$REV50$	0.640	0.260
総資本利益率 (1950)	ROA	0.099	0.113
企業価値/純資産 (時価換算)	$q1$	0.289	0.207
総資産対数値 (1950)	$SIZE$	8.687	0.746
特別損失比率	SPL	0.474	0.867
株式譲渡比率	$HCLC$	0.322	0.282
相対内部留保性向	$RINTP$	0.008	0.149
内部留保性向	$INTP$	0.666	0.178
再評価限度額/資産簿価	$BOOK$	7.147	4.203

表 Appendix2 相関マトリクス

	$REV50$	$q1$	ROA	SPL	$HCLC$	$RINTP$	$INTP$	$SIZE$
$REV50$	1.000							
$q1$	0.367	1.000						
ROA	0.476	0.248	1.000					
SPL	-0.264	-0.135	-0.213	1.000				
$HCLC$	-0.352	-0.290	-0.214	0.240	1.000			
$RINTP$	0.225	0.135	0.118	0.226	0.065	1.000		
$INTP$	0.394	0.229	0.552	0.121	0.062	0.893	1.000	
$SIZE$	0.213	-0.087	0.032	0.331	0.185	0.151	-0.042	1.000
$BOOK$	0.304	0.436	0.158	-0.162	-0.367	0.304	0.143	-0.162

MB50 : 新旧勘定合併時点の最大の民間の貸手が、50年9月時点の『会社四季報』記載の筆頭銀行と同じである場合1をとるダミー変数。

KEIRETSU : 三菱・住友社長会構成企業のメンバー企業の場合1をとるダミー変数。

KEIRETSU2 : *KEIRETSU* 企業と三井月曜会メンバー企業に1を与えたダミー変数。

MB53 : 50年9月の『会社四季報』記載の筆頭銀行が、53年9月と同じである場合1をとるダミー変数。

*MBR** : 規模で調整したMB融資比率。

RMB : *MB53*の条件を満たし、上記*MBR**が正である企業に1を与えたダミー変数。

HMB : *MB53*の条件を満たし、かつその銀行の持株比率が銀行中1位である場合1をとるダミー変数。ただし、大和銀行は信託勘定での株式保有があるため都市銀行にカウントしない。

HMB2 : *MB53*の条件を満たし、かつその銀行の株式保有比率が3%を越える場合1をとるダミー変数。108社中7社。

SEC_i : 証券会社の保有比率

いずれの変数も、東京証券取引所『上場会社総覧』、日本経済新聞社『会社年鑑』、ダイヤモンド社『会社要覧』各年版。

以上の変数の記述統計量と変数間の相関は、表Appendix 1 - 2に要約されている。

3. 投資関数の推計。

(2)式のモデルの設計、変数の選択は、岡崎・堀内(1992)、花崎・蜂須賀(1997)に従った。

I_t / K_{t-1} : 投資 (K_t (固定資産) - K_{t-1} - 建設仮勘定)。

51年度に第2次再評価の実施が確認された企業4社については、 I_t から再評価分を除去したが、第2次評価を行なったにもかかわらず、そ

れが確認されていないため、 I_t が過大に評価される可能性が残っている。

ORR : 総資本営業利益率 (前期)。

c : 自己資本 (E)、負債 ($DEBT$) コストの加重平均値 (前期)、すなわち、 $(c_e * E + c_b * DEBT) / ASS$ 。ここで c_e は株式平均利回り、 c_b はコール・レート。データは大蔵省(1978)。

dS : 売上高の対前年増加率。

CF / K_{t-1} : キャッシュ・フロー (税引き後利益 - 配当)。

DA : (借入 + 社債) / 総資産 (簿価・前期末)。

CDA : (借入 + 社債) / 総資産 (時価・前期末)。

なお、新規投資ではなく、更新投資を含めた I_t の推計も行なったが、 DA の効果について結果は変わらない。各変数の記述統計量は以下の通り。

表 Appendix3 投資関数基本統計量

	Mean	St. d
投資 = I	0.282	0.379
資本コスト = c	0.099	0.006
営業利益率 = <i>ORR</i>	0.163	0.108
キャッシュフロー = CF	0.220	0.342
負債比率簿価 = DA	0.305	0.132
負債比率時価 = CDA	0.273	0.125
売上高対前年増加比 = dS	0.330	0.373

