

日本の経営と生産要素市場

——金融・資本市場の分析を中心として——

亀川 雅人

1. はじめに

われわれの社会は多くの仕方で分類される。欧米社会やアジア社会、キリスト教社会、仏教社会あるいはイスラム社会、人種や言語による分類など多様である。また、高齢化社会や福祉社会という場合にも一定の基準によって分類がなされるであろう。資本主義や社会主義といった経済体制による区別も、いくつかの定義を定めて分類している。また、計画経済と市場経済、私的所有と社会的所有といった基準があるとしても、現実にはそれらの要素を混合した折衷的経済であったりする。現実の世界はそうした定義のみでは分類不可能なほど多くの要素を有しているわけである。

同じ資本主義経済といっても英米型市場と欧州型市場あるいはアジアや日本の市場とは異なっている。それぞれに財とサービスに関する市場があり、また、生産要素市場として労働市場や金融・資本市場あるいは土地などの不動産市場が存在している。こうした市場の特性は、各国の文化的特性や民族性、あるいはそうした要素が有機的に結合して形成された歴史的特性を有している。新古典派経済学のモデルに近いような市場も存在するであろうし、これとは相当程度異なる市場が多数存在する。

市場は交換の場であるから、交換主体の行動様式によって様々な市場が形成される。交換主体は、個人であったり組織であったりする。交換の対価である所得は労働市場や金融・資本市場などの性格に左右されるし、税制にも影響を受けるであろう。それらは、さまざまな個人および組織間の交渉結果として形成されるものでもある。賃金の大きさは、企業における労働者、資本家そして経営者の立場を反映した賃金交渉によって決められる。利子や配当所得も、銀行制度や企業の株主の立場如何で変化する。稼得した所得は消費と貯蓄に割り振られるが、それは利子率のみならず年金制度や福祉の程度、そして人々の人生設計のあり方などに関わってくる。実はそうした要因の相互作用によって利子率が同時に決定されるのである。こうした行動分析は企業であっても同様である。したがって、家計や企業の行動を分析する必要が生まれる

わけであるが、そうした個々の経済主体の行動は、逆に、集計された全体としての市場やひろく経済環境に依存することになる。制度学派と呼ばれる人々は、経済主体に制約となる法律や慣習、嗜好や技術の変化など新古典派経済学が与件とする多様な要素を取り込みながら各々の関心事への接近を試みる。

日本的経営に関するアプローチが多様であるのは、こうした多くの要素を異なる認識目標を持った様々な論者の視点から分析しようとするためである。近年、日本的経営の問題は、経営学や企業論の研究対象に留まらず、法律上の重要問題でもある。否、もともと利害調整が必要な法律問題なのである。しかし、これに加えて日本経済史や日本経済の制度分析のテーマとなっている。また、法人資本主義論などと称される研究も従来の経営学者のみならず経済学者の参加がみられ、ますます活発になっている。本稿では、多くの複雑な要素のうち、日本的な生産要素市場、なかでも金融・資本市場の構造的特質に視点をあてることによって、日本的経営と称されるいくつかの特徴を分析し、今後の展開可能性を論じることにしたい¹⁾。

この種の議論は、古くは著名なバーリー＝ミーンズの『近代株式会社と私有財産』(A.A. Berle and G.C.Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932) に始まり、その後の「経営者支配論」などを基礎とする企業の経営者理論 (managerial theory of the firm) や近年のエージェンシー理論 (agency theory), あるいはコーポレート・ガバナンス (corporate governance) の議論の中で形を変えながら登場している問題でもある。

コーポレート・ガバナンス問題は、倫理性、適法性、そして効率性といった幅広い観点から議論される。日本企業にこれをあてはめるとき、そのチェック機能がどこで働いているかに興味を持つ。倫理性に関しては、近年取り上げられることが多くなってきたものの、適法性ととも企業論理、組織論理が前面に押し出され、消費者や地域住民、労働者としての個人、個人株主といったところの意見表明の場所がなかった。それでは効率性が最優先されていたかということ、これもはっきりしない。システム自身が十分に理解されていないため、誰のための効率性であるかが明確でないからである。

こうした問題をふまえた上で、金融・資本市場の分析を中心に日本的経営の現状を把握するとともに、生産要素市場が国際的な評価基準で機能し始めるとき、日本的経営の現在までの特徴がどのように変化しつつあるか、その方向性を指摘しようと思う。それは異なる歴史と異なる制度をもった社会が、市場競争という言葉ば標準化した力によってどのような変化を強いられるかを分析するものである。

1) 以前「M&Aに見る日本企業の国際化」『経営行動』Vol.5 No.2 (1990) において、日本の資本市場における株式所有構造から日本的M&Aを分析し、併せて日本企業の特質を考察したが、今回は株式市場の問題と日本の銀行システムの問題を考察対象に含めた上で、比較制度史的なアプローチを加味して日本的経営の問題を考えてみた。

2. 株主軽視の構造的特質

企業の株式相互持ち合いは、日本の特徴的な株式所有構造であり、今日の日本的経営を論じる場合に欠くことができないものである。この所有構造の特質が株主軽視と経営者支配を確立したとする考え方に異論は少ないが、それが日本の金融システムとどのように関わり、終身雇用制度や年功序列賃金体系などの日本的経営にいかなる影響を及ぼすかを見る必要がある。そのため、こうした構造が形成された歴史的要因から分析を始めることにしよう。

戦前の日本企業の特質を見ると、株主軽視という特徴は浮かび上がらないようである。大企業では大株主が経営陣の一角を占め、戦後に比較して高い配当性向を示していた²⁾。また、労使関係にしても、一部の財閥系企業を除くと労働者は企業の外部的存在であり、長期的雇用は保証されていなかった。つまり、株主の利益を守るために雇用調整が行われていたのである。戦後のGHQによる財閥解体は、資本と経営の分離を促進するとともに、資本家から自由になった（資本供給者を失った）経営者が企業間（経営者間）の連携を強めることによって生き残りの道を探ることになる。1964年のOECD加盟による資本自由化は、外資による日本企業の乗っ取りという危機意識を生み、こうした連携の動きを加速させることになる。旧財閥系企業のみならず広く日本企業の間で株式の相互持ち合いが行われるようになるのはこの時期からである。

その結果、法人間の株式所有により浮動株を少なくし、企業の敵対的M&Aから身を守るとともに、経営者の自由裁量権の幅を拡大することになる。60%を上回る株式の法人所有により、株主総会に於ける議決権の行使は形骸化し、株式の支配証券としての側面は、ほぼ経営者の手中にあった。経営者は、株主及び株主総会の支配から解放されたかのように振舞えたのである。しかし、目的と手段の関係は、明確にしておかねばならない。経営者は、株主から自由になろうという意識的行動をとったのではなく、株主資本の量的制約から代替的資本供給先を求めざるを得なかったのではなかろうか。

もちろん、企業が株式会社である以上、株主からの完全な自由はありえない。少なくとも、法律上は依然として株主総会が会社の最高意思決定機関であることに代わりないからである。その上、実質的に企業の資金調達を株主資本に依存しているとすれば、その自由は相対的でしかないのは明らかである。したがって、もし株式市場からの資金調達が優勢を占めている場合には、その自由は非常に制限されたものであったろう。株式相互持ち合いが如何に強力に進め

2) 戦前の企業は利益のうち大きな部分を配当に回しており、経営者に対するモニタリング制度が組み込まれていたという（総資産ランキング上位10社21年から36年までの配当性向は71%に達するが、61年から70年では44%に低下するという。この数値は岡崎哲二稿「やさしい経済学／現代企業の源流」『日本経済新聞』に掲載）。岡崎哲二／奥野正寛稿「現代日本の経済システムとその歴史的源流」および岡崎哲二稿「企業システム」岡崎・奥野編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社、1993年参照。

