

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—

報告者 東京大学大学院経済学研究科
博士課程1年 結城武延
於 産業組織研究会

産業組織研究会

2008/7/2

- 1. はじめに
- 2. 利益格差の要因
- 3. 企業統治の実証分析
- 4. 経営者の誘因制御
- 5. 結論
- 今後の課題
- 参考文献

1. はじめに—(1)

- 本報告の
- 近代日本の経済発展の主導的役割を果たした綿紡績企業が、大企業へと成長した要因はなにか？
→ 先行研究：短期的な利益ばかりを求める株主の意向を抑えて、積極的な設備投資を行った専門経営者の台頭が要因(由井/大東編(1995))
- 株式会社で直接金融に依存していたにもかかわらず、資本市場を無視した経営を行えるとは考えにくい。

1. はじめに—(2)

- 本研究の結論の要約(1)
- 問: 日本の近代化を支えた綿紡績企業において, ある企業は大企業へと成長し, 他の企業は敗れ去ったのはなぜか?
- 答: 株主利益と経営者利益は連動しており, 経営者が, 企業を長期的に成長・拡大させていくための戦略(長期成長戦略)を選択するという均衡と, 短期利潤のみ追求させるための戦略(短期利潤戦略)を選択するという均衡が, 戦前日本の綿紡績業において同時に存在していた.

1. はじめに—(3)

- 本研究の結論の要約(2)
- 資本市場:将来成長が見込めそうな(見込めそうにない)企業→長期成長戦略(短期利潤戦略)の選択を期待
- 経営者:長期成長戦略(短期利潤戦略)を選択⇒大企業へ成長(中小企業を維持→吸収合併, 解散)

1. はじめに—(3)

- 問題の所在1—企業はなぜ長期成長戦略を選択するのか—
- 見解①：専門経営者の台頭
- 企業規模が大きくなるにつれて、所有と経営が分離されて、その企業の経営者は専門経営者になる。
- 専門経営者が所得を最大化するためには、現在の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を選択する方が望ましい。
- 先行研究：(Chandler(1977), 宮本・阿部(2005))

1. はじめに—(4)

- 問題の所在2—企業はなぜ長期成長戦略を選択するのか—
- 見解②：資本市場および株主が企業を統治
- 資本市場と経営者の相互依存関係に着目.
- 資本市場が経営者の長期的な成長を志向する行動に対して高い株価をつけるならば, 経営者は長期的な成長を達成するような経営活動を行う.
- 先行研究: (岡崎(1995), Baker and Wurgler (2004), Aghion and Stein(2008))

1. はじめに—(5)

- 本研究の目的
- 先行研究: 長期成長した企業において, 優れた専門経営者の台頭(見解①)と, その経営者を支持する長期保有型の株主の存在が確認された.
→ 資本市場が企業の成長に与えた影響について論じたものはほとんどない.
- 本研究: 資本市場が企業統治に与えた影響を明らかにすること(見解②)で, 戦前日本において綿紡績企業が発展した要因を定量的に実証する.

1. はじめに—(6)

- 株式所有構造
- 特徴①: 対象期間を通じて、取締役の株式所有比率は最大50%を超えることはなかった。
- 特徴②: 株式総数の平均は26,430(1898年), 43,726(1906年), 97,862(1913年)と年々増加傾向にあったが、取締役の株式所有比率の平均は12.18, 18.21, 17.91(%)と大きな変化はみられなかった。
- オーナー企業を取締役の株式所有率30%以上と定義
→分析対象: オーナー企業ではない企業
∴ 経営と所有の分離から生じる問題を扱う。

1. はじめに—(7)

