

Institute of Social Science, The University of Tokyo

Discussion Paper Series

J-185

March, 2010

企業金融と企業統治

—取締役会の機能—

日本学術振興会特別研究員

結城武延

2010年3月

東京大学社会科学研究所

ディスカッションペーパーシリーズ

J-185

〒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気付

yukizum@gmail.com

企業統治と企業金融—取締役会の機能—*

結城武延†

要旨

本稿は、19世紀後半から20世紀前半にかけて、大阪紡績会社を事例として、取締役会の機能に着目した、企業金融と企業統治の関係の解明を目的としている。

大阪紡績会社は19世紀後半から1900年代初頭は借入金を中心とした間接金融、1900年代後半以降は社債と増資による直接金融により、長期資金を調達した。こうした資金調達の選択は、資本コストの大きさによって決定されていた。

間接金融の資本コストは短期的な業績に連動する一方、直接金融のそれは長期的な業績に連動していた。間接金融期は、メインバンクである第一銀行の渋沢栄一および大株主筆頭である松本重太郎を相談役に就任させ、彼らに積極的に情報を開示した。一方、直接金融期は、取締役会における詳細な営業報告および監査役の出席によって、株主に積極的に情報を開示した。

こうした資金提供者の意向を積極的に取り込む仕組みがあればこそ、専門経営者の機動的な経営の意思決定が可能となったのである。

JEL Classification: D92, G34, N25

Key Words: 綿紡績業, 近代日本経営史, 企業統治, 企業金融

* 本稿を執筆するにあたって、中林真幸先生よりご指導を賜った。また、安藤至大先生、石井寛治先生、伊藤秀史先生、尾高煌之助先生、中村尚史先生、宮本又郎先生より、ご助言をいただいた。折原正訓氏との議論は有意義であった。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ご協力を受けた。

† 日本学術振興会特別研究員

問題の所在

本稿は、20世紀初頭に株式会社制度を活用することで発展した綿紡績業において代表的な企業であった大阪紡績会社を事例として、企業統治の観点から近代日本における取締役会の機能を明らかにすることが目的である。

投資家と経営者の利害は完全には一致しないことが常態であり、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¹。

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²。株主総会には、残余制御権³に関わる定款の変更や合併、そして残余請求権⁴に関わる利益の配当や社債の募集といった所有権⁵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⁶。

なぜ取締役会は必要なのだろうか。そもそも、株主全員が日々の経営の執行について監視するのは、費用がかかりすぎる。また、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。

そのような経営者の監視につきまとう費用と物理的制約を緩和する場として、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、多くの一般株主に代わって、日々の経営について監視を行うのである。

しかしながら、取締役会に従業員出身の役員がいた場合、株主との間に利害の不一致がみられうる。役員と株主の間にも企業経営に関する情報の非対称性が存在し、モラルハザードが起こりうる。取締役会の形態も、効率的な企業統治の形成に大きな影響を与えているのである。

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⁷。

そうした企業統治の観点による取締役会の先行研究として、まず、森川英正の著作

があげられるだろう⁸。森川は取締役の構成に関するデータセットから、大企業において専門経営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。

経営史の視点から取締役会の機能を分析した先行研究としては、由井のそれと中村のそれが代表的である⁹。

由井は、企業の定款の大量観察によって、取締役会の構成と機能の変遷を明らかにしようと試みた。明治期にすでに、社長一専務（常務）取締役一取締役という階層的な重役組織が形成されており、社長に大きな権限があったことを指摘している。

中村は、創立当初の九州鉄道会社を事例として重役組織の構造について明らかにした。具体的には、専門経営者が投資利益の最大化を求める大株主と地域の利害を追求する発起株主の利害対立に依存した行動をとっていたこと、そのような状況を打破するために社外重役を取り込み、積極的に株主からの経営の自立性を高めようとするものの、株主の利害を調整する行動を取らざるを得なかったことを明らかにした。

