

Institute of Social Science, The University of Tokyo

Discussion Paper Series

J-180

September, 2009

企業統治の成立

—合理的な資本市場と綿紡績業の発展—

東京大学大学院経済学研究科

博士課程 結城武延

2009 年 9 月

J-180

〒113-0033 東京都文京区本郷 7 丁目 3 番 1 号

東京大学社会科学研究所経済制度史研究会(中林真幸研究室) 気付

yukizum@gmail.com

企業統治の成立

—合理的な資本市場と綿紡績業の発展—*

結城武延†

問題の所在

企業統治の問題は、所有者たる投資家¹と日々の経営を執行する経営者との間で、異なる方向で会社支配権を行使しようとした場合に発生する。企業の所有権の分散化にともなって、企業のさまざまな利害関係者間の利益相反は大きくなり、投資家のフリーライダー問題も生じ、企業統治の問題は深刻化する²。

投資家と経営者の利害が一致しない場合、企業経営に関する情報を最も豊富に有する経営者が、自身の利益を拡大させるために株主利益を損なうような行動をとり得る、すなわち、モラルハザードを誘発する可能性がある³。したがって、投資家は自らの利益を守るためには、経営者を監視しなければならない。

近代国家においては、商法あるいは会社法によって、投資家には自身の利益を守るための権限が与えられていた。それは近代日本においても例に漏れない⁴。表1をみてみよう。この表は、商法における企業を構成する主体（取締役、監査役、株主）の企業経営に関する権限配分を示している。

株主総会には、残余制御権⁵に関わる定款の変更や合併、そして残余請求権⁶に関わる

* 本稿を執筆するにあたって、石井寛治先生、尾高煌之助先生、中林真幸先生、宮本又郎先生より、貴重なご助言を賜った。また、折原正訓氏（イリノイ大学）との議論は大変有意義であった。また、史料閲覧に際しては、東洋紡績会社社史室村上義幸氏および広報部三谷直子氏よりご指導と多大なご協力を仰いだ。お名前をここに記して、感謝の意を表したい。

† 東京大学大学院経済学研究科博士課程

¹ 本稿において、株主総会を分析する際には株主という用語を用いているが、ここでの投資家と同じ意味で用いている。

² George M. Constantinides, Milton Harris and Rene M. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance Volume 1A Corporate Finance*, Elsevier B.V., 2003 (加藤英明監訳『金融経済学ハンドブック コーポレートファイナンス』, 丸善株式会社, 2006年, 5~6頁)。

³ 契約後（経営者就任後）、経営者が経営を執行するようになると、投資家には経営者がどのような選択をしているかが観察できないという情報の非対称性が生じる、これをモラルハザードとよぶ（伊藤秀史（2003）, 『契約の経済理論』, 有斐閣, 147頁）。

⁴ 中林真幸, 「自由な市場経済の歴史」, 『経済セミナー』, 2009年4・5月号, 通巻647号。

⁵ 貸金, 原料代や利子など, 契約に定められた債務をすべて支払った後に残る当期利

利益の配当や社債の募集といった所有権⁷を保証する権限が与えられていた。その他に、取締役および監査役の選任および解任，そして取締役および監査役の報酬の決定を株主総会で行うことができた。つまり，株主総会という場において，投資家は直接，自らの所有権を主張し，日々の経営を行う主体を自由に選び，その報酬体系を自由に設計することができたのである。このように，取締役会や監査役会と比較して，企業的意思決定に関する絶対的な権限を投資家は与えられていた。それゆえ，投資家は自身の利益を守る手段としての監視機能および経営者がモラルハザードを起こさないような誘因設計を行い得たのである。

それでは，なぜ取締役会は必要なのだろうか。株主が常に，経営者の行動についても，日々の経営の執行についても監視を怠ることがなければ，理念上の取締役会は存在する必要がない。しかし，そのような監視には費用がともなう。また，一企業だけではなく複数の企業に投資を行っている投資家がすべての投資先について，日々監視をすることは事実上不可能であろう。そして，所有権が分散化することによって，各投資家は監視費用を節約するために，さらに監視を怠る誘因が生じる。

そのような経営者の監視につきまとう本質的な問題および所有権の分散化によって生じるフリーライダー問題を解消する場として，最高経営責任者の選任および解任，日常の経営の執行（監視）の権限が与えられていた取締役会は有効に機能しうる。取締役会は，株主に代わって，日々の経営について監視を行うのである。したがって，残余請求権や残余制御権などある程度長期的な期間の企業的意思決定について監視をする株主総会と，日々の経営について監視をする取締役会は，経営者監視機能として補完的な関係にある。

株主総会や取締役会が法的に与えられていた権限の範囲と，各機関が実質的に果たした役割とが同じであったか否かは実証命題である。法的な権限は所与として，企業経営における各機関の実質的な役割についてもみななければならない。

これまで企業統治の問題について述べてきた。このような投資家の監視が機能する

益，すなわち，残余利益を受け取る権利。Paul Milgrom and John Roberts, *Economics, organization and management*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1992 (奥野正寛／伊藤秀史／今井晴雄／西村理／八木甫訳『組織の経済学』，NTT 出版，1997 年，323 頁)を参照。

⁶ 法の定めや契約によって他人に割当てられる以外の資産使用法についての決定権。奥野正寛／伊藤秀史／今井晴雄／西村理／八木甫訳『組織の経済学』，321 頁を参照。

⁷ 残余請求権と残余制御権を合わせ持つ経済主体を，ここでは，所有者とよぶ（奥野正寛／伊藤秀史／今井晴雄／西村理／八木甫訳『組織の経済学』，325 頁）。

ためには、合理的な資本市場の成立がその前提となる。「合理的」とは、各投資家が得られる企業に関する情報が市場を通じて、速やかに価格（株価）に反映されることをさす。その意味において、資本市場が「合理的」でなければ、投資家による経営者の監視が価格に反映されないことから、投資家は費用をかけて監視を行う誘因もなければ、積極的に株式に投資をしようとしなないだろう。また、経営者も投資家の意向を反映した経営を行う必然性は少なくなり、資本市場の動向に気を配った経営を行うこともない。

投資家は、それが将来の株主利益に資する企業価値、すなわち、株価の形成につながるからこそ、監視を行うのである。経営者は、選択された経営戦略や投資家の監視が、直接金融に依存する企業にとって最も重要な資本コストとなる、株価の形成につながるからこそ、投資家の意向および資本市場の動向に気を配った経営を執行するのである。

したがって、株式会社における企業統治の成立過程を分析するためには、前提となる合理的な資本市場が成立していたのか否かと、投資家が経営者を監視する場である株主総会および取締役会がいかなる役割を果たしていたのかを明らかにしなければならないのである。

そうした企業統治の観点から戦前日本の資本市場を分析した代表的な先行研究として、岡崎（1995）と星／カシャップ（2004）がある⁸。岡崎は戦前日本の財閥系企業と非財閥系企業の利益率と配当率の関係をみることによって、非財閥系企業の利益率が配当率により感応的であること、すなわち、直接金融に依存する企業は市場の動向に敏感に対応することを示した⁹。星／カシャップは、20世紀初頭の企業の資金調達多くは資本市場に依存していたこと、大株主の監視が企業経営の改善に役割を果たしていたことを示して、戦前日本の企業統治が株主主権であったことを指摘した¹⁰。

また同様の観点で株主総会に関する先行研究としては、九州鉄道を分析した東條の研究と大阪紡績会社と日本生命保険会社を分析した宮本／阿部のそれ、そして日本鉄

⁸ 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、Hoshi, Takeo and Kashyap, Anil, *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, The MIT Press, 2004（星岳雄／アニル・カシャップ著、鯉淵賢訳、『日本金融システム進化論』、日本経済新聞社、2006年）。

⁹ 綿紡績企業は非財閥系企業に分類されている。

¹⁰ 星／カシャップ、『日本金融システム進化論』、58～65頁。

道を分析した中村のそれがあげられるだろう^{11,12}。

東條は九州鉄道会社で経営悪化による配当減に端を發した九州鉄道改革運動において、対立する二派が委任状を獲得する、委任状代理戦（プロキシファイト）をとりあげており、筑豊において炭鉱業を經營する三井、三菱または九州地方の炭鉱を經營する企業の大株主が經營者の設備投資政策を支えていたことを明らかにした。宮本／阿部は、1890年代、1900年代初頭に短期的な配当増を目的とした株主の意向に従っていた大阪紡績会社と日本生命保險会社が、1910年代になると、所有の分散化の増大に比して雇用經營者を支持する安定株主が増えることによって、雇用經營者の自立性が高まり、長期成長路線を選択し得る雇用經營者が企業を支配する企業統治が確立したことを明らかにした。一方、中村は、株主総会において株主主導の企業統治が強く働いていた事例をとりあげている。第十五銀行の関係者が大株主の多くを占めた日本鉄道において、彼ら大株主の支持の下で、經營者は積極的に設備拡張を行っていたが、収益の悪化にともない、經營方針に対する一般株主の強い批判を招いた。經營者が多数派工作によって批判の鎮静化を図るものの、最終的には、經營者交代を余儀なくなされたことを示した。