- 20世紀初頭の綿紡績業の資本構成と配当政策
- 資本構成: 自己資本比率が60—70%, 自己資本のうち払込資本金比率が60%前後

→株主, 資本市場は無視できない存在

→配当性向: 60—70%前後

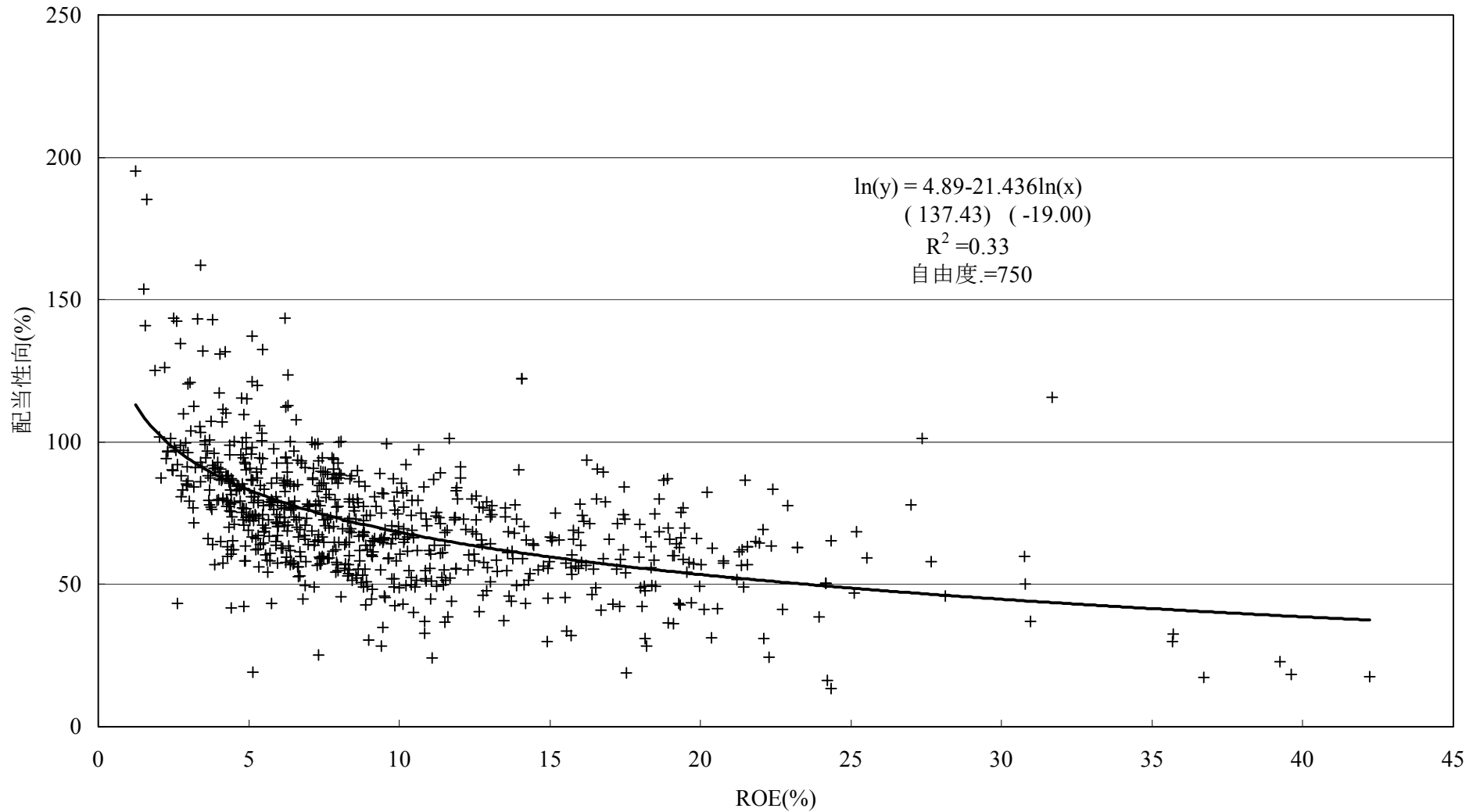
しかし

→ROEと配当性向が負の相関関係にあった(図1)

→高収益+低配当性向, 低収益+高配当性向の企業が存在. (2つの企業群にグループ分け)(表1, 図2)

1. はじめに—(8)

図1 配当性向とROE(1903-1918)



1. はじめに—(9)

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
低配当	大阪紡績	17	0	32	53.13	13.33	17.33	17,306
	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	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
	郡山紡	7	2	9	77.78	8.30	13.08	384
	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
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
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
和歌山紡		9	2	32	28.13	11.63	21.57	1,720
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
東京瓦斯紡		0	0	7	0.00	20.45	13.49	0
下野紡		1	1	17	5.88	10.31	4.60	1,711
愛媛紡		7	7	31	22.58	13.61	12.28	1,020
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
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	