近代日本における取締役会の構成の変遷を明らかにした森川および由井、そして、一企業の経営史的研究によって設立当初の取締役会の実態について明らかにした中村の貢献は大きい。しかし、これらの先行研究においては、取締役会議事録の中身を長期的に具に検討することによって、取締役会の機能それ自体を解明するまでには至らなかった。これが、取締役会の機能について取締役会議事録を具に検討する経営史的な研究が必要不可欠となる所以である。

本稿は以下のように構成されている。第1節では、大阪紡績会社の所有と企業金融の構造を確認する。そこでは、徐々に直接金融に移行していくことが示される。第2節では、19世紀後半にみられた間接金融期の企業統治について明らかにする。第3節では、20世紀初頭から1914年にかけてみられた直接金融期の企業統治について明らかにする。

第1節 大阪紡績会社の所有と企業金融の構造

1 企業金融

企業金融の特徴について確認しよう。表1は、大阪紡績会社の長期資金の調達方法（借入金、社債、増資）の推移を示したものである。表より、1890年代は社債と借入

金（社債：5～10%，借入金：5～18%），1900年代初頭は借入金（5～23%），1900年代後半以降は社債と増資（社債：12～22%，増資：160万円（1905年）から500万円（1914年））が長期資金の調達方法の中心であった¹⁰。すなわち，1900年代初頭までは間接金融が中心，1900年代後半以降は直接金融が中心，というのが大阪紡績会社の企業金融の構造であった¹¹。

企業金融の構造が変化した要因として，資本コストの変化があげられるだろう。借入金，社債，増資の資本コストを比較したのが表2である。

1890年代前半において，社債はなく，借入金と払込済資本金が長期資金の調達方法であった。資本コストは借入金3%前後であったのに対して，払込済資本金のそれは6%前後であり，負債による資金調達の方が低廉であった。1890年代後半に入ると，社債も発行されるようになり，資本コストは3%前後であった。それに対して，借入金の資本コストは，1895，96年は3%前後であったが，1897年以降は6～8%になり，社債と比較して調達コストが増大していった。1900年代前半になると，借入金の資本コストは低下していく一方（4%前後），社債のそれは4%台へと増加していった。そして，1900年代後半以降には，借入金による資金調達はされず，主に社債と増資によって資金調達がなされた。資本コストも社債は2～3%，増資も5～6%と，以前よりも低下していた。

このような直接金融の資本コストの改善は，大阪紡績会社の業績の向上と安定した配当がその背景にあった。ROE，株価，配当率と配当性向の推移を示したのが表3である。表によると，1890年代後半から1900年代前半にかけて，ROEが負となる期や株価が簿価割れ（簿価：50円）する期もあるなど業績が不安定であったが，1900年代後半になると，ROEは5～10%以上を推移し，株価も簿価割れすることがなくなり，業績が安定してきたことがうかがえる。業績の改善が株式市場における評判の高まりにつながり，それを反映して株価は上昇した。こうした変化によって，低コストで直接金融による資金調達を行えるようになったことから，間接金融から直接金融への移行がなされたのである¹²。

2 資本コストの決定要因

次に，資本コストの決定要因について回帰分析を行うことによって明らかにしよう。表4，5は借入金と支払手形および社債と勸業銀行借入金の資本コストを被説明変数と

し、大阪府貸出金利と ROE を説明変数として回帰分析を行ったものである。

1890～1904 年における借入金と支払手形の資本コストは、前期の ROE が負に有意、1905～1914 年における支払手形の資本コストは、大阪府銀行金利が正に有意であった。1890 年代から 1900 年代初頭において負債の中で大きな割合を占めていた借入金は、最大の貸し手であった第一銀行が、大阪紡績会社の業績が良好であった場合、資本コストを引き下げ、業績が悪化した場合、資本コストを引き上げていたのである。1900 年代後半から 1914 年にかけての支払手形については、企業業績ではなく市場の動向に連動して資本コストが決まっていた¹³。

