

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<sup>†</sup>

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。

<sup>†</sup> 東京大学大学院経済学研究科博士課程, 〒113-0033 東京都文京区本郷7丁目3番1号  
E-mail yukizum@gmail.com

## 問題の所在

本稿は、日本の近代化過程にあって、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<sup>1</sup>における長期成長戦略<sup>2</sup>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、アルフレッド・チャンドラー（Alfred Chandler）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<sup>3</sup>。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言われている<sup>4</sup>。

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

---

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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味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。

<sup>3</sup> Chandler, Jr, Alfred, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp.8-11.

<sup>4</sup> 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, 31-44頁。

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<sup>5</sup>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アギオンとステイン（Aghion and Stein）がそれである<sup>6</sup>。彼ら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<sup>7</sup>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

---

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> Aghion, Philippe and Stein, Jeremy, C., “Growth vs. Margins: Destabilizing Consequence of Giving the Stock Market What It Wants”, *Journal of Finance*, 1025–1058, 2008.

<sup>7</sup> 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。

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<sup>8</sup>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<sup>9</sup>。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東條正のそれと大阪紡績と日本生

---

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> そのような視点に基づいた先行研究としては、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章を参照。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に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。

命保険会社を分析した宮本又郎・阿部武司のそれである<sup>10</sup>。東條は九州鉄道会社で経営悪化による配当減から端を発した九州鉄道改革運動において、企業の長期成長を目的とした経営者に宥和的な炭鉱業を兼営する大株主が、経営者の長期成長戦略を支えていたことを明らかにした。宮本・阿部は、株主総会議事録の検討を通じて、1890年代、1900年代初めは短期的な株主に支配されていた企業において、安定株主の確保によって、1910年代になると専門経営者の自立性が高まり、長期成長戦略を選択し得る企業統治が確立したことを明らかにしている<sup>11</sup>。しかしながら、これらの研究をはじめ、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定量的に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。

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、後の六大紡績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

---

<sup>10</sup> 東條正、「明治期鉄道会社の経営紛争と株主の動向—「九州鉄道改革運動」をめぐって—」、『経営史学』, Vol.19, No.4, 1-35頁, 1985年。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。

<sup>11</sup> 株主と経営者の関係に着目して企業統治を論じた研究として、他には中村尚史、『日本鉄道業の形成-1869-1894年-』, 日本経済評論社, 1998年, 第8章が挙げられる。また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他に代表的な研究を挙げるとすれば、高村直助、『再発見 明治の経済』, 塙書房, 1995年, 139-147頁がある。

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、分析の際に企業間の配当政策の違いで企業を2群に分けて、企業群間で生産性が利益に与えた影響が異なっていたかどうかを確認する。第二節は、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。その際、企業群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。第三節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。

## 第一節 企業間の利益格差の要因分析

### 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を概観するために、1903-18年における綿紡績業全体の配当性向とROEの関係をみよう<sup>12</sup>（図1）。用いた史料は大日本紡績聯合会が半期毎に発行した『綿糸紡績事情参考書』の、企業別の資本金、当期利益金、配当金などが記載された「全国紡績株式会社営業成績表」である。『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有用である。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』を用いている。

図1より、50-100%の範囲内で配当性向が集中している一方で、相対的に高収益・低配当、低収益・高配当まで幅広く分布していたことが確認される。異なる2タイプの企業群が存在したとすれば、資本市場においても株主は投資対象として企業の性質によっ

---

<sup>12</sup> 配当性向=配当金/当期利益×100, ROE=当期利益/払込済資本金×100.

て異なった評価を行う可能性がある。したがって、本稿においては、第一次的接近として、高収益・低配当の企業を「低配当企業群」と低収益・高配当の企業を「高配当企業群」という2つの企業群に分類して、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として、分析期間において、観察回数の内50%以上が業界平均の配当性向より下回れば「低配当企業群」、そうでなければ「高配当企業群」とする。配当性向を基準に分類を行う理由は、経営者が決定する当期利益処分の配分によって、当期利益の残余部分の内、株主に配分される部分（配当金）と企業内部に留保される部分（内部留保）が決まり、内部資金の蓄積を必要とする企業の長期成長戦略に直接影響を与えるからである。

このような分類にしたがって企業群別に、株価、財務情報がともに観察できる26社を対象として経営動向を示したのが表1-1である<sup>13</sup>。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、三重のようにより低配当の企業や東京、東京瓦斯、下野のようにより高配当の企業も観察された。また、低配当企業群が高水準のROEを保っていた一方で、配当利回り<sup>14</sup>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で、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）、株主は高い評価（株価）を与えていたことを示唆している（表1-1）。一般的に、少なくとも低配当企業を株式所有する株主は、現在の配当金よりも、将来の株価の上昇から得られる利益（キャピタルゲイン）も投資の判断材料にしている

---

<sup>13</sup> 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。

<sup>14</sup> 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、高村直助、『日本紡績業史序説』、(上)、(下)塙書房、1971年や山口和雄編著、『日本産業金融史研究 紡績金融篇』、東京大学出版会、1970年等の先行研究において、企業間の比較で行っていた簿価ベースの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。

ことがわかる。一方、設備投資においても興味深い事実としては、期間平均の増加分でみた場合の運転錘数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た。つまり、積極的に設備投資活動を行った企業は相対的に高収益かつ低配当利回りであった低配当企業群だった。

そして、高配当企業群の多くが、後に低配当企業群に吸収されていたことが確認される（表1-1）<sup>15</sup>。例えば後に東洋紡績となった大阪紡績と三重紡績についてみると、大阪紡績は金巾製織（1906年6月）、三重紡績は尾張紡績（1905年10月）、下野紡績（1911年11月）を吸収し、東洋紡績になった後に大阪合同紡績を吸収している（1931年3月）。以上の結果より、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 生産性の測定