られたとしても、株主の富を無視した経営は資本を集めることができないからである。しかしながら、戦後の日本企業の資本調達は、株式市場に比較して銀行を介した間接金融が優位にあった。それは昭和初期の金融恐慌から戦時下における金融統制による影響が大きかったと思われる³⁾。

戦時経済体制の一貫として、1937年の臨時資金調整法により軍需産業への資金配分を目的とした金融統制が実施された。そして、39年以降、配当率が一割を越えるものについては大蔵省の許可が必要になるとか、43年に制定される「軍需会社法」では、指定企業についての株主総会を省略するなど株主権が制限されることになる。さらに、今日のメインバンク制の萌芽と見なすことができる44年の軍需融資指定金融機関制度の導入や郵便貯金による公的金融機能の拡大が行われた。これらは、株式会社制度と資本市場に対する規制を通じて、個々の資本家による資源配分機能を制限すると同時に、政府中心の金融システムを構築することになったのである。法律によって、資源配分方法をコントロールするシステムが形成されたことになる。

こうした統制的な金融システムは、戦後復興にも引き継がれることになる。1946年より、経済統制は再強化され、経済復興政策がとられることになる。同年度第4四半期に始まる傾斜生産方式は、戦略産業である石炭と鉄鋼産業への重点的資源配分を実施することになる。47年には復興金融金庫が設立され、戦略産業への融資を拡大するとともに、民間金融機関の融資は規制され、産業ごとに資金貸出の優先順位が定められた。こうした計画経済的システムのなか、日銀は企業に対する協調融資を行うための制度を構築する。それは、企業に対する協調融資に際し、幹事銀行に審査とモニタリングを行わせる制度であり、今日言われるメインバンク制の育成がなされたのである。戦時中に軍需融資を担当していた金融機関は、戦後基幹産業への融資に転換したのであり、資源配分のコントロール・システムは依然として市場ではなかった。たとえば1955年度末興銀の設備資金融資残高の58.3%が鉄鋼・石炭・船舶・電力の4重点産業向けであった⁴⁾。このような経過から、政府・日銀の管理下で金利を規制し、業務を分断し、内外市場を分離しながら護送船団方式の金融体制が構築されていったわけである。

戦前の資本市場を中心とした資源配分システムが構築されなかった理由はいくつかあろう。戦時中の株主統制が尾を引いていたこともあろうが、実質的な貯蓄が不足し、零細な資本以外集めることができなくなった経済環境では、資本市場よりも銀行の役割が重要視されざるを得なかったのかも知れない。資本ストックは、戦前水準を維持していたとはいえ、その構成は軍需産業用であり、民需中心の戦後経済にとって、その市場価値である株価が低くなるのは当然である。財閥解体後の株式売却処分では、インフレ要因を織り込む形で予想外に株価が騰貴し、

3) 岡崎哲二、奥野正寛編、前掲書および吉田和男「日本型経営システムの形成」『経済論叢』第154巻第5号 京都大学経済学会、平成6年10月、参照。

4) 植田和男「日本的金融システムの変遷」貝塚啓明／植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会、1994年、16～21ページ参照。

個人株主の所有比率を高めるものの、ドッジラインによる緊縮財政によるインフレ終息によって暴落することになる。それは利潤を生まない証券の本来の市場価値と見なすこともできよう。

株式市場の低迷は、資本市場を中心とした資源配分メカニズムの再構築にストップをかけるだけでなく、増資を必要とする企業の再建計画にも重大な影響を及ぼすことになる。外資導入への備えも必要とあって、事業会社の株式所有を原則自由としたり、また投資信託を発足させ、信託銀行による株式所有を認めたり、金融機関の株式所有制限の緩和をするなどして株式所有構造に大きな変化をもたらすことになる。それは機能不全に陥ってしまった資本市場を補完する代替機能として、銀行システムの拡充をより進めねばならないことをも意味していた。資本供給者による企業経営のチェック機構は、市場型ではなく個々の企業と銀行との相対的なものになったのである。

しかし、そのシステムの膨張は、本来機能すべきであった資本市場の整備・発展を遅らせることになる。対象とするデータによって若干異なる数値となるが、法人企業部門の資金調達状況を見ると1934年から36年の平均で株式・社債が80.9%、借入金17.9%であったものが、60年には株式・社債25.3%、借入金69.6%、65年には両者の差はさらに拡大し、株式・社債10.7%、借入金89.7%となり、70年代の低成長経済以降後80年代のはじめまでは株式・社債市場への依存度は低いままであった⁵⁾。そして、こうした歴史的背景のもと、銀行の支配力を強めながら、今日のメインバンクシステムと称されるような銀行依存型、間接金融優位の日本的資金調達構造をつくりあげ、日本的なコーポレート・ガバナンスを形成することになったのである。

メインバンクの定義は論者によって異なるが、貸出シェアの高さや長期資金の貸付割合の高さに加えて企業の主要株主であったり、その関係が一時的でなく長期間継続した固定的のものであること。また資本関係のみならず人的関係もあり役員派遣などを通じて経営危機に際しての支援を期待できる銀行を指している。もちろん、決済サービスやコンサルタントの業務も行う場合が多い⁶⁾。とりわけ、企業に対する債権者という立場のみならず、株式相互持ち合いの中核を担う株主でもあるという点が重要である。その両方の立場から企業の内部情報に接近することにより情報コストを低下させるとともに、株式市場の監視コストや融資にともなう債権者と企業経営者間のエージェンシーコストを削減するのにも役立つ。また、銀行が株主になっていることにより、支払不能による倒産の危険が軽減される。企業の倒産は、銀行自身の所有する株式価値をゼロにするため、メインバンクはできる限りの救済策を講じると考えるからである⁷⁾。

5) 内田輝紀編『日本の証券市場』財経詳報社 平成元年、7ページ参照。

6) 薮下史郎「メインバンクと情報の理論」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、1992年、11ページ参照。

7) 山中宏「メインバンクの審査機能」『商経学叢』第41巻 第2号 近畿大学商経学会、1994年12月、89～100ページ参照。

こうしたメインバンクの機能が、日本的経営の形成に大きな役割を有したことは否定できないであろう。それは、経営者による株主支配からの意識的な解放行動の結果ではなく、相対的に貯蓄が不足していた日本資本主義経済が生みだした歴史的産物と考えることができるのである。

3. 日本型金融・資本市場システムを支えた要因

資本資源の配分機能を担う株式市場の役割を低下させたと考えられる理由は、資本不足を原因とする上述の銀行システムの形成のみではない。金融・資本市場のシステムは、財・サービスの生産システムやそれらの市場との関連を無視しては形成されないはずである。そもそも株式市場は、将来の不確実な事業に対し資本を供給するリスク負担者の参加する市場である。そのリスク負担は、本質的に出資者の個人責任に基づくものであり、多数の競争的投資家が市場の需給を通じてリスクの価格付けを行う市場が株式市場である。したがって、上場企業は、リスクを負担する投資家の存在によって、リスクを伴う事業活動を行うことができるのである。しかし、日本の株式市場ではリスクに対する適切な価格付けができないまま、その負担者としての投資家が育成されなかったのである。その理由の一つには、先に挙げたメインバンクによる情報の独占的利用と、これに基づく資本供給システムの構築によるところが大きい⁸⁾、そうした銀行融資に依存可能な経済環境と経済システムが構築されていたことも事実であろう⁹⁾。

