



Discussion Papers In Economics And Business

資本市場と企業統治
—近代日本の綿紡績企業における成長戦略—

結城 武延

Discussion Paper 07-40

Graduate School of Economics and
Osaka School of International Public Policy (OSIPP)
Osaka University, Toyonaka, Osaka 560-0043, JAPAN

資本市場と企業統治
—近代日本の綿紡績企業における成長戦略—

結城 武延

Discussion Paper 07-40

October 2007

この研究は「大学院経済学研究科・経済学部記念事業」
基金より援助を受けた、記して感謝する。

Graduate School of Economics and
Osaka School of International Public Policy (OSIPP)
Osaka University, Toyonaka, Osaka 560-0043, JAPAN

要旨

近代日本経営史において、長期的な成長を可能にする企業統治の確立は、20世紀初め頃に、長期成長戦略を追求した専門経営者の台頭によって達せられたと考えられてきた。日本の近代的発展に重要な役割を果たした綿紡績業においても、1900–1910年代に長期的な企業価値最大化を追求したのは、現在の配当のみに関心を持つ近視眼的な株主達の声を抑えて、長期成長戦略を追求した専門経営者の台頭によるものだとされている。

しかし、本稿は株式データと財務諸表データを重ね合わせた定量分析によって、専門経営者の台頭ではなく、資本市場の動向が、企業の長期成長戦略の選択に決定的な役割を果たしたことを明らかにした。株主が短期的な配当最大化ではなく、長期的な成長を望むようになったことが、より重要な条件であったのである。

また専門経営者のモラルハザードを防ぎ、株主の意向に沿う形で経営を行った要因のひとつに、その報酬体系を株価に連動する形で設計することで、専門経営者が株主、および資本市場の評価に従うように誘因が与えられていたことを示した。

このような長期成長が可能であった企業と消えていった企業との間に生産構造の違いがあった。長期成長が可能となった企業は相対的に労働生産性が高く、高収益を達成していた。高い労働生産性の要因は労働装備率であり、設備投資をより有効に活用し、それを利益に結びつけた企業こそが長期成長を達成し得たのである。

JEL Classification: D92, G34, N25

Key Words: 綿紡績業, 近代日本経営史, 企業統治, 直接金融, 長期成長戦略

* 本稿を執筆するに当たり、中林真幸先生、阿部武司先生、宮本又郎先生、岡崎哲二先生の諸先生方からは、多大なるご支援と、ご教示を賜った。また、契約理論研究会(一橋大学)においては、伊藤秀史先生、堀一三先生をはじめ、ご参加下さった皆様から、大変貴重なコメントを賜った。お名前をここに記して深く感謝の意を表したい。

[†] 大阪大学大学院経済学研究科後期博士課程, 〒563-0043 大阪府豊中市待兼山 1-7
yukizum@gmail.com

1. 問題の所在

本稿は、日本の近代化過程にあつて、それを主導した綿紡績業を対象として、資本市場が企業統治に与えた影響を検証することを課題とする。企業が、短期的な利潤の追求のみならず長期にわたる生産性向上、それを通じた長期的な利潤の最大化を追求する存在(*going concern*)として定着することは近代的な経済発展の正否を決定的に左右する。それゆえに、企業統治¹における長期成長戦略²の確立の成否は経営史研究において最も重要な課題の一つであり続けている。これまでの経営史研究から得られた重要な知見は、Chandler(1977)のそれに代表される、企業の長期的な成長を追求する専門経営者の出現がそれを可能にしたというものである³。綿紡績業が、1900—1910年代において企業合併や積極的な設備投資で規模を拡大し、長期的な企業価値最大化を追求したのは、現在の配当のみに関心を持つ近視眼的な株主達の声を抑えて、長期成長戦略を追求した専門経営者の台頭によるものだとされている⁴。

こうした見解の背後にある着想は、株式会社の場合、各株主の持株比率が十分に小さければ、各株主の企業統治への関心が薄れ、それが経営者のモラルハザードを誘発する危険がある反面、企業の成長によって自身の生涯所得も増大する専門経営者が出現すると、むしろ株主の制約を受けずに長期成長戦略を保持できるというものであった。そして、現在の配当のみに関心があり、短期利潤を追求する株主、すなわち近視眼的な株主の行動⁵は長期的な企業価値を追求しないので、それゆえ近視眼的な株主の行動に従って企業が統治されると、長期的な企業価値は達成されないことから、しばしば企業運営の失敗例であると考えられている。したがって、企業の合理的な選択の結果、到達する均衡は、経営者が企業の長期的価値最大化を追求した唯一のそれであるとみなされている。これがChandlerに代表される専門経営者台頭による企業統治の考え方であった。

しかし、資本市場が効率的に機能し、株主が資本市場において価格受容者(*Price Taker*)として行動する場合、近視眼的な株主による企業統治も合理的な選択であるという結論が導き出せる。契約理論の観点から、株主による企業統治の構造を明らかにしたAghion and Stein (2007)がそれである。Aghion and Steinは経営者の個人所得に株価を組み込むことで、経営者は株価

1 企業の所有者の便益を最大化させるように経営者に当該企業を運営させる仕組みを企業統治とよぶ。

2 長期成長戦略とは企業の長期的価値が最大化されるような企業の意思決定を意味している。具体的には、長期的には利潤が得られる投資機会があれば、設備投資を通じてその機会を得ようとする行動である。

3 Chandler(1977), pp.8-11.

4 由井・大東(1995), 31—44頁。

5 将来の利益を犠牲にしても、現在の利益(配当金)を優先する株主の行動が近視眼的な行動である。投資機会を犠牲にしても当期利益を優先させるような企業の意思決定を本稿では短期利潤戦略と定義する。

の動向に対応して意思決定を行うものとしている。株主は当該企業の経営状態や産業動向を観察し、株式保有で得られる収益が最大化されるように、当該企業について将来成長が見込めそうな場合、長期成長戦略に対して高く評価し、もはや成長が見込めそうにない場合、短期利潤戦略⁶に対して高く評価する。この評価は資本市場において株主が価格受容者(Price Taker)として行動する場合、株価の形成で具現される。したがって、経営者が選択できる戦略、すなわち長期成長戦略と短期利潤戦略はいずれも、所有者である株主と経営者双方にとって合理的な選択となる。経営者が株価の動向にも気を配って企業の意思決定を行うとき、近視眼的な株主による企業統治も、長期的視点に立つ株主による企業統治も企業が到達し得る均衡なのである。

企業が直接金融⁷に依存し、かつその株式が市場において公開されている限り、一人一人の株主が小さかったとしても、市場を通じて実現される株価は当該企業の資本調達費用を直接に左右することから、企業の意思決定に多大な影響を及ぼす。専門経営者が対峙しているのは個々の株主ではなく、彼らの行動が集約された結果としての株価であったはずであり、そして株価は絶対に無視することのできない重要性を持っていたはずなのである。そうであれば、専門経営者の役割と同様、資本市場が企業統治に与えた影響も分析されなければならないはずであるが、近代日本経営史において、そのような視点に基づいて体系的に資本市場と企業統治の関係について論じた研究は少なく、特に定量的な観察は決定的に不足しており、企業統治と資本市場との関係に関する事実そのものが明らかにされていない⁸。そうした研究状況を承け、本稿では、戦前日本において直接金融に大きく依存し続けた産業である綿紡績業を事例として、所有者である株主や資本市場が、株価の形成を通じて、企業統治に及ぼした影響の分析を行う。

これまでの経営史研究において資本市場と企業統治の視点から、長期的な成長を遂げた企業の分析を進めた研究のなかでも注目されるべきは九州鉄道を分析した中村尚史のそれである。中村は九州鉄道会社における重役組織の形成過程の検討を通じて、専門経営者による経営の自立性と長期的な成長に宥和的な安定株主の確保が、長期成長戦略を確立する上で重要であったことを明らかにしている⁹。しかしながら、中村の研究をはじめ、定性的な研究において、専門経営者の自立性が企業統治に果たした役割は明らかにしているが、資本市場が企業統治に果たした役割については明らかにされていない。産業レベルの資本市場による定量的な企業統治の研究が必要とされる所以である。

⁶ 短期利潤戦略とは投資機会を犠牲にしても当期利益を優先させるような企業の意思決定を意味している。具体的には、利益処分において内部留保よりも配当金を優先し、その結果、設備投資を行うための長期資金が不足してしまうような戦略である。