資本市場の評価が異なる性質を持つ低配当企業群と高配当企業群の間で異なる評価を行っていたとしても、それが生産の実態面に対応していたのか否かは確認されるべきである。市場における合理的な投資家によって企業間の相違の評価がなされる場合は、企業間の生産性の違いを掬い上げているはずである。そこで、労働生産性に着目しつつ、両企業群を比較することで、実態面の相違と資本市場の相異なる評価について明らかにしよう。

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は高村直助のそれ<sup>16</sup>であり、「機械の生産性」<sup>17</sup>が綿紡績業の企業間の利益格差にとって重要な変数であったこと、日露戦争後は規模の経済性がより顕著に見られたことを明らかに

---

<sup>15</sup> 合併に関する資料については矢倉伸太郎・生島芳郎編、『主要企業の系譜図』、雄松堂出版、1986年を用いた。

<sup>16</sup> 高村直助上掲書。

<sup>17</sup> 運転錘数1錘当りの綿糸生産量。



した。また清川雪彦<sup>18</sup>は技術進歩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、伝統的なミュール紡績を用いて高番手の綿糸を生産するよりも太糸の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、綿業先進国であり、高番手生産の英国と市場を棲み分けることができたことを示した。また宮本又郎<sup>19</sup>では、高村の時期区分に則り、1890年代、1900年代、1910年代の3つの時期それぞれにおいて産業レベルで設備生産性、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。宮本は、1900年代、1910年代に労働生産性の格差が企業間の生産効率に決定的な影響を与えていたことを示した。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、生産性が利益に与えた影響については定量的に論じられてはいない。仮に低配当企業群が低配当政策を背景に設備投資を増大し得たことを考慮すれば、低配当企業群と高配当企業群との間で生じた収益の差が、その設備投資の差であるか否かを確認する必要がある。したがって、ここでは利益率を生産性に回帰させて、その関係を明らかにしよう。

推計式で用いる生産性の定義は、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))、設備生産性＝管糸出来高 / (営業日数×就業時間×生産設備数(錘数))とする。労働生産性は労働投入に対してどれだけ生産量が増えたのかをみる指標であ

---

<sup>18</sup> 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。及び、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。

<sup>19</sup> 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。

り，設備生産性は資本投入に対してどれだけ生産量が増えたのかをみる指標である．労働生産性と設備生産性の定義により，労働生産性は，労働生産性＝設備生産性×労働装備率（＝生産設備数/従業員数）と2つの要素に分解される．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人がどれだけの錘数を操作しているのかを示しており，どれだけの設備投資がな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企業群間で利益率と労働生産性の関係に違いがあったのか否かを調べている．両群の企業間で利益率と労働生産性の相違が生じた場合，その要因が検討されなければならない．検証（2）は，労働生産性を設備生産性と労働装備率に分解により，どちらの要素がより重要な要因であったのかを調べる．検証（1）の推計式は以下のようなになる．

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

$ROE_t$ はt期のROEで， $X_t$ はt期の労働生産性である．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t期の設備生産性， $X_{2t}$ はt期の労働装備率である．

### 3 回帰分析の結果

まず企業群別の生産性に関する基本統計量を確認する（表1-2）．低配当企業群の方が労働生産性，設備生産性，労働装備率どれも平均値が高いのが特徴的である．検証（1）（表1-3）の結果をみると，低配当企業群は労働生産性が1%水準で正に有意であり，

高配当企業群のそれに有意な関係はみられなかった。この結果は、低配当企業群においてのみ、労働生産性は利益率に対して有意に寄与していたことを示している。労働生産性が有意に利益の増大につなげることができたのは低配当企業群のみであった。次に検証（２）（表 1-4）の結果についてみていくと、設備生産性は低配当企業群、高配当企業群ともに 1%水準で正に有意であり、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<sup>20</sup>。利益率の格差は、職工 1 人あたりの錘数、したがって、設備投資の差から生じていた。

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、設備投資をより積極的に行い、それを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。

低配当企業群が積極的な設備投資を行い、高収益に結びつけた一方で、高配当企業群が十分な設備投資を行わず、低収益に陥ってしまったとすれば、それをもたらした企業統治とはどのようなものであったのだろうか。

## 第二節 資本市場による企業統治の確立

### 1 企業統治の実証分析

まず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てきた、チャンドラーのそれである<sup>21</sup>。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。大規模化に伴い、所有は広範囲に分散し、個々の株主たちは個別の企業経営に関する知識や経験もないばかりでなく、分散投資を行うので、個別企

<sup>20</sup> 設備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。

<sup>21</sup> Chandler, Jr, Alfred, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977.

業の経営自体に関心を持つ誘因が小さくなる。株主にかわって、専門経営者が短期の企業経営だけではなく、長期の意思決定をも左右することになる。専門経営者は自らの所得を最大化するために、短期的な利潤を極大化する戦略（短期利潤戦略）よりも自分の働く企業の長期的な安定と成長に適した戦略（長期成長戦略）を選択するようになった。かくして専門経営者の意思決定がそのまま企業の意思決定として選択される。これが、チャンドラーの仮説である。近代日本経営史研究の多くもまた、この枠組みに基づいてなされてきた。先行研究においては、優秀な専門経営者が目先の配当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を行い、新たな市場を開拓した事例が数多く積み上げられてきた。綿紡績業の場合においては、大阪紡績の山辺丈夫、尼崎紡績・摂津紡績の菊池恭三、鐘淵紡績の武藤山治、富士瓦斯紡績の和田豊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もない<sup>22</sup>。