こうした経済環境として、ここでは非上場の下請企業や孫請企業の存在、そして catch-up 型企業経営を可能にしたビジネス環境をあげたい。経済システムのひとつとして、日本の上場企業の多くは、中長期的な取引関係にある下請企業や孫請企業をもっている。これらの中小零細企業は、景気の変動に応じて親企業の緩衝材としての役割を担ってきた。つまり、景気後退の局面では親企業への負の影響を下請・孫請企業が被ることによって、親企業のビジネスリスクを低下させる機能を担ったのである。もちろん、下請企業の倒産は、親企業の望むところではないが、場合によってはトカゲのしっぽになったのである。本来なら、リスクを評価して資本が供給されるべき株式市場であったが、リスクの多くの部分を下請企業や孫請企業に転嫁したため、リスク評価機能を果たすような市場の仕組みが育成されなかった。そのような市場に内部蓄積能力が高く、しかも銀行から豊富な資本調達が可能で大企業のみが参加することになっ

8) 亀川雅人「日本企業の資本構成と資本コスト—メイン・バンク・システムに基づく数量調整機構—」『立教経済学研究』第48巻 第4号 1995年3月。

9) 銀行自身がリスク認識を欠如させていたことは事実であろう。その理由は二上季代司氏（「1980年以降の日本の金融システム—理想と現実—」二上季代司編『日本型金融システムの転換』中央経済社、1994年）の言うように、銀行をつぶさないという行政方針にあることも認めるが、融資先企業の倒産が頻発するようではシステムが崩壊することは明かである。行政方針としてつぶさなくても済むような経済環境にあったことが重要なのである。

たのである。

それに対し、下請・孫請企業といった中小零細企業への資本供給手段は非常に限られていた。これらの企業の資本拠出には、親企業の完全出資による場合もあるが、その多くは経営者＝所有者である個人の零細な貯蓄が充当されたのである。彼らが、自らの希少な資本を拠出して事業に参入できた理由はどこに求められるのであろうか。親企業の景気に対する緩衝機能を担う以上、彼らの資本は親企業に比較して venture capital である。危険が高ければ高いほど、零細資本の参入は困難であろう。資本家がリスク回避的であれば、リスクを分散できる証券による市場参入が望まれる姿であろう。しかしながら、中小零細企業に対し冒険的な資本供給を可能にする証券市場は存在していなかった。

単独の資本家個人の貯蓄をリスクのある事業に投下するとすれば、その見返りとして大きな報酬、すなわち高い資本利益率を期待するはずである。そして実際に期待に近い報酬を稼ぐ企業が多数存在し、親企業を凌ぐ成長率を稼得する中小企業は少なくない。事実、平均的には中小企業の方が大企業よりも高い利益率を獲得していたという実証研究がある¹⁰⁾。しかし、こうした下請事業への資本参入の最大の理由、換言すれば、出資者＝経営者が中小零細企業を創業した理由は、そうした事業がきわめて少額の資本で生産可能な労働集約的的事业だったからである。出資者にとって、資本は希少ではあったが大きな額ではなく、むしろ仕事と労働力さえ確保できれば事業がスタートできる環境にあったのである。親企業からみれば、多数の下請企業を抱えること、つまり資本を少額に分割することによって、大規模な事業所との取引以上の効果を獲得したのである。

しかも、創業時の期待の段階で大きなリスクを織り込む必要はなかった。中小企業といっても、新たな市場を開拓する独立企業と下請企業ではリスクが全く異なる。下請企業の場合、すでに欧米市場で商品化され、生産技術が確立され、ある程度需要予測のできるものを生産するとなると、ビジネス・リスクとしてはそれほど大きくない。何をどれだけ生産すべきかは、親企業の計画に従うわけであり、親企業に比較して利益率の変動が大きくとも、山師的なリスクを負担する必要はなかったのである。

もちろん、現在の下請企業や孫請企業は、規模の上でも大きなものが多い。これらの企業は、高度経済成長期に親企業とともに成長した訳であり、その過程で内部留保の蓄積や親企業と強い関わりのある銀行信用を得ることによって漸次成長できたのである。現在のように、世界最高水準となった日本の労働コストでは、労働集約的的事业を創業することは困難であり、資本集約的な事業形態が選択されねばならない。このような状態で、新たな企業を創業しようとする場合には状況が異なり、リスクを負担する市場の整備が必要であろう。したがって、catch-up

10) 三輪芳朗『日本の企業と産業組織』東京大学出版会、1990年、第1章参照。なお、資本利益率および資本コストに及ぼすリスク要因の制度上の影響に関しては、亀川雅人「日本企業の資本利益率と資本コスト－国際比較の困難性－」『立教経済学研究』第48巻 第2号 1994年10月を参照せよ。

型企業経営を可能にした資本主義の後進性という環境が、リスクを伴う資本市場の整備を遅らせたと考えられるのである。

銀行偏重の金融・資本システムの構築とリスク意識を希薄化しうる経済制度や経済環境といったいくつかの要素が絡まり、株式市場への依存度は相対的に低下し、株主や株価への関心度は大きくならなかったのである。株式市場における企業評価は、銀行と企業の関係さえ知ることができれば十分であったのかも知れない。銀行による企業のチェックを信頼し、情報コストをそれほど負担せずに株式を取引できる市場環境が形成されていったのであろう。それはまた株式投資に対する個人投資家のリスク意識を希薄なものにした。株式投資からえられる報酬の多くがリスクに対する報酬であると言うことは、本来情報コストを負担し、株式の価格形成に際してリスクの価格を織り込むことでもある。しかし、個人投資家はメインバンクを中核とする金融システムへの信頼によって、こうした負担を軽減できたのである。しかも、最終的には大蔵省と日銀が銀行のバックについていることにより、このシステムは決定的にリスクを削減できたのである。

要するに、このシステムの下では、もともと少ないビジネス・リスクの環境にあって、金融システム全般が少ないリスクを組織的に負担しており、フリーライダーの個人投資家は、リスクの報酬を受け取る権利をはじめから持っていなかったのである。証券アナリストの育成や債券格付機関の発達が遅れたのは市場の要請がなかったからである。

4. 日本の金融・資本市場が形成した日本的経営

(1) 日本の経営と長期的視野

以上のような経済環境と金融・資本市場の構造が、株主よりも従業員を、配当よりも内部留保をといた一見すると株主軽視の経営と呼ばれる日本的な経営スタイルを生み出すことになる。それは終身雇用制度や年功序列賃金、系列取引といったある意味では長期的視野にたつ経営として、株主の富の最大化を企業目的に置き、短期的な株式市場の動向に関心を向けざるを得ない米国と比較対照されることになる。

長期的視野において特に注目されるのは、終身雇用制度である。日本は、少なくとも最近までは、この終身雇用制度と思わせる経済システムを構築し、米国のように短期的にレイオフを繰り返すことはなかった。景気変動に応じた一時解雇は、短期の実現資本利益率を下げないための最良の手段であるから、日本企業の株主は一時解雇をしないことによって、米国の株主であれば受け取ることでできた短期の資本報酬を、受け取れなかったことになる。短期的視点にたてば日本の株主は損をしていることになろう。

だが、この議論はそう単純ではない。公表される四半期毎の会計利益は、明らかに短期の利益を反映して増減し、配当可能利益の大小となって現れる。しかし、それは短期に実現した会

計利益であって、将来の期待利益を資本還元することによって求められる株主の富の大きさ（株価）を反映しない。つまり、株主の富を最大化しようとする場合には、本来は短期的視野も長期的視野もないのであるが、株式市場での価格付けが短期的情報に偏重してしまうと、株価が短期の利益動向に左右されがちになり、経営者の評価システムにおける短期利益の占めるウエイトが高まってしまうのである。将来に対する不確実性を株式市場にどのように織り込ませることができるか、株主総会における経営者の評価として何が適切かということが有機的に絡まった結果、米国では短期指向の経営が生まれたのである。それに対し、日本の株式市場では、短期的な情報への接近にコストがかかり、銀行依存型金融システムが構築されてきたため、リスクを評価する市場としての特徴を形成しないままに展開がなされてきたのである。