⁷ 黒字主体である投資家などが赤字主体である企業などに直接、資金が移転される方法である。

⁸ そのような視点に基づいた先行研究としては、岡崎(1995)。岡崎は戦前日本において内部資本市場が発達し外部資本市場から比較的独立した財閥系企業とそうではない非財閥系企業の資本構成や利益率に対する配当率の感応度の違いを検討することで、戦前日本の企業統治構造が株主主権に近いものであることを示した。

⁹ 中村(1998)、第八章。専門経営者の自立性と安定株主の確保の観点から企業統治を論じたものとしては、高村(1995)、139-147頁を参照。

分析期間は1903-18年の約15年間としている。分析期間をこの時期にした理由を述べておこう。1900-1年の景気後退を経て、日露戦争前後から第一次世界大戦直後にかけて、綿紡績業においては各企業が積極的な設備投資や企業合併などによる規模の拡大、兼営織布や綿糸の高番手化などの経営の多角化に努めてきた。この時期における企業間の戦略の差異がその後の企業間の優勝劣敗を明確化にして、後の六大紡となる企業群が台頭していく契機となった。したがって、近代日本の綿紡績企業で企業統治における長期成長戦略の確立を明らかにするためには1900年代、1910年代を分析期間として設定しなければならないのである。

第一節では資本市場が企業統治に及ぼした影響を、企業の経営戦略と株価の対応関係を定量的に分析することで明らかにする。分析の際に企業間の配当政策の違いで企業を2グループに分けることで、企業間で長期成長戦略と短期利潤戦略の複数均衡が存在していたことを示す。第二節では経営者に対する誘因制御の問題を検討している。具体的には、経営者報酬と企業の業績評価の対応関係を推計することで、経営者に対する誘因制度の構造を明らかにする。第三節は企業間の利益格差の要因を生産性の側面から考察する。

第一節 資本市場による企業統治の確立

1 綿紡績企業の配当政策と経営動向

はじめに綿紡績業の配当政策と経営動向について述べる。1903-18年における綿紡績業全体の配当性向¹⁰とROE¹¹の関係を示したのが図1-1である。用いた史料は大日本紡績聯合会が半期ごとに発行した『綿糸紡績事情参考書』の「全国紡績株式会社営業成績表」より必要項目について抽出した。『綿糸紡績事情参考書』は全国の紡績株式会社の生産動向、経営動向、綿製品の輸出入の動向などの数値が網羅されており、綿紡績業について産業レベルで定量的に分析する際に最も的確な史料の一つと思われる。今後の分析においても、用いる経営指標の多くは『綿糸紡績事情参考書』を用いる。

図より、50-100%の範囲内で配当性向が集中し、相対的に高収益・低配当、低収益・高配当の2つのタイプの企業が存在していたことが確認される。異なる傾向を持つ企業群が存在していたことが推察されるが、そうであれば資本市場による評価もそれぞれ違った傾向となる可能性がある。したがって、本稿においては、「低配当企業群」と「高配当企業群」という2つのグループに企業を分類して、以降の分析を進める。低配当企業群と高配当企業群を分ける基準は、分析期間において50%以上業界平均の配当性向より低水準の配当性向であれば「低配当企業群」、そうでなければ「高配当企業群」として分類する。配当性向を基準に分類を行ったのは、経営者が決定する配当性向の値に依存して、利益の残余部分の内、株主に配分される部分と企業内部に留保される部分とが決まり、将来の企業の長期成長戦略に直接影響を与える指標であるからである。

このような分類にしたがって企業群別の経営動向を示したのが表1-1である。株価、財務

¹⁰ 配当性向=配当金/当期利益×100

¹¹ ROE=当期利益/払込済資本金×100

情報がともに観察できる 26 社を対象としている¹²。表 1-1 より、低配当比率をみると、50%の前後 10%に 10 社ほど分布している一方で、尼崎、摂津、三重のようにほとんど低配当の企業や東京、東京瓦斯、下野のようにほとんど高配当の企業も観察された。この観察結果から、各企業群内においても個別企業群別の個体差があったように考えられる。また、低配当企業群の方が ROE について高水準を保っていた一方で、配当利回り¹³は高配当企業群よりも低水準であった。これは低配当企業群が高収益にもかかわらず相対的に低い配当金を選択していたにもかかわらず(図 1-1)、株主は高い評価(株価)をしていたことを示唆している。したがって、少なくとも低配当企業を所有する株主は、現在の配当金だけではなく、将来株価値上がりから得られる利益(capital gain)も投資の判断材料にしていることがわかる。さらに、運転錘数増加分(期間平均の増加分)は低配当企業群が高配当企業群の 3.5 倍の水準で拡大している。

そして後に高配当企業群の多くが低配当企業群に吸収されていることが確認される(表 1-1)¹⁴。具体的にみていくと、大阪紡は金巾製織(1906 年 6 月)、三重紡は尾張紡(1905 年 10 月)、下野紡(1911 年 11 月)を吸収し、東洋紡になった後に大阪合同紡を吸収している(1931 年 3 月)。尼崎紡は東京紡(1914 年 8 月)、日本紡(1916 年 2 月)を吸収しており、富士紡は東京瓦斯紡を吸収し(1906 年 9 月)、富士瓦斯紡になっている。これらの結果より、低配当企業群が高配当企業群と比べて相対的に設備投資および企業合併によって長期成長路線にのっていたと考えられる。

2 企業統治の実証分析

企業統治における長期成長戦略に関する 2 つの仮説を提示しよう。一つ目は企業統治に関するこれまでの経営史研究で中心的な枠組みとして用いられた、Chandler(1977)のそれである。Chandlerの仮説は次のようになる。企業の規模が大きくなり、経営内容が多様化するにつれて経営者が専門家となり、企業の経営と所有が分離する。所有と経営の分離に伴い、所有は広範囲に分散し、株主たちは経営に関する知識や経験もないばかりか、経営自体に関心がなくなる。かわって専門経営者が短期の企業活動だけではなく、長期の意思決定をも決定することになる。専門経営者は自らの所得を最大化させるために、短期的な利潤を極大化させる戦略よりも企業の長期的な安定と成長に有利な戦略¹⁵を選択するようになった、という仮説である。この仮説が提示されて以降、近代日本経営史研究の多くはこの枠組みに基づいている¹⁶。優秀な専門経営者が目先の利益ばかりを追う株主の声を抑えて、先見的な視野を持って積極的な設備投資や新たな市場を開拓するというそれである。綿紡績業でいえば、確かに大阪紡の山辺丈夫、尼崎紡・摂津紡の菊池恭三、鐘淵紡の武藤山治、富士瓦斯紡の和田豊

¹² 株価については『大阪朝日新聞』、『中外商業新報』より、半期ごとの期末データを用いた。

¹³ 配当利回り=一株あたりの配当金/株価×100。通常、投資家が各期の株式所有における投資収益を判断する場合は、既に払い込まれた株主資本に対する配当金の割合(配当率)ではなく、今期支払われる「一株あたりの配当金」が「一株あたりの株価」に対して割高か割安か(すなわち、配当利回り)を指標にすると思われる。

¹⁴ 合併に関する資料については矢倉・生島(1986)を用いた。

¹⁵ 積極的な設備投資や配当を抑制し、内部留保を高めるなど。

¹⁶ 由井常彦・大東英祐(1995)、川井(2005)、宮本・阿部(1999)。

治など優れた経営者が先見性を持って、長期成長戦略を選択し、企業の長期的価値を高めたのは疑いようのない事実である。

しかし、この仮説では説明され得ない問題がある。それは経営者の自己利益最大化が必ずしも株主の利益最大化に一致しない可能性、あるいは経営者の投資計画が過剰であったり、過小であったりすることで企業の長期的安定にも繋がらない可能性があるといった情報の非対称性から生じるプリンシパル・エージェント問題¹⁷である。すなわち、企業の長期成長を追求した専門経営者と宥和的なパートナーとしての株主、資本市場がどのように形成されていたのか¹⁸という問題を明らかにしなければならない。これが資本市場と企業統治の関係を解明しなければならない所以である。そしてこの問題は、論理的帰結から導き出される命題ではなく、実証されるべき命題なのである。