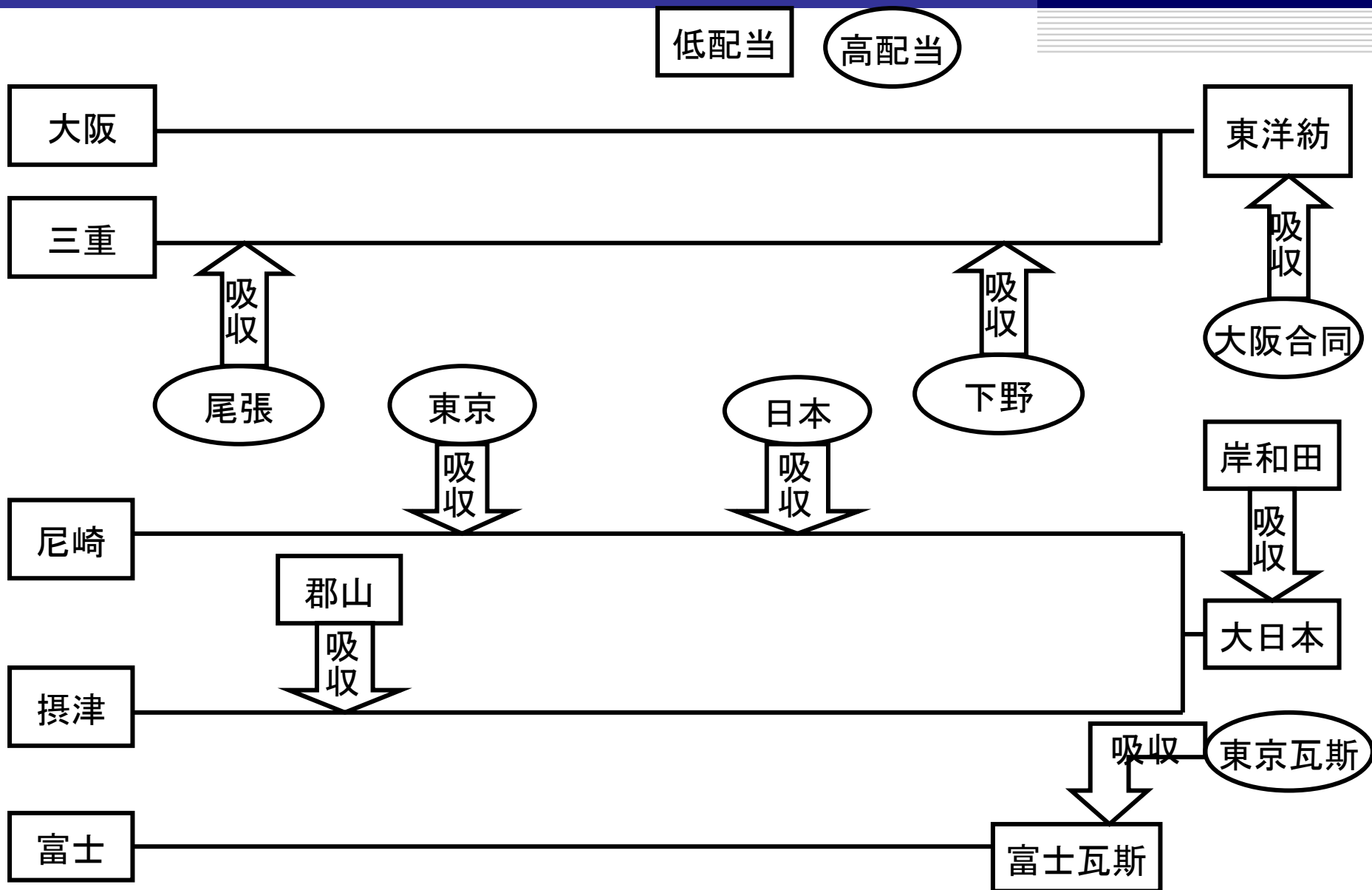
出典 大日本紡績連合会『綿糸紡績事情参考書』より業界平均の配当性向を求めた。各企業群の財務情報については各社「考課状」、株価は『大阪朝日新聞』、『中外商業新報』より抽出。