注

- われわれの戦前の企業システムの理解は、むしろ、企業特殊的熟練の形成、新興、二流財閥を含む財閥系企業間のネットワークの形成の点で、戦後の企業システムとの連続面を重視している。
- この myopia の前提には、株主と経営者の情報の非対称性が仮定されている。
- かつて寺西 (1982 : 424-25) は、高度成長期の金融機関システムと金融政策に関して、「戦後の新たな経済課題に対処して、新たに選択されたものであり、その後も与えられた特定の条件の下で選択されつづけた点を強調した。本稿の分析視角は主体的選択に注目する点でその延長線上に立つ。
- 当初政府は、戦時補償の打ち切りが、「経済復興に悪影響を及ぼすとの判断から」、企業の純資産時価 (現存資産時価 - 外部負債) がマイナスの場合、つまり、企業が負債超過に陥っている場合、その差額まで戦争保険金

- を企業に支払う案を策定していた。
- 5) 詳しくは、大蔵省 (1983)、最近の成果として星 (1996) 参照。
 - 6) 大蔵省 (1978: 272, 284)。財産税課税対象資産の内訳で見れば、株式は160億円 (20%) であったが、株式が他の資産に比べて流動化が容易であったことを考慮すれば、上記の割合以上の大資産家の保有株式の売却、あるいは現物支払いがあったとみられる。
 - 7) もっとも詳細な整理は、大蔵省 (1979)、簡潔には宮島 (1992, 1995a) 参照。
 - 8) こうした特徴が形成されたのは、第1に、追放後の経営者の指名は、これまでの大株主に代わって最大の株主となった HCLC の承認を必要としたことである。そして、第2に、経営者の選任に、この時期飛躍的に経営内で発言力を高めた労働組合が関与したからであった (岡崎 1993; 宮島 1995b)。
 - 9) 詳しくは岡崎 (1993)、宮島 (1995b)。
 - 10) 一般的にある株主のモニターに対するインセンティブは、株式保有比率と正に、他の株主の保有比率に負の相関を示す (Jensen and Meckling 1976, Yafeh 1994)。
 - 11) 主要産業からピックアップした80社をサンプルとする暫定的な推計では、1931-37年のみでなく、1937-42年の減価償却効率も、利益率 (ROE , ROA) と有意に相関した。
 - 12) 1950年の商法改正をコーポレート・ガバナンス論から明確に位置付けたのは、岡崎 (1993: 136-37) である。ただし、岡崎 (1993) が取締役会の権限強化を強調するのに対して、本稿は、少数株主の権利の保護がすくなくとも法文上著しく強いことを強調する点で、橋本 (1995) の延長線上にある。
 - 13) いったん株主総会で定款に記載される株式総数が決定されれば、取締役会の決議によって随時発行できる。なお、授權資本額の限度は、既発行株数の4倍である。他にも、社債、転換社債の発行等に関して取締役会の権限が強化された (矢沢 1966: 77-80)。
 - 14) 深尾・森田 (1996: 第2章) は、1990年代に即してであるが、わが国の商法が株主に保障する権利は国際的に見て広いことを明らかにしている。
 - 15) 寺西 (1993)、伊藤 (1995) 第3、4章、岡崎 (1995b)。
 - 16) そこでは、融資幹旋が「相互的な delegated monitoring のネットワーク」を一挙に形成することを通じてメインバンク制の定着に影響を与えた点が強調されている (岡崎1996: 52)。ただし、融資幹旋とMBシステムとの関係については、異なった見方もある (杉浦 1996: 278)。