2つ目の仮説はプリンシパル・エージェント問題を取り扱う契約理論の観点から、経営者が長期成長戦略を選択する要因を明らかにしたAghion and Stein (2007) である。Aghion and Steinは、経営者は長期成長戦略と短期利潤戦略¹⁹どちらにどの程度、経営努力を傾けるべきなのか、というトレード・オフに直面して企業活動を行っているとは仮定している²⁰。そして経営者の報酬が現在の利益と株価に連動しており、経営者はそのような報酬体系の下で自らの利益を最大化すると仮定している。すなわち、経営者の効用関数は

$$(1) U_t = \pi_t + \alpha P_t$$

となる。 π_t はt期の利益、 α は経営者がt期で売却する持株割合、 P_t はt期の株価となる。一方、t期の利益は長期成長戦略で得られる利益 s_t と短期利潤戦略で得られる m_t で構成されていると仮定されており、

$$(2) \pi_t = s_t + m_t$$

$$s_t = aeq_t + \varepsilon^s, \quad m_t = a(1-e) + \varepsilon^m$$

となる。 q_t はt期の市場規模（市場機会）、 a は経営者の能力、 e は長期成長戦略に対する経

¹⁷ ここではプリンシパルは株主、エージェントは経営者となる。経営者は株主に比して、当該企業の情報を多く有しているが故に、経営者は自らの目的のために株主の利益を損なうような経営を行う誘因があり得る。これが株主と経営者間のプリンシパル・エージェント問題である。株主は株主の売買を通じて当該企業から「退出」するか、あるいは株主総会において所有者としての権利を行使するなどをし、経営者の行動を株主の利益に最大化するように制御し得る。資本市場による企業統治とはまさにそれである。

¹⁸ 資本市場や株主の期待に一致するような形で経営者が企業活動していたとすれば、プリンシパル・エージェント問題を解決された結果、実現された長期成長戦略の確立といえる。

¹⁹ 短期利潤戦略とは、将来利益が見込まれるであろう投資機会を犠牲にしても、現在の利益を優先させるような企業経営を意味している。

²⁰ 長期成長戦略は生産の拡大によって達成される一方で、短期利潤戦略は費用の削減を通じて利益率の改善を行うことで達成されるとしている。生産を拡大するためには綿紡績業の場合、増錘、職員の雇用数や原料となる棉花の増加が必要となる一方で、費用削減を通じて利益率を改善するためには、運転錘数の縮小、職員の削減や棉花購入を控えるなどが必要となる。これらの経営努力はトレード・オフの関係といえる。

営者の努力配分, ε^i , $i=s, m$ は各戦略に関する確率変数であり, 正規分布 $N(0, V^i)$ に従うとする.

資本市場は経営者の行動と実現される利益を観察して以下のように株価を形成する.

$$(3) P_t = \delta E(\pi_{t+1} | s_t, m_t, \hat{e})$$

\hat{e} は市場における経営者努力 e の予想であり, δ は割引因子である. (3)式は, 資本市場が当期の「長期成長戦略から得られる利益」, 「短期利潤戦略から得られる利益」を観察し, 「経営者の(長期か短期か)努力配分」を予想して, 将来の期待利益を形成し, それを現在の株価の形成に反映させることを意味している.

これらの問題設定の下で求まる均衡(解)は(a)市場機会 ($q_t < 1$) が十分小さければ, 経営者が短期利潤戦略 ($e=0$) をとる唯一の均衡, (b)市場機会が十分大きければ ($q_t > 1$), 経営者が長期戦略を ($e=1$) をとる唯一の均衡, (c)経営者が長期成長戦略と短期利潤戦略双方をとる複数均衡がある. この解の含意は資本市場による評価によって経営者が長期成長戦略を選択する可能性を示唆している. Chandler の仮説において経営者の利益最大化行動と株主の利益最大化が一致していると仮定すれば, Chandler の仮説は Aghion and Stein の均衡(解) (b)であると解釈し得る. 本稿では Aghion and Stein の枠組みに基づいて, 資本市場の評価と経営者の行動の相互依存関係で成り立っているという観点から資本市場が企業統治に果たした役割を実証的に明らかにしたい.

本節で行う実証手順は以下ようになる. まず, 前項で分類した企業群別(低配当と高配当)に基づき, 各企業群の経営者が相対的に長期成長戦略と短期利潤戦略, どちらにどの程度ウェイトを置いていたのかを確認する. その為に経営者の行動の中で利益処分の決定問題に着目する. 利益処分をどのように配分するのかという問題は, 利益の増減に対して内部留保を強めるのか, 配当金として株主への還元を優先するのかという問題である. 内部留保の強化は長期成長戦略を選択する際に不可欠となる投資資金となる. 株主により還元するためには今期の利益を優先しなければならず, 配当金の優先は短期利潤戦略を選択することを意味する. したがって, 利益処分に対して内部留保か配当金かという経営者の選択をみるために, 説明変数を ROE, 被説明変数を配当性向とした単回帰を行う.

次に資本市場が企業の戦略に対してどのような反応をしたのかが分析される. 推計式は以下である.

$$\begin{aligned} \Delta P_t &= \alpha + \beta_1 \Delta ROE_t + \beta_2 I_{t-1} / I_{t-2} + \beta_3 D_{t-1} + \varepsilon_t \\ t &= 1903 - 18 \end{aligned}$$

ΔP_t = 当期株価 - 前期株価, ΔROE_t = 当期 ROE - 前期 ROE, D = 兼営織布ダミー, I = 運転錘数である. 株価と ROE について階差をとったのは, データの制約上 pooled data で分析しているため, 各企業の個性による影響を除去するためである. また運転錘数については規模の影響を排除するために 1 期前の運転錘数を 2 期前の運転錘数で除している. 上式について若干付言しておく. ROE は経営者がとる短期利潤戦略を資本市場がどう評価しているのかを, 1 期

前の兼営織布、運転錘数については経営者が過去に行った設備投資活動に対して資本市場がどう評価したのかを表したものである。したがって、ROEは短期利潤戦略、兼営織布ダミー及び運転錘数が長期成長戦略の代理指標とみなしている²¹。

3 実証結果の解釈

まず低配当企業群と高配当企業群の戦略が相対的に長期成長戦略、短期利潤戦略どちらを選択していたのかを示したのが表 1-2 である。結果をみていくと、低配当企業群が 1%水準で負に有意、高配当企業群が 1%水準で正に有意であった。現在の収益 (ROE) が増加した時、その残余部分の多くを内部留保に回したのが低配当企業群であり、株主にそのまま還元したのが高配当企業群であった。相対的にみると、低配当企業群が長期成長戦略を選択する傾向が強く、高配当企業群が短期利潤戦略を選択する傾向が強かったのである。

次に資本市場が企業の各戦略に対してどのような反応をしたのかを示したのが表 1-3 である。結果をみていくと、低配当企業群は短期利潤戦略である ROE が 1%水準、長期成長戦略である運転錘数が 5%水準で正に有意であった。高配当企業群は短期利潤戦略である ROE のみが 1%水準で正に有意であった。

この結果の解釈は次のように考えられる。企業の株式を所有することで株主が得られる利得は Income gain (配当金) と Capital gain (株の値上がり益) に二分できる。そうすると、ROE が両企業群ともに正に有意なのは今期の Income gain に直接関わってくる部分であるからである。一方、長期成長戦略についてみていくと、低配当企業群の増錘について資本市場は正に評価しているのに対して、兼営織布部門の開拓は両企業群とも評価していない。この結果は、前項の Aghion and Stein モデルに基づくと以下のように解釈できる。低配当企業群は均衡(c)に到達している、すなわち短期利潤戦略と長期成長戦略を組み合わせる複数均衡に到達していると考えられる。この時、資本市場が低配当企業に対して評価する業績指標は長期成長戦略に関わるそれと短期利潤戦略のそれであり、市場機会に応じて、資本市場は長期成長を達成しうるような経営活動にも高い評価を与えていたのである。一方、高配当企業群は均衡(a)にとどまり続けている、すなわち資本市場は高配当企業群に対しては短期利潤戦略のみを評価していたのである。