こうしたチャンドラーの仮説は、成功して大企業となった企業の合理性を説明するものであるが、敗れ去った企業の意思決定の合理性の如何に関しては沈黙している。一般的に、株主が株式所有から得られる利益は長期的な株価の上昇から得られるそれ（キャピタルゲイン）と現在の配当から得られるそれ（インカムゲイン）で構成されている。株主は所有する企業の経営者に長期的な企業価値を最大化させる能力があると判断すれば、当該企業の株式を長期にわたって保有するだろう。この場合、企業には長期保

---

<sup>22</sup> 宮本又郎・阿部武司上記論文、および、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、および、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。川井充、「従業員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、阿部武司、『近代大阪経済史』、大阪大学出版会、2006年。

有型の株主の支持によって長期成長戦略を選択する余地が与えられる。一方、所有する企業の経営者に長期的な企業価値を高める能力が無いと株主が判断すれば、あるいは、経営者の能力の有無に関係なく、短期利潤のみを追求する株主ばかりが株式を所有していれば、その企業には短期利潤戦略以外の選択の余地は無い。チャンドラーの仮説は大企業帝国を築き上げることでできた前者の企業のみを取り扱っているのである。しかし、短期利益を追求する株主が、短期利潤戦略を選択するという企業統治についても一つの「合理的」な選択である<sup>23</sup>。合理的な株主であれば、長期的な利益を追求する場合は、長期成長戦略を選択するように経営者の報酬体系を設計し、執行させるであろう。短期的利潤を追求する場合においてもまた然りである。すなわち、経営者の報酬体系の設計次第で、長期成長戦略ばかりでなく、短期利潤戦略も経営者にとって合理的な選択に成り得るというものである。具体的には、経営者が長期成長戦略の選択することによって、経営者の生涯所得が最大になるような報酬体系を株主が設計すれば、経営者は長期成長戦略を選択するのである。

また、チャンドラーにおいては、経営者の長期的な意思決定が企業の長期的価値の最大化、ひいては、株主利益の最大化につながることを暗黙裡に仮定している。しかし、株主と経営者双方にとって合理的な経営戦略が、長期成長戦略と短期利潤戦略という2つの均衡が同時に存在し得ることを考慮すれば、企業経営の情報の非対称性の下で、経営者の選択した戦略が、株主の利益の最大化につながっていたのか否かについても新たに検証されなければならない。これは、株主よりも経営者の方が企業経営の情報を多く有するが故に、経営者が、その情報優位性を利用して、株主利益を犠牲にしても、経営者自身の利益を増大する経営戦略をと

---

<sup>23</sup> 短期的経営であっても、会社企業として合理的な意思決定を行っていた事例として、17世紀のイギリスにおける合本企業を、大塚久雄は指摘している（大塚久雄、『大塚久雄著作集 第一巻』，岩波書店，1969年，第4章，第一節。

るという情報の非対称性から生じるモラルハザードの問題である<sup>24</sup>。

以上の議論をふまえた有益な仮説の一つは、契約理論を用いて、株主による経営者に対する誘因制御の問題も考慮に入れた場合に、経営者の意思決定が資本市場の評価に如何なる対応をしていたのかを分析した、アギオンとステインのそれである<sup>25</sup>。彼らは、経営者が長期成長戦略と短期利潤戦略<sup>26</sup>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経営を行っているかと仮定している<sup>27</sup>。そして経営者の報酬は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ように行動すると仮定している。すなわち、アギオンとステインの考え方は、経営者は自らの効用関数を最大化するためには、企業の利益と株価双方に関心を持たなければならないのである。また企業の収益は経営者が選択する長期成長戦略と短期利潤戦略の加重平均によって決定されると想定しており、経営者は自らの利益を増大させるためには、長期成長戦略を選択するのか、短期利潤戦略を選択するのかというトレード・オフの問題に直面しているのである。そして資本市場は上記の仮

<sup>24</sup> これは、株主がプリンシパル、経営者がエージェントとして、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といふ、株主と経営者間のプリンシパル・エージェント問題として解釈できる。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、経営者の報酬を株主の利益に沿う形に設計するなどによって、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。

<sup>25</sup> Aghion, Philippe and Stein, Jeremy, C 上掲論文。

<sup>26</sup> 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。

<sup>27</sup> 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。

定で決まる将来の企業収益の期待値に基づいて現在の株価を形成していると想定している。

このように、経営者の利益は企業の利益と株価に連動し、企業の利益は長期成長戦略と短期利潤戦略から得られる利益に依存し、そして株価は各戦略から得られる利益と経営者の戦略から決まるという問題設定の下では、経営者が、長期成長戦略と短期利潤戦略双方をとり得るという、2つの均衡が得られる。このアギオンとステインの仮説で重要となる視点は2つある。一つ目は、資本市場において投資家が、経営者のとる戦略から得られる利益と、経営者の各戦略に対する努力配分の予想をもとに企業を評価することによって、その結果、株価が決まることであるという視点である。投資家は所有する企業が長期成長戦略、または、短期利潤戦略どちらを選択した方が自分の利益になるかを考慮して、企業の経営戦略を評価するのである。二つ目の視点は、経営者の効用関数の中に株価を組み入れることによって、経営者が企業経営から得られる自身の利得を最大化するためには、株主の利益に沿う行動を選択しなければならないというものである。これらの視点があるからこそ、経営者が株主の評価に対応して意思決定を行った結果（経営者の利益と株主の利益が連動した結果）として、ある企業が長期成長戦略を選択し、他の企業が短期利潤戦略を選択するという2つの均衡が存在し得るのである。チャンドラーの仮説は、アギオンとステインの仮説の一事例である、経営者の長期成長戦略の選択が経営者の生涯所得の最大化と一致した場合の企業のみを取り扱っているといえよう。したがって、本節では、企業の意思決定の合理性に関して、より包括的なアギオンとステインの枠組みに基づき、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のようなになる。まず、前節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、どちらに重きを置いていた