そうした資本市場の特徴が、明確な目標（catch-up など）の下に、長期的視野に立った経営でOJTを行ない、会社への忠誠心を持った従業員を育てるなど、結果として株主の報酬としては米国以上の実績を持っていたのである。66年から91年の株式投資収益率の日米独比較では、日本15.36%、米国10.23%、ドイツ9.42%となっている¹¹⁾。この結果としての成功は、株主にとってきわめて甘い汁を吸わせたことになる。彼らは、情報を収集し、これを解析してリスク評価を行うという情報コストを負担することなく、また、リスクそれ自身さえも十分負担することなく高い報酬を得たことになるからである。それは、金融・資本市場の改革を遅らせ、日本的経営を独自のものとして生成させた一因でもある。

(2) 終身雇用制度のイメージ形成

さて、日本的経営の代表的特徴として取り上げられる終身雇用制度は、周知のようにそのような契約を結ぶ法律的な関係が存在しているわけではない。また、欧米と比較して、日本の労働者の勤続年数が明確に長いというデータはないように思える¹²⁾。たとえば、主要国の平均勤続年数を見ると、日本10.9年にに対し、アメリカ6.9年、カナダ7.8年、イギリス7.9年、オーストラリア6.8年と比較的短い、ヨーロッパではフランス10.1年、旧西ドイツ10.4年、ノルウェー9.4年となっており、日本とほぼ同様の年数になっている。また、日独米を比較した男子年齢別勤続年数では、55～59歳までは各年齢層とも日本の勤続年数が長い、これを越えると日本の勤続年数が急激に減少し、米独に逆転されてしまう¹³⁾。

しかし、日米英独の各国の入職率の比較では、日本は入職率も離職率も最も低い。1973年の日本の全産業の入職率・離職率は20%と19%であり、製造業のそれは19%と18%であった。

11) 経済企画庁編『平成4年版 経済白書』大蔵省印刷局、平成4年、245ページおよび499ページのデータより算出。

12) 小池和男『日本の雇用システム』東洋経済新報社、1994年参照。

13) 女子の場合は、50～54歳で旧西ドイツに抜かれるが、アメリカには抜かれない。経済企画庁編『平成6年版 経済白書』大蔵省印刷局、平成6年、676ページ参照。

アメリカの製造業のそれは58%と56%、イギリスの製造業が32%と31%、旧西ドイツの全産業のそれが34%と33%であった。1981年を見ても、日本の全産業で15%と14%、製造業で13%と12%、アメリカの製造業が39%と41%、イギリス製造業が14%と21%、ドイツがともに25%という数値になっている¹⁴⁾。

このことは日本の外部労働市場が十分機能していないことを示唆している。それは終身雇用制度を支える要因にもなり、また終身雇用制度が外部労働市場の形成を遅らせたとみることもできる。株式市場で言えば、発行市場は機能しているが流通市場が機能していない状態である。金融・資本市場が相対取引中心の融資メカニズムを構築せざるを得なかったように、労働市場も、外部労働市場の整備が遅れたことは事実である。

しかしながら、20年代前半を見ると離職率は70-80%台で、ある意味で労働市場が開かれていたと見なすこともできる。もっとも、先の議論でわかるように、資本市場が機能していたため、資本の論理が貫徹する結果、短期的視野での契約が中心にならざるを得なかったと解釈する方が正しいであろう。技術革新の進展で、第一次大戦後には熟練労働を確保するために長期雇用形態がとられるが、現在のような終身雇用形態というよりも、絶対的な熟練労働の不足を背景にしており、人員整理に際しては勤続年数の短いものから解雇するというのは、日本型というより現在の米国のそれに近い¹⁵⁾。

日本的な終身雇用制度のイメージが形成されるのは、むしろ、第二次大戦後の高度経済成長とその後の安定経済成長期に入ってからであろう。この時期、代表的日本企業の多くが従業員を解雇せずに成長することができたためである。窓際族を抱えることができたのも、これを負担することができる成長があったからであり、金融・資本市場の容認できる範囲であったためである¹⁶⁾。この範囲を逸脱する場合、雇用が維持できなくなることは明かである。これは最近のリストラで半ば強制的に退社を迫る企業の存在からも理解できる。つまり、日本企業が資本主義経済のなかで市場競争に参加している以上、最終的には企業の資本を維持しなければならないのである。

(3) OJTのコストとベネフィット

労働市場が完全情報に基づき、取引コストを負担せずに労働資源の価格メカニズムを遂行できるのであれば、その賃金構造は能力主義によるものとなり、市場が開かれている間に適所・適材の労働力資源の配分が行われよう。しかしながら、実際にはこのような完全市場は存在しない。能力評価の基準となるものは、現在のものではなく過去の業績評価が中心とならざるを

14) 日本開発銀行「日米労働市場の比較」『調査』第164号 1992年8月、35ページ参照

15) 吉田 前掲論文 7~8参照。

16) 範囲という言葉が使用されるのは、資本市場の効率性の程度に依存している。少なくとも、完全競争市場では許容可能な範囲はない。

得ないし、その評価にも時間を有する。市場を内部と外部に区別して論じるのも、こうした現実を反映したものである。つまり、実際には外部労働市場と内部労働市場が相互補完的に機能しているのであり、どちらにウエイトを置くかによって雇用形態や労務管理の方法に相違が生じてくるのである。

外部労働市場に大きく依存する経済では、雇用に際し職業経験が重視され、労働市場の流動性が確保されねばならなくなる。新卒者の場合には、学歴や資格が重視されるに違いない。それに対し、内部労働市場に依拠した場合には、労働力の評価を企業内で行うことになる。それは終身雇用制度と結びつくことによって、いっそう適格な評価を可能にする。4月に新規の卒業生を一括採用し、長い期間をかけて労働力資源の価格付けと配分を行うのである。長期的視野に立った経営が可能であれば、即戦力の必要性は相対的に低下する。初めから専門的知識や技術がなくとも、OJTを通じて徐々に能力を発揮してくれれば良いわけである。

もちろん、OJTにはコストがかかる。それゆえ、こうしたコストを負担できる大企業の採用できる制度でもある。企業規模別勤続年数を見ると、従業員数10～99人と1,000人以上では35～44歳で前者が10.9年に対し後者は18.0年、45～54歳では15.0年に対し26.3年、55～64歳では14.7年に対し25.7年となっている。従業員数10～99人の中小企業の勤続年数は、アメリカのそれよりは高いが、1,000人以上の大企業のそれと同じ程度の値を示している¹⁷⁾。アメリカの労働市場は流動性が高く、企業は終身雇用制度を採用しているとは見なされていないわけであるから、これと同程度の日本の中小零細企業の労働市場も流動的であり、終身雇用制度とはなっていないと考えた方がよからう。

また、OJTは、教育研修コストをかけるという意味で、はじめのうちは労働者に支払うコストが、その収入に対して相対的に高くなっている。日本企業の賃金が若年層で低く、OJTにより能力が身につくことを反映して年功序列賃金となっていると考えれば、ある意味で能力主義型賃金制度と言えないこともない。日英独の年齢別賃金を見ると、20～24歳を100とした生産労働者では、日本がどの年齢層でも高い賃金指数を示しており、しかも50～54歳までは年齢に応じて着実に増加している。この年齢層では日本174.1、イギリス117.0、旧西ドイツ103.0となっている。管理・事務・技術労働者では、30～34歳までは日本の指数がもっとも低い、それ以降逆転している。格差が最大となるのは50～54歳で、日本249.3、イギリス169.2、ドイツ148.3となっている¹⁸⁾。