²¹ 1890 年代末を転換期として、戦前日本の綿紡績企業は紡績機械のほとんどをミュールからリングへと切り替えた。技術進歩に対応した形でより生産性の高い機械に切り替えたのが転換の主な理由であり、三重紡の斉藤恒三、大阪紡の山辺武夫、尼崎紡の菊池恭三といった当時の技術者が直接英国を視察し、積極的に買い付けを行っていた(清川(1973))。彼らは互いの情報を交換するために定期的に会合を開くのを常としており、1890 年代以降、紡績機械に関する情報は主要紡績企業間で広く共有されていたと考えられる。したがって、本稿の分析期間において紡績機械の設備投資は量的な増加に限定されていた。これが長期成長戦略の代理指標として運転錘数を用いる所以である。兼営織布ダミーを長期戦略の代理指標にした理由は以下になる。1890 年代以降、大阪紡をパイオニアとして紡績会社が綿布の生産も行うという兼営織布部門を持つ綿紡績企業も増加していった。日露戦争以後は市場機会に応じて、大阪紡や三重紡は綿糸よりも織布部門に力点を置くようになったのである(阿部(2006), 107-09 頁)。それゆえ、兼営織布部門を有していたのかいないのか、当時の株主が投資先を判断する上で重要な要素であったと考えられる。つまり、1900 年代、1910 年代の綿紡績企業の設備投資の方向は、1 つは増錘、もうひとつは兼営織布部門の追加であった。

設備投資(増鍾および兼営織布)が将来の ROE に寄与しているのかどうかを分析したのが表 1-4 である。ここでは被説明変数を当期の ROE, 説明変数を前期の運転鍾数, 兼営織布ダミーとして OLS で推計をした結果である。結果についてみていくと, 低配当企業群, 高配当企業群ともに過去の増鍾は当期の ROE に直結しているのに対して, 兼営職部門への進出は当期の ROE に直結していないことが明らかとなった。資本市場は低配当企業群に対してのみ, 将来の利益につながる長期成長戦略に対して高い期待を形成していたのである。

第二節 経営者の誘因制御問題

1 経営者報酬契約とその実態

第一節において明らかにされたのは(3)式の関係である。株主がいかにして株主利益の最大化に一致するように経営者の誘因を制御していたのかを明らかにするために, 経営者報酬と企業の業績評価との関係をみていくことが本節の目的となる。

株主にとって望ましい経営者の報酬体系とはなにか, それは一般的には経営者の努力と相関が高く, かつ事後的に観察可能な業績評価を組み込んだ経営者の報酬体系の設計である。そのような業績評価としては, 会計情報であれば ROE, 市場評価であれば株価が最も望ましい代理指標になると考えられる²²。

このような報酬体系を戦前日本の綿紡績企業において設計することが可能であったのかを, 企業数社の定款を事例としてみていきたい。事例とする企業は後に六大紡へと成長する大阪紡, 鐘淵紡, 尼崎紡である。

史料 1—大阪紡績株式定款—²³

第一章 総則

第十三条 当会社取締役ノ撰挙ハ毎年一月株主總會ニ於テ三十株以上所持ノ株主中ヨリ人員三名ヲ投票撰挙スヘシ... (後略)

第十五条 頭取取締役ハ上任ノ日ニ当リ所持ノ株式中三十株券状ヲ当会社ニ預クヘシ。当会社ハ之ヲ格護シ其券状ノ保護預証書ニ禁授受ノ印ヲ渡シ置クヘシ。

第九章 純益金配当ノ事

第五十一条

一 純益金百分ノ五ヨリ七迄 役員賞与配当金

是ハ役員賞与トシテ毎季ノ景況ニ応シ利益金中ヨリ引去リ, 其内ノ八割ヲ以テ役員一同及職工ニ配当シ其二割ヲ以テ臨時慰勞別段賞与トシテ積立トスヘシ。

史料 2—鐘淵紡績株式会社—²⁴

第一章 総則

²² 乙政(2004), 16-19 頁。

²³ 岡本(1996), 「大阪紡績会社定款・営業規則」。

²⁴ 岡本(1996), 「鐘淵紡績会社定款」。

第十条 会社ハ百株以上ヲ所有スル株主中ヨリ五名以下ノ取締役ト三名以下ノ監査役トヲ選ブベシ。

第廿二条 取締役及ビ監査役ハ各自所有ノ株式ノ株式百株ヲ其在任中会社ニ預ケ置クベシ。

第六章 計算ノ事

第五十条 通常総会ニ計算書，財産目録，貸借対照表，事業報告書，当期ノ積立金額及ヒ利息又ハ配当金ノ分配案ヲ提出シ認定ヲ求ムベシ。

史料 3—尼崎紡績株式会社—²⁵

第一章 総則

第拾七条 当社々長取締役商議員ハ株主総会ニ於テ必ス投票ヲ以テ百株以上所持ノ株主ニシテ丁年ニ会社ハ百株以上ヲ所有スル株主中ヨリ五名以下ノ取締役ト三名以下ノ監査役トヲ選ブベシ。

第拾八条 社長取締役ハ上任ノ日ニ当リ所持ノ株式中百株券状ヲ当会社ニ預クヘシ。当会社ハ之ヲ格護シ其券状ノ保護預リ証ニ禁授受ノ五字ヲ明記シ渡シ置クベシ。

第九章 純益金配当ノ事

第四拾六条 当会社ノ総勘定ハ毎年兩度（六月，十二月）ノ末ニ於テ決算シ，総収益金ノ内ヨリ一切ノ諸経費ヲ引去リタルモノヲ以テ純益トシ，此内ヨリ役員賞与金積立金創業費及ヒ什器償却及ヒ株主配当金ニ充ツヘキモノトス。其計算法ハ左ノ如シ。

一金若干円 利益金

内

金百分ノ十（前半期繰越金アラハ之ヲ除ク） 賞与金

但 株主ノ配当金五歩以下ノ時ハ株主総会ノ決議ヲ以テ更ニ割合ヲ定ムヘシ。

3 社の定款に共通している点は一定数以上の株式を保有する者から役員が選ばれ，規定以上の株式の売買については規制がないことである。また当期利益金の内，経営者への配分が株主総会で決まる企業もあれば（鐘淵紡），その割合が予め一定の範囲内に決まっている企業もあった（大阪紡：5—7%，尼崎紡：10%）。したがって，定款の観察より，少なくとも経営者の所得は株価に連動している可能性があることがわかる。

次に，企業の役員賞与が実際に当期利益の内どの程度を占めていたのかを示したのが，図 2-1 である。定款分析を行った低配当企業群 3 社と，比較のために高配当企業群の 3 社（天満織物，愛媛紡，和歌山織布）も図示した。1903—18 年を通じて当期利益の内，役員賞与が占め

²⁵ 岡本(1996)，「尼崎紡績会社定款」。

る割合は低配当企業群についてはそれぞれ、鐘淵紡で2-6%、尼崎紡で5-10%、大阪紡（東洋紡）で4-15%となっている。鐘淵は低位で変動が少なく、尼崎紡は7%（1903-7年）、10%（1908-16年）と一定水準を保ち、その後5%程度に下落している。定款で決められた割合が必ずしも遵守されていたわけではなく、企業別にその法則はかなり異なっていたことがわかる。一方、高配当企業群についてはそれぞれ、天満織物(0-22%)、愛媛紡(3-12%)、和歌山織布(10-22%)となっている。低配当企業群と比較して、変動の幅が非常に大きく、しかも高水準であった。

このように、実際の役員賞与は必ずしも定款で一律に決まっていたわけではなく、通常株主総会においてその割合が議論される余地があったものと考えられる。経営者の報酬を変化させることで、当時の綿紡績企業の株主は自らの利益に沿うように経営者の行動を制御し得たのである。

2 経営者の誘因制御問題

当時の株主がどの業績評価を基準として自らの利益最大化するように経営者報酬を決定していたのかを明らかにするのが本項の目的である。前項の分析より、株主が経営者の報酬を決定する余地があることがわかった。株主による経営者の報酬体系の設計において、会計情報については Income gain（配当金）に直接関わる ROE、市場評価については Capital gain（株価の値上がり益）に直接関わる株価が経営者の業績評価となる代理指標として、株主にとって望ましいそれであるとみなして、分析を進める。したがって、経営者報酬（役員賞与）と業績評価（ROE、株価）の対応関係を回帰分析することで、経営者の誘因制御の構造を明らかにしたい。

まず企業群別の基本統計量でそれぞれの役員賞与、ROE、株価の動向をみていく（表2-1）。役員賞与、株価、ROEの平均はすべて低配当企業群の方が高水準であった。一方、標準偏差をみると、役員賞与は低配当企業群の方が大きかったが、株価とROEについては同程度であり、企業間の業績評価の変動にはそれほど違いがなかったことがわかる。高配当企業群の役員賞与の最頻値が0円であるのは、高配当企業の多くが低利益または赤字が何度も続き、無配当状態が続いたためである。