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。

1.はじめに—(10)低配当企業群と高配当企業群の関係(図2)



1.はじめに—(11)

- 本稿の議論の前提条件
- 資本市場は合理的である⇔投資家は合理的である
 - 多くの投資家は資本市場で分散投資を行い、個別企業の企業経営に直接関わる誘因は小さい.
 - 投資家が株式所有で得られる利益=Income gain(現在の配当金)
+Capital gain(将来の株価値上がり益)
 - 投資家のポートフォリオ戦略は、上記の利益が最大化されるように選択されている.
 - 1人の投資家がある企業に対しては、短期的な配当金の支払いを多く望む一方で、他の企業に対してはCapital gainを望み、当該企業が長期的な企業価値の増大させることを求めた.

1.はじめに—(12)

- 前提条件は戦前日本に存在していたのか？
- 谷本(1998), (2007):新潟県, 和歌山県, 茨城県の資産家の事例
→1890年代, 1900年代の地方の資産家は, 地元企業に選択的に投資すると同時に, 主要産業の主要企業に対して長期的な投資を行うという分散投資をしていた.
- 石井・中西編(2006):大阪府米穀商人廣海家の事例
→1880年代:地元(貝塚)株以外に, 鉄道株, 銀行株にも投資を行い, Income gain, Capital gain双方の収益を獲得していた.
→1890年代:事業の将来性を吟味しつつ, 地元企業に対する長期的な投資を拡充させた.
→1900年代:地元株, 中央株ともに拡充. 優良な投資先を長期保有するばかりではなく, 役員報酬も獲得していた.

2. 利益格差の要因—(1)

- 企業の将来性→生産性がROEにどれだけ寄与し得たか
⇔低配当企業群と高配当企業群との間で利益が大きく異なっていた要因はなにか？
→ROEと生産性との関係が企業群間で異なっていたのか否かを検証
- ①労働生産性: $\text{管糸出来高} / (\text{営業日数} \times \text{就業時間} \times \text{従業員数 (職工数)})$
- ②資本生産性: $\text{管糸出来高} / (\text{営業日数} \times \text{就業時間} \times \text{生産設備数 (錘数)})$

2. 利益格差の要因—(2)

- 検証①: 利益格差の要因→2グループ間で労働生産性と利益の関係は異なっていたのか？

- ROEを被説明変数, 労働生産性を説明変数として回帰係数の値を比較

- 推計式

$$ROE_t = \alpha + \beta x_t + \varepsilon_t,$$

$$t = 1903 - 1918$$

ROE_t : t 期のROE

x_t : t 期の労働生産性

2. 利益格差の要因—(3)

● 推計結果

表1-2 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			
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 ²		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 ²		0.005	
自由度		186	

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。

2. 利益格差の要因—(4)

- 検証②:なぜ労働生産性と利益間の関係に違いが生じたのか?
→労働生産性を分解して, その要因を検証.
- 労働生産性の分解
- 労働生産性=資本生産性 × 労働装備率 (=生産設備数/従業員数)
- ROEを被説明変数, 資本生産性と労働装備率を説明変数として回帰.
- 推計式

$$ROE_t = \alpha + \beta X_{1t} + \gamma X_{2t} + \varepsilon_t,$$

$$t = 1903 - 1918$$

- ROE_t :t期のROE, X_{1t} :t期の資本生産性, X_{2t} :t期の労働装備率

2. 利益格差の要因—(5)

● 推計結果

表1-3 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 = 設備生産性と労働装備率

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	3.519	2.007	0.047
設備生産性	1.015	2.790	0.005
労働装備率	0.062	2.380	0.021
F-value		11.437	
R ²		0.089	
自由度		260	

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	0.867	0.285	0.768
設備生産性	1.002	2.731	0.006
労働装備率	-0.004	-0.539	0.693
F-value		6.847	
R ²		0.051	
自由度		185	

