

正木久司著

『日本の経営財務論』

橘川 武郎

一

本書は、一九七三年に『日本の株式会社金融』を著わされた正木久司氏が、ひきつづいて、明治期から今日にいたる日本の経営財務の変遷をあとづけるためにまとめられた著作である。本書の構成は次のとおりである。

序論

第一部 戦前における日本の経営財務

第一章 日本の経営財務の生成

第二章 日本的経営財務の展開

第三章 戦前における株式会社支配

第二部 戦後における日本の経営財務

第四章 間接金融偏重の財務構造

第五章 株式金融の発展

第六章 社債金融の発展

第七章 企業集団金融の展開

第八章 外資輸入の展開

第九章 戦後における株式会社支配

終章 総括

二

本書の論旨をまとめる形で正木氏は、終章の冒頭で、「日本の経営財務の特徴を一言でいえば……（中略）……わが国の後進性由来する資本市場の未成熟とそれに対応した企業の財務活動で多彩な展開を見せているということになる」と述べられている。企業の多彩な財務活動として氏が指摘されるのは、戦前については「既成財閥の閉鎖的金融、非財閥系企業の苦肉の株式金融技法の採用」であり、戦後については「間接金融偏重の財務活動、企業集団金融の定着」（引用はいずれも三〇〇頁）である。評者が読みとりえたかぎりで氏の議論を要約すれば、

学 史 營 經

ほぼ以下ようになる。

戦前の日本においては、一方で、既成財閥が閉鎖的金融を展

開した。もともと株式会社制度の導入に消極的であった彼らは、コンツェルン体制整備の必要から株式会社化に踏み切ったが、それは、支配集中機能の活用をめざしたものであり、肝心の資本集中機能の活用を企図したものではなかった。日本経済の中核に位置した既成財閥が閉鎖的金融を温存、持続したことは、わが国の株式会社金融の正常な発展を阻害し、戦前期の資本市場の未成熟の原因となった。他方、鉄道業、紡績業、電力業などに携わる非財閥系企業は、早くから株式会社制度を採用し、その資本集中機能を活用した開放的金融の展開を指向した。しかし、日本の後進性のゆえに全般的な蓄積基盤が不十分であったため、結局非財閥系企業は、株式分割払込制度と銀行による株式担保貸出制度という、苦肉の策に依存せざるをえなかった。そのため、非財閥系企業の株式金融は不特定多数の人々を動員した多様な形では行なわれず、その内実は特定少数者の蓄積と信用にもとづく銀行融資の変形にとどまった。つまり、非財閥系企業が主たる担い手であった戦前の株式金融は、もっぱら銀行資本を株式資本に転化する形をとめない、実質的には間接金融体制であったと言える。

戦後の日本においては、戦前以来の間接金融体制が継続し、支配的となった。それは、具体的には、日本銀行信用を背景にした都市銀行の対企業重点融資や長期信用銀行の対企業長期融資などの形をとったが、その典型的な事例として鉄鋼金融をあげることができる。一方、財閥解体を経て再編成をとげた企業

集団も、間接金融方式を採用して、系列融資や協調融資を行なった。系列融資や株式相互持合い、総合商社の系列内金融などによって特徴づけられる閉鎖的な企業集団金融は、資本市場の未成熟に対応したものであり、資本市場を内部化し、代替化する性格をもつていた。一般に、経営財務における自己金融主導型を先進型とするならば、外資依存型や間接金融偏重型は後進型とみなすことができるが、間接金融偏重体制をとり、「閉鎖性」をともしなう日本の経営財務は、後進型に属することになる。なお、ここで、間接金融偏重型を後進型とみなすのは、それが、資本市場の未成熟に対する対応という内容を含み、「非近代性」を内包しているからである。

ところで、日本の経営財務のあり方は、昭和四〇年代半ばごろから変化をとげつつある。と言うのは、株式発行市場における時価発行・公募方式の浸透、起債市場における転換社債の発行増と社債個人消化の増大などによって、資本市場の成熟が進展し始めたからである。日本の経営財務が、間接金融偏重型の後進型から自己金融主導型の先進型（アメリカ型）へ、近い将来にだちに転化するとは思われない。しかし、今日の日本においては、間接金融偏重体制の「偏重」という言葉を取り除いた方が適切な事態が到来している。今後企業は、従来とは異なり、多様な資金調達ルートから低コストで安定的な資金を容易に確保できるようにならう。そして、資金調達が容易になることによつてこれまでの「調達本位の時代」は終焉し、これからは余

裕資金をいかに効率よく運用するかが問われる「運用本位の時代」が現出しよう。

三

ここまで述べてきたように、本書における正木氏の議論は、総じて明快である。しかし、議論が明快であることと説得的であることとは、もちろん同義ではない。本書には、前著『日本の株式会社金融』と重複する部分が多いという問題点があるが、それを別にしても、以下のような疑問点が残る。

第一点は、戦前の非財閥系企業の株式会社金融に関する疑問である。全体として通説的理解を踏襲した感の強い本書の中で、正木氏が、戦前の非財閥系企業の株式会社金融は銀行融資の変形であったと論断され、日本には戦前から間接金融体制が存在したと主張されるくだりは、最もオリジナリティーに富んだ部分だと言ふことができる。しかし、本書においては、肝心の実証が行なわれていない。立論の上で避けて通ることができないはずの論点、つまり、銀行の株式担保貸出が株式払込資金の中でどの程度の比重を占めたのかという論点が、実証的に検討されていないのである。また、そもそも論理的には、株式分割払込制度と株式担保貸出制度は、正木氏の議論とは逆に、不特定多数の人々を株主として動員する方向に機能したと考えるべきであろう。現実に、第一次世界大戦期の株式ブームについて精力的に実証研究を進められている武田晴人氏は、当該期に新しい小株