一方、社債と勧業銀行借入金の資本コストは、ROE も大阪府銀行金利も有意ではなかった。社債と勧業銀行借入金は、短期的な指標には反応しなかったのである。

社債の発行時期の異なる 1890 年代から 1900 年代初頭と 1900 年代後半の社債の資本コスト、株価、ROE の平均の差を t 検定によって比較すれば（表 6a）、資本コストは 1900 年代後半のそれが相対的に低く、株価は相対的に高かった。時価が簿価（50 円）を必ず上回るようになり、株式市場における評判を確立した 1900 年代後半以降は、株式市場の評判が高まると社債の資本コストは低下したのである。

次に、長期的な指標との関係を見るために、社債と勧業銀行借入金の資本コストを被説明変数とし、大阪府銀行金利と 5 期間移動平均の株価と ROE を説明変数として回帰分析を行ったのが、表 6b である¹⁴。勧業銀行借入金の資本コスト（1903～1906 年）はいずれも有意な関係はみられなかったが、社債と勧業銀行借入金の資本コスト（1894～1914 年）は、株価と ROE が負に有意であった。

株式市場の評判が確立されるようになった 1900 年代後半から 1914 年において、長期資金は直接金融に依存していた。社債の資本コストは短期的な業績及び市場の動向には反応せず、長期的な業績に依存しており、低位で安定していた。

一見すると、長期的な視野に立つと思われていた間接金融は短期的な指標を基準にしており、必ずしも安定的ではなかった。一方、直接金融は、一度株式市場の評判が確立すれば、長期的な指標を基準にして、相対的に低コストで安定していたのである。

3 重役の構成

取締役および監査役の構成の推移をみていこう。表 7 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就任し、1898年上期に山辺丈夫が社長に就任、1907年上期には、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り、山辺丈夫と姻戚関係にもあった大川栄太郎および岡村勝正をそれぞれ常務取締役、常務監査役に迎えている。時代が下るにつれて、大株主の中から選ばれた重役ではなく、専門経営者あるいは内部昇進者が重役に就任し、取締役会の構成員の内訳は従業員組織化されたそれに変質していった¹⁵。

それでは、企業金融が間接金融から直接金融へと移行し、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、取締役会の機能はいかなる変化をみせたのだろうか。

第2節 1890年代～1900年代初頭における企業統治

1 相談役の役割

1890年代前半は市場において評判が確立されておらず、大阪紡績会社はあまり増資を行わず間接金融に依存していた。1890年代半ばから業績が向上して市場の評判も高まり、社債も発行できるようになったが、1890年代後半から1900年代初頭において経営不振になると、市場で要求されるリスクプレミアムが高まり、相対的に社債のコストが増大した。1900年代前半までは、市場において高い評判を確立しえず、いまだ間接金融に依存していたのである。そうした状況において、メインバンクである第一銀行の大阪紡績会社に対する評価は、資金調達のコストに大きな影響を与えていた。

渋沢栄一と松本重太郎は当時最も有力な財界人であり、産業界に大きな影響力を与えていた人物である。彼らを設立当初から重役や相談役といった重要な地位にすえていたこともまた、日本初の株式会社の紡績会社として成功をおさめた要因となっていることは言うまでもない¹⁶。彼らは、メインバンクの代表あるいは大株主の代表として、大阪紡績会社の企業統治の一翼を担っていたのである。

松本重太郎は取締役会長退任後（1899年下期）に相談役となるが、渋沢栄一は大阪紡績会社創立当初から相談役となっていた。後述するように、相談役としてはとりわけ渋沢栄一が重要な役割を果たしていた。

それでは、渋沢栄一が相談役としていかなる役割を果たしていたのかを、「取締役会議事録」を史料として、取締役会議において正式に相談役として就任する1893年から

みていこう。

1893年7月8日の取締役会議において、「定款認可ノ上明年一月総會迄現在ノ相談役ヲシテ監査役ニ任スル事」とされ、さらに、「分工場織器増設」といった設備投資の考案に際しては、取締役会議で決した後に、「至急相談役へ稟議シ同意ヲ得」ることが必要であった¹⁷。