次に経営者報酬と業績評価の対応関係をみるために回帰分析を行う。被説明変数を役員賞与、説明変数を株価とROEとし標準化した上で重回帰を行う²⁶。標準化を行った理由は、変数の尺度を変換して、会計ベース、市場ベースどちらの業績評価がどの程度経営者報酬に影響を与えたのか比較可能となるからである。推計式は以下のようになる。

$$Y_t = \beta_1 P_{t-1} + \beta_2 ROE_t + \varepsilon_t$$
$$t = 1903 - 18$$

Y_t 、 ROE_t 、 P_{t-1} はそれぞれt期の役員賞与、t期のROE、t-1期の株価となる。ROEを今期

²⁶ 変数の尺度を変換して、平均値や標準偏差が特定の値になるようにすることを標準化という。各値は $Z_i = (X_i - X_2) / \sigma$ で導出する (X_1 : 実際の値, X_2 : 平均値, σ : 標準偏差)。標準化データの平均値は0、標準偏差は1になる。

に、株価を1期前に設定したのは、通常株主総会で株主が役員賞与の割合について議論する場合、総会で読上げられた『考課状』に記述されている今期の財務情報と前期までの株価の増減に基づいて株主は経営者の能力を判断するものと考え得るからである。

3 実証結果

以上の推計式に基づく実証結果を表2-2で示した。低配当企業群をみると、株価のみ1%水準で有意で、回帰係数は0.491である。一方、高配当企業群はROEのみ1%水準で有意で、回帰係数は0.769である。また低配当企業群の説明力(26%)に比して高配当企業群のそれ(64%)はかなり高い。低配当企業の経営者は市場の評価に強く関心を抱くように経営者報酬が設定されている一方で、高配当企業の経営者は市場の評価には関心を払わず、現在の利潤のみに関心を払うような経営報酬体系になっているという好対照な結果となった。

この結果の解釈は次のように考えられる。低配当企業群の多くは示したように、相対的に高収益を上げており、かつ高い配当率を確保していた。すなわち、低配当企業においては株主がIncome gain(配当金)で求める部分の利得は十分に満たしているが故に、株主総会で議論されるのは、Capital gain(株の値上がり益)に対して経営者がどれだけ貢献していたのかによって、経営者報酬が決定されていたと考えられ得る。他方、第1節でみてきたように、高配当企業は低収益で、それゆえ無配当状態が続くことが多かった。配当金も満足に支払われず、配当率も低水準の企業の株を保有する株主にとって最も重要視すべき指標は今期のROEであったはずであり、第1節の分析結果より、それは支持されている。したがって、高配当企業の株主が経営者に与えるべき誘因は何よりも今期の収益を上げることであったことが推察される。表2-2の推計結果はそのような背景を示唆していると考えられるのである。

これまでの分析結果より、低配当企業群と高配当企業群の経営者がそれぞれ、長期成長戦略、あるいは短期利潤戦略どちらを選択するのかを考える際に、その誘因構造が大きく異なっていることがわかった。低配当企業の経営者は株価に対応する形で長期成長戦略及び短期利潤戦略を選択し、資本市場も経営者の選択した戦略に応じて株価の形成をしている。一方で、高配当企業の経営者はあくまで今期のROEを上げることが戦略選択の基準であった。高配当企業群の経営者は短期利潤戦略のみを選択するように誘因が制御されていたのである。このような異なる報酬体系の設計が、表1-2で確認した低配当企業群の経営者が内部留保を優先し、高配当企業群の経営者が現在の配当を優先するという行動を促したのである。そして低配当企業群が長期成長戦略をとり、高配当企業群が短期利潤戦略のみをとったことから、表1-1で観察した、高配当企業群の多くは運転錘数も相対的に低水準にしか拡大せず、高配当企業群の多くが低配当企業群に吸収合併される形で消えていく結果となったのである。

第三節 企業間の利益格差の要因分析

1 生産性の測定

本節の目的は2グループ間で生じた利益格差の要因、すなわち(2)式を実証することにある。

まず先行研究の整理を行う。綿紡績業の生産性の測定は数多くなされてきたが、その中でも包括的な研究としては高村(1971, a, b)があり、「機械の生産性」(資本生産性)が綿紡績業

の利益にとって重要な変数であったこと、日露戦争後は規模の生産性がより顕著に見られることを明らかにした。また清川（1985）は技術進歩の定着が企業の生産性に与えた影響を考察しており、後発国である日本においては機械紡績導入後の早い段階で、旧式のミュール紡績よりも生産性の高い最新式のリング精紡機を生産形態に組み込むことで、新しい市場を開拓（中国、インド市場）することができ、綿業先進国であった英国に打ち勝つことが出来たことを示した。日本の綿紡績関係者は機械紡績導入当初から設備投資が利益に直結することを経験していたのである。また宮本(1986a)では、高村の時期区分に則り、企業勃興期（1890年代）、確立期（1900年代）、独占形成期（1910年代）の3つの時期それぞれにおいて産業レベルで資本生産性、労働生産性の測定し、それらと技術体系、規模、賃金との対応関係を定量的に明らかにしたという点で先駆的である。宮本においては、1900年代、1910年代に労働生産性の格差が企業間の生産効率の差に決定的な影響を与えていたことを明らかにした。以上のような先行研究によって、1890年代から1910年代にかけて、綿紡績企業の生産性と技術進歩や規模、賃金との関係は明らかにされてきたが、生産性が利益に果たした役割については論じられていない。低配当企業群が高収益を背景に長期成長戦略を選択し得たことを考慮すると、低配当企業群と高配当企業群との間で生じた収益の差を解明する必要がある。したがって、本節では生産性と利益率を回帰分析し、その関係性を明らかにしていく。

推計式で用いる生産性の定義は以下である。労働生産性＝管糸出来高/（営業日数×就業時間×従業員数（職工数））。資本生産性＝管糸出来高/（営業日数×就業時間×生産設備数（錘数））。労働生産性（資本生産性）は労働（資本）投入に対してどれだけ生産量を増やしたのかをみる指標である。労働生産性と資本生産性の定義より、労働生産性は以下のように2つの要素に分解することができる。労働生産性＝資本生産性×労働装備率（＝生産設備数/従業員数）。労働装備率は従業員1人あたりの生産設備数、すなわち職工1人がどれだけ錘数を操作しているのかを示しており、設備投資がどれだけ工場に配備されていたのかを表す指標となる。これらの生産性指標を用いて2つの検証を行う。検証(1)は2グループ間で利益率と労働生産性の関係に違いがあったのか、検証(2)は労働生産性に違いがあったとすれば、資本生産性と労働装備率どちらがどの程度違っていたのか、である。検証(1)の推計式は以下ようになる。

$$\text{検証(1)} \quad \begin{aligned} ROE_t &= \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t \\ t &= 1903 - 18 \end{aligned}$$

X_t は労働生産性。検証(2)の推計式は以下である。

$$\text{検証(2)} \quad \begin{aligned} ROE_t &= \alpha + \beta X_{1t} + \beta X_{2t} + \varepsilon_t \\ t &= 1903 - 18 \end{aligned}$$

X_{1t} は資本生産性、 X_{2t} は労働装備率。

2 実証結果

まず企業群別の生産性に関する基本統計量を確認しよう（表3-1）。低配当企業群の方が労働生産性、資本生産性、労働装備率どれも平均値が高いのが特徴的である。次に表3-2、

3-3 で検証(1)、検証(2)の実証結果をみていく。検証(1)の結果をみると、低配当企業群は1%水準で正に有意であり、高配当企業群に有意な関係はみられなかった。この結果は低配当企業群のみが労働生産性と利益率に対して正の関係にあったことを示している。次に検証(2)の結果についてみていくと、資本生産性は低配当企業群、高配当企業群ともに1%水準で正に有意で、回帰係数もあまり変わらない。一方、労働装備率は低配当企業群のみ5%水準で正に有意な結果となった²⁷。

検証(1)、(2)の実証結果は、低配当企業群が高配当企業群に比して高い労働生産性を背景に高収益を達成していたのは労働装備率が利益に貢献できていたことに求められる。つまり、設備投資をより有効に活用し、利益に結びつけた低配当企業群が高収益を達成し得たのである。