総じて言えることは、日本が比較的年齢の高いところでピークを迎えるのに対し、英独は早いうちにピークに達する賃金カーブを示している。特に、生産労働者の場合は、上昇率は低く、フラットなカーブを描いている。日本の企業は、生産労働者も、その他の労働者も、熟練度に応じて賃金が上昇すると考えることができる。しかも、賃金のピークが高い年齢層にあること

17) 前掲『平成6年版 経済白書』、677ページ参照。

18) 同上書、678ページ参照。

は、OJTが長期間継続しているという推測に加え労働者の能力判定に長い時間をかけていることを伺わせる。短期的な利益を重視する場合には、このような採用及び労務管理手法はとれない。すでに専門的能力のある労働力を外部労働市場より採用する方が短期的収益に貢献するのは当然だからである。

採用方法が、同時期に一括採用するというのも短期的利益にかなうものではない。短期利益を追求する場合には、必要な人材を必要な時に採用することが理にかなっている。すなわち、外部労働市場を通じて、短期の雇用契約で労働力を調達する方が短期利益に貢献するのは明かである。それに対し、企業内の研修や教育を実施することが前提となった雇用形態では、集団で教育訓練を施す方がコスト節約効果大きい。それには一括採用が適しているのである。もちろん、一括採用のメリットはそれだけではなかろう。集団思考や集団的意思決定への参加を通じて企業の組織人としての自覚や、企業への忠誠心を育成することにも役立つであろう。しかし、こうした採用方法にはより大きな効果がある。それについては、次の項目で論じることにする。

最後に、技術的側面からこの問題を見ておこう。OJTが必要になるのは、企業に固有の特殊熟練が存在するからでもある¹⁹⁾。管理技術などを含めたすべての技能・技術が一般的なものであれば、企業外部での教育システムを造り上げた方が効率的であり、社会的にもコストがかからないであろう。そうしたシステムが構築されれば、労働の流動性は高まることになる。換言すると、特殊熟練を減らすことにより、OJTは最小限にとどめられることになる。各社が共通の管理方法や製造方法を採用することによって、外部労働市場からの雇用を容易にするわけである。

しかしながら、これは各企業に固有の生産管理や製造方法などの改善・発展を遅らせることにも結びつく。日本的雇用システムは、catch-up戦略による企業の成長に際し、こうした内部労働市場によるメリットの多くを享受してきたことは確かである。

以上の外にも、雇用制度はさまざまな形で企業経営や経済システム全体の効率性に影響を及ぼすことになる。そして、それは結局のところ資本の効率性という共通の尺度で測定されることになるから、金融・資本市場に制約されることになるのである。

(4) 匿名競争と顔の見える競争

上述した新卒一括採用の効果には、企業内教育研修コストなどの節約効果に加えて、競争意識の高揚があげられる。完全な外部労働市場依存型があるとすれば、常に市場が開かれており、競争者である労働者の能力が、常時、評価されることになる。その能力評価は仕事との関係であるから、適材・適所の労働資源配分が毎日・毎時間実施されることになる。現実の経済では、

19) 吉田和男「日本型経営システムの経済分析」『経済論叢』第154巻 第2号 平成6年8月 8ページ参照。

それが不可能なことは明かである。そのような情報を瞬時に収集し、労働契約を結び、労働者の配置を変えるにはコストが高くつくからである。換言すれば、市場の取引コストが高くなるためである。

これは、以上に論じた市場取引を内部取引にし、OJTと労務管理を通じて資源配分をするメリットである。しかし、内部取引化することによって、市場取引コストを削減できるか否かは、市場の競争状態如何で決まる。市場の競争が効率的に行われていれば、内部取引にするまでもなく取引コストは節約されるからである。言い換えれば、市場の競争メリットを企業の内部取引で補う必要があるなら、その時はじめて企業内労働市場が意味を持つのである。

新規学卒の一括採用は、不特定多数の外部労働市場と異なり、同一年齢、同一条件で採用された従業員間の顔の見える競争を促し、企業戦士を育てるのに大きな役割を果たしている。外部労働市場での競争は、個人所得の大きさや業績について総て匿名である。しかし、内部労働市場では、これが組織内の構成員に認知されてしまう。賃金所得や職務上の地位は、労働者の効用をはかる尺度であり、労働市場における労働力商品の優劣（勝ち負け）を決めるものでもある。人は、敗者となるよりも勝者になることを望むが、問題は、勝敗の決定の仕方とその情報開示にある。敗者となる場合、内部市場の競争は匿名市場と比較して敗者復活の機会がより少ないように思える。また、匿名市場と異なり、企業内市場では勝者と敗者が明示的に区別される。これまでの同僚や部下が自分より昇進することに恐れを抱くのである。その潜在的恐怖心は潜在的闘争力を促すのに十分なものであろう。

しかし、比較的早いうちに勝者と敗者の選抜をしまえば、闘争意識は薄れ諦めもつくであろう。また、外部労働市場が開放されている場合には、敗者復活の可能性を求めて外部労働市場への参入を試みるはずである。日本型内部労働市場の特徴は、閉鎖的な外部労働市場の状況の下に、顔の見える競争市場で、昇格や昇進の判定に時間をかけることにより、長い間競争を持続させるメカニズムなのである。この仕組みは、外部に逃げ場のない従業員にとって、それだけ過酷な競争が展開されるわけである。年齢別賃金のピークが高齢層に位置するのはその現れである。いずれにせよ、企業内労働市場の優位点として、競争意識を高めるために顔の見える競争が繰り返られることにも求められよう。

(5) 日本の取引形態の必然性

日本の取引形態といわれる系列取引（先に述べたように下請企業や孫請企業との取引関係には別のメリットがある）も、市場の特性に関わりを有する。不特定多数の企業間取引が、競争上のメリットを享受できるような市場の取引コストを実現していたとすれば、企業の内部取引と市場取引の中間取引形態であるような日本の取引慣行は生じる余地がなかろう。市場が完全に機能しているとすれば、品質に関する情報も完全に価格に反映されることとなろうし、市場競争がその他の取引コストも削減するであろう。しかし、実際には労働市場と同様に、情報は

不完全であり、必要に見合った生産物を探索するには市場の取引コストがかかりすぎる。こうした点に短期的な市場取引に依存できない要因があり、情報その他を企業の内部取引に取り込み、長期的に管理する経営が必要になるのである。

確かに、今期の決算で株主への報告利益を上げるためには、できる限り安い材料や部品を購入することが望ましい。こうした短期利益の追求であれば、生産要素の購入はもっとも安い価格で供給される商品とその都度外部市場から調達するのが望ましい。しかしながら、上述のように外部市場からの調達では品質評価が困難である。一回の取引が低コストであっても、不良品が多く、試行錯誤の取引を繰り返さねばならないとすれば、結局は高いコストを負担しなければならないからである。

品質向上や設計段階からの取引は、内部取引もしくは市場と企業内の中間的取引形態である長期取引が前提となっている。そして、この系列取引も結果的に企業間の顔の見える競争になる。最終的な製品市場で競争する企業同士の系列関係は、周知のものとなるからである。最終的な商品の品質と価格が、系列取引の結果として市場の洗礼を受けることになるわけである。それゆえ、系列取引が価格面で高い取引を容認するというにはなりえない。高品質低価格という注文にならざるを得ないのである。そして、各企業間取引は、互いに相手の組織内における従業員間の競争も認知しているのであるから、それは企業戦士の戦場を一企業にとどめず、系列間ないし企業グループ間の舞台に広げ、敗者に対する逃げ場所をますます狭くするのである。その上、系列関係は、その資本構造において株式相互持ち合いを通じて強固なものになっていたのである。