また、取締役会の先行研究としては、森川英正の著作があげられるだろう¹³。森川は1900年代、1910年代、1920年代の取締役の構成に関するデータセットから、大企業において雇用經營者が常態となっていたこと、徐々に社内取締役の数が増えてきたことを示し、従業員のトップが取締役を構成する、日本的な企業統治がすでに、1910年代から1920年代にかけて成立していたことを明らかにした。

このように企業統治の観点から資本市場、株主総会、取締役会を個々に分析した研究はあるものの、それらの関連性にまで考慮した研究については管見のかぎり見あたらない。そうした先行研究の状況をふまえると、前提となる資本市場の実態と、投資

¹¹ 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險会社の事例—」、『大阪大学経済学』、48巻3, 4, 1999年、中村尚史、「所有と経営：戦前期の日本企業」、工藤章／橘川武郎／グレン・D・フック編、『現代企業1 企業体制上 内部構造と組織間関係』、有斐閣、2005年、第1章。

¹² また雇用經營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。

¹³ 森川英正編、『経営者企業の時代』、有斐閣、1999年。

家が経営者を監視する場である株主総会および取締役会の関連性に着目した企業統治の分析は、「株式会社における企業統治」の成立過程を明らかにするために必要不可欠な作業となろう。

本稿は以下のように構成されている。第一節では、1項において20世紀初頭の綿紡績企業について利益率で分類を行い、その経営動向の違いを探り、2項において、異なるタイプの企業に投資した場合も、それは投資家にとって合理的な判断であったことを示す。第二節では、株主総会の経営者監視機能について明らかにする。第三節では、取締役会の機能の変遷について明らかにする。

第一節 合理的な資本市場¹⁴

1 2つのタイプの企業—長期成長志向型と短期利潤優先型—

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¹⁵（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、当期の利益金、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、綿紡績業の産業構造を把握するのに最も好適な資料である。

図より、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。このように異なる企業群が存在していたとすれば、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、企業を、ROEを基準として2つの区分、すなわち、「上位企業」と「下位企業」に分類しよう。具体的には、各期間において、ROEを基準として、各企業をランク付けしている（表2）¹⁶。たとえば、ある期間において、全企業が40社であるとすれば、それぞれ「上位企業」＝「上位20社」、「下位企業」＝「下位20社」となる。ROEを基準に分類を行う理由は、それが比

¹⁴ 本節の詳しい分析については、結城武延（2009a）、「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—」，ディスカッションペーパーシリーズ，J-171，東京大学社会科学研究所を参照。

¹⁵ 配当性向＝配当金／当期利益×100，ROE＝当期利益／払込済資本金×100。

¹⁶ 分析の便宜上、1900年代から1910年代を通じて、株価と営業成績がともに1年以上観察できる企業をサンプルとした。

較的観察が容易でかつ株主利益に直結する指標であり、投資家が企業の評価を行う際に最重要となる判断材料となるからである。くわえて、ROEと残余のうちで株主に配分される部分（配当金）が負の関係であるがゆえに、ROEの相対的な位置は内部留保の相対的な位置、したがって、設備投資の相対的な位置に直接影響を与えていると考えられるからである。

このような分類にしたがって1900年代と1910年代の企業群の推移をみると、ROEのランクが相対的に低い企業が相対的に高い企業に吸収合併されているのがわかる。これは、1900年代及び1910年代における企業業績の大小が、後の企業の優勝劣敗に大きな影響を与えていた証左であろう。

設備投資の違いをみるために、1903～10年と1911～18年の運転錘数の増加率を、上位企業と下位企業で比較したのが図2である。図より、上位企業は每期10%近くの増錘を行っている一方、下位企業はほとんど増錘をしていない。上位企業は内部留保を設備投資に直結させていたが、下位企業はあまり設備投資を行わずに、利益をそのまま配当として吐き出していたことがわかる。

2 合理的な資本市場の成立

1項において、1900年代、1910年代の綿紡績企業には相対的に高収益で内部留保を高めた上位企業と、相対的に低収益で当期利益を配当として吐き出す下位企業という異なるタイプの企業が存在していたことをみてきた。そこで、投資家が株式投資で求める株式リスクプレミアムを、上位企業と下位企業とで比較することによって、資本市場の合理性を検討しよう¹⁷。

株式リスクプレミアムは、投資先のリスクを加味した当該企業の期待収益率である。したがって、投資家が上位企業に投資した場合と、下位企業に投資した場合とで株式リスクプレミアムに大きな違いがあれば、片方が投資家にとって有利な投資で、もう一方が不利な投資ということになり、市場は合理的に戦略を評価していたとはいえない。逆に、どちらのタイプの企業に投資しても、長期的にみて、それほど期待収益率が変わらないのであれば、各投資家の得られた企業情報は市場を通じて、各企業

¹⁷ 株式リスクプレミアム＝株式の期待収益率（株価変化率＋配当利回り）－リスクフリーレート。ここではリスクフリーレートとして国債利回りをを用いた。通常、国債よりも株式に投資する方がリスクの高いことから、投資家は株式投資に対して追加的な収益を期待する。

の株価形成に資した、すなわち、資本市場は合理的に企業を評価し得たといえよう。

それでは、上位企業と下位企業それぞれの株式リスクプレミアムについてみよう。分析期間を通じての長期的な株式リスクプレミアムを比較すると、上位は 14.85、下位は 16.00 であり、下位が若干上回っていたものの、それほど差はない（図 3）。株式リスクプレミアムの推移は、図 4 である。日露戦争前後から第一次大戦前については、上位と下位の差があまりなく、第一次大戦後については、下位の株式リスクプレミアムが上位のそれよりも増大する傾向にある。

長期的にみれば、上位企業と下位企業両者の株式リスクプレミアムに大きな差がないことは、どちらの企業に投資しても、投資家にとっては同じ程度に望ましかったのである。いいかえれば、長期成長戦略を選択した企業も、短期利潤戦を選択した企業も、投資家にとって合理的な投資先だったのである。

また、第一次大戦以降に上位企業よりも下位企業の株式リスクプレミアムが大きい理由は、株価上昇益である¹⁸。1914～18 年の株式リスクプレミアムの平均は上位企業が 16.9 に対して、下位企業のそれは 22.73 であった。株式リスクプレミアムの構成要素である株価変化率と配当利回りについては、上記企業は 10.15, 12.03, 下位企業は 17.28, 10.73 であった。第一次大戦後の好況の恩恵を下位企業も受けたことについては、市場も予想外であり、それが思わぬ株価上昇益につながったのであろう。

第二節 経営者監視機能としての株主総会¹⁹

1 大阪紡績会社の所有構造

まず、大阪紡績会社の概略を述べておこう。大阪紡績会社は1883年に日本初の株式会社としての綿紡績企業として設立され、昼夜兼業、印度棉の使用、織布部門への進出等、当時の綿紡績企業において先駆的な経営戦略を模索し続けたパイオニア的な存在であった²⁰。一方で、鐘淵紡績会社、三重紡績会社、摂津紡績会社、尼崎紡績会社などと比して収益性の面では後塵を拝していた²¹。そして1914年、三重紡績会社と合併し、

¹⁸ 図 3 の注を参照。

¹⁹ 本節の詳しい分析については、結城武延（2009b）、「企業統治における株主総会の役割—大阪紡績会社の事例—」，ディスカッションペーパーシリーズ，J-179，東京大学社会科学研究所を参照。

²⁰ 『東洋紡百年史』上，東洋紡績株式会社，1986 年。

²¹ 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。

東洋紡績会社を設立し、現在に至っている。矢嶋作郎（東京電灯社長），松本重太郎（第百三十国立銀行頭取），小室信夫（縮緬問屋，蜂須賀家代理），藤田傳三郎（銅山業，土木請負，軍需品調達，靴製造），渋沢栄一（第一国立銀行頭取）など当時の財界有力者の面々が，創立の発起人となっており，投資家たちの注目を集めた。また設立当初の株主構成は華族（38.0%），大阪有力商人（30.9%），東京有力商人（28.7%）であった。

設立から15年間は，藤田傳三郎（1883～86年）と松本重太郎（1887～98年）が取締役会長に就任していたが，ともに兼任重役であった。その後，1898年下期から東洋紡績会社となる1914年までは，大阪紡績会社の工務支配人であった山辺丈夫が社長の座に就き，これによって，雇用経営者が誕生することとなった。