出典 表1-2を参照

- 注：資本生産性と労働装備率に多重共線性はなかった。

2. 利益格差の要因—(6)

- 推計結果のまとめ
- 低配当企業群は労働生産性を利益に直結させられた一方で、高配当企業群は労働生産性を利益に直結させられなかった(検証①)
 - 理由は、資本1単位あたりの生産性(資本生産性)というよりも、職工1人当たりに対する設備数、すなわち1人当りの設備投資の差(労働装備率)であった(検証②)
 - 設備投資を利益に結びつけることのできた企業＝将来性のある企業(低配当企業群)

2. 利益格差の要因—(7)

- さらなる疑問

→(1)なぜ低配当企業群と高配当企業群との間で利益が大きく異なるほどの設備投資の差が生じたのか?

⇔なぜ長期成長戦略を選択する経営者がいる企業と短期利潤戦略を選択する経営者がいる企業が、同時に並存していたのか?(企業統治の実証分析)

→(2)経営者の経営戦略の選択基準は何か?(経営者の誘因制御)

3. 企業統治の実証分析—(2)

- 実証手順(1)
- 経営者の意思決定(残余利益の配分問題):
→OLS(被説明変数:配当性向, 説明変数:ROE)
- 長期成長戦略(長期的成長を追求) or 短期利潤戦略
(短期的利潤を追求)
- 長期成長戦略:内部留保を優先(ROEの回帰係数が負)
- 短期利潤戦略:現在の配当を優先(ROEの回帰係数が正)

3. 企業統治の実証分析—(3)

● 推計結果

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			
被説明変数＝配当性向			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value
定数項	88.385	37.471	0.000
ROE	-1.747	-9.509	0.000
R ²	0.160		
自由度	474		

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

出典 大日本紡績連合会、『綿糸紡績事情参考書』

3. 企業統治の実証分析—(4)

- 結果の要約

表2-2 経営者の意思決定(結果)

企業タイプ	OLS 被説明変数: 配当性向 説明変数: ROE	経営者の意思決定
低配当	↓	⇒ 長期成長(内部留保優先)
高配当	↑	⇒ 短期利潤(配当優先)

注 ↑, ↓: 符号が正負)で有意, —: 有意水準を満たさない

3. 企業統治の実証分析—(5)

- 実証の手順(2)
- 資本市場による企業経営の評価(株価で評価)
- 各戦略に対する資本市場の評価指標(代理指標)
- 長期成長戦略: 運転錘数増加率, および1期前兼営織布ダミー
- 短期利潤戦略: ROE
- 企業が長期的成長にコミットする場合に, それを資本市場が歓迎する=長期成長戦略の代理指標の回帰係数が正.
- 企業が短期的利潤を追求する場合に, それを資本市場が歓迎する=短期利潤戦略の代理指標の回帰係数が正.

3. 企業統治の実証分析—(6)

- 資本市場の評価の推計式
- 推計式(1): OLS

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

$t = 1903 - 18$

- ΔP_t = 当期株価 - 前期株価
- ΔROE_t = 当期ROE - 前期ROE
- I = 運転錘数, D = 兼営織布ダミ

3. 企業統治の実証分析—(7)

• 推計式(1)の結果

表2-3 資本市場の評価(1903-1918)

推定方法 OLS

低配当企業群			
被説明変数 = Δ 株価			
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value
定数項	-9.202	-1.543	0.124
Δ ROE	0.570	2.912	0.004
運転錘数増 加率	11.273	2.202	0.029
兼営織布ダ ミー	0.022	0.007	0.995
<i>F</i> -value		4.363	
R^2		0.038	
自由度		253	

高配当企業群			
被説明変数 = Δ 株価			
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value
定数項	2.012	0.475	0.636
Δ ROE	0.270	2.780	0.006
運転錘数増 加率	1.003	0.265	0.792
兼営織布ダ ミー	-0.871	-0.498	0.619
<i>F</i> -value		2.669	
R^2		0.025	
自由度		189	

出典 表1-1,2を参照

3. 企業統治の実証分析—(8)