こうした労使関係や企業間関係に関する長期的な暗黙の契約関係は、日本の高度経済成長期とその後の安定経済成長期の長きにわたって形成されたものであり、日本的経営と称される特異な企業経営システムを構築したわけである。しかし、それはその時代において形成された企業と市場との関係において結果として効率的だったのであり、外部市場が十分機能しなかった状況において合理性を有していたのである。その合理性とは、資本の効率性を高めるという意味での合理性であり、決して普遍的なものではない。以下にその変容過程を見ることにする。

5. 日本の経営の変容—市場からの揺さぶり

(1) 銀行システムから株式市場へ

70年代後半から80年代にかけてのふたつのコクサイ化（国債化と国際化）は、金融・資本市場の自由化を進展させることになる。そのひとつ「国債化」は、75年から80年にかけての大量の国債発行を意味する。それは、従来の国債管理政策を破綻させ、国債流通市場を拡大させるとともに、国債の種類や発行方法の多様化も相まって証券市場の活性化に寄与することになる²⁰⁾。

他方、「国際化」は、80年代の貿易黒字の拡大を背景にした企業活動、とりわけ財務活動の国際化を意味する。為替取引の原則自由化が実施され、為替レートと各国の金融資本市場の相関は高められた。円ドルレートは、経常収支動向との相関を弱め、日米の金利差に強く関わるようになる。これは、フローの取引に比べ、資産運用としてのストック取引の増大を意味する。企業は、貯蓄—投資のパイプを国内市場に制限する必要がなくなったのである。労働力や商品は移動にコストを伴うが、資本は貨幣形態をとることによって、ほとんどコストがかからずに国際市場に参加できる。直接投資や余剰資金の運用先として積極的に海外市場が選択されるようになっただけでなく、資金調達も、国内金融・資本市場に制約されなくなった。金利や取引コストの安い海外市場での調達が増大してきたのである。

以上ふたつのコクサイ化がもたらした金融・資本市場の自由化は、大手企業の資金調達構造を変化させることになる。70年代の前半は、日本の大手企業の資金調達は、国内金融機関からの借入れにほとんど依存していた。70年から74年平均で、外部資金調達の83.9%が借入れであり、社債と株式での調達は、16.1%にすぎなかった。また、外貨による調達は、わずか1.3%にとどまっていた。しかし、73年の第1次石油危機以降、日本企業は低成長段階に入り、企業のコスト意識が高まるにつれて、資本調達構造は変化の兆しを示す。75年から79年平均では借入金依存度が63.8%に低下し、社債と株式による調達が36.2%に増加する。外貨依存度も若干だが増加し7.8%となった。もちろん、この傾向は資本需要自身の減少によるところが大きい。資本の運用先が減り、余剰資金が生まれるなかで、返済可能な借入金をできるだけ返済していった結果であろう。80年から84年平均では、借入金依存度はさらに低下して60.4%になり、社債と株式が39.6%に増加している。そのうち外貨への依存度は22.7%に急増しているのである²⁰⁾。この傾向は、景気拡大期の80年代後半になるとさらに顕著に現れる。

国内非金融部門の資金調達について見ると、86年から87年では民間金融による借入金が前年比33.5%増に留まっているのに対し、株式が87.0%増、外債42.0%増、対外借入等は、15.1倍という増加を示しているのである。88年には、前年比で借入金が4.4%の減少に対し、株式26.7%増、外債16.2%増、対外借入等49.7%の減少を示したが、CPが4.5倍に急増し、金融の相対取引が減少傾向にあることを示している。89年の前年比では、借入金は38.3%の増加になるものの株式は93.7%増、外債2.2倍増、対外借入等2.5倍増となっている。したがって、86年から89年の間は、資金調達方法が間接金融から直接金融に、また国内市場から海外市場への動向が見て取れる²²⁾。

20) 二上季代司編著『日本型金融システムの転換』中央経済社、1994年、117ページ参照。

21) 日銀「調査月報」1985年5月号。

22) 上場企業に限定したこの時期の国内証券市場からの調達は86年比で89年は3倍以上になっており、海外証券市場の方でも約2.8倍となっている。内外構成比は、国内53.1%、海外46.9%となっている。日銀『日本銀行月報』1991年7、日本銀行調査統計局『主要企業経営分析』平成元年度（平成2年11

企業の自由な財務活動は、大蔵省・日銀の管理下にあつて規制金利や高い取引コスト、さまざまな規制をもった銀行中心の日本市場を回避することになり、これを空洞化させることになる。それは、銀行や証券会社の存立基盤を崩すことにはかならない。それゆえ、こうした背景の下に日本の金融・資本市場は、自由化の傾向に拍車をかけざるをえなくなる。国際的な金融・資本市場の競争原理が、日本的な金融システムに変更をせまることになったわけである。間接金融から直接金融へのシフトは、本質的には市場の価格システムに委ねることを意味する。

それが銀行依存体質からの脱却であるとするれば、必然的に株主への依存度が相対的に増すことを意味する。リスク負担者の明確な変化は、リスクの価格形成メカニズムの変化でもあり、株式市場が個々の投資家の需給によってその機能を果たさなければならなくなる。企業サイドでは、株主の資本コストを重視する政策転換が生まれなければならない。これらのシステム変更は、従来型の銀行によるチェック機構から、市場によるチェック機構への変容を意味し、コーポレート・ガバナンスの仕組みが変化しなければならないことを示唆している。しかし、いわゆるバブル崩壊は、こうしたシステムの転換がスムーズになされなかったことを物語っている。

(2) 生産要素に対する国際市場の評価

「国際化」の結果を別の側面からも見てみよう。貿易黒字が拡大するなかで、円は着実に国際市場での評価を高めてきた。円ドルレートの推移を見ると、70年1ドル358円（インターバンク）だったものが、85年には203円、90年145円、そして94年には100.0円を突破し、95年4月には70円台を記録することになる。

円高は、外国為替市場における価格決定であり、市場機構に大きく委ねられている。国内で生産する商品の国際市場における競争力は、ドル換算した国内生産要素の価値高騰により低下を余儀なくされる。国内の労働力の価値や資本の価値が高まった結果、コスト競争力が低下したのである。このような状況下にあつて、生産技術の確定したCatch-up型商品の生産は、国内に限定することなく労働力の安価な国に生産をシフトしなければならなかった。生産技術が単純な未熟練労働で可能な生産は、高い労働コストを回避して国外生産にシフトせざるを得ないのである。

実質平均賃金コストを比較すると、1ドル145円であった90年の日本を100.0とした時、韓国34.3、台湾31.4、香港22.0、シンガポール22.5、フィリピン4.7、インドネシア3.6、マレー

月)、平成2年度(平成3年11月)からの同様の調査では、86年には23.4%の借入金の減少(返済)に代わって、社債74.2%、株式49.2%を発行、社債のうち外債依存度は31.3%に増加している。87、88、89年の3年間を見ると、借入金依存度は各々15.7%、28.0%、18.6%と推移し、社債依存度(外債依存度)は、43.6%(16.7%)、30.7%(22.8%)、45.7%(30.5%)、増資が、40.7%、41.3%、35.7%となっている。バブル崩壊後の90年は、再び借入金依存度が42.2%に高まったが、社債依存度は39.5%と高い水準にあり、うち外債依存度は13.4%となっている。

シア7.0、タイ4.8であった²³⁾。それからわずか5年間で約50%も上昇した円のため、労働コストは世界最高水準の地位を不動のものとしてしまう。これまで輸出に依存できた企業は、海外直接投資を積極的に行うと同時に、国内工場の合理化、すなわち労働者を解雇せざるをえなくなる。かつて日本が安価な労働力で世界市場を席卷したように、どの国でも生産可能な製品は、労働コストの安価な国で生産することになり、利潤を求める資本がその国に流れることになる。