 - 17) 新旧勘定合併時のデータは、『過度経済力集中排除法・手続記録』(各社)。『会社四季報』が企業自らによるMBの特定化として有効な方法である点については、広田 (1997)。
 - 18) 経過は、通産省 (1990: 366-368) に詳しい。
 - 19) 法人擬制的発想に立つシャープらの構想では、資産再評価は、減価償却の適正化と同時に、預金、社債に比べてインフレ利得が発生していた個人の譲渡所得 (キャピタルゲイン) に対する課税の適正化をも目的としていた (大蔵省 1977: 76)。
 - 20) ただし、この実施率は、誤記と見られる限度額を修正した数値であり、修正前では、84%となる。なお、磯江 (1951: 1-2)、阪井・大倉 (1954: 15-18)、によると実施率は、73%である。
 - 21) ただし、第1、2次評価の合計を分母にとるとガバリッジは20%程度である (表3参照)。
 - 22) 大蔵省側の説明でも、「現実の経済常識上一株の額面金額ないしは発行価額に対する配当率が問題とされ、経営のメドも自ずからこれに置かれている」点が繰り返し指摘されている (平井・大倉1954: 32, 35)。
 - 23) 内部留保性向は ROA と相関が高いため説明変数に両者を同時に導入することは回避した (表 Appendix 1 参照)。
 - 24) ただし、規模、産業ダミーを追加した推計の結果は符号条件を満たすものの統計的に有意ではない。
 - 25) 概括的にいえば、繊維、紙・パルプ部門の戦前の財務指標のディスクローズの度合いが高く比較はほぼ信頼できるが、重化学工業は参考程度にとどまる。
 - 26) コントロール変数として、総資産簿価の対数値、前期の ROA を説明変数に加えた。
 - 27) 大瀧 (1997: 22-23) は、このデフォルトリスクの投資に対する制約を流動性制約以上に重視している。
 - 28) もっとも、表2は、1953年12月までに申請書を提出した企業のための集計でやや過小評価しているかもしれない。サンプル企業の任意段階の合計値が、全実施企業を上回るからである。
 - 29) ただし、内部留保性向を相対内部留保性向に代えた推計では、符号条件は満たすものの有意でない。
 - 30) この結果は、戦後の三井系の「結集」が遅れ、「結束」が弱いというしばしば指摘される事実と整合的である。
 - 31) 少数株主の権利の分岐点保有比率3%にある点に注目したダミー ($HMB2$) を HMB に代えた計測も試みたが同様に有意でない。
 - 32) なお、 $SEC53$ を追加した推計も試みたが有意でない。結果は報告していない。
 - 33) いわゆる Hechman 2段階推定法を用いて、 $REVD53$ が1をとった企業の実施率を(3)式で推計した。
 - 34) 経済同友会は、資本構成の正常化に強い問題意識を持っており、有名な「われらの覚悟」(1953年11月17日)にも第3項目に掲げられている (経済同友会 1956: 512)。
 - 35) 当初案は、資本金組み入れ比率の下限を40%とし、配当支払いを15%に制限していたが、衆議院の審議で修正された (平井・大倉 1954: 32-38)。
 - 36) 厳密な区分は困難であるが、大蔵省の試算では、資本充実法施行前後の時点で、取得時点別の企業の資産構成は、戦前・インフレ期 (1949) 年までと、1950年以降とではば同額 (平井・大倉 1954: 28, 経団連 1965. 36) と試算されている。
 - 37) 製造業の減価償却率による比較によれば、日本10.87%に対して、アメリカ11.24%、イギリス、7.01%、また西ドイツは、13-16%と試算されている。三菱経済研

