

武田晴人著

『日本経済の発展と財閥本社』

——持株会社と内部資本市場』



評者：大石 直樹

1 本書の目的

本書は日本経済史・経営史・産業史を専門とする著者が、近代日本の経済発展において中心的な役割を果たした財閥（三井・三菱・住友）を分析対象として、多角的な事業展開から本社の持株会社化とコンツェルン組織への変容を経て、戦時期の組織の巨大化と戦後の解体に至るまでの財閥の生涯を描いた研究書である。1980年代以降、著者が行ってきた財閥史研究を中心に編纂された重厚な実証研究である本書は、財閥を「金融資本」と見做し、「自己金融的蓄積形態」と意義付けた柴垣和夫の財閥論にまで遡りながら、先行研究の批判的継承と統合による新たな財閥史像を提示するというスタンスが貫かれている。そこでは、「財閥それ自体を日本資本主義分析のなかでどう位置づけるか」という意識が希薄化した研究の現状を批判した上で、「財閥史の研究が明らかにすべき課題が何であるか」を議論すべく、「新たな資本蓄積の仕組み」として、金融資産操作を通じた「資本の流動化」に焦点を定めることで従来の研究を乗り越える財閥史を目指すことが序章において宣言される。

本書のタイトル「日本経済の発展と」に続く

単語として「財閥」ではなく「財閥本社」が選ばれているのは、近代以降の成長産業の変遷に際して、財閥がいかに対応していったのかを、「資本流動化」の中枢に位置した本社に注目して論じるという分析上の狙いが込められている。著者の別の表現によれば、「なぜ財閥が経済発展に柔軟に対応して日本経済に君臨し続けたのか」（武田 2022）という問いに、財閥本社の役割に注目することで答えようとしたものである。

以上のような観点から財閥を考察するに際し、財閥家族（同族）－財閥本社（持株会社）－財閥傘下企業（子会社）の三層から構成される仕組みとして財閥を認識した上で、同族と子会社の結節点に位置する持株会社の役割を、支配－被支配関係ではなく、それぞれが担った役割と相互の関係性から捉えようというものである。また副題にあるように、株式市場や金融市場など外部に存在するマーケットに対して、財閥内の資金循環の仕組みを「内部資本市場」という概念で把握し、その機能に注目することによって、持株会社としての本社の役割を軸に、財閥発展史の特徴を描き出すことを目指した点に、アプローチ面のオリジナリティがある。

2 本書の概要

本書の構成は以下の通り。

序章 本書の課題

第1章 明治後半期——多角的事業の定着とコンツェルン組織の形成

第2章 第一次世界大戦期——持株会社の設立とコンツェルン化

第3章 世界大恐慌期——独占体制の展開と財閥組織の変容

第4章 戦時体制から財閥解体へ——必要資金の増大と本社改組

第5章 財閥の企業統治と内部資本市場
終章 財閥本社の機能と内部資本市場

第1章の明治期から第4章の戦後復興期の財閥解体に至るまで時系列に沿った分析がなされた後、積み重ねられた財閥組織の歴史の変遷に関する事実関係と、そこで提示された論点を前提に、第5章と終章の2章で内部資本市場としての財閥本社の機能とその意義が論じられる。本書は、2022年3月に日本学士院賞を受賞しており、その際に発表された「授賞審査要旨」において内容の骨子が紹介されている他、既に複数の書評が学会誌に発表されている（春日2021；阿部2023；杉山2023）。また、本書に取められた各章の元となった旧稿との比較を通じて財閥史を検討した論稿（加藤2023）や、本書を財閥史研究の中に位置づけようとする論稿（日向2022）など、多くの研究者によって本書が紹介されている。そのため、各章の概要はそれらに譲り、本書評では、本書が提示した新たな財閥史像に論点を絞って検討する。議論の手がかりとして、日本学士院賞の審査報告での本書の評価部分の記述を見てみたい。

本社は、各子会社から提出された事業計画をいわば水平的に競争させるかたちで金融的判断を行い、子会社は、そうした内部資本市場を介する低利での資金配分を前提に事業活動に専念することができた。かかる分析を通じて、著者は、閉鎖的なコンツェルン経営という伝統的な財閥イメージに代えて、儲けを優先しない同族、機動的で戦略的な経営をする小さな本社、リスクの高い新規投資や起業の自由度を与えられた子会社群というダイナミックな動きを見せる財閥像を提示したのである。