したがって、国際的に高コストとなった国内産業は余剰人員を整理しなければならず、その過程で一時的に失業が増大するであろう。既存の競争力を失った産業に労働者を縛りつける如何なる方策も、短期的にはともかく、長期的には大きなマイナスである。既存産業からの労働流出がなければ、潜在的な成長可能性をもつ新たな企業の生まれる余地がないからである。それゆえ、既存産業を保護するような規制は緩和する必要がある、新たな産業の台頭によって労働市場を流動化しなければならない。終身雇用制度は、産業構造の変化を必要としない成長局面での特殊な状態が生み出したものなのである。

もちろん、新たな企業、新たな産業は、高い労働コストを負担できなければならない。それは、輸入の不可能なサービス産業や、容易にcatch-upすることができないような新商品の開発が必要不可欠になる。独創的な新商品の開発には、組織的な能力も必要かも知れないが、より個性を発揮できるような組織を設計しなければならなくなる。個人の能力を重視するような管理が必要になるのである。それは同時に、外にも開かれたものでなければならない。つまり、労働市場がオープンでなければ新たな能力の発見は不可能である。能力を売買する市場が整備されねばならない。

しかしながら、OJTによる特殊熟練の育成も依然として重要であろう。世界共通になってしまった改良の余地のない標準製品であれば機械化や未熟練労働力の利用によって製品コストを削減することができるが、組立加工が必要なほとんどの製品は、常に改良の余地があり、品質向上や製品コストの削減プロセスにあり続けねばならない。こうした生産には内部労働市場による管理が向いていると思われる。したがって、外部労働市場がオープンであると同時に、内部労働市場も機能する状態が要求されるのである。それは、能力主義型賃金制度や報酬制度の導入を要請する。これが行われないなら、有能な労働力は外部市場へ流出してしまうからである。

国際市場で評価されるのは労働ばかりでなく、資本の価値も同様である。国内企業の資本設備は、ドル表示で高くつくことになる。それ故、従来の技術で生産可能なcatch-up型の生産施設などは、国内で生産するより海外直接投資が相対的に低コストになるわけである。国内で生産する商品については、資本と労働力の高いコストを負担できるような国際競争力のある商品生産だけが生き残れることになる。これは、国内産業構造の転換を迫るものであり、当然こ

23) 日銀『日本銀行月報』1993年12月。

れまでの系列関係は再構成を要請されるのである。

(3) 日本的取引関係の評価—国際資本市場

系列取引、あるいは下請・孫請関係の見直しとは、高コストゆえに国際競争力を失った取引企業との関係を清算することなのである。中小企業は、積極的に海外事業展開を進め、コスト競争力を維持しようと努めるばかりでなく、いわゆる付加価値の高い製品造りを目指さねばならなくなっている。しかしながら、こうした産業構造の変化にあって、その動きをスムーズに進展させない要因がある。ひとつは、これまでの法律や規制といった国や政府の問題であるが、もうひとつは株式相互持ち合いである。

相互持ち合いは人質の交換と同様である。取引の中止が双方の株式を市場に放出させることを意味する。それは、支配証券としての株式が本来の価値を回復することを意味するが、日本の経営者にとって経験したことのない事態を迎えることになる。持ち合いの崩壊は、株価の低下の際にテーク・オーバーの脅威を高め、株主総会における経営者の更迭にむすびつくことから、短期的にも株式市場の動きに神経をとがらせねばならなくなる。自社株取得が原則禁止の現状では、株式持ち合いは経営者の地位安泰を約束する制度的役割を果たしていたのである。自社株取得や持ち株会社の原則解禁というような他の事情に変化がなければ、これをやめる経営者側の積極的理由は見つからない。

銀行からの借入依存体質を企業経営者自ら脱却し、直接市場で社債と株式を発行した多くの企業は、株式相互持ち合いが維持されることを前提としていたに違いない。資本の支配から自由になって、完全な自律的企業経営の確立を目指したとも考えられよう。しかし、いわゆるバブル崩壊は、日本的経営システムを崩壊させる予兆であった。過剰な設備投資のつけを含み益の捻出によって清算しようとして株を放出する行為や、その後の円高で構造変化を余儀なくされ、系列関係そのものを見直す必要がでてきた。いずれも、売却しないで済むものであれば維持しようとしたに違いない。

バブル崩壊や系列関係の見直しによる株式持ち合いの解消は、株式市場における需給バランスを崩すこととなる。大量の株式供給は結果的に株価の下落へと導いた分けであるが、株式持ち合いの解消それ自身が株価下落の原因という分けではない。株価が下落せざるをえないような企業の環境と企業価値だったのである。国内的には、資産成長指向的な日本の経営の結果、バブル期の膨大な設備投資が過剰設備となっており、国際的には労働力の高騰などにより、競争力を失った企業として市場が下した評価が株価の低下であったのである。割安な株と判断すれば、大量に供給されても購入希望者は殺到するはずである²⁴⁾。

24) 系列取引からの脱却の躊躇は、構造変化を遅らせてきた要因の一つであるが、資本市場の株価維持政策や金融自由化に逆行する介入規制の要請も構造変化を遅らせる要因である。

しかしながら、株式持ち合い解消の動きは、着実に進んでいるようにも見える。事業法人は90年11

資本市場は、こうした労働力と資本の結合である企業の評価を通して資源配分の新たな方向を模索しなければならない。労働力や資本設備各々の価値が為替市場によって変化を余儀なくされるのと同じく、労働力と資本の結合した企業評価も、為替の変動を被ることになる。日本の資本市場が国際的な競争の場となって多数の投資家の評価にさらされれば、国内的な規制や価格維持は困難なものとなろう。ドル換算した株価や社債の価値、したがって企業価値は、国際金融・資本市場での評価基準に基づき変化を被るのである。

円高は、輸出企業に多くを依存している日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）を大幅に下げることとなったが、実は、ドル換算した場合には、それほど下落していないのである。日本の株式市場は89年末からの株価暴落以降、現在まで大きく回復を見込めないでいる。しかし、円表示での株価は、国際市場では大きな意味を持たないかも知れない。これをドル表示にすると緩やかな景気回復局面で、かなり回復しているのがわかるのである。

これは、最近の90円台を突破するような円高局面でも同様である。この過程で、平均株価は低下しているが、国際資本市場のドル表示による日本企業の価値はそれほど低下していないのである。これを TOPIX と円ドルレートの比較で見よう。70年の TOPIX は163.35、85年が997.72、90年には2,177.96に騰貴するが、バブル崩壊後91年1,843.18、92年1,359.55と低迷し²⁵⁾、1ドル85円11銭をつけた95年4月6日には1274.43にまで下落した²⁶⁾。しかし、この指数をドルで換算（ドルで除する）してみると70年 0.456、85年 4.915、90年 15.02、95年4月6日 14.97となる。つまり、バブル崩壊による株価の暴落にも関わらず、ドルで表示した国際市場では85年に比べて3倍程に高騰したことになる。日本の資本はかなり高くなっており、かつてのように外資による乗っ取りの脅威を考える必要は薄れたわけである。

しかし、こうした評価がなされるのは、株式市場が機能し始めたことの証左でもある。国内市場の売買高は低迷しているが、銀行依存型であった日本の株式市場は、金融・資本市場の自由化やコクサイ化によって、否応なしに国際市場で評価される商品になったのである。株式市場が市場機能を持つということは、リスクの評価を行い、資源配分メカニズムを遂行することである。それは株主が主体となって、資源配分のイニシアチブをとるということでもある。