次に，1890年代から1914年までの大株主の株式所有構造について述べよう²²。大株主所有比率は，23.74%（1894年），22.93%（1899年），21.57%（1904年），17.3%（1909年），20.78%（1914年）と1914年に若干増加するものの，徐々に低下していった。また，大株主に占める取締役と監査役の人数は1名（1894年），2名（1899～1909年），5名（1914年）と増加している。長期保有していた主要な株主の構成は，1900年代初頭までは創立メンバー（松本重太郎，渋沢栄一），華族（徳島藩蜂須賀家，高松藩松平家）や有力な綿関係の商人（阿部市太郎，中野太右衛門）であったが，1900年代後半以降については，大株主に占める株式取引所仲買人（小川平助，芝田大吉）が増加し，大株主の構成員は頻繁に入れ代わっていた。

また，株主分散度（＝総株式数／株主数）は，44.6（1894年），41.0（1899年），45.2（1904年），83.6（1909年），64.5（1914年）と日露戦争前後まではあまり変化はなく，1910年前後に大幅に所有の分散化が進んでいるのがわかる。

2 経営者監視機能

本項の目的は，株主総会決議録の記載内容から，株主総会の経営者監視が有効に機能していたのか否か，そして監視機能の中身そのものを明らかにすることにある。

用いる史料は東洋紡績株式会社社史室所蔵の「株主総会決議録」である。1893年から1914年までの株主総会の議事内容が記載されており，当該期間中は定時株主総会が35回，臨時株主総会が11回，開催されている。また，記載内容の中身は，まず開催日

²² 結城（2009b），表1を参照。

時、場所、出席株主数、委任状の数が記述されている。そして議案内容が記述され、議案に関して発言があった場合は、発言主の氏名とともにその発言内容も記載されている。

表3は、株主総会出席率と、経営者の原案の議決のされ方、すなわち、株主総会において経営者の原案が株主の発言がなにもなく満場一致で可決されたのか、あるいは、株主による異議申し立てや質疑応答があった上で可決されたのかどうかに着目し、監視機能の有無を確認したものである。表では、期間中に出された総議案数を分母、その内で「賛成多数²³」で決まった議案を分子として、「株主発言率」を定義している²⁴。

株主総会出席率をみると、漸次的に低下しており、一見すれば株主の経営者を監視する誘因が弱まり、株主総会の経営者監視機能が弱まっているようである²⁵。次に、株主発言率をみてみよう。株主総会における経営者監視機能が弱まっていったとすれば、株主発言率も徐々に低下していったであろう。しかし、表によると、必ずしもそうはなっていない。

すべての重役が兼任重役であり、取締役会長（社長）の松本重太郎もまた大株主であった時期（1893～96年）においては、発言率は非常に低かった（6.25%）。しかし、雇用経営者山辺丈夫が社長に就任（1898年）以後、発言率は1904年まで増加傾向を示している（46.67%、1898～1900年、47.06%、1901～1904年）。日露戦争前後（1905～08年）にはふたたび下落したが（18.75%）、1909～12年においては、発言率が最も増加している（61.11%）。

株主総会に出席する株主は漸次的に減っていったことから、株主総会に出席してまで経営者の監視を行う誘因をもたない株主が増えたことは事実である。しかし、株主総会には常にある程度の株主が出席しており、その中で、常に経営者の行動に目を光

²³ 議案に対して、株主からの発言が何もない場合、または、「満場一致で可決」と記載されていた場合を「満場一致」と定義している。一方、「賛成、賛成と叫ぶ者多し」など賛成多数で可決されたことが記されていた場合、または、議案に対して株主が発言を行った場合を「賛成多数」と定義している。

²⁴ 株主が経営者の監視機能を果たしたという本来の意味での「発言率」を定義すれば、「株主総会出席者数／発言者数」、あるいは、各経営者原案に対する「反対者数／株主総会出席者数」となるだろう。しかしながら、株主総会決議録には、ある議案に対して何人が賛成して、何人が反対したのかなどの情報は記載されていない。したがって、本稿においては、代理指標として、 $\text{発言率} = \frac{\text{賛成多数議案}}{\text{議案総数}}$ を用いている。

²⁵ 宮本／阿部（1999）も株主総会出席者数の低下と委任状の増加から、日露戦争以降の大阪紡績会社においては、株主の経営者監視機能が弱まり、雇用経営者が企業経営を支配する企業統治が確立したと結論付けている。

らせていた株主がい続けたこともまた事実であった。いいかえれば、株主総会における経営者監視機能は、1890年代から1914年まで一貫して有効であったといえよう。それでは、株主はいかなる議案に対していかなる場合にどの程度の監視（発言）を行っていたのであろうか。

株主の監視（発言）がいかなる議案に対して行われていたのかをみてみよう。表4によれば、株主の利益配分の増減に直結する議案である増資や社債発行に対しては積極的に株主が発言していたことがうかがえる。

定期株主総会で毎回議案として出される利益処分に対しては、すべての重役が兼任であった1893～7年の発言率は0%であったが、その後は一転して6割を超える時期もあった。経営者、取締役と大株主がほぼ一致していた兼任重役の時期は株主と経営者間における経営者の行動に関する情報の非対称性の程度は比較的小さく、利害の対立もあまりなかったといえよう。したがって、発言率0%は、株主と経営者の利害の不一致が、少なくとも株主総会の時点においては、あまりみられなかったことを反映しているものと考えられる。

一方、雇用経営者の時期に入ると、株主、経営者と取締役は一致しておらず、株主と経営者との間で経営者の行動に関する情報の非対称性が存在し、さらに、株主利益を最大化させる経営者のとるべき行動は株主にとって未知数であり株主間で合意も形成されていなかった。それゆえ、株主は、株主総会において、株主利益に直結する利益処分について活発に質疑や発言を行うことによって、情報を収集し、株主利益にとって望ましい経営方針に関して株主間で合意を形成して、経営者に株主利益に沿うような行動を促していたことがうかがえる。

通常、株主総会にわざわざ出席し、積極的に発言するためには機会費用がかかる。経営が悪化している場合には、株主総会に出席し発言することによって、経営が改善され株主利得が増大する可能性が高いことから、発言に伴う便益が費用を上回るであろう。一方、経営が好調の場合には、わざわざ監視費用を負担して、株主総会において発言する誘因は少ない。これが、雇用経営者の時期において、利益処分に対する発言率に大きな差があった理由であろう。

株主がどの程度、発言を行っていたのかを株主総会の議論時間によって示したのが、表5である。兼任重役の時期においては、平均して166分にもおよぶ議論がなされていた。これは、取締役および経営者自身も、株主利益を最大化させる経営者の「正しい

行動」がいかなるものかを事前には知らないために、経営者と株主間で議論の対立（発言率）はないものの、取締役会議の延長線として株主総会において長時間話し合う必要があったことを示唆している。一方、雇用経営者の時期に入ると、1908年まで議論時間は徐々に低下し（98分から40分）、1909-12年になると再び議論時間が増加している（55分）。

議論時間はどのような要因で増減したのだろうか。それを、雇用経営者の時期において明らかにしたのが、表6である。表によれば、議論時間は自社の株価やROEの絶対値のみばかりではなく、同業種他社との相対的な利潤に対しても負の関係にあったことがわかる。これは、業界比較、すなわち、紡績業全体に占める大阪紡績会社の相対的位置についても、株主が気にかけて経営を監視していた証左である。結果より業績が悪化（好転）すればするほど、議論時間は長く（短く）なっていたこと、株主は、1898年以降の所有と経営が分離した後においても、企業経営の監視を怠っていなかったことが示されている。また、経営が好転（悪化）した時期は1905～8年（1909～12年）であり、これは株主の発言率が低下した（増加した）時期と整合的である（表3）。

次項においては、経営者がとり得るもう一つのモラルハザード、すなわち、取締役の構成を自身の会社支配の拡大に変更するという行動について、株主がどのように対応したのかをみていこう。

3 事例—取締役会選挙—

次の事例は1909年12月18日第53回定期株主総会における取締役選挙に対する議論²⁶である。これは、定款改正によって取締役の定員が6名以内から7名以内になった後に、山辺社長が、株主総会で議論する前に、既成事実として取締役を1名増やし、さらに取締役の構成も変更しようとしたことについて、株主総会において株主に問いただされていた。

古子喜十郎なる株主は「唯今承ると、取締役七名といふことでありますが、是迄は六名であつたのを別紙原案も発布せずして此席で直に七名というふ事を御定めになるのは速拙ではありますまいか」と、通常の手続きである原案発布を行わない、経営陣の動きに疑問を呈している。