同年11月には相談役が企業的意思決定に関与する範囲がより大きくなることになる。それを示したのが、次の史料1である。

史料1 1893年11月7日取締役会議

一 相談役ニ囑託ノヶ条及添書ニ付左案ニテ如何

今般当社定款改正ト共ニ我等取締役ニ再選相成候ニ付テハ自今取締役会議ノ相談役御委託申上度候間御義認被成下度別紙相添此段御依頼申上候也

明治廿六年十一月

取締役 伊庭貞剛

全 佐伯勢一郎

全 松本重太郎

渋沢栄一殿

條款

大阪紡績株式会社取締役トノ間ニ於テ協議ヲ遂ル條款ハ左ノ如シ

- 一 支配人以下工商務長分工場支務長任免ノ事
- 一 会社定款營業規則及工場規則ヲ設ケ或ハ之レヲ改正スル事
- 一 營業資金ノ借入運転ノ事
- 一 毎季決算ノ際ニ於テ準備金割賦金配当金等ノ額ヲ予定シテ株主總會ノ原

案ヲ立ル事

- 一 定式臨時ノ株主總會ヲ催ス事
- 一 月表季表報告ノ事

右ノ條々委託致度候也

明治廿六年十一月

取締役 伊庭貞剛

全 佐伯勢一郎

全 松本重太郎

渋沢栄一殿

右之通修正ノ上可決

この役割の範囲の拡大は重要な変化である。7月時点においてはあくまで「監査役」としての役目であったのが、11月時点においては「支配人」などの任免や営業規則や工場規則の設置と改正、営業資金の借り入れ、月表季表報告に関しても、取締役は相談役と「協議ヲ遂ル」ことが必要となった。より短期の意思決定についても相談役が関与できるようになっている。前節で明らかにしたように、メインバンクたる第一銀行は短期的な業績によって借入金の資本コストを決定していた。資本コストを低減させるためには、経営陣と債権者間の非対称な企業経営に関する情報の程度を緩和させなければならない。短期的な意思決定に対するメインバンクの代表の関与という措置は、そうした非対称な情報の程度の緩和を促したといえよう。

2 第一銀行代表としての渋沢相談役の役割

このような取締役（会）と相談役の関係は渋沢が相談役を退任するまで（1909年）続いた。

勸業銀行との関係について、「山辺社長上京ノ上渋沢氏エ謀議」し¹⁸、定款修正案も、「取締役ニテ修正ヲ経タル草案ヲ更ニ相談役監査役ノ閲覽」させて決議された¹⁹。さらに、設備投資についても、「織布部拡張方法ニ付相談役意見報告並再議」し、改正案が可決された²⁰。

業績が悪く社債募集案が実行困難となり、増資を行うことに決定した1900年下期の取締役会議においては、「渋沢相談役ニ協議承諾ヲ得来期ニ至リ当季決算表調整済之上六十株以上の株主エ懇談シ其賛成ヲ得然ル後定期總會ト共ニ臨時總會開会」することが決議された²¹。

また、1906年下期には、「百廿五万ヨリ百五十万圓ヲ利率六分五厘ヨリ七分ノ範囲ニテ三ヶ年据置十ヶ年償却ノ見込ニテ募集而メ其募集法ハ可成取引銀行ニ応募依頼ノ事」として、社債募集を行う際にも、「着手以前社長出京相談役ニ協議」する必要がある²²。さらに、1907年下期に同社債募集の件で、「渋沢相談役ヨリ申越サレ」

て、山辺「社長出京ノ上協議スベキ事」とされて²³、1908年上期に社債100万円が発行されることになった。

設備投資や定款に関する意思決定と社債など資金調達に関する意思決定に相談役が関与していることがわかる。特筆すべき点は、設備投資や定款の関与では「相談役」と記載されているのに対して、資金調達の関与では「渋沢相談役」と記載されており、松本相談役は関与していないということである²⁴。この渋沢相談役と松本相談役との役割の違いは、渋沢が大阪紡績会社のメインバンクの代表であったことに由来しているのである。