事業資金をめぐる財閥本社とその子会社である傘下企業が担った役割について、縦方向の支

配関係ではなく役割に応じた「水平的」な分業体制であったこと、その際、子会社同士は資金配分をめぐる競争関係にあり、本社は低コストで調達した資金を、どの会社にもどれだけ割り当てるかの決定を行った。財閥を構成する各プレーヤーの関係性として、利己的過ぎない同族と、戦略的な意思決定を担ったスリムな本社、積極的な事業活動を展開する子会社という三者の組み合わせによって、財閥発展の論理を描いた点がポイントとされている。本文中では、出資者である同族が、財閥の所有権を制限された「総有制」と称される仕組みに置かれたことも影響して、配当よりも内部留保を優先する安定株主として存在したことや、資金調達機能を一手に担った本社が、保有資産の「金融操作」を通じた運用と傘下企業への再投資を遂行する「投資機関」としての役割を果たしたこと、傘下企業は資金面の問題を本社に委ねた上で、専門経営者を中心に事業活動に集中するといった、それぞれが担った役割が描かれている。これらの関係性が相俟って財閥の主體的な姿を提示したと評されている。

こうした財閥独自の仕組みの形成に関して著者が強調しているのは、これらが当初から意図されたのでも、特定のモデルがあったわけでもなく、「試行錯誤のなかで制度が進化的に整備された」（277頁）という創発プロセスである。財閥が事業を多角化させていく過程で管理のための本社権限の強化が志向される一方、多角化に伴う事業経営の専門性の高まりは、現場への権限移譲を不可避とした。各事業部門を子会社として分離し、その結果、本社の持株会社化が進展する中、同族による事業介入の余地は減少し、専門経営者の主導権が確立していく。こうして財閥は、集権と分権の契機を同時にはらみながら、内部留保を優先した事業の発展を基本的な方針とする財閥経営の骨格を完成させる。

そしてこの財閥発展の過程で、傘下事業の資金需要を満たす必要に迫られた財閥本社は、次第に内部資本市場としての機能を担うこととなる。資金捻出のための保有金融資産の操作を通じて「持株会社は、本社組織としての機能だけでなく、内部資本市場を包摂する投資機関としての内実を備え独自の機能を展開するように変容」(280-81頁)したのである。以上の理解を前提とするとき、財閥が持つ競争力の源泉は、低い資本コストの実現と戦略的な資源配分、それに依拠した子会社の積極投資に起因する効率的経営の実現と整理することが出来る。

3 論点

(1) 内部資本市場をめぐる

財閥内の資金配分に注目する視点の斬新さや、それを「資本の流動化」との関わりから捉えようとする研究史上の重要性は前提とした上で、「内部資本市場」の概念については吟味すべき点が残されていると考える。著者は、資金調達をめぐる各子会社が本社を説得するために「一種のコンテスト」を行っていたと見做し、そこに市場的要素を見出している。ただ見方を変えれば、これは本社による優先的な資金配分の決定であり、著者も結論部分において、「市場というよりは組織化された資金割当て」であったとの解釈を内部資本市場に与えている(281頁)。そのため、コンテストの競争機能を議論するのであればまずは子会社から提出された事業計画を審査し、資金配分を決定するプロセスの検証が必要なのではないか。たとえば三井財閥の場合、三井鉱山、三井物産、三井銀行といった中核となる直系企業同士が、さらにはそれ以外の傘下企業が、本社からの資金調達や払込をめぐる「水平的な」競争関係にあったのだろうか。その場合の調整メカニズムはどのようなものだったのか。戦間期には株式公開を

行う傘下企業も次第に増えていき、本社がすべてを払い込めない場合、公募や第三者割当増資の選択肢もありえたわけで、事業会社側からみたときの外部市場との関わりをどのように評価するのか、など気になる点が多い。内部資本市場が資本市場として、いかなる機能を担ったのか、外部市場での取引といかなる差異があったのかといった、内外の市場との比較の視点が必要となろう。加えて、本社を投資機関として位置づける一方で、それが資本市場でもあったとする説明は、それらを繋ぐ論理が必要だと思われる。

関連して内部資本市場の果たしたガバナンス機能について、同族及び本社が内部留保を優先し、配当抑制を許容する安定株主であった事実をふまえて、「市場の無情な圧力から自由」(282頁)であったことで長期的視点での行動を選択しえたと評価している。つまり、株式市場が持つ企業や経営者の規律付け機能を遮断しえたことにポジティブな解釈を与えているのであるが、本社を説得できれば資金調達が可能で、マーケットのガバナンスが機能しないというソフトな予算制約下に置かれた専門経営者たちが、いかにしてモラルハザードに陥らずに効率的経営を維持しえたのかは、議論の余地が残っているように思える。これについては、財閥内の銀行(三井銀行、三菱銀行、住友銀行)が果たした役割をも含めた、財閥全体のガバナンスの仕組みを含めて検討される必要があるだろう。