のかを確認する。そのために経営者が取り得る意思決定の中で、利益処分の決定に着目する。利益処分の決定は、利益の増減に対して内部留保を高めるのか、株主への還元である配当金の支払いを優先するののかという意思決定に換言し得るからである。内部留保は長期成長戦略を選択する際に不可欠な投資資金となる。また、今期において株主に対する配当金の支払いを優先するということは、すなわち、企業の長期的な価値を増大し得る企業への再投資を犠牲にして、今期の利益を優先することに他ならない。それゆえ、配当金支払いの優先は短期利潤戦略を選択することを意味する。ここでは利益処分にあって、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。

次に経営者の戦略に対する資本市場の反応であるから、株価は、

$$\Delta P_t = \alpha + \beta_1 \Delta ROE_t + \beta_2 I_{t-1} / I_{t-2} + \beta_3 D_{t-1} + \varepsilon_t$$

$t = 1903 - 18$

となる。  $\Delta P_t = P_t - P_{t-1}$ ,  $\Delta ROE_t = ROE_t - ROE_{t-1}$ , 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、分析の際に対象期間のすべての企業のデータを用いているので、そのようなデータ上の性質から生じる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。ROEの項の回帰係数 ( $\beta_1$ ) 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、運転錘数項の回帰係数 ( $\beta_2$ ), 1期前の兼営織布項の回帰係数 ( $\beta_3$ ), 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みるものである。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<sup>28</sup>。この推計式で、短期利潤戦略の代理指標の回帰係数 ( $\beta_1$ ) が正に有意で、かつ、長期成長戦略の代理指標の回帰係数 ( $\beta_2, \beta_3$ ) が有意ではないという結果が出れば、資本市場は短期利潤戦略に対して高い評価を与えていることを意味する。一方、長期成長戦略の代理指標の回帰係数 ( $\beta_2, \beta_3$ ) の少なくとも1つが正に有意であるという結果が出れば、資本市場は長期成長戦略に対して高い評価を与えていることを意味する。

## 2 回帰分析の結果

まず低配当企業群と高配当企業群の戦略が長期成長戦略、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 2-1 である。結果をみていくと、低配当企業群が利益に対して配当性向の回帰係数の値は  $-1.747$  であり、1%水準で負に有意、高配当企業群の回帰係数の値は  $1.627$  であり、1%水準で正に有意であった。現在の収益 (ROE) が増加した場合、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、株主にそのまま配当金として

---

<sup>28</sup> 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、三重紡績の斉藤恒三、大阪紡績の山辺武夫、尼崎紡績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）、上掲書）。彼らは互いの情報を交換するため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のようなになる。1890年代以降、大阪紡績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、大阪紡績や三重紡績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（阿部武司、『近代大阪経済史』、大阪大学出版会、2006年、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。

還元したのが高配当企業群であった。概して、低配当企業群は長期成長戦略を選択する傾向が強く、高配当企業群は短期利潤戦略を選択する傾向が強かったのである。

次に企業の各戦略に対する資本市場の反応を示したのが表 2-2 である。結果をみていくと、低配当企業群は、株価に対して、短期利潤戦略の代理指標である ROE の回帰係数 ( $\beta_1$ ) の値は 0.570 であり 1%水準で正に有意、長期成長戦略の代理指標である運転錘数の回帰係数 ( $\beta_2$ ) の値は 11.273 であり 5%水準で正に有意であった。高配当企業群については、ROE の回帰係数 ( $\beta_1$ ) のみが値は 0.270、1%水準で正に有意であった。

ROE の増減は、現在の残余利益のうち、どれだけ株主に帰属するのかに直接関わってくる部分である。現在の株価に対して、ROE の回帰係数が両企業群ともに正に有意になるのは、どのような企業であっても、現在の利益をおろそかにした企業経営は資本市場において評価されないことを示唆している。一方、運転錘数の増加分の回帰係数が低配当企業群において正に有意となったのは、当該企業が設備投資をすることによって、将来の企業価値が増大し、それに伴って将来の株価が上昇することを資本市場が見込んでいる（キャピタルゲインが得られることを期待している）ことを表している。すなわち、長期成長戦略に対して資本市場は好評価しているのである。以上の結果より、資本市場による企業統治によって、経営者が長期成長戦略を選択した企業（低配当企業群）と短期利潤戦略を選択した企業（高配当企業群）という 2 つの均衡が生じており、低配当企業群が設備投資及び高配当企業群の合併によって規模を拡大させていったのが（表 1-1）、戦前日本の綿紡績業の発展経路であったことが明らかとなった。

資本市場の評価に対応して、低配当企業群と高配当企業群では異なる戦略が選択されるという 2 つの均衡が生じていたとすれば、各企業群の経営者はいかなる誘因によって、そのような意思決定を行っていたのであろうか。