主層が大量に登場したことを指摘されている（武田「日本帝國主義の經濟構造」、『歴史學研究別冊・一九七九年度』）。いずれにしても、戦前における非財閥系企業の株式金融の限界性を過度に強調される正木氏の議論には、実証的にも論理的にも無理があると言わざるをえない。

第二点は、戦前の既成財閥の閉鎖的金融に関する疑問である。この点では、まず、既成財閥の金融のあり方が「資本市場の未成熟」をもたらすほど、既成財閥が日本經濟全体に影響力をもちえたかが、問題とされるべきであろう。従来の経営史研究や經濟史研究においては、十分な実証的検討を行なわないままアブリオリに財閥の影響力を過大評価する傾向が根強かつたが、正木氏も、この傾向から免れえていないように思われる。ところで、正木氏が、既成財閥は「日本經濟の中樞に位置していた」（三〇一頁）と述べられる場合には、当然、傍系会社も含めて既成財閥を把握されていると考えられるが、だとすれば新たな疑問が生じる。と言うのは、既成財閥の傍系会社は、早い時期から株式を公開し、「開放的金融」を展開していたからである。また、三井銀行や三菱鉱業など、一九二〇年前後に株式を公開した既成財閥の直系会社が存在したことも、忘れてはなるまい。これらの点を考えあわせれば、既成財閥のコンツェルン化の意義を他人資本動員に求める高村直助氏の議論（高村『日本資本主義史論』、ミネルヴァ書房）の方が、正木氏の議論よりも説得力をもつ。正木氏は、既成財閥の金融の閉鎖性を

あまりにも固定的にとらえ、過大評価されているように思われる。

第三点は、戦後の企業集団金融に関する疑問である。正木氏は、企業集団金融についてもその閉鎖性を強調されるが、ここでも、それをあまりにも固定的にとらえられているのではなからうか。例えば、氏は、「他の系列ないし系列外の金融機関からも融資を仰ぐ協調融資について、「あくまで系列融資を補完する地位を得るにすぎない」（引用はいずれも二一九―二二〇頁）と断じられているが、このような評価は、はたして妥当であろうか。協調融資による系列外金融の登場は、系列融資のもつ「閉鎖性」を相当程度打破したと考えられるが、評者のこの見解の適否について最終的に判断を下すためには、今後の実証研究の進展をまたなければなるまい。

第四点は、戦後の間接金融偏重体制に関する疑問である。正木氏は、間接金融偏重体制を、「資本市場の未成熟」に対する対応策として把握される。つまり、氏の議論では、「資本市場の未成熟」↓間接金融偏重体制という規定関係が重視されるわけであるが、事態はむしろ逆だったのではあるまいか。すでに志村嘉一氏も指摘されているように、高度成長期には借入金利率が株式配当率より一般に低位であり、企業は、資金コスト面で有利な借入金による資金調達を積極的に展開した。そして、そのことは、戦後の株式市場を限界的市場に位置づけ、直接金融の後退を決定づける有力な原因となった（志村「金融」、佐

伯尚美・柴垣和夫編『日本経済研究入門』、東京大学出版会。

つまり、規定関係は、間接金融の有利性→直接金融の後退という順序だったのである。正木氏は、「調達本位の時代」という言葉を使われ、直接金融のルートを制約された企業が、やむなく不利な間接金融に依存せざるをえなかったかのようなイメージを打ち出されているが、現実には、企業は、経済合理性にもとづき、自ら進んで有利な間接金融を展開したと言ふべきであらう。

第五点は、先進型と後進型という、経営財務の類型区分に関する疑問である。「先進型」という言葉は、「本来のあるべき姿」ないし「そこへ収斂すべきモデル」というニュアンスを含み、「後進型」という言葉は、それとは対極的なニュアンスを含む。銀行制度や資本市場のあり方によって多様な形態をとった各国の企業金融を、「先進型」と「後進型」という尺度で類型区分することは、はたして可能であろうか。正木氏が「先進型」の典型とされるアメリカの企業金融にしても、銀行制度の不十分な発展という同国の特殊条件の所産という側面が強く、「そこへ収斂すべきモデル」とはみなせそうにない。少なくとも高度成長期の日本の企業金融については、その「後進性」や「非近代性」よりも、効率性こそが強調されるべきであらう。

第六点は、最近の日本の経営財務の変容に関する疑問である。総じて論旨が明快な本書の中で、この論点についての記述は、必ずしも明快ではない。その不分明さの最大の要因は、「経営

財務新時代」を体现するトヨタ自動車や松下電器等の自己金融主導型企業や独立系企業集団が、本書では検討されていないことにあるように思われる。正木氏は、これらの企業の検討は他日の課題であると断られているが、評者には、このような処理は理解しがたい。なぜなら、正木氏自身が、序文の冒頭で、石油ショック以降の日本の株式会社金融の展開過程を説明することが本書執筆の動機のひとつである、と述べられているからである。

四

以上のようないくつかの疑問点が残るとはいえ、本書が、明治期から今日にいたる日本の企業金融について、ともかくもひとつのトータルなイメージを提起していることは、高く評価されなければならない。本書は、微に入り細を穿ちながら全体像の提示には消極的な最近の一部の金融史研究のあり方に、反省を迫る意味合いをもっていると言ふことができよう。(税務経理協会、三三一頁、一九八五年刊、三四〇〇円)

(青山学院大学)