それに対して、山辺社長は「是は定款が七名といふことになって居るのであります」

²⁶ 大阪紡績会社株主総会決議録，東洋紡績会社社史室所蔵。

として、定款に書いているので構わないという返答をしている。さらに、「定款の定員は満つるとも或は又缺員のあつた時に補缺をせずは役員の考で其俣で置くこともあり、それは役員の内権であるとし、定款内であれば、取締役の増員などの長期的な意思決定は役員の内権で決めることができる」と述べている。

このような山辺社長の見解に対して、古子喜十郎は「議案を出すのは役員の内権ではありますが、七名にするとか八名にするとかいふ事は役員の内権にはない。是は株主の決議による」と、取締役の構成を決定する場はあくまで株主総会であることを主張している。さらに、「株主に諮って定めるなら差支ありませぬが、此席において社長が独断を以て人員を定めるといふ事はない筈であります。」と、社長の越権行為を指摘している。

この発言に対して、賛同者が続き、高谷恒左郎なる株主も「原案の不備であろうといふことは免れない」、「株主諸君の御意見を聴いて六名とか七名とかいふ事をご決定になったら宜しかろうと思ひます」と賛同の意を述べている。さらに、古子喜十郎は続けて、「社長は希望を述べられたのではない。明に重役の内権内に於て七名と定めると言われたのである。是は実に怪しからぬことと思ひます。」と発言し、山辺社長が株主との対話を行わずに、企業の長期的な意思決定を勝手に決めてしまったことの問題点について追及している。

このような株主たちの猛反発に対して、山辺社長は「唯今の御説も御尤もで御座います。私は先刻の発言中に取締役は七名を選挙したいといふ希望を述べた積りでありましたけれども、取締役は七名と此方で決めた様にお聴取りになったお方もある様で御座いますので、更に其言は取消」と、自らの選択の過ちを述べている。そして最終的には、山辺社長の対応は株主中から 3 名の選挙委員を選出し、新たに株主で経営陣を選びなおすように提案し、選挙委員によって新たに 7 名の取締役が選出されている。

ここで注目すべき点は、山辺社長が、生え抜き従業員であった大川英太郎（母は渋沢栄一夫人と姉妹）と岡村勝正（山辺丈夫と又従兄弟）を取締役に入れようとしたことである。結末としては、株主たちの大反対によって、大川英太郎は取締役になったものの、岡村勝正は監査役に格下げされて、その代わりに、外部の大株主である阿部彦太郎と肥塚源次郎が取締役として就任した（表 7）。

生え抜きの従業員を役員に昇格させることによって、企業の意思決定における雇用

経営者の支配力を拡大させようとする山辺丈夫の行動は、経営者の行動が株主は完全には観察できないことから生じるモラルハザードが増大する危険性を孕んでいた。そのような経営者の行動は、長期的な企業価値の増大を追求している株主とっても憂慮すべき事態であり、経営者に対して取締役選挙に関する情報の提供を求め、反対の意思表示をしたのである。

しかし、注目すべき点として、株主が結果として選んだ取締役の構成も、生え抜き従業員を2名増やすというものであったことである。この事例でみてきたように、株主は経営者の原案が気に入らなかった場合、株主総会で覆すことができる。にもかかわらず、最終的には、経営者の原案とあまり変わらない選択をした。これはなぜか。

理由については、若干時代を遡るが、前社長松本重太郎が生え抜き従業員の山辺工務支配人に社長の座を譲った際の発言発言が象徴的に示している。「(中略)最早今日にては工業も著しく進歩し従来と異にして、其人の名に依り事を為すに非ず。少々経費を節減し製額を登し、他に関係少なき専心其業務に従事する社長を置かざるを得ざる時に際したると、自分に於ては無據事情に依り辞任する事とは成れり。」²⁷

経営に知悉し、日々の業務に専念し、当該企業の利益追求以外は関心のない役員、すなわち、生え抜き従業員が役員となることが企業の発展に資することを、株主たちは気づいていたのである。

第三節 取締役会の機能

1 取締役会の構成の推移

重役（取締役と監査役）の株式所有構造についてのべよう²⁸。重役の株式所有比率は6.5%（1894年）、4.9%（1899年）、5.7%（1904年）、5.4%（1909年）と若干減少傾向が続き、1914年には14.1%と増加をみせている。この所有構造から、重役が支配株主として経営を支配していたわけではないことがわかる。また、特徴として、重役に占める兼任重役の割合は依然として多かった。

次に、取締役の構成の推移をみていこう。表8は重役の構成について、取締役と監査役、社内と社外に分類して、重役数の推移をみている。社内取締役および監査役の推移についてみると、1895年上期に山辺丈夫が常務取締役に就任し、1898年上期に山

²⁷ 1898年1月12日第29回株主通常総会決議録。

²⁸ 結城（2009b）、表2を参照。

山辺丈夫が社長に就任，1907年上期に前年に合併した金巾製織会社の役員であった阿部房次郎を常務取締役に加えている。さらに，1910年上期になると，生え抜き従業員の技術者である，山辺丈夫と姻戚関係にもあった大川栄太郎を常務取締役，岡村勝正を常務監査役に迎えている。

株式所有構造で見れば，それほど変化はみられなかったが，役員の構成については，合併後や株式募集後など，企業規模を拡大した後に，社内（常務）の役員を加えていることがうかがえる。

それでは，重役の構成が資本家（株主）の代表から従業員組織のトップに変質していく過程で，取締役会の経営者監視機能はいかなる変化をみせたのだろうか。

2 取締役会の経営者監視機能

取締役会議において，各期の会議数，議案数，原案通過数の推移についてみたのが表9である²⁹。史料は，東洋紡績株式会社社史室に所蔵している「大阪紡績（株）取締役會議事録第1号，第2号，第3号」を用いた。表の説明をすると，原案通過数とは議題に対して，「原案之通」あるいは「承認」などそのまま会議において通過した場合、あるいは、可決の有無について記述も無く議題のみが記載されていた場合に「1」をカウントした。一方，議題に対して，原案通りではなく会議において新たに事項が付け加えられて決定がなされた場合，否決された場合に「0」をカウントした。上記の指標化したうえで，原案通過率（＝原案通過数／議題数）を算出した。

原案通過率が高い場合は，取締役会において，常務取締役の意見がそのまま採用されたことになり，取締役会の経営者監視機能は有効ではなかったといえよう。逆に，原案通過率が低い場合は，常務取締役の意見が取締役によって監視されているといえよう。

山辺丈夫が常務取締役になる以前（1893～95年上期）において原案通過率は40～60%であり，半数近くの議題が，取締役会で新たに決まっていた。しかし，山辺が社長に就任以降（1895年下期）から日露戦争前後にかけて，原案通過率は60～80%を推移していることが多く，それ以前よりも，原案がそのまま通過するようになっていった。さらに，阿部房次郎が新たに常務取締役に迎え入れられた後（1907年下期）は，原案通過率が80～90%にまで増加しており，ほとんどの原案が取締役会を経てもそのまま

²⁹ 原案の作成は山辺丈夫が行っている。

通過するようになっている。そして、生え抜きかつ山辺子飼いの従業員、大川栄太郎と岡村勝正が役員に就任した後（1910年上期）は、原案通過率が90～100%となり、取締役会で取締役が雇用経営者の案を問いただすことは皆無になっていく。

取締役会設置当初は法律上も、理念上も株主に代わって、経営者を監視する組織として成立していた。そして、設立初期においては、資本家の代表が重役に選任されており、取締役会の経営者監視機能は有効であったが、雇用経営者誕生後においては徐々に従業員役員が占める取締役会となり、雇用経営者の支配力が拡大し、監視機能は低下していったことがわかる。すなわち、従業員取締役が増えると、原案通過率が増加していき（1895年、1907年、1910年）、取締役のうち従業員取締役が半数近くを占めると、取締役会は経営者を監視する機関としてはほぼ形骸化することが明らかとなった。

それでは、株主が経営者を監視する場はなくなったのであろうか、また、経営者監視機能としての役割を果たさなくなった取締役会は無用の存在となってしまったのであろうか。

3 株主総会と取締役会の補完的な役割

株主が経営者を監視する場は株主総会と取締役会であった。したがって、株主が経営者を監視し得たか否かを確認するためには、同時点における両者の機関の監視機能をみなければならない。

各期における株主総会における発言率と取締役会の原案通過率の推移、すなわち、監視機能の推移をみよう（表10）。山辺丈夫が社長に就任するまでの期間（1893～97年）は、株主総会の発言率はほぼ0%で監視が行われていない一方、取締役会の原案通過率は50～70%前後を推移しており、監視が行われている。この時期は、取締役会が経営者監視機能と株主の合意形成の場として役割を果たしていたことが推察される。次に、山辺が社長就任以降（1898～1914年）の株主総会の発言率をみると、前節で議論したように、企業の収益に応じて発言率を強めたり弱めたりをしている。特に企業の収益が悪化していく1909年以降の発言率は100%を示すことが多く、監視を強めていることがわかる。他方、取締役会は前項で述べたように、常務取締役を増やしていくごとに、監視機能は低下していく。