小括

1900-1910年代の綿紡績企業が長期的な成長を追求し得たのは、長期的な成長を望む株主による、株価の形成を通じた企業統治の確立であったことが明らかとなった。企業は資本市場の動向によって、企業の長期的成長の追求、あるいは短期的利潤の追求の選択を行っていたのであり、「専門経営者の自立性」は、それに対して好意的な資本市場の動向によって初めて機能しうるものであったと考えられるのである。長期成長戦略のみを選択することで長期的な企業価値の最大化を達成し得た低配当企業群という良い均衡と、今期のROEの上昇を追求することのみを求められた高配当企業群という悪い均衡、2つの均衡が存在していたのが1900年代、1910年代の綿紡績業の状態であった。

このような資本市場による企業統治は専門経営者が果たした役割を矮小化するものではない。第三節で明らかにしたように、低配当企業群の高収益は設備投資の積極的な配備によって求められる。設備投資をいかに工場内に配備して、より効率的な生産システムを確立するのか、という能力こそが専門経営者に求められた手腕であったと考えられるからである。低配当企業群の中でも、大阪紡、富士（瓦斯）紡や内外綿は良い均衡と悪い均衡の狭間に位置しており、1903-18年を通じて悪い均衡から良い均衡へと移動した可能性がある。また分析期間において日清紡は高配当企業群に位置づけられているが、よく知られているように日清紡は後の六大紡へと成長していく。1920年代に良い均衡へと移動した可能性がある。このような悪い均衡から良い均衡へと移動させ得る存在こそが専門経営者であったことは、優れた専門経営者として知られている山辺丈夫や和田豊治が大阪紡と富士（瓦斯）紡の経営者であったことから示唆されるのである。本稿で用いたモデルは静学であり、均衡が移動する過程までも説明し得る動学モデルではなかった。

長期成長戦略に至る動学的なプロセスを解明するためには、個別企業に関する綿密な実証研究を行うほかなく、これが今後の課題となる。

²⁷ 資本生産性と労働装備率の間に多重共線性はみられなかった。

【参考文献】

〔社史〕

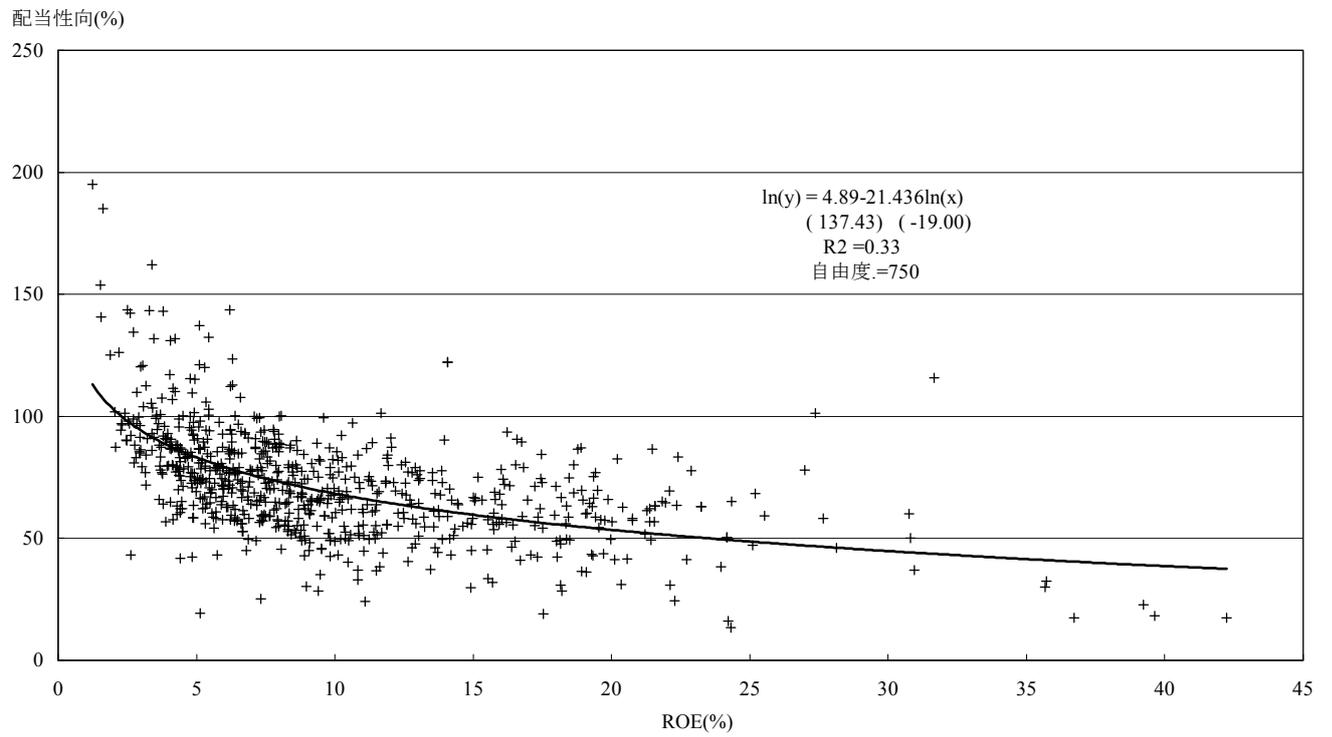
- 『鐘紡百年史』, 鐘紡株式会社, 1988年.
『岸和田紡績株式会社五十年史』, 岸和田紡績株式会社, 1942年.
『倉敷紡績百年史』, 倉敷紡績株式会社, 1988年.
『ニチボー七十五年史』, ニチボー株式会社, 1966年.
『東洋紡百年史』上, 下, 東洋紡績株式会社, 1986年.
『富士紡績百年史』上, 下, 富士紡績株式会社, 1997年.

〔研究文献〕

- Aghion, Philippe and Stein, Jeremy, C., “Growth vs. Margins: Destabilizing Consequence of Giving the Stock Market What It Wants”, *forthcoming The Journal of Finance* 2007.
- Baker, Malcolm and Wurgler, Jeffrey, “A Catering Theory of Dividends”, *The Journal of Finance*, 1125-1165, 2004.
- Chandler, Jr, Alfred, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977.
- Stein, Jeremy C., “Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.104, No.4, 655-669, 1989.
- 阿部武司, 『近代大阪経済史』, 大阪大学出版会, 2006年.
- 阿部武司・松村敏, 「和田豊治と富士瓦斯紡績会社—『和田豊治日記』刊行に寄せて—」, 『近代日本研究』〔慶応義塾福沢研究センター〕, 第十巻, 125-159, 1993年.
- 岡崎哲二, 「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展—歴史的パースペクティブ」, 青木昌彦/ロナルド・ドーア編, 『システムとしての日本企業』, NTT出版, 1995年, 第13章.
——, 「戦前日本における企業金融・企業統治の進化」, 『金融研究』, Vol.25, No.1, 53-58頁, 2006年.
- 岡本幸雄編, 『明治期紡績関係史料』, 九州大学出版会, 1996年.
- 小佐野広, 『コーポレートガバナンスの経済学—金融契約理論からみた企業論—』, 日本経済新聞社, 2001年.
- 川井充, 「従業員の利益と株主利益は両立しうるか?—鐘紡における武藤山治の企業統治—」, 『経営史学』, Vol.40, No.2, 2005年.
- 絹川太一, 『本邦綿絲紡績史』, 日本綿業倶楽部, 1944年.
- 清川雪彦, 「綿工業技術の定着と国産化について—日本, 中国およびインド綿工業比較研究: (1)戦前日本」, 『経済研究』〔一橋大学〕, 第24巻, 第2号, 117-137頁, 1973年.
- 清川雪彦, 「日本織物業における力織機化の進展をめぐって」, 『経済研究』〔一橋大学〕, 第35巻, 第2号, 150-170頁, 1984年.
- 清川雪彦, 「日本綿紡績業におけるリング紡機の採用をめぐって—技術選択の視点より—」, 『経済研究』〔一橋大学〕, 第36巻, 第3号, 214-227頁, 1985年.
- 斎藤静樹編著, 『財務会計〔第四版〕』, 有斐閣, 2004年.