3 第一銀行による企業統治

1890年代末から1900年代初頭にかけて、大阪紡績会社の経営状態は借入金比率が高まっていた一方、当期利益は赤字となり、株価は簿価割れし、配当も満足に払えずにいた（表4）。このような経営状態の悪化に懸念を抱いた渋沢は、第一銀行の四日市支店長であった佐々木清麿を大阪紡績会社の支配人にすえて、財務の改善によって業績の向上につなげようとしたのである²⁵。そして、収益も改善し、外部市場からの評判も高くなった1904年以降は、資金調達を借入金から社債へと切り替え、資金は外部市場から調達されることとなる（表2）。この間に、佐々木支配人は第一銀行に戻り、さらに、渋沢栄一は相談役を辞する。

この顛末は次の通りである²⁶。

1903年8月23日に、「三重紡績会社伊藤伝七君第壱銀行員佐々木清麿君同伴紹介之為来阪アリ本日銀水楼ニ於テ重役一同會見本社営業事務改善ノ件ヲ協議」された。1週間後の8月29日には、「佐々木氏来阪之結果渋沢松本両相談役へ協議ノ件ニ付打合」し、同年12月11日、「第壱銀行員四日市支店長佐々木氏ヲ招聘シ本社壱等社員支配人ニ任命ノ事」、「支配人月俸百五十円手当金五拾円支給ノ事」が取締役会議において承認され、同年1903年12月1日に辞令書が交付された。

業績が改善する1905年になると、同年9月18日に、取締役会議において「支配人佐々木氏辞職願書提出ニ付協議」され、9月22日には、監査役も召集された重役会議を開会し、「佐々木支配人辞職申出ニ付協議」し、「聴許之事」と承諾されて、佐々木には「謝状ニ慰勞金參千圓並ニ月給參ヶ月分」が支給された。

企業収益が悪化してきた1903年の8月、渋沢が大阪紡績会社以外に深く関与したも

う一つの紡績会社である三重紡績の社長伊藤伝七の紹介で、第一銀行四日市支店長の佐々木清麿が来阪し、わざわざ「重役一同會見本社営業事務改善ノ件ヲ協議」している。そして、協議の一週間後に渋沢松本両相談役にその結果を報告し、早くも約3カ月後の12月11日の取締役会議において、佐々木が大阪紡績の「本社壱等社員支配人」に任命されることになっている。その後、企業収益および株価も回復した1905年になると、佐々木より辞職願が提出され、すぐさま、その願いが受理されているのである。

山辺社長は英国留学時代から、技師として訓練を積み、その経験を生かした経営を行うという技術畑の経営者であり、当時の大阪紡績会社においては、財務畑の専門家が決定的に不足していた。こうした状況から、佐々木清麿の支配人就任は財務面の改善による業績の向上が期待されていたのである²⁷。

企業業績が悪化した場合に組織の内部者ではなく、外部者であるメインバンクが役員を派遣し、借り手企業の業績改善を行うべく経営を執行し、改善された後は役員を撤退させて、再度、内部者である経営者および取締役が中心となって経営を執行する。こうした大阪紡績会社にみられた統治構造は状態依存型ガバナンスと呼ばれている²⁸。

市場の評判に応じて、相対的に資本コストが低い資金調達方法を経営陣は選択した。1890年代から1900年代初頭は、第一銀行と大株主が重要な資金提供者であり、彼らに向けて企業情報を開示させ、非対称な情報量を減少させることによって、資本コストを下げようとした。そのチャンネルが、相談役であり、後述する取締役会であった。そして、企業業績に反する行動を経営陣がとったと判断した場合、第一銀行は社員を大阪紡績に派遣し、支配人にすえることによって、業績の改善に努めたのである。

第3節 1900年代～1910年代における企業統治

1 取締役会の実態

取締役会議の実質的な機能を明らかにするためには、会議の傾向やその中身について分析しなければならないだろう。まず会議の傾向を明らかにするために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8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。

表によると、各期における会議日数は月1～2回で、各会議における議題数は若干の変動もあるが3～6議題程度を推移しており、時系列的な変化はあまりない。

次に、原案通過数について述べよう。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、または修正・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。