### 第三節 経営者の誘因制御問題

#### 1 経営者報酬契約とその実態

第二節において明らかにされたのは経営者の意思決定とそれに対する資本市場の反応であった。次に、経営者が実際に誘因制御に対する反応として、株主の利益に沿って行動をとっていたのか否かが明らかにされなければならない。そのために、経営者が得られる利得である経営者報酬と、配当を決定する当期利益と当該企業の株価の連動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。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指標の内、株主にとって重要なそれを組み込んで設計した経営者の報酬体系の設計である。具体的には、ROEと株価がそれぞれ観察可能で重要な業績指標となろう<sup>29</sup>。長期にわたって保有する株主は、投資先の企業の長期的な株価の値上がり、すなわち、長期のキャピタルゲインを追求して、株価の長期的傾向を重視するだろう。一方、短期利益を追求する株主は、長期的な株価の動向よりも、現在の配当金、すなわち、インカムゲインの大小を重視するだろう。したがって、長期成長戦略の選択を資本市場によって支持された低配当企業の経営者報酬は、株価の動向により大きく依存した形で設計されているであろう。逆に、短期利潤戦略の選択を資本市場によって支持された高配当企業の経営者報酬は、株価よりも現在の配当金の大小を直接左右する指標、つまり当期のROEにより強く依存する形で設計されているであろう。経営者に与られた報酬体系の構造を検証する前に、まずは、当時の綿紡績業において、株主は経営者報酬をどういう基準で議論していたのかを確認しよう。

そこで、本項においては、経営者報酬である役員賞与の決定の

---

<sup>29</sup> 乙政政太、『利害調整メカニズムと会計情報』，森山書店，2004年，16-19頁。

仕方について記述している定款を、いくつかの主要企業である大阪紡績、鐘淵紡績、尼崎紡績を事例としてみていこう。

大阪紡績においては定款に、「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」と定められ、一定数以上の株式を保有する株主が役員ノ選挙権を得る。当期利益に占める役員賞与ノ割合は「毎季ノ景況ニ応」じ、「純益金百分ノ五ヨリ七迄」とされているが、実際には規定ノ範囲内を上回ル場合もあつた（図 3）<sup>30</sup>。鐘淵紡績においては定款に、「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」と定められており、大阪紡績とほぼ同様ノ手順で役員が選ばれるが、役員賞与は通常株主總會において、「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。」とされ、定款明文上ノ限度額は定められていなかった<sup>31</sup>。また、尼崎紡績において、役員ノ選出方法については、大

<sup>30</sup> 史料 1 大阪紡績会社定款（「大阪紡績会社定款・営業規則」，岡本幸雄編，『明治期紡績関係史料』，九州大学出版会，1996年。）

（中略）

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）

（中略）

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。

（中略）

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。

<sup>31</sup> 史料 2 鐘淵紡績株式会社（「鐘淵紡績会社定款」，岡本上掲書）

（中略）

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。

（中略）

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。

（中略）

第五十条 通常總會ニ計算書，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。

阪紡績や鐘淵紡績と同様に、「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」と定められ、一定数以上の株を所有する株主が役員選挙権を得ていた。そして、役員賞与については当期利益の内、「百分ノ十（前半期繰越金アラハ之ヲ除ク）」と割合を決めつつも、「株主ノ配当金五歩以下ノ時ハ株主總會ノ決議ヲ以テ更ニ割合ヲ定ムヘシ」と、当期利益のうち株主に分配される残余（配当金）が少なかった場合は、株主總會において株主の裁量によって変更できる余地を残している<sup>32</sup>。

3社の定款に共通しているのは一定数以上の株式を保有する株主が役員として選出され、役員賞与は株主總會において株主が決める余地が残されているという点である。異なる点は株主總會で決まる自由度であり、各期に経営者への配分が株主總會において決まる企業もあれば（鐘淵紡績）、その割合があらかじめ一定の範囲内に決まっている企業もあった（大阪紡績：5-7%、尼崎紡績：10%）。したがって、定款の記述から、経営者の利得は株主の裁量

---

シ。

<sup>32</sup> 史料3 尼崎紡績株式会社（「尼崎紡績定款」、岡本上掲書）

（中略）

第拾七条 当社々長取締役商議員ハ株主總會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。

（中略）

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。

（中略）

第四拾六条 当会社ノ總勘定ハ毎年兩度（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總會ノ決議ヲ以テ更ニ割合ヲ定ムヘシ。

によって決まる余地があることがわかった。

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 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、愛媛紡績、和歌山織布）も図示した。1903-18 年を通じて当期利益の内、役員賞与が占める割合は低配当企業群についてはそれぞれ、鐘淵紡績で 2-6%、尼崎紡績で 5-10%、大阪紡績（東洋紡績）で 4-15% となっている。鐘淵は低位で変動が少なく、尼崎紡績は 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。実際の役員賞与は定款の枠を超えて決まっていたのである。また、高配当企業群についてもそれぞれ、天満織物（0-22%）、愛媛紡績（3-12%）、和歌山織布（10-22%）と、低配当企業群と比較して、さらに変動の幅が非常に大きく、景況に応じて役員賞与がかなり変動していることがうかがえる。

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場合があった。経営者の報酬体系を設計することによって、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

自己利益の追求のために、当時の株主が、いかなる業績指標を基準として、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。前項の分析でみたように、株主が経営者の報酬決定に影響を与えていた。株主による経営者の報酬体系の設計については、前項でふれたように、インカムゲイン（配当金）に直接関わる ROE と、長期のキャピタルゲイン（株価の値上がり益）に直結する株価を株主にとって望ましい業績指標であるとみなして、分析を進める。そこで、最初に経営者報酬と各業績指標の基本統計量を求め、低配当企業群と高配当企業群間の違いを概観す

る。次に経営者報酬（役員賞与）がいかなる業績評価（ROE，株価）を基準として決定されていたのかを，役員賞与を被説明変数として，説明変数にROE，株価にとって回帰させて推計することによって，探ってみよう。

企業群別の基本統計量について，役員賞与，ROE，株価の動向をみていく（表3-1）。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，個別企業間の業績評価の変動については，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しばしば低利益または赤字によって，無配当に至り，その場合は，役員賞与が0とされたからである。