- 高村直助, 『日本紡績業史序説』, (上), 塙書房, 1971年 a.
- 高村直助, 『日本紡績業史序説』, (下), 塙書房, 1971年 b.
- 高村直助, 『再発見 明治の経済』, 塙書房, 1995年.
- 寺西重郎, 「戦前日本の金融システムは銀行中心であったか」, 『金融研究』, Vol.25, No.1, 13-40頁, 2006年.
- 中村尚史, 『日本鉄道業の形成—1869—1894年—』, 日本経済評論社, 1998年.
- 西川俊作・阿部武司編, 『日本経済史4 産業化の時代 上』, 岩波書店, 1990年.
- 宮本又郎, 「明治期綿紡績企業の生産性について」, 『大阪大学経済学』, 35巻4, 1986年 a.
- 宮本又郎, 「大阪紡績の製品・市場戦略—大阪紡績経営史への断章—」, 『大阪大学経済学』, 35巻1号, 1986年 b.
- 宮本又郎・阿部武司, 「工業化初期における日本企業のコーポレート・ガバナンス—大阪紡績会社と日本生命保険会社の事例—」, 『大阪大学経済学』, 48巻3, 4, 1999年.
- 宮本又郎・阿部武司編, 『日本経営史2 経営革新と工業化』, 岩波書店, 1995年.
- 守屋典郎, 『改訂 紡績生産費分析』, 御茶の水書房, 1973年.
- 矢倉伸太郎・生島芳郎編, 『主要企業の系譜図』, 雄松堂出版, 1986年.
- 山口和雄編著, 『日本産業金融史研究 紡績金融篇』, 東京大学出版会, 1970年.
- 由井常彦・大東英祐編, 『日本経営史3 大企業時代の到来』, 岩波書店, 1995年.
- 脇村義太郎, 『脇村義太郎著作集第五巻』, 日本経営史研究所, 1981年.

図1-1 配当性向とROE（1903-18）



出典 大日本紡績連合会『綿糸紡績事情参考書』

表1-1 綿紡績企業の経営動向(1903-1918)

企業名	低配当 (回)	無配当 (回)	観察数	低配当比 率(%)	配当利回 り(%)	ROE(%)	運転錘数 増加分	備考
大阪紡績	17	0	32	53.13	13.33	17.33	17,306	三重紡と合併し東 洋紡績設立(1914 年6月)
鐘淵紡	23	0	32	71.88	11.21	18.05	9,197	
摂津紡	26	0	32	81.25	9.25	26.97	16,033	尼崎紡と合併し大 日本紡績設立(1918 年6月)。
低配当								
尼崎紡	28	0	32	87.50	10.06	28.86	6,672	
福島紡	21	0	32	65.63	9.84	23.60	4,434	
岸和田紡	20	0	32	62.50	13.82	30.54	3,463	
堺紡	19	0	28	67.86	12.66	17.80	982	福島紡に吸収合 併(1917年2月)
郡山紡	7	2	9	77.78	8.30	13.08	384	摂津紡に吸収合 併(1907年7月)
三重紡	20	0	23	86.96	11.24	16.28	9,036	
富士紡	16	2	32	50.00	12.28	15.25	8,677	
内外綿	14	1	26	53.85	11.57	15.09	925	
平均(低配当)	19	0	28	68.94	11.23	20.26	7,010	
高配当								
天満織物	15	2	32	46.88	17.29	8.03	646	
倉敷紡	14	0	32	43.75	14.78	27.80	4,173	
東京紡	5	1	22	22.73	19.88	6.34	5,197	尼崎紡に吸収合 併(1914年8月)
大阪合同紡	14	0	32	43.75	9.09	17.43	3,474	
日本紡	11	0	26	42.31	8.59	8.83	1,519	尼崎紡に吸収合 併(1916年2月)
和歌山紡	9	2	32	28.13	11.63	21.57	1,720	和歌山織布と和歌 山紡が合併し、和 歌山紡績設立
和歌山織布	15	0	32	46.88	14.35	15.36	649	(1911年3月)
尾張紡	2	0	5	40.00	8.13	6.00	-501	三重紡に吸収合 併(1905年10月)
東京瓦斯紡	0	0	7	0.00	20.45	13.49	0	富士紡に吸収合 併(1906年9月)
下野紡	1	1	17	5.88	10.31	4.60	1,711	三重紡に吸収合 併(1911年11月)
愛媛紡	7	7	31	22.58	13.61	12.28	1,020	近江帆布に吸収 合併(1918年7月)
日清紡	5	5	22	22.73	6.44	5.97	2,014	
金巾製織	2	1	7	28.57	11.93	8.46	3,494	大阪紡に吸収合 併(1906年6月)
和泉紡	5	1	11	45.45	15.24	8.27	821	
日出紡	4	0	11	36.36	9.09	7.76	3,560	
平均(高配当)	7	1	21	31.73	12.72	11.48	1,966	

出典 大日本紡績連合会『綿糸紡績事情参考書』より業界平均の配当性向を求めた。各企業群の財務情報については各社『考課状』、株価は『大阪朝日新聞』、『中外商業新報』より抽出。

注1 各期の業界平均>当該企業の配当性向⇒低配当1回をカウント

注2 配当利回り=一株あたりの年間配当金/株価×100, ROE=当期利益/払込済資本金×100, 低配当比率=低配当/観察数×100, 運転錘数増加分=(当期錘数-1期前錘数)の累計/観察期間数。

注3 配当利回り, ROE, 運転錘数増加分は期間平均。

表1-2 経営者の利益処分の決定:ROEと配当性向(1903-1918)

推定方法 OLS

低配当企業群				高配当企業群			
被説明変数=配当性向				被説明変数=配当性向			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value
定数項	88.385	37.471	0.000	定数項	57.054	15.147	0.000
ROE	-1.747	-9.509	0.000	ROE	1.627	3.656	0.000
R ²		0.160		R ²		0.036	
自由度		474		自由度		361	

出典 大日本紡績連合会、『綿糸紡績事情参考書』

表1-3 資本市場の評価(1903-1918)

推定方法 OLS

低配当企業群				高配当企業群			
被説明変数=△株価				被説明変数=△株価			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value
定数項	-9.202	-1.543	0.124	定数項	2.012	0.475	0.636
△ROE	0.570	2.912	0.004	△ROE	0.270	2.780	0.006
運転錘数増加率	11.273	2.202	0.029	運転錘数増加率	1.003	0.265	0.792
兼営織布ダミー	0.022	0.007	0.995	兼営織布ダミー	-0.871	-0.498	0.619
F-value		4.363		F-value		2.669	
R ²		0.038		R ²		0.025	
自由度		253		自由度		189	

出典 表1-1を参照

注)△株価=Pt-Pt-1, △ROE=ROEt-ROEt-1, 運転錘数増加率=It-1/It-2, I=運転錘数, 兼営織布ダミーは1期前を用いた。

表1-4 設備投資と利益率の関係(1903-1918)