従来の見方によれば、取締役会の従業員組織化が進めば、取締役会における経営者監視機能が弱まるとされている³⁰。すなわち、ここでは、原案通過率が高い場合、取締役会において、専門経営者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う見方である。

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、合併した金巾製織の取締役であった阿部房次郎が新たに常務取締役に迎えられる後(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専門経営者の案を問いただすことは皆無になっていく。

原案通過率を被説明変数とし、ROE、常勤役員比率（＝常勤役員数／総役員数）、投資案件を説明変数とした回帰分析を行っても(表9)、常勤役員比率のみが正で有意であった。取締役が従業員組織化するにともなって、取締役会において経営者の原案がそのまま通過するようになっているのである。

それでは、このような原案通過率の増大は取締役会における経営者監視機能の低下であると断じても構わないのであろうか、また、この変化は取締役会の機能に変容をもたらしたのであろうか。

大阪紡績会社の設立初期は、株式会社制度が定着する途上の時期であり、営業報告書の中において経営にとって重要なものは何かが不明瞭な時期であったと思われる。この時期は、資本家の代表が重役に選任されており、取締役会においてそうした営業

報告書の細々した内容についても、議論されていた。

専門経営者誕生後は、徐々に従業員役員が占める取締役会となると同時に、直接金融に移行する時期でもあった。より多くの株主に対峙しなければならなくなると、経営者の原案が通らなくなる可能性が高くなる。それを予想して、山辺は取締役会の段階で、社外取締役の意向に反しない選択をとっていたのである。それが、原案通過率の増大の要因であったといえよう。

2 取締役会の機能

そのことを明らかにするために、議案別の取締役会議の推移をみていこう（表10）。表は各議案をそれぞれ、営業報告、製造、販売、財務、投資、役員人事、社員及び従業員人事、寄付金などの支出、保険、備品などの購入、その他に分類し、各議案の傾向を探ったものである。1890年代は財務関連や投資関連の議題が多く、1900年代になると製造や販売など、経営の中身や技術的な内容が多くなる。さらに、直接金融に依存するようになる1910年代には、生産および販売の結果など詳細な営業報告をする割合が高まる。また、寄付金などの支出、保険、備品などの購入は分析期間を通じて、一定の割合で議論されているが、原案通過率は徐々に増加していった³¹。

この1890年代から1900年代、1910年代にかけての取締役会の変化が経営者監視機能の低下につながったとは言い難い。なぜならば、専門経営者の私的利益の追求あるいは支配力の拡大のためには、専門経営者が取締役会において経営の中身や技術的な内容まで株主利益を代表する社外取締役にまで明示する誘因はないからである。

それにもかかわらず、あえて詳しい営業報告を行うことによって情報開示したその理由はなにか。それは、取締役会という白日の下に晒すことによって、株主に見える形で経営を行い、株主の要求するリスクプレミアムを引下げ、資本コストの増大を避けるためであったと考えられる。直接金融に依存している1910年代は、そうした情報の開示で株主が株主総会における監視を行いやすいようにすることが、低廉な資本コストの調達にとって必要不可欠であったといえよう。

こうした経営者の積極的な情報開示は、長期資金の資本コストの低下により企業収益の長期的な価値の増大につながっており、役員賞与が当期利益に連動していた経営陣にとっても理に適った行動であった³²。

そして、株主に対する情報開示を行ったもう一つの役職が、監査役であった。

3 監査役会の機能

大阪紡績会社において、監査役会は通常、取締役会議終了後の一週間以内に開催され、取締役会で決定した事項を監査していた。監査役会はあくまで、取締役会の決定事項を「事後的に」観察し、監査していたのである。しかしながら、資金調達において直接金融が重要になっていくのにもともなって、監査役は取締役会にも出席するようになっていったのである。