株主による監視機能は、資本家の代表が取締役会を占めていた1890年代については

取締役会がその役割を果たし、取締役会が従業員組織化していく 1900 年代、1910 年代は株主総会がその役割を果たしていくのである。

それでは、従業員組織化していった取締役会はどのような機能を株主に期待されていたのだろうか。第二節 3 項で述べたように、従業員組織化した取締役会は紡績企業の経営に知悉し、日々の業務を円滑に行うための組織として、株主に期待されていたと考えられる。すなわち、組織内の当事者にとって慣例、機械的手順であるルーティン作業を円滑に処理していくための機関として期待されていたのであろう³⁰。ルーティン作業は組織内の当事者にとって自明ではあるが、組織外の人々にとっては自明ではない場合に、その重要性が増す³¹。これは、企業規模の拡大にともなって、常務取締役が増えていったことと整合的である。

小括

各投資家が得られる情報が資本市場に速やかに反映される、合理的な資本市場を背景に、戦前日本における投資家は積極的に株式に投資した。投資家は投資先の企業の監視については、19 世紀後半において取締役会で主に行い、取締役会が徐々に従業員トップで構成されていき、雇用経営者の支配力が拡大していくと、株主総会を経営者監視の場として活用していった。

雇用経営者と取締役との間においては、第一大戦期前後において、宮本／阿部(1999)が想定していた、強い経営陣が経営を主導していく「日本的な」企業統治は確かに存在していた。一方で、雇用経営者と株主総会との間においては、依然として株主主権の企業統治が形成されていた。強力に従業員組織化された取締役会と絶対的権限を持つ強い株主総会は、近代的な企業の発展を促進させる補完的な関係だった。

そうした組織内の効率性を取締役会で促し、株主利益を保証する場として株主総会が存在し続けたことによって、株主利得を最大化させる企業統治が形成され、投資家は積極的に株式に投資する誘因となったのである。そして、株主に絶対的な権限を与

³⁰ 「意思決定や行動について規準化されたルールのこと、このルールは、特殊な状況になればある程度変更されるかもしれないが、普通はこれといった調整も行われずに長期間適用される」(奥野正寛／伊藤秀史／今井晴雄／西村理／八木甫訳『組織の経済学』, 679 頁)。

³¹ David Teece, "Towards an economic theory of the multiproduct firm," *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.3, pp.39-63, 1982.

える強い会社法制度が，経営者監視機関としての株主総会を支え，逆説的だが，直接金融に依存した近代日本の綿紡績業における従業員組織の形成を支えたのである。

表 1 商法における重役と株主の権限配分

取締役(会)	監査役(会)	株主(総会)
業務の執行(取締役の過半数決議)(169) 支配人の選任・解任(取締役の過半数決議)(169) 定款, 株主総会決議録, 株主名簿及び社債原簿の本店に備える(171) 資本半額以上の損失が生じた場合に株主総会を招集、債務超過が生じた場合の破産の宣告(174)	いつでも取締役に対して営業の報告を求め, 又は会社の業務及び財産の状況を調査することができる(181) 必要な場合の株主総会の招集(182) 会社取締役間の訴訟における会社の代表(185)	定款の変更(208) 利益の配当(192) 社債の募集(199) 合併(222) 取締役の選任・解任(164, 167) 定款, 株主総会決議録, 株主名簿及び社債原簿の閲覧(171) 取締役の報酬の決定(179) 監査役の報酬の決定(189)

資料 丸山長渡, 『日本立法資料全集別巻 358 改正商法(明治32年)要義 上巻』, 復刻版, 信山社, 2005年。

注 表の()は商法の条文番号。

表 2 利益率の順位による企業の分類

	1903-1910	1911-1918	備考
尼崎	17.69 上位	16.05 上位	摂津紡績と合併し大日本紡績設立(1918年6月)
岸和田	11.64 上位	17.20 上位	
大阪合同	20.83 上位	37.10 上位	
摂津	23.45 上位	25.36 上位	尼崎紡績と合併し大日本紡績設立(1918年6月)
和歌山織布	19.51 上位	28.64 上位	和歌山紡績が合併し、和歌山紡績設立(1911年3月)
福島	39.39 上位	15.88 上位	
大阪	41.04 上位	42.30 上位	三重紡績と合併し東洋紡績設立(1914年6月)
鐘淵	41.34 上位	36.72 上位	
堺	35.88 上位	33.74 上位	福島紡績に吸収合併(1917年2月)
富士	37.43 上位	47.88 上位	富士紡績に吸収合併(1906年9月)
三重	32.28 上位	38.36 上位	大阪紡績と合併し東洋紡績設立(1914年6月)
日本	48.53 上位	65.59 下位	尼崎紡績に吸収合併(1916年2月)
東京瓦斯	47.38 上位		富士紡績に吸収合併(1906年9月)
愛媛	74.61 下位	44.00 上位	近江帆布に吸収合併(1918年7月)
天満織物	65.10 下位	65.12 下位	
内外綿	61.28 下位	61.46 下位	
東京	66.91 下位	76.54 下位	尼崎紡績に吸収合併(1914年8月)
尾張	59.57 下位		三重紡績に吸収合併(1905年10月)
金巾製織	67.89 下位		大阪紡績に吸収合併(1906年6月)
郡山	56.95 下位		摂津紡績に吸収合併(1907年7月)
和歌山	61.96 下位		和歌山織布合併し、和歌山紡績設立(1911年3月)
下野	75.92 下位	70.83 下位	三重紡績に吸収合併(1911年11月)
日清	83.07 下位	73.33 下位	
倉敷		35.14 上位	
和泉		51.24 下位	
日出		75.73 下位	

資料 大日本綿糸紡績同業聯合會報告、『綿糸紡績事情参考書』

注1 利益率別の企業分類は次のようになる。上位：利益率の順位が 50%以内，下位：利益率の順位が 51%以上 100%以内。

注2 表のパーセント表示は、『綿糸紡績事情参考書』において半年毎に記載された全企業における利益率(ROE)ランク付けの各期間（1903～10年，1911～18年）の平均を示している。たとえば，1903～1910年において，ある企業の利益率が，1903年上期に40社中5位であれば， $5/40 \times 100 = 12.5\%$ となり，「上位企業」としてカウントされる。そして期間中を通じて利益率の平均の順位が50%以内であれば，「上位企業」に分類される。

注3 大阪紡績と三重紡績は1914年6月に合併して東洋紡績を新設したので，1914年下期以降の東洋紡績のデータは三重紡績に含めた。尼崎紡績と摂津紡績は1918

年 6 月に合併して大日本紡績を新設したので，1918 年下期の大日本紡績のデータは摂津紡績に含めた。和歌山紡績と和歌山織布は 1911 年 3 月に合併して和歌山紡績を新設したので)，1911 年上期以降の和歌山紡績のデータは和歌山織布に含めた。

表3 株主による監視機能（発言率と出席率）

経営者	期間	議決数	満場一致	賛成多数	発言率	株主総会出席率
		a	b	c	d=c/a	e
松本重太郎（非常勤，～1897年）	1893-1897	16	15	1	6.25	38.02
	1898-1900	15	8	7	46.67	24.93
山辺丈夫（雇用，～1914年）	1901-1904	17	9	8	47.06	18.23
	1905-1908	32	26	6	18.75	16.45
	1909-1912	18	7	11	61.11	13.98
	1913-1914	4	3	1	25.00	13.40

資料 「大阪紡績株主総会決議録」（東洋紡績株式会社所蔵）

注1 「満場一致」は議事録内において「満場一致」など直接記述されていた場合、または、株主側から一切発言が確認されなかった場合とした。「賛成多数」は議事録内において「賛成と叫ぶ者多し」など直接記述されていた場合、または、株主側から取締役原案について異議申立等があった場合とした。

注2 株主総会出席率については、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」、表3、伊丹敬之／藤本隆宏／岡崎哲二／伊藤秀史／沼上幹、『リーディングス 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章を参照。

表4 株主総会における議案別の議決回数と発言率の推移

	(回, %)						
	1893-1897	1898-1900	1901-1904	1905-1908	1909-1912	1913-1914	平均
利益処分	8 0.0%	6 66.7%	8 62.5%	7 14.3%	8 75.0%	3 32.3%	6.67 41.80%
定款改正	2 0.0%	1 100.0%	1 0.0%	4 0.0%	1 0.0%	0	1.50 20.00%
役員選挙	4 0.0%	2 0.0%	4 0.0%	5 0.0%	4 50.0%	0	3.17 10.00%
増資	1 100.0%	0	1 100.0%	3 0.0%	1 100.0%	0	1.00 75.00%
合併	0	0	0	2 50.0%	0	1 0.0%	0.50 25.00%
社債発行	1 0.0%	2 100.0%	2 50.0%	1 0.0%	3 66.7%	0	1.50 43.34%
その他	0 100.0%	4 0.0%	1 0.0%	10 50.0%	1 100.0%	0	2.67 50.00%
計	16 6.3%	15 46.7%	17 47.1%	32 18.8%	18 61.1%	4 25.0%	17.00 34.14%