次に，経営者報酬体系がいかに設計されていたのかを探るために回帰分析を行う。当期の役員賞与を被説明変数とし，半年前から2年前（1期前から4期前）までの株価と，現在から2年前（当期から4期前）までのROEを説明変数として，各変数の差分をとった上で重回帰を行っている<sup>33</sup>。各説明変数に関して過去の値も説明変数に加えているのは，役員賞与が過去の業績に連動していたのか否か，すなわち，株主が過去の業績をどれだけ重視していたのか否かを確認するためである<sup>34</sup>。推計式は以下のようになる。

$$\Delta Y_t = \alpha + \sum_{i=t-1}^{t-4} \Delta \beta_i P_i + \sum_{i=t}^{t-4} \Delta \beta_i ROE_i + \varepsilon_t$$

$t=1903-18$

$\Delta Y_t$ ， $\Delta P_t$ ， $\Delta ROE_t$ はそれぞれ役員賞与，株価，ROEのt期

<sup>33</sup> 差分（当期の値－前期の値）をとった理由は，各企業の個性の影響を除去するためである。

<sup>34</sup> 役員賞与が株主総会で決まる前までの値が重要であるため，株価は1期前からにした。

から t-1 期の値を差し引いた差分の値であり，役員賞与は t 期，株価は t-1 期前から t-4 期前まで，ROE は t 期から t-4 期前までである。

### 3 回帰分析の結果

以上の推計式に基づく実証結果を表 3-2 で示した。低配当企業群をみると，株価については，1 期前，2 期前が 1% 水準で有意（回帰係数はそれぞれ 255.206，303.440），4 期前が 5% 水準で有意（回帰係数は 215.998）であった。また ROE は今期のみ 1% 水準で有意であった（回帰係数は 1,503.881）。一方，高配当企業群についてみると，今期の ROE のみ 1% 水準で有意で，回帰係数は 2,071.613 であった。また低配当企業群の説明力が 24% に比して高配当企業群のそれは 65% とかなり高い結果となった。大雑把に言えば，低配当企業の経営者は現在の収益のみならず，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現在の利潤のみに関心を払うように，経営報酬体系が設計されているといえよう。

この結果はこのように解釈される。第二節で明らかにしたように，低配当企業群は短期利潤戦略ではなく，長期成長戦略を選択する方が資本市場によって高評価を受けていた。低配当企業を所有する株主の多くは，企業への再投資を犠牲にして現在の配当収入を増大するよりも，企業の長期的価値を増大させることによって，長期的な株価の値上がりであるキャピタルゲインが増大することを望んでいたのである。それゆえ，低配当企業の株主が企業の長期的価値を増大させて自らの利益を増大させるためには，経営者に現在の収益のみならず，株価の収益をもより重視させるように経営者報酬を設計しなければならない。具体的には，株価を計算して，長期的に株価が上昇している限り，高額の役員賞与を保証していたのであろう。過去の株価の上昇に応じて役員賞与が増加するという回帰分析の結果は，まさにこういった長期保有型



の株主の利益に沿った経営者の報酬体系が設計されていたことを示唆しているといえるであろう。他方、高配当企業は長期成長戦略ではなく、短期利潤戦略を選択することによって、資本市場の高評価を受けていた。高配当企業を所有する株主の多くは、将来の利益につながる企業への再投資を犠牲にしても、あるいは、高配当企業の経営者には長期的な企業価値を増大させるような能力は無いと判断し、現在の配当収入（インカムゲイン）の最大化が当該企業の株式所有から得られる利益の最大化と一致していると認識していたのである。この場合、高配当企業の株主が自らの利益を増大させるためには、経営者は現在の ROE のみに気を配り、当期利益のほとんどを配当に回すという行動を選択してくれることが望ましい。それゆえ、今期の ROE の増大によってのみ、役員賞与が増大するという結果は、高配当企業群においては、短期利益を追求する株主にとって望ましい報酬体系が設計されていたことを示唆している。

低配当企業群と高配当企業群の経営者の報酬体系はそれぞれ、株主の利益に沿って設計されており、経営者には長期成長戦略、あるいは短期利潤戦略どちらを選択するのかを決定する際に、株主の利益を損なわないような誘因が与えられていた。そのような誘因制御の下で、低配当企業の経営者は資本市場の評価に応じて長期成長戦略を選択し、資本市場も経営者の選択した長期成長戦略に対して高い評価を与えている。一方で、高配当企業はあくまでも今期の ROE の増大が評価の基準であった。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な誘因が与えられており、経営者は投資機会を犠牲にしても現在の利益を上げることにのみ注意を傾けさせられていたのである。このような異なる報酬体系の設計が、表 2-1 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企業群によって異なる行動を促していたのである。そして低配当企業群が長期成長戦略を選択し、高配当企業群が短期利潤戦略のみ

を選択することによって，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，最終的には，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ろう。

## 小括

先行研究でたびたび強調されてきた大企業に成長した企業における専門経営者の先導的役割が重要であったことは疑いようがないものの，そのような専門経営者の能力が発揮され得たのは，資本市場において，長期にわたって保有する株主が専門経営者の意思決定を支持した場合のみであった。換言すれば，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。

近代日本の資本市場においては，株式所有によって短期的利益を期待する株主と長期的利益を期待する株主が存在していた，あるいは，1人の株主のポートフォリオにも短期保有，長期保有双方の株式が存在していたことが，本稿より明らかとなった。長期成長戦略のみを選択することによって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 年代の綿紡績業の常態であった。

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。第一節で明らかにしたように，低配当企業群の高収益は積極的な設備投資によって実現された。設備投資を増やし，いかにして技術的に最適な資本労働比率を実現するのかが，専門経営者に求められていたのである。また低配当企業群の中でも，大阪紡績，富士（瓦斯）紡績や内外綿は低配当