究所『本邦事業分析』昭和30年度上期版, pp. 23-25.

- 38) 三菱化成株式会社『三菱化成社史』1981年, pp. 222-23. 同様に早い事例としては, 1954年11月の日本石油の事例が知られる日本石油株式会社『日本石油100年史』1988年, pp. 556-57.
- 39) この推計式には, 他に53年度の株式保有比率, 負債比率, ROA が加えられている。
- 40) 例えば, 1954年, 業績を悪化させた三井精機では, 銀行の内では, 三井直系として「上位にランク」されていたにもかかわらず, 三井銀行が「救済」を放棄し, 会社更正法によって再建を選択した (宮島 1996: 77, 80-92)。

参考文献

- 磯江重泰 (1951), 『再々評価及び資本組入詳解』港出版合作社。
- 伊藤修 (1995), 『日本型金融の歴史的構造』東京大学出版会。
- 岡崎竜子・堀内昭義 (1992), 「設備投資とメインバンク」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』東京大学出版会。
- 岡崎哲二 (1993), 「企業システム」岡崎哲二, 奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。
- (1995 a), 「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展」青木昌彦, ドナルド・ドーア編『システムとしての日本企業』NTT出版。
- (1995 b), 「第2次大戦期の金融制度改革と金融システムの変化」原朗編『日本の戦時経済: 計画と市場』東京大学出版会。
- (1996), 「戦後経済復興期の金融システムと日本銀行融資幹旋」『経済学論集』61-4: 32-56。
- 大蔵省理財局・主税局共編 (1950), 『資産再評価法の解説』日本経済新聞社。
- 大蔵省 (1977), 『昭和財政史 終戦から講和まで: 8 租税(2) 税務行政』東洋経済新報社。
- 大蔵省 (1978) 『昭和財政史 終戦から講和まで: 19 統計』東洋経済新報社。
- 大蔵省 (1983), 『昭和財政史 終戦から講和まで: 13 金融(2) 企業財務・見返資金』東洋経済新報社。
- 大蔵省 (1993), 『昭和財政史 昭和27-昭和52年: 6 租税』東洋経済新報社。
- 大瀧雅之 (1997), 「日本の景気循環と経済成長」浅子和美・大瀧雅之編『現代マクロ経済動学』東京大学出版会。
- 川北英隆 (1995), 『日本型株式市場の構造変化: 金融システムの再編成とガバナンス』東洋経済新報社。
- 経済企画庁 (1957), 『戦後日本の資本蓄積と企業経営』至誠堂。
- 経済同友会 (1956), 『経済同友会10年史』。
- 杉浦勢之 (1996), 「戦後復興期の銀行・証券: 「メインバンク制」の形成をめぐる」橋本寿朗編『日本企業システムの戦後史』東京大学出版会。
- 鈴木邦夫 (1992), 「財閥から企業集団・企業系列へ: 1940年代後半における企業間結合の解体・再編過程」『土地制度史学』135: 1-18。
- 通商産業省編 (1990), 『通商産業政策史 6 第Ⅱ期自立基盤確立期(2)』通商産業調査会。
- 寺西重郎 (1982), 『日本の経済発展と金融』岩波書店。
- (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。
- 橋本寿朗 (1995), 「日本企業の戦後の変容」『学術月報』48巻4号。
- 編 (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。
- 花崎正晴・蜂須賀一世 (1997), 「開銀融資と企業の設備投資」浅子和美・大瀧雅之編『現代マクロ経済動学』東京大学出版会。
- 平井迪郎・大倉真隆 (1954), 『資産再評価強制措置法解説』柏林書房。
- 広田真一 (1997), 「日本のメインバンク関係: 1964-1992年」『経済学論叢』(同志社大学)

- 43-3 : 457-82.
- 深尾光洋・森田泰子 (1996), 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。
- 星岳雄 (1995), 「戦後日本の金融機関と企業の再建整備」一橋大学『経済研究』46巻1号 : 31-42.
- 堀越禎三編 (1963), 『経済団体連合会10年史 下』経済団体連合会
- 宮崎正康・富永憲生・伊藤修・荒井功・宮島英昭 (1982), 「占領期の企業再編成」『年報・近代日本研究 4 太平洋戦争』山川出版社。
- 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。
- (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』112 : 57-98。
- (1995 b), 「専門経営者の制覇 : 日本型経営者企業の形成」, 山崎広明・橋川武郎編『日本経営史講座』岩波書店。
- (1996), 「財界追放と経営者の選抜 : 状態依存 (Contingent) ガバナンスの形成」橋本寿朗編『日本企業システムの戦後史』東京大学出版会。
- 持株会社整理委員会 (1950), 『日本財閥とその解体資料』。
- 矢沢惇編 (1966), 『講座現代法 第9巻 現代法と企業』岩波書店。
- Jensen, Michael C and Meckling (1976), "The Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3 : 305-60.
- Teranishi, Juro (1995), "Saving Mobilization and Investment Financing during Japan's Postwar Economic Recovery", in and Aoki, Masahiko and Hyung-Ki, Kim eds. *Corporate Governance in Transitional Economies : Insider Control and the Role of Banks*, The World Bank, Washington.
- Stein, Jerrmy C. (1988), 'Takeover Threats and Managerial Myopia', *Journal of Political Economy*, 96-11 : 61-80.
- Yafeh, Yishay (1994) "Corporate Ownership, Profitability and Bank-Firm Ties: Evidence from American Occupation Reforms in Japan", *Journal of the Japanese and International Economies*. 8 : 155-173.

(早稲田大学商学部教授)