- まとめ
- 各企業群の戦略(表2-1)
 - 低配当企業群:長期成長戦略
 - 高配当企業群:短期利潤戦略
- 企業統治の形態(表2-3)
 - 資本市場による企業の評価:
 - 低配当企業群:長期成長戦略も評価
 - 高配当企業群:短期利潤戦略のみ評価

4. 経営者の誘因制御—(1)

- それぞれの企業群において、株主(資本市場)は株主利益と一致させるため、いかなる誘因を経営者の報酬に組み込んでいたのか?
- 定款において、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), その割合が決まっている企業もあったが(大阪紡:5-7%), その割合は弾力的に決まっていた(岡本(1996)).
- また役員は一定基準の株式を所有している者に限定されていたが、その基準となる株数以上を保有している場合、株を売買することができた(岡本(1996)).

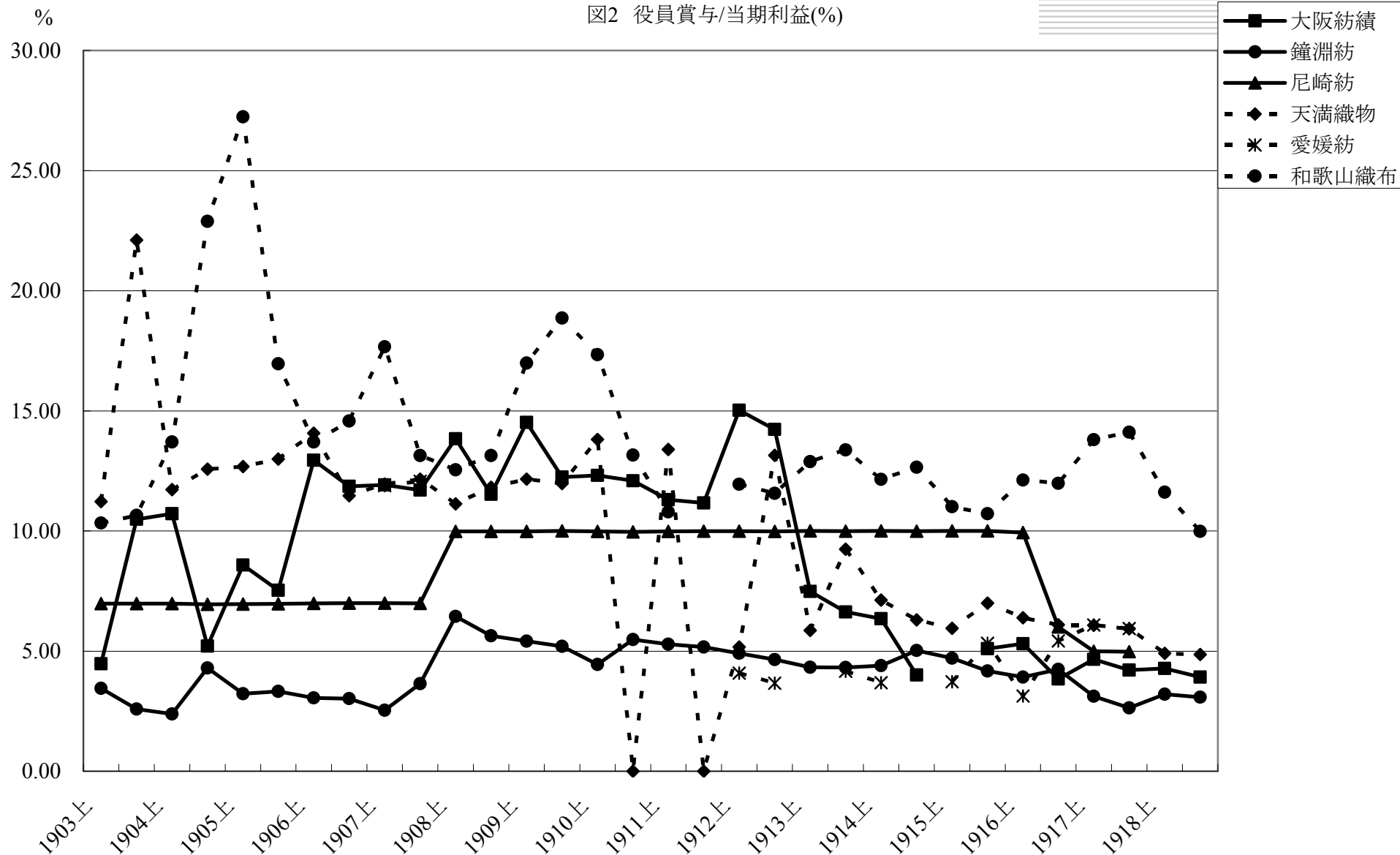
→株主が、経営者の役員賞与を決定し得た.