と高配当の狭間に位置しており，低配当企業群から高配当企業群へと移行してしまう危険性を孕んでいた<sup>35</sup>．大阪紡績をはじめとして，低・高配当企業群はけっして不変ではなく，一つの企業が高配当企業群から低配当企業群へと移行することを可能にしたのが，専門経営者の経営判断であったことは，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績と富士（瓦斯）紡績の経営者であったことから示唆されるのである．本稿においては，このような短期利潤戦略から長期成長戦略への移行過程は考察されておらず，動学的な戦略の変更の仕組みを解明する事が今後の課題となる．

---

<sup>35</sup> また，分析期間においては，日清紡績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績は後に大企業へと成長していく．1920年代に低配当企業群へと移行した可能性が高い．

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	
撰津紡	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)。
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	撰津紡に吸収合 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	
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 (1911年3月)
和歌山織布	15	0	32	46.88	14.35	15.36	649	
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回をカウントし

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=低配当が観察された回数/総観察数×100, 運転錘数増加分=(当期の錘数-1期前の錘数)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 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	設備生産性	労働装備率	労働生産性	設備生産性	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, 設備生産性=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。設備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1-3 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			
被説明変数=ROE			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value
定数項	3.628	13.674	0.000
労働生産性	0.038	6.218	0.000
R <sup>2</sup>	0.181		
自由度	261		

高配当企業群			
被説明変数=ROE			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value
定数項	4.614	3.124	0.001
労働生産性	0.005	0.801	0.404
R <sup>2</sup>	0.005		
自由度	186		

出典 表1-2を参照

表1-4 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＝設備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
設備生産性	1.015	2.790	0.005	設備生産性	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 <sup>2</sup>		0.089		R <sup>2</sup>		0.051	
自由度		260		自由度		185	

出典 表1-2を参照

表2-1 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 <sup>2</sup>		0.160		R <sup>2</sup>		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2-2 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 = $\Delta$ 株価				被説明変数 = $\Delta$ 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
$\Delta$ ROE	0.570	2.912	0.004	$\Delta$ 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 <sup>2</sup>		0.038		R <sup>2</sup>		0.025	
自由度		253		自由度		189	

出典 表1-1,2を参照

注) $\Delta$ 株価= $P_t - P_{t-1}$ ,  $\Delta$ ROE= $ROE_t - ROE_{t-1}$ , 運転錘数増加率= $I_{t-1}/I_{t-2}$ , I=運転錘数, 兼営織布ダミーは1期前を用いた。

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		
	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3-2 経営者報酬の決定要因(1903-1918)

## 低配当企業群

被説明変数＝役員賞与						
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	F-value	R <sup>2</sup>	自由度
株価(t-1)	255.206	2.984	0.003			
株価(t-2)	303.440	3.613	0.000			
株価(t-3)	73.771	0.847	0.398			
株価(t-4)	215.998	2.454	0.015			
ROE(t)	1,503.881	5.963	0.000	7.954	0.239	191
ROE(t-1)	119.562	0.491	0.624			
ROE(t-2)	-175.427	-0.720	0.472			
ROE(t-3)	-42.118	-0.166	0.869			
ROE(t-4)	274.055	0.796	0.427			
定数項	6,374.824	2.753	0.006			

## 高配当企業群

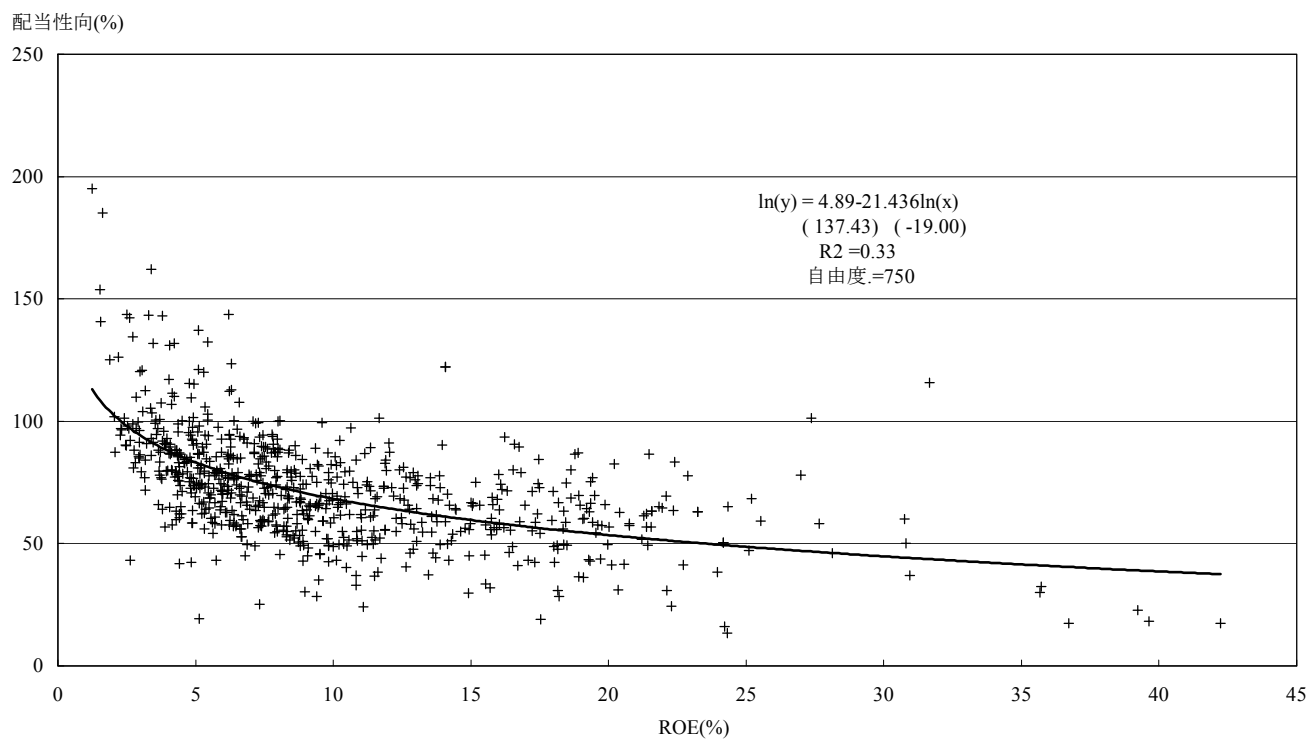
被説明変数＝役員賞与						
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	F-value	R <sup>2</sup>	自由度
株価(t-1)	-45.792	-0.416	0.678			
株価(t-2)	-30.177	-0.277	0.783			
株価(t-3)	61.262	0.559	0.578			
株価(t-4)	15.073	0.161	0.873			
ROE(t)	2,071.613	11.652	0.000	19.991	0.648	85
ROE(t-1)	108.830	0.649	0.518			
ROE(t-2)	-39.783	-0.199	0.842			
ROE(t-3)	-8.038	-0.034	0.973			
ROE(t-4)	375.624	1.676	0.097			
定数項	720.117	0.642	0.522			