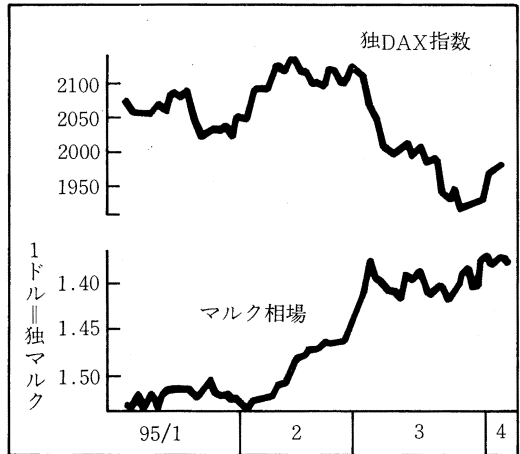
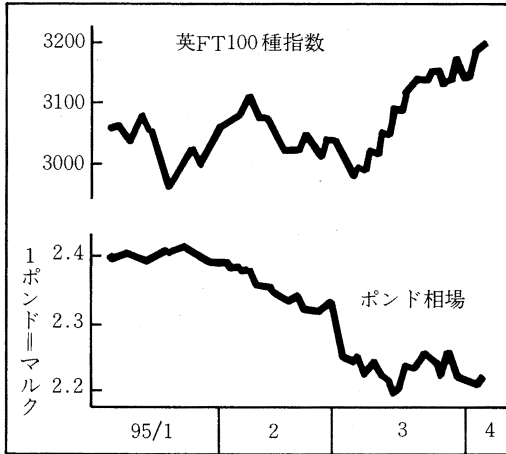
月から95年3月まで53ヶ月連続株式を売り越している。94年度の売り越し総額は約1兆5600億円であり、持ち合い株の解消する企業は業績の悪い業種に多いと言われる（『日本経済新聞』1995年4月6日）。なお、株価の下落を自社株取得によって阻止することはできない。株価に影響を与えるとすればアナウンスメント効果である。

25) 『東証要覧』1994、東京証券取引所。

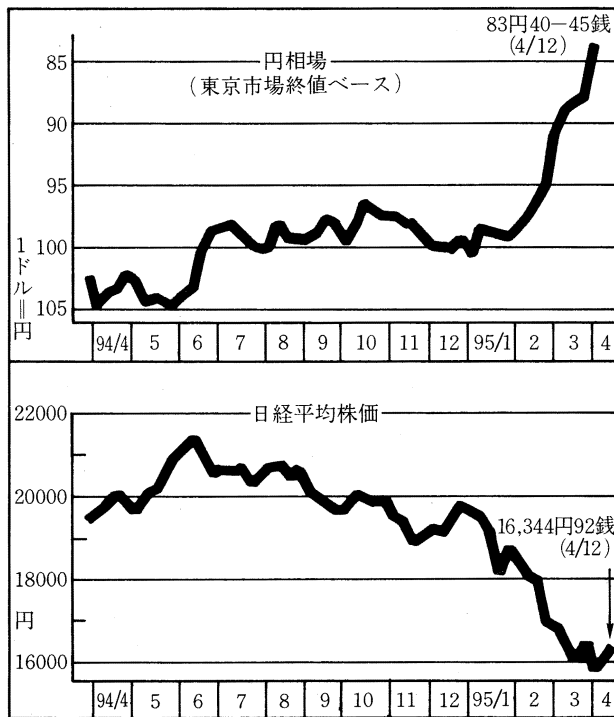
26) 『日本経済新聞』1995年4月6日。4月3日には、欧州市場で85円台となり、日経平均株価は、92年8月20日以来の安値となり、15381円29銭となった。TOPIXも前日比-52.28の1250.61をつけたが、この日の為替レート86円40銭で換算すると14.47である（『日本経済新聞』1995年4月4日）。円高はさらに進行し、4月10日の東京外国為替市場で一時1ドル=80円15銭をつける。しかし、この日

これまでのようにリスクの小さな環境から、リスクの大きな創造的商品生産にチャレンジしなければならぬ環境となれば、銀行と企業の相対関係でなされた資本取引ではリスクの負担

の株式相場は比較的安定し、終値 1292.68 となり、先の換算を行うと 16.12 になる。こうした外国為替市場と株式市場の関連は、日本だけのものではない。以下に図示するように欧州でも同様である (『日本経済新聞』1995年4月11日)。



(日経 4/11)



(日経 4/13)

に限界が生じ、これまでのような機能を発揮できなくなろう。それゆえ、多数の投資家が参加し、個々の責任のもとにリスクを負担するようなりリスク分散型市場に依存せざるをえない環境となってきたのである。このプロセスで、いくつかの産業や企業では、雇用を含めて短期契約を優先しなければならないような生産システムに変わるかも知れない。日本国内で閉鎖的の生産要素市場が形成されたとしても、企業の活動が国際化するとともに国際市場の評価メカニズムにのらざるをえなくなるのであり、それが日本の経営を変化させる大きな要因となるのである。

6. おわりに

本稿では、日本の経営の形成とその変容について、生産要素市場、とりわけ金融・資本市場に焦点を当てて分析してきた。株式相互持ち合いと閉鎖的な銀行依存型金融・資本市場が、内部労働市場や系列取引といった閉鎖的な日本の取引慣行を形成したが、80年代の中ごろより企業が国際舞台で競争するようになると、金融自由化や企業活動の国際化を通じて、企業の銀行離れが加速し、国際金融・資本市場での行動基準に従わねばならなくなる。それはある意味で資本の論理の貫徹であり、国内労働市場や国内金融・資本市場を世界市場の一部に置き換えてしまうことでもある。

戦中・戦後と長きにわたって維持されてきた金融・資本市場に関する規制あるいは統制は、日本の国内資源を輸出産業に重点的に配分してきた。その過程で、日本の経営と称される特殊な経営スタイルが形成されるわけであるが、輸出産業が国内的にも国際的にも競争力を持てば、円高は必至である。日本企業は国内の高コスト体質から脱却をはかるために海外生産を増加させねばならず、もっとも競争力を持っていた国内産業が海外へと生産の拠点を移さねばならなくなった。こうした企業の国際活動が金融・資本市場にも波及することになる。

他方、円高によって国際競争力を失った既存の国内産業は、さまざまな保護や規制のもとに企業の存続維持を図りたいが、国際競争のルールに従えばこれは許されないことである。企業活動が国際化する過程は、同時に国内市場の開放でなければならない。したがって、産業構造の変化が生じ、資本や労働力、その他の資源の流れがスムーズに移転可能な外部市場の整備拡充が必要となる。それは、これまでの日本の経営を変えることになる。

これまで、日本の経済システムは資本や労働力といった生産要素市場が開放された体系ではなかった。金融・資本市場の閉鎖性、内部労働市場の偏重される経済システムであった。こうした市場特性は、漸次変容しつつある。その変化の過程で、企業や市場のあり方などについて改めて問う必要があるだろう。関連法規や規制は、当然修正されることになるだろう。日本の経営は、これまで責任の所在が曖昧であり、最高経営者や銀行に最終責任があるのか、経営者のチェック機能はどこが担っているのかわからないシステムが構築されていた。こうした曖昧なシステ

ムは、国際社会では通用しないであろうし、私有財産権とその交換によってなりたつ資本主義経済とは異質なものであった。資本や労働力を含め、交換対象となるものは、交換主体が自らの責任と判断によって意思決定（できる）しなければならないようなシステムが構築されつつあり、日本の経営は内からも外からも変容を迫られている。それは、日本の経営システムが世界市場の資本の論理に取り込まれる過程を示すものでもある。