4. 経営者の誘因制御—(2)

- 株主にとって望ましい経営者の報酬体系:
- 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(乙政(2004)).
- 業績評価となる指標: 会計情報→ROE, 市場評価→株価

4. 経営者の誘因制御—(3)

図2 役員賞与/当期利益(%)



4. 経営者の誘因制御—(4)

- 推計式：各業績指標の影響の検証

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

$t = 1903 - 18$

- $\Delta Y_t = t$ 期の役員賞与 - $t-1$ 期の役員賞与
- $\Delta P_{t-1} = t-1$ 期の株価 - $t-2$ 期の株価
- $\Delta ROE_t = t$ 期のROE - $t-1$ 期のROE

4. 経営者の誘因制御—(5)

● 推計結果

表3-1 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 ²	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 ²	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』

4. 経営者の誘因制御—(6)

- 結果の要約
- 低配当企業群は株価と t 期のROE, 高配当企業群は t 期のROEのみ, 回帰係数が正に有意.
- 低配当企業群の経営者報酬は株価にも連動している一方で, 高配当企業群の経営者報酬は t 期のROEのみに連動していた.

4. 経営者の誘因制御—(7)

- 結果の解釈
- ①経営者の報酬は資本市場の評価に大きな影響を受けていた.
- ②低配当企業群: 経営者報酬を株価に連動させることで, 資本市場に従うような報酬体系が設計されていた.
- ③高配当企業群: 経営者報酬をROEに連動させることで, 経営者をより近視眼的な行動へと導いた.

5. 結論—(1)

- 資本市場の反応と経営者の反応との相互依存関係によって、長期的な成長にコミットする企業と短期利潤を追求する企業が並存していた。
- 低配当企業群：経営者の報酬体系は株価に連動するように設計されており、経営者は資本市場の評価に対応して長期成長戦略の意思決定を行っていた。また資本市場は長期成長戦略の選択に対して、高い評価をしていた。

5. 結論—(2)

- 高配当企業群：経営者の報酬体系はROEに連動。経営者は短期利潤を追求していた。また資本市場は短期利潤戦略に対してのみ、高い評価をしていた。
 - 低配当企業群と高配当企業群の利益格差の要因のひとつは、労働装備率の差、すなわち職工1人あたりの設備数を充実させていたかどうかであった。過去の設備投資を将来の利益につなげることのできた低配当企業群が長期成長戦略を選択し得た。
- 近代日本において、資本市場による企業の将来性に関する評価によって、一部の企業を大企業へと成長する一方で、他の企業は吸収・合併されて消えていった。

参考文献—(1)

- 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.
- 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.

参考文献—(2)

- 石井寛治・中西聡編,『産業化と商家経営 米穀肥料商廣海家の近世・近代』,名古屋大学出版会,2006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.
- 乙政政太,『利害調整メカニズムと会計情報』,森山書店,2004年.
- 谷本雅之,「日本における“地域工業化”と投資活動—企業勃興期:地方資産家の行動をめぐって—」,『社会経済史学』,Vol.64, No.1, 88-114頁,1998年.
- ———,「戦前期「資産家」の諸活動とその背景」,『日本労働研究雑誌』,No.562,2007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・阿部武司,「会社制度設立期のコーポレート・ガバナンス—大阪紡績会社と日本生命保険会社の事例」,伊丹敬之/藤本隆宏/岡崎哲二/伊藤秀史/沼上幹編,『日本の企業システム第Ⅱ期第2巻 企業とガバナンス』,有斐閣,2005年,第8章.
- 守屋典郎,『改訂 紡績生産費分析』,御茶の水書房,1973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.