資料 「大阪紡績株主総会決議録」(東洋紡績株式会社所蔵)

注 実数値は議決回数, %については発言率を表示。

表 5 株主総会の議論時間の推移

経営者	期間	議決回数	会議時間（分）				開会時刻 （時 分）	閉会時刻 （時 分）
			平均	最大	最小	標準偏差		
松本重太郎（非常勤，～1898年）	1893-1897	15	166.67	240.00	120.00	40.00	16.00	18.47
	1898-1900	16	98.57	150.00	30.00	48.11	14.13	15.51
山辺丈夫（雇用，1898～1914年）	1901-1904	17	76.00	120.00	12.00	39.91	10.47	12.03
	1905-1908	32	40.00	90.00	9.60	25.36	10.35	11.15
	1909-1912	18	55.07	100.80	19.80	31.82	10.00	10.55
	1913-1914	4	35.00	90.00	30.00	30.00	10.25	11.00

資料 「大阪紡績株主総会決議録」（東洋紡績株式会社所蔵）

表 6 議論時間の決定要因

推計方法 OLS

被説明変数＝議論時間						
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	F-value	R2	自由度
株価	-0.006	-2.049	0.048			
ROE	-0.045	-2.138	0.040			
合併ダミー	0.249	0.873	0.389	5.639	0.334	33
増資ダミー	-0.015	-0.070	0.944			
定数項	1.692	9.271	0.000			

業界比較

推計方法 OLS

被説明変数＝議論時間						
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	F-value	R2	自由度
株価	-0.094	-0.559	0.582			
ROE	-0.202	-1.875	0.070			
合併ダミー	-0.032	-0.108	0.915	3.672	0.224	33
増資ダミー	0.022	0.091	0.928			
定数項	1.981	6.526	0.000			

資料 株価は『大阪朝日新聞』、『中外商業新報』，ROEは各社，各期の「考課状」より算出。議論時間は「大阪紡績株主総会決議録」（東洋紡績株式会社所蔵）より採録。

注 株価＝（大阪紡績会社の株価）／（業界の平均株価），ROE＝（大阪紡績会社のROE）／（業界の平均ROE），業界：鐘淵紡績会社，三重紡績会社，尼崎紡績会社，摂津紡績会社。

表7 役員の変遷

	1909上	1909下	1910上	1910下
社長	山辺丈夫	山辺丈夫	山辺丈夫	山辺丈夫
取締役	廣瀬満正	廣瀬満正	肥塚源次郎	肥塚源次郎
取締役	宅徳平	宅徳平	熊谷辰太郎	熊谷辰太郎
取締役	熊谷辰太郎	熊谷辰太郎	阿部彦太郎	阿部彦太郎
取締役	阿部房次郎	阿部房次郎	阿部房次郎	阿部房次郎
取締役	田附政次郎	田附政次郎	田附政次郎	田附政次郎
取締役			大川英太郎	大川英太郎
監査役	澁谷正十郎	澁谷正十郎	藤井善助	藤井善助
監査役	肥塚源次郎	肥塚源次郎	岡村勝正	岡村勝正
監査役	藤井善助	藤井善助		

資料 「考課状」

注 網掛けは生え抜き従業員。大川英太郎（母は渋沢栄一夫人と姉妹）と岡村勝正（山辺丈夫と又従兄弟）は技師候補生として、大阪紡績会社創立直前（1881～82年）に、渋沢の命を受けて、愛知、桑原などの各紡績所で紡績技術を学んだ。

表 8 重役の構成

	取締役				合計	監査役				合計	総計
	社内		社外			社内		社外			
	常勤	非常勤 (兼任)	常勤	非常勤 (兼任)		常勤	非常勤 (兼任)	常勤	非常勤 (兼任)		
a	b	c	d	e=a+b+c+d	f	g	h	i	j=f+g+h+i	k=e+j	
1893上				3	3					0	3
1893下				3	3				3(+3)	3	6
1894上				3	3				3	3	6
1894下				3	3				2	2	5
1895上	1(1)			2	3				3(+1)	3	6
1895下	1			2	3				3	3	6
1896上	1			2	3				3	3	6
1896下	1			2	3				3	3	6
1897上	1			2	3				3	3	6
1897下	1			2	3				3	3	6
1898上	1		2[1]	3	3				3(1)	3	6
1898下	1			2	3				3	3	6
1899上	1			2	3				3	3	6
1899下	1			2	3				3	3	6
1900上	1			2	3				3(1)	3	6
1900下	1			2	3				3	3	6
1901上	1		2[1]	3	3				3(1)	3	6
1901下	1			2	3				3	3	6
1902上	1			2	3				3(1)	3	6
1902下	1			2	3				3	3	6
1903上	1			2	3				3	3	6
1903下	1			2	3				3	3	6
1904上	1			2	3				3	3	6
1904下	1			2	3				3	3	6
1905上	1		3(+1)	4	4				3	3	7
1905下	1			3	4				3	3	7
1906上	1			3	4				3	3	7
1906下	1		5(+2)	6	6				4(+1)	4	10
1907上	2(+1)			4	6				4	4	10
1907下	2			4	6				3(-1)	3	9
1908上	2			4	6				3	3	9
1908下	2			4	6				3	3	9
1909上	2			4	6				3	3	9
1909下	2			4	6				3	3	9
1910上	3(+1)		4(1)[1]	7	7	1			1(-2)	2	9
1910下	3			4	7	1			1	2	9
1911上	3			4	7	1			1	2	9
1911下	3			4	7	1			1	2	9
1912上	3			4	7	1			1	2	9
1912下	3			4	7	1			1	2	9
1913上	3			4	7	1			2(+1)	3	10
1913下	3			4	7	1			2	3	10
1914上	3			3	7	1			2	3	10
1914下	4			4	7	1			2	3	10

資料 各期考課状（大阪紡績株式会社）

注 1 1898 上期から取締役会長（社長）が非常勤かつ社外取締役松本重太郎から常勤かつ社内取締役山邊丈夫に交代。

注 2 表の()は交代した役員数, []は取締役（監査役）から監査役（取締役）へと交代した場合の役員数。

表 9 取締役会議の推移

年	会議数 a	議題数 b	平均議題数 c=b/a	原案通過数 d	原案通過率 e=d/b
1893下	6	70	11.67	40	57.14%
1894上	5	33	6.60	20	60.61%
1894下	4	31	7.75	16	51.61%
1895上	5	23	4.60	10	43.48%
1895下	5	7	1.40	6	85.71%
1896上	5	15	3.00	12	80.00%
1896下	2	6	3.00	5	83.33%
1897上	8	25	3.13	21	84.00%
1897下	8	25	3.13	19	76.00%
1898上	6	35	5.83	24	68.57%
1898下	6	17	2.83	13	76.47%
1899上	5	30	6.00	19	63.33%
1899下	7	30	4.29	18	60.00%
1900上	7	24	3.43	17	70.83%
1900下	7	27	3.86	21	77.78%
1901上	7	41	5.86	20	48.78%
1901下	5	26	5.20	16	61.54%
1902上	7	27	3.86	17	62.96%
1902下	10	52	5.20	20	38.46%
1903上	7	28	4.00	22	78.57%
1906下	12	50	4.17	28	56.00%
1907上	11	51	4.64	26	50.98%
1907下	10	28	2.80	25	89.29%
1908上	11	21	1.91	20	95.24%
1908下	8	16	2.00	14	87.50%
1909上	11	28	2.55	26	92.86%
1909下	13	48	3.69	42	87.50%
1910上	10	30	3.00	30	100.00%
1910下	7	24	3.43	23	95.83%
1911上	6	31	5.17	31	100.00%
1911下	6	23	3.83	23	100.00%
1912上	6	32	5.33	27	84.38%
1912下	7	33	4.71	30	90.91%
1913上	6	28	4.67	27	96.43%
1913下	5	19	3.80	19	100.00%
1914上	9	35	3.89	34	97.14%

資料 東洋紡社史室所蔵，大阪紡績（株）取締役會議事録第1号，第2号，第3号

注1 原案通過数：議題に対して、会議の決定が「原案之通」などで通過した場合に、あるいは、可決の有無について記述も無く議題のみが記載されていた場合に「1」をカウントした。一方、議題に対して、原案通りではなく会議において新たに事項が付け加えられて決定がなされた場合または否決された場合に「0」をカウントした。