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』

注1 役員賞与は当期, ROE, 株価はt-1, 2, 3, 4, =半年前, 1年前, 1年半前, 2年前の株価.

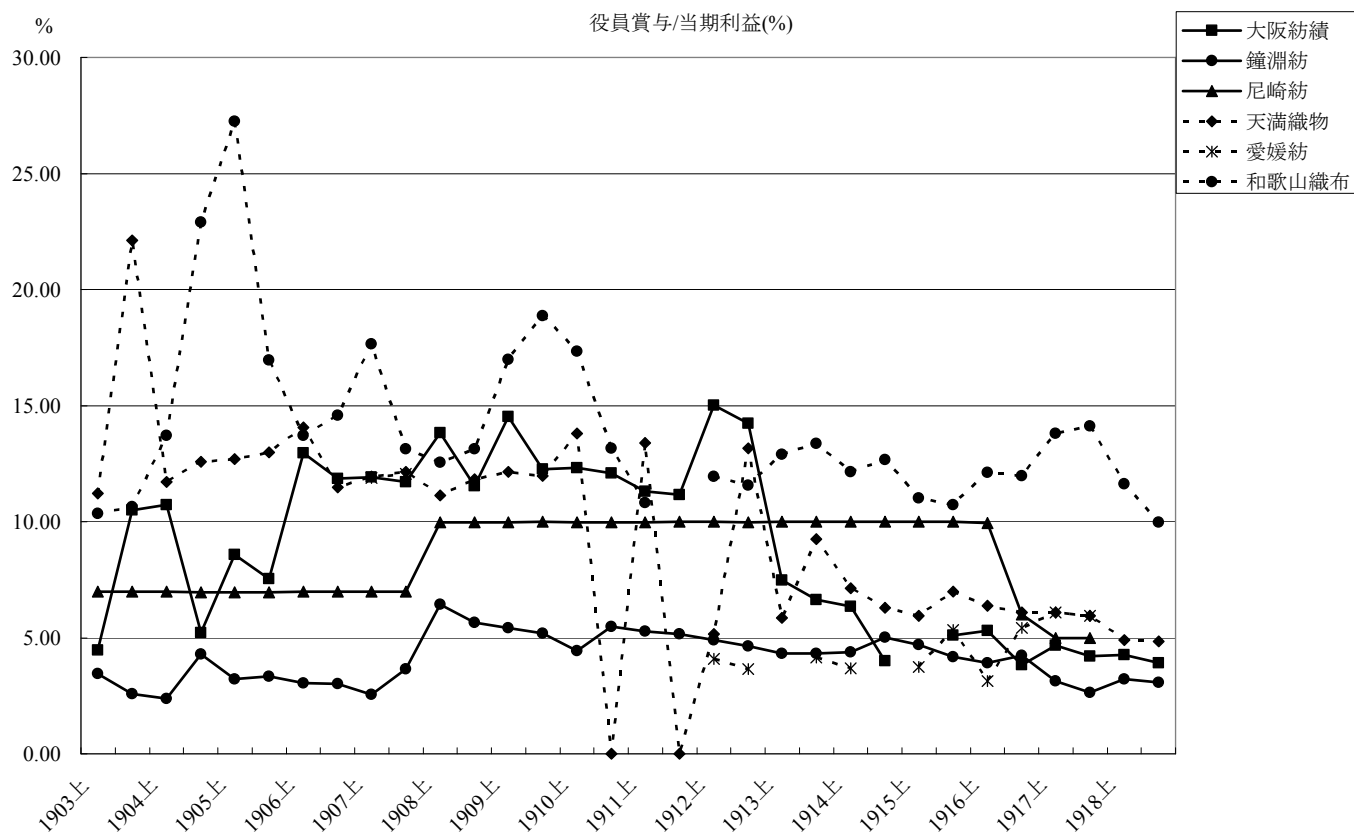
注2 期間におけるデータ不足から, 高配当企業群においては, 倉敷紡績会社, 東京瓦斯紡績会社, 金巾製織会社を除いた.

図 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』

図 2 役員賞与比率（役員賞与 / 当期利益 × 100）



出典 各社「考課状」