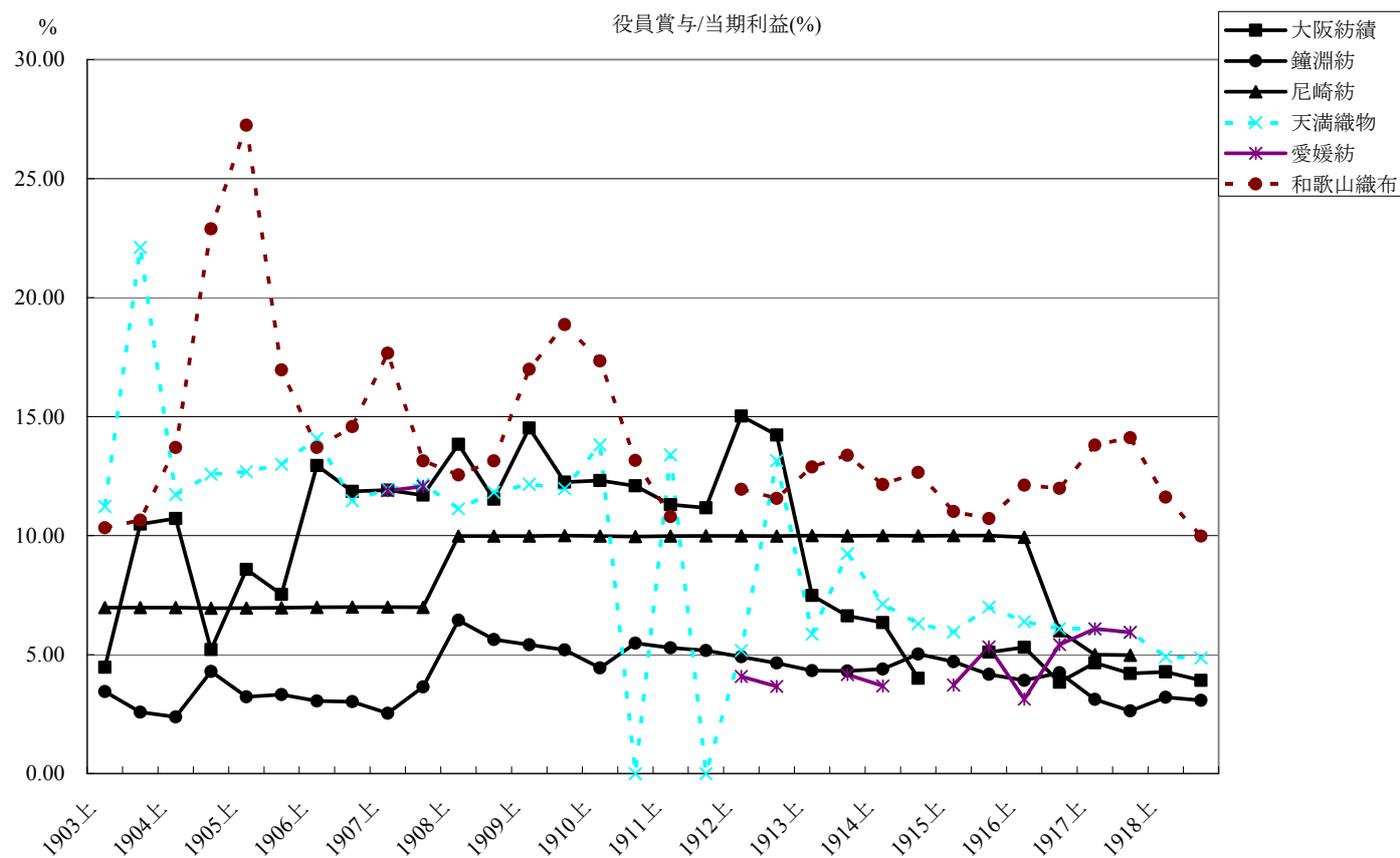
推定方法 OLS

低配当企業群				高配当企業群			
被説明変数=ROE				被説明変数=ROE			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value
定数項	9.758	2.887	0.004	定数項	3.761	1.989	0.048
兼営織布ダミー	2.348	1.055	0.293	兼営織布ダミー	-0.059	-0.478	0.633
運転錘数/株主資本	233.395	4.440	0.000	運転錘数/株主資本	201.468	3.483	0.001
F-		12.920		F-		13.379	
R ²		0.083		R ²		0.107	
自由度		263		自由度		205	

出典 表1-1を参照

注1 説明変数はそれぞれ1期前

图 2-1 役員賞与比率 (役員賞与/当期利益×100)



出典 各社『考課状』

表2-1 企業群別基本統計量(1903-1918)

	低配当企業群			高配当企業群		
	役員賞与(円)	株価(円)	ROE(%)	役員賞与(円)	株価(円)	ROE(%)
平均	72,535.73	90.61	20.95	16,565.26	47.31	11.22
標準誤差	6,656.35	2.71	0.87	2,088.59	2.52	0.89
中央値	38,000	86.80	17.53	7,500	40.20	7.98
最頻値	50,000	80.00	16.61	0	17.00	n.a.
標準偏差	106,293.33	43.33	13.87	26,002.73	31.42	11.12
尖度	21.67	2.66	4.37	23.06	6.13	11.86
歪度	4.07	1.15	1.70	4.16	2.12	2.84
最小	0	7.80	-1.16	0	10.30	-4.27
最大	836,388	285.00	96.63	210,000	195.00	81.10
標本数	255	255	255	155	155	155

出典 役員賞与、ROEについては各社『考課状』、株価は『大阪朝日新聞』、『中外商業日報』

表2-2 経営者報酬の決定要因(1903-1918)

推定方法 標準化回帰

	低配当企業群				高配当企業群			
	被説明変数=役員賞与				被説明変数=役員賞与			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value	
株価(t-1)	0.491	7.677	0.000	株価(t-1)	0.053	0.857	0.393	
ROE(t)	0.045	0.707	0.480	ROE(t)	0.769	12.544	0.000	
F-value	45.822			F-value	137.223			
R ²	0.261			R ²	0.639			
自由度	253			自由度	153			

出典 表2-1を参照

表3-1 企業群別基本統計量(1903-1918)

	低配当企業群			高配当企業群		
	労働生産性	資本生産性	労働装備率	労働生産性	資本生産性	労働装備率
平均	199.06	4.28	46.40	160.78	4.09	41.17
標準誤差	6.99	0.07	1.58	4.42	0.08	0.97
中央値	183.75	4.32	41.27	154.10	4.13	38.46
最頻値						34.48
標準偏差	84.47	0.87	19.06	54.68	0.93	12.03
尖度	10.60	5.20	6.65	4.81	3.54	4.40
歪度	2.32	-1.41	2.38	1.52	-0.51	1.93
最小	18.49	0.43	23.20	59.98	0.00	25.17
最大	695.00	6.37	132.46	433.99	7.49	89.96
標本数		262			187	

出典 説明変数である各種生産性指標については、大日本綿糸紡績同業聯合會報告、大日本紡績聯合會月報、『営業実況報告書』より作成。被説明変数であるROEについては、各企業の『考課状』と『綿糸紡績事情参考書』、『全国紡績会社営業成績表』より作成。

注1 各種生産性指標の求め方は、以下のようである。労働生産性=管糸出来高/(営業日数*就業時間*職工数(片番))*1000, 紡機生産性=管糸出来高/(営業日数*就業時間*運転錘数)*1000, 職工1人あたり錘数=運転錘数/職工数(片番)。ただし、生産している糸による生産効率を考慮するために、管糸出来高については基準化を行った。紡機生産性の管糸出来高については製額換算率を適用(守屋典郎(1973)を参照)、労働生産性については、人員換算率を適用した(宮本又郎(1986a), 152頁の推計より算出)。

表3-2 生産性と利益率の関係(1903-1918)—検証①—

推定方法 OLS

低配当企業群				高配当企業群			
被説明変数=ROE				被説明変数=ROE			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value
定数項	3.628	13.674	0.000	定数項	4.614	3.124	0.001
労働生産性	0.038	6.218	0.000	労働生産性	0.005	0.801	0.404
R ²		0.181		R ²		0.005	
自由度		261		自由度		186	

表3-3 生産性格差の要因分解(1903-1918)—検証②—

推定方法 OLS

労働生産性の分解=資本生産性と労働装備率

低配当企業群				高配当企業群			
被説明変数=ROE				被説明変数=ROE			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value
定数項	3.519	2.007	0.047	定数項	0.867	0.285	0.768
資本生産性	1.015	2.790	0.005	資本生産性	1.002	2.731	0.006
労働装備率	0.062	2.380	0.021	労働装備率	-0.004	-0.539	0.693
F-value		11.437		F-value		6.847	
R ²		0.089		R ²		0.051	
自由度		260		自由度		185	

出典 表3-1を参照

Capital market and corporate governance: growth strategy of cotton spinning enterprise in the modern Japan

Takenobu Yuki[†]

Abstract

This paper examines how the corporate governance of the Japanese cotton spinning enterprise was formed in 20th century beginning. The establishment of the corporate governance which makes long-term growth possible has been thought to be reached by the rise of the professional manager who pursued growth strategy in the modern Japanese business history. However, it was not professional manager's rise, but this paper showed that a capital market played a decisive part so that the cotton spinning enterprises might do growth in the period between 1903 and 1918.

Then, the incentive which followed the evaluation of the capital market was being given to a professional manager because of a professional manager's reward system's working with the stock prices together. The professional manager chose strategy corresponding to the evaluation of the capital market.

The labor productivity of the enterprises that growth became possible was high relatively, and gained a high profit. The factor of this high labor productivity relatively was a labor equipment ratio.

JEL Classification: D92, G34, N25

Keywords: Cotton industry, Modern Japanese business history, Corporate governance, Direct financing, Growth strategy

[†] Graduate School of Economics, Osaka University, Machikaneyama 1-7, Toyonaka-shi, Osaka, 560-0043, Japan.

E-mail: yukizum@gmail.com