そして、以上述べてきた財閥内のガバナンスを含む議論を発展させる上では、市場の失敗に対する組織による「資本市場の内部化」(Williamson 1970)として、あるいは、「より優位な経営資源への転換」のための「資本取引の内部化」(鈴木 1993)というように、従来、市場と組織の取引制度の比較を念頭においてき

た内部資本市場に関する先行研究の成果をふまえた概念形成が必要だろう。

(2) 同族－本社－子会社の関係性をめぐって

株式会社における株主と専門経営者の関係を議論する際、ステークホルダーとしての立場から検討するのが一般的である。本書の議論との関連でいえば、財閥内の企業統治の問題であれ、企業金融の問題であれ、利害や立場の違いに起因する関係性のあり方を分析する際にはエージェンシー関係を想定する。もちろん、用語の使用の有無が重要なのではなく、株主と専門経営者、あるいは著者が述べる「資本の管理者」と被「管理者」の関係において生じる利害対立とその調整は、同族－本社－子会社の関係から新たな財閥史を描こうと試みる場合、ステークホルダーの関係性や誘因の所在が重要な論点になる。たとえば、専門経営者に対する同族の発言権の潜在的強さが残っていた証拠として取り上げられている、1940年の三井財閥における出資者主導の組織改革の事例もその1つであろう。「同族の利益を最優先」することで「三井物産など子会社の抵抗を封殺」し、「経営合理性から見て明らかに不適切な組織の改革」(234-35頁)が実行されたという指摘は利害対立の典型例であろう。これがエージェンシー関係の議論から見て興味深いのは、財閥における同族は「儲けを優先しない」、通常の株主とは異なる誘因を持つ株主として想定されていたのに、ここでは「不適切」なレベルで利己的な振る舞いを見せ、強引な意思決定を本社に実行させている。この解釈についてはいくつか考えられるが、エージェンシー関係から財閥を捉え直すことで、本書が提示した論点をさらに発展させる可能性があると考えられる。その場合には、本書が目指したインカムゲインだけでなく、株価を含む財閥の企業価値なども分析対象となって

くるだろう。

4 おわりに

本書の意義は、財閥史を日本資本主義分析として検討するという、古くて、しかし今となつては新しいテーマに正面から向き合い、これからの財閥史研究のあるべき方向性についてグランドデザインを提示したことであろう。同族が果たした役割の評価や所有と経営のあり方の財閥間の相違、三菱を含めて「総有制」を財閥の特徴と見做した立論の是非など、本書の主張に賛同出来ない部分も少なくない。しかしそうした細部の問題や批判が出ることは承知の上で、新たな財閥像を大胆に提示し、事例研究の傾向が顕著な財閥史研究に新たな展開を促そうとする狙いは、本書を取り上げた論稿が次々に発表されていることから分かるように成功しているといえる。

序章において著者は、「財閥型の発展を志向して挫折した藤田・古河や、久原の破綻の後に鮎川の指導力と『株式公開』に活路を見出した日産、銀行経営に特化した安田などを含めて、つまり、財閥を中核としてもその周辺に位置する企業集団を総体として『財閥論』に再構成していくことも日本資本主義論としては必要となることは間違いないだろう」(20頁)との展望も示している。こうした方向性を統轄する枠組みの1つとして本書が先陣をきった以上、後進の研究者はこれと向き合い、乗り越えていく覚悟が求められるだろう。

(武田晴人著『日本経済の発展と財閥本社——持株会社と内部資本市場』東京大学出版会、2020年2月、iv + 290 + 4頁、定価6,000円 + 税)

(おおいし・なおき 埼玉大学人文社会科学研究所教授)

【参考文献】

- Williamson, O. E. (1970) *Corporate Control and Business Behavior*, Prentice-Hall, Inc.
- 鈴木良隆 (1993) 「イギリス大企業の構造と内部資本市場の変貌——1920～70年」大河内暁男・武田晴人編『企業者活動と企業システム——大企業体制の日英比較史』東京大学出版会
- 春日豊 (2021) 「書評 武田晴人『日本経済の発展と財閥本社』」『経営史学』56巻1号
- 日本学士院賞「授賞審査要旨」(2022)
- 武田晴人 (2022) 日本学士院「ニュースレター No.30 受賞者寄稿」
- 日向祥子 (2022) 「財閥史研究の動向」『歴史と経済』254号
- 阿部武司 (2023) 「書評 武田晴人『日本経済の発展と財閥本社』」東京大学経済学部『経済学論集』83巻4号
- 杉山里枝 (2023) 「書評 武田晴人『日本経済の発展と財閥本社』」『歴史と経済』260号
- 加藤健太 (2023) 「財閥論再考——武田晴人著『日本経済の発展と財閥本社』をめぐって」『高崎経済大学論集』66巻2号