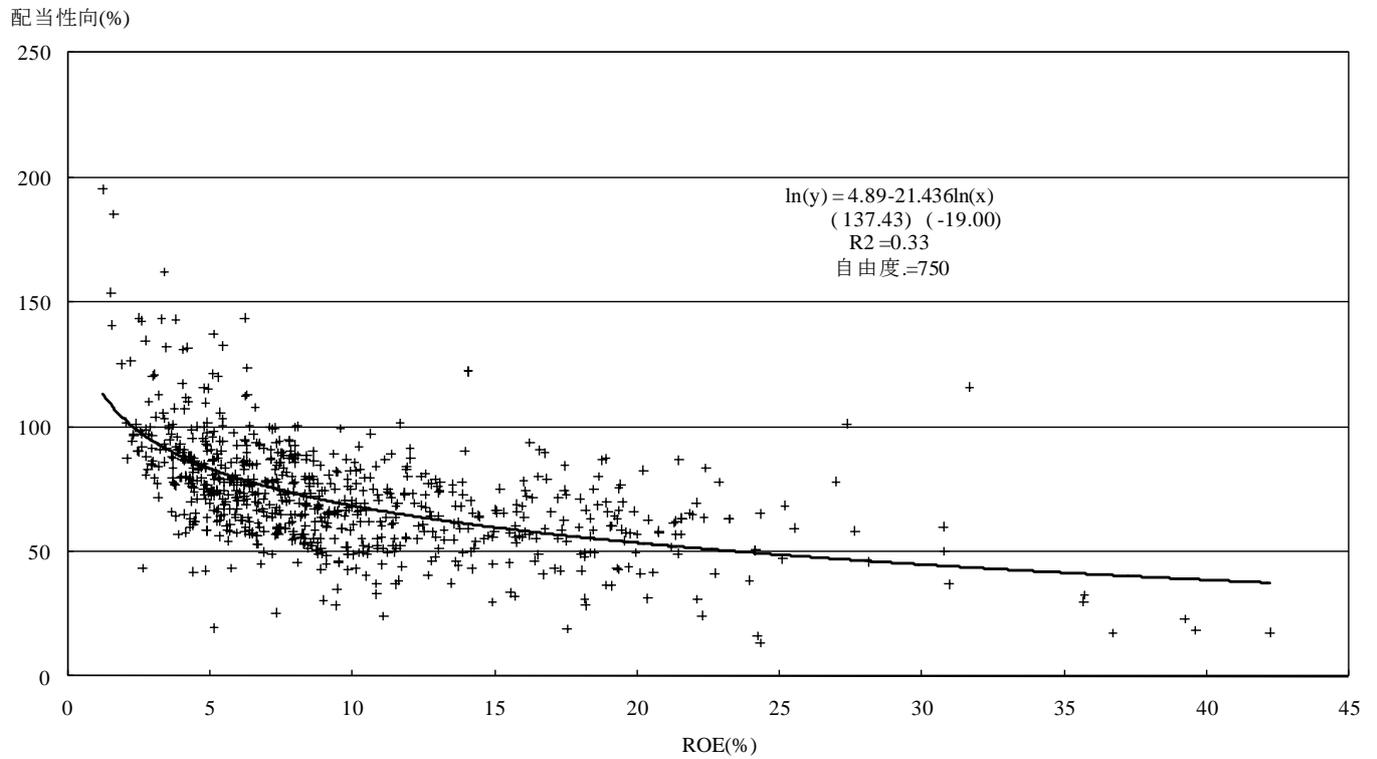
注2 上半期と下半期はそれぞれ、各期の「営業報告書」原案が提出される月を最終月として、半年分を各期間とした。

表10 監視機能として取締役と株主総会

	取締役会 における 原案通過 率	株主総会 における 発言率		取締役会 における 原案通過 率	株主総会 における 発言率
1893下	57.14%	20.00%	1902下	38.46%	100.00%
1894上	60.61%	0.00%	1903上	78.57%	66.67%
1894下	51.61%	0.00%	1906下	56.00%	0.00%
1895上	43.48%	0.00%	1907上	50.98%	0.00%
1895下	85.71%	0.00%	1907下	89.29%	0.00%
1896上	80.00%	0.00%	1908上	95.24%	0.00%
1896下	83.33%	0.00%	1908下	87.50%	0.00%
1897上	84.00%	0.00%	1909上	92.86%	0.00%
1897下	76.00%	33.33%	1909下	87.50%	100.00%
1898上	68.57%	100.00%	1910上	100.00%	33.33%
1898下	76.47%	0.00%	1910下	95.83%	75.00%
1899上	63.33%	66.67%	1911上	100.00%	100.00%
1899下	60.00%	33.33%	1911下	100.00%	100.00%
1900上	70.83%	25.00%	1912上	84.38%	100.00%
1900下	77.78%	20.00%	1912下	90.91%	50.00%
1901上	48.78%	50.00%	1913上	96.43%	0.00%
1901下	61.54%	50.00%	1913下	100.00%	100.00%
1902上	62.96%	100.00%	1914上	97.14%	0.00%

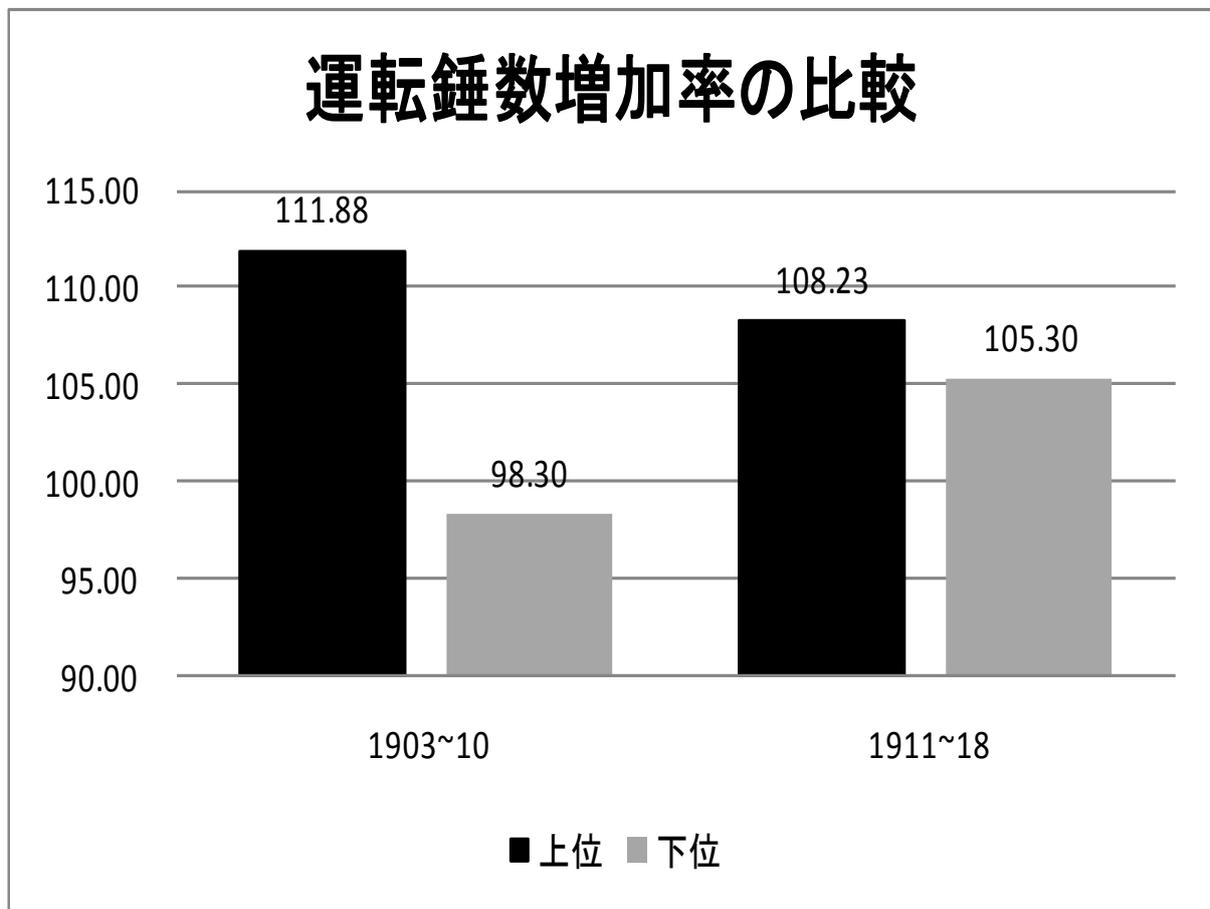
資料 原案通過率については表9、発言率については表3より抽出。

図1 配当性向とROEの分布（1903～18年）



資料 大日本綿糸紡績同業聯合會報告、『綿糸紡績事情参考書』

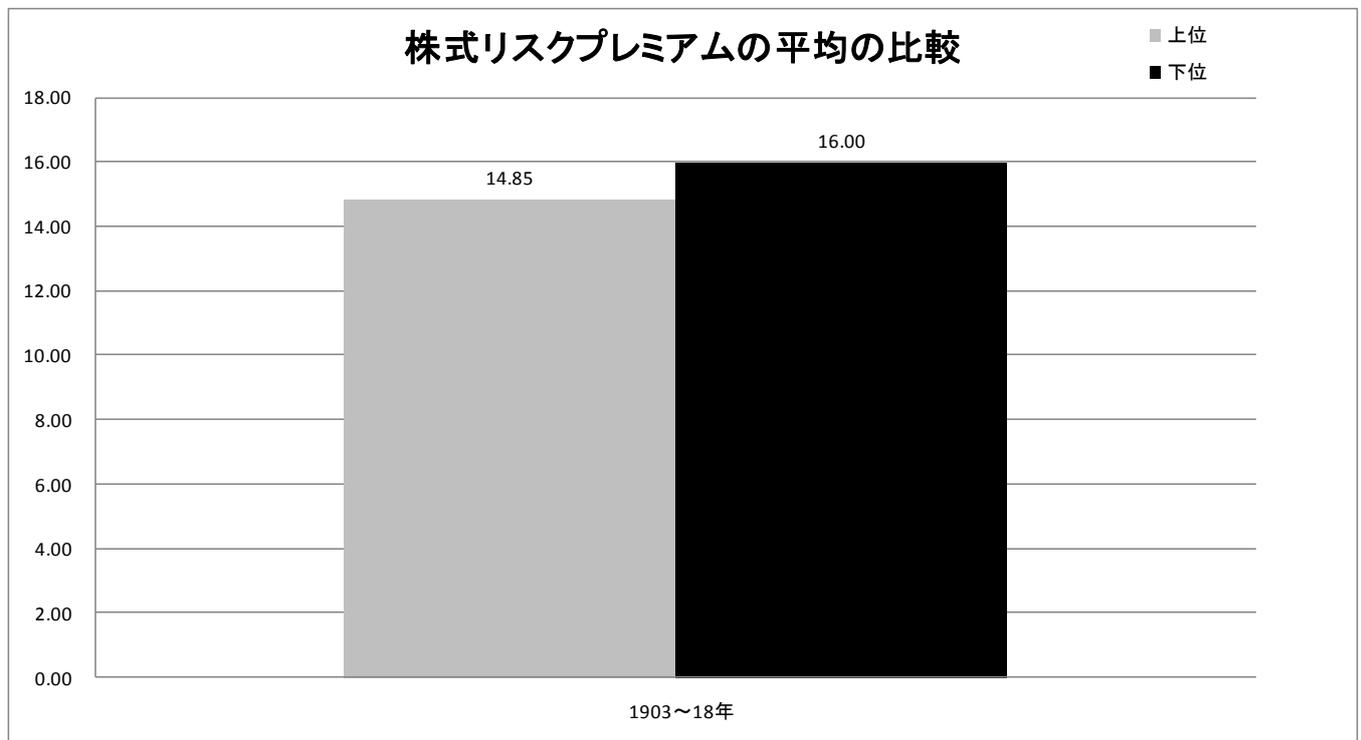
図2 タイプ別企業の設備投資の比較



資料 大日本綿糸紡績同業聯合會，『大日本紡績聯合会月報』，「営業実況報告」

注 運転錘数増加率 = 今期の運転錘数 / 前期の運転錘数 (%表示)。

図3 株式リスクプレミアムの比較（1903～18年）

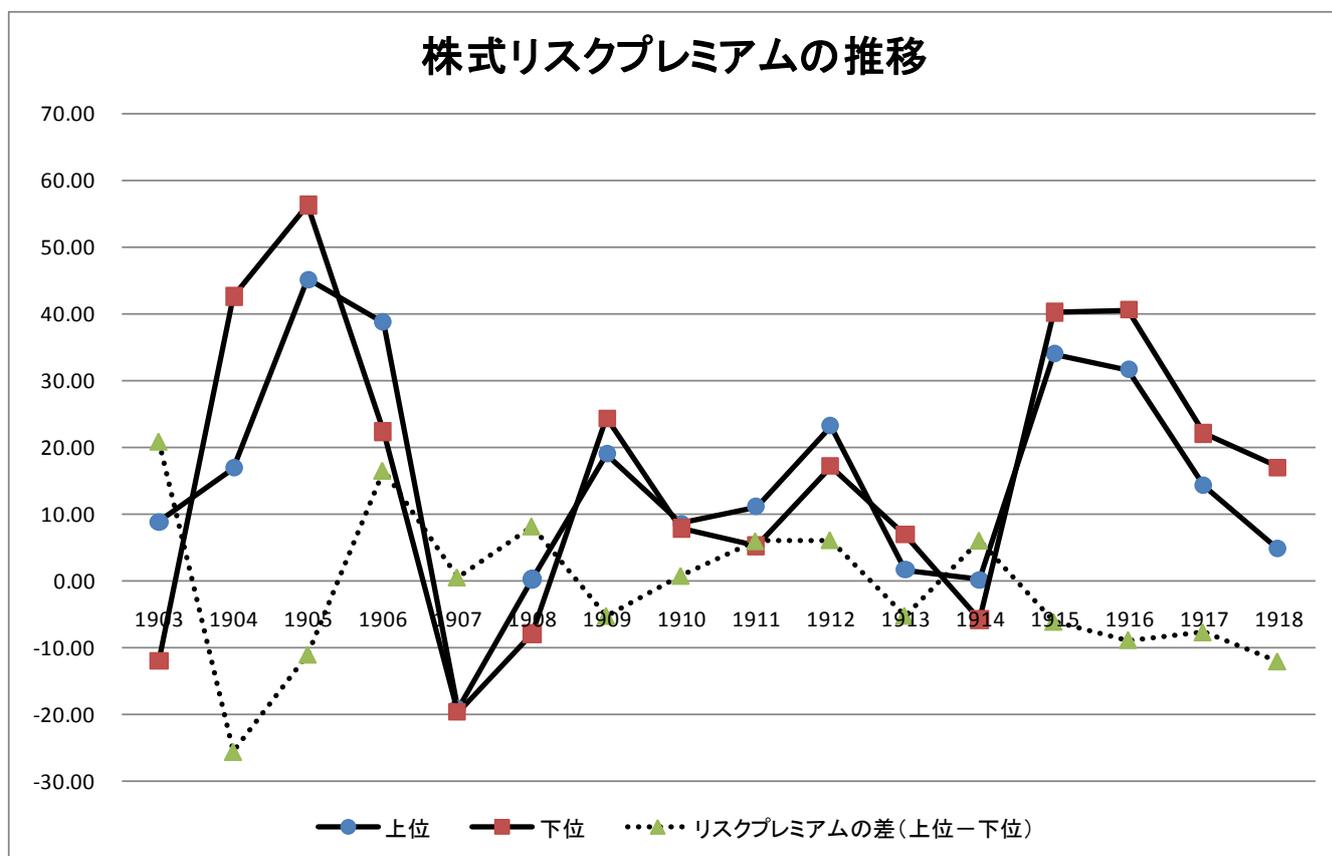


資料 株価変化率と配当利回りについては、表2を参照。国債利回りについては、藤野正三郎／秋山涼子、『証券価格と利子率：1874—1975年 第2巻』、一橋大学経済研究所日本経済統計文献センター、1977年より抽出。

注1 単位：％表示

注2 株式リスクプレミアム＝株式リターン（株価変化率＋配当利回り）－リスクフリーレート（国債利回り）

図4 株式リスクプレミアムの推移（1903～18年）



資料 図3を参照

注1 単位：％表示

注2 1903～18年の株式リスクプレミアムの平均：上位企業（14.85），下位企業（16.00）。

1903～13年の株式リスクプレミアムの平均：上位企業（13.92），下位企業（12.94）。

1914～18年の株式リスクプレミアムの平均：上位企業（16.90），下位企業（22.73）。

1903～18年の株価変化率の平均：上位企業（8.62），下位企業（10.33）。

1903～13年の株価変化率の平均：上位企業（7.93），下位企業（7.17）。

1914～18年の株価変化率の平均：上位企業（10.15），下位企業（17.28）。

1903～18年の配当利回りの平均：上位企業（11.53），下位企業（10.97）。

1903～13年の配当利回りの平均：上位企業（11.30），下位企業（11.09）。

1914～18年の配当利回りの平均：上位企業（12.03），下位企業（10.73）。