それを示したのが表 11 である。1890 年代は取締役のみがほぼ毎回出席していたが、山辺丈夫社長就任後（1898 年上期）、取締役はほぼ毎回出席、監査役も決算報告の際あるいは増資や借入金など資金調達を行う際には出席するようになる。100 万円規模の増資が行われ、社長一常務取締役体制となる 1907 年上期以降、社外取締役は 3 回に 2 回出席し、監査役は最低 1 人、取締役会に出席するようになる。さらに、追加増資が行われ、取締役会が従業員組織化する 1910 年上期以降は、常務取締役はほぼ毎回出席するのはこれまでと変わらないが、社外取締役および監査役もほぼ毎回出席するようになっている。1910 年以降から監査役すら取締役会に毎回出席するようになる理由には、1911 年の商法改正によって、取締役に対する損害賠償責任が監査役にまで拡大されたこともあげられる。

こうした監査役の出席は、経営をより株主に見えやすい形にした。事実、株主総会において、経営者と株主との間で情報の齟齬が生じた場合、株主は監査役に対して開示された情報が正しいものかを確認しているのである³³。

積極的な情報開示および監査役の取締役会の出席は、株主により透明性の高い経営につながったろう。これらの措置は、株主総会において、経営者と株主、そして役員と株主との間の情報の非対称の程度を埋めた。これが、株主の要求するリスクプレミアムを減少させ、資本コストの低減につながったのである。

株主に対して積極的な情報の開示をする一方、原案通過率が增大しているという事実。それは、資本コストの面から直接金融に移行することを決定した山辺の、株主の要求するリスクプレミアムを下げるための一連の行動であった。取締役会議の段階で、社外取締役である大株主に対して、株主利益に損なわない経営方針を予め打ち出し、それをその他の株主に告知せしめるために、監査役も出席させる。これらは、専門経営者の自立性が高まった証左ではなく、企業金融の選択に応じた専門経営者の行動の帰結なのである。

結論

間接金融が重要な位置を占めていた時期は、メインバンクの評価如何が資本コストに大きな影響を与えていた。短期的な業績で資本コストを決定するメインバンクに対しては、代表である渋沢栄一に長期的な意思決定のみならず、短期的な企業経営にも参加させる仕組みを作ることによって、経営陣と債権者の企業経営に関する情報の非対称性の程度を緩和させた。企業収益が悪化した時期は、第一銀行の支店長を大阪紡績会社の支配人に就任させて、業務改善を行うという状態依存型ガバナンスが成立していた。

こうしたメインバンクが貸付先に深くコミットし続ける大阪紡績会社の企業統治は、当時の綿紡績業において例外ではなかった。たとえば、大阪紡績会社にも深く関与した松本重太郎が頭取をつとめる第百三十銀行は日本紡織のメインバンクを担っていた。第百三十銀行は日本紡織の他にも多くの企業のメインバンクになっていたが、経営悪化した後にも、社債の引受をし続けて、共に倒産するという結果に終わった³⁴。

資本市場において評判を確立した 1900 年代後半以降、資金調達は直接金融へと移行していった。専門経営者と取締役との間においては、第一次大戦前後に、宮本／阿部（1999）が想定していた、組織の内部者である従業員出身の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、積極的な情報開示と監査役の出席によって、株主にとって透明性の高い経営が行われるように取締役会は機能していた。

専門経営者による積極的な企業情報の開示が保証されている限り、専門経営者の機動的な意思決定は妨げられているわけではなかった。それは、取締役会における原案通過率の増大からも見て取れられるだろう。

大企業でみられた専門経営者の台頭は、先行研究においてしばしば言及されているような株主の意向を無視した形の経営ではなく、株主の意向に沿った形で株主価値を高める方向でしか成立し得なかったのである。

表1 大阪紡績会社の資本構成

	単位：円				単位：%		
	総資本 a	払込資本金 b	社債 c	借入金 d	払込資本金 e=b/a	社債 f=c/a	借入金 g=d/a
1893上	2,112,334	1,200,000	250,000	394,593	56.81	11.84	18.68
1893下	2,118,713	1,200,000	250,000	219,844	56.64	11.80	10.38
1894上	2,652,747	1,200,000	250,000	468,727	45.24	9.42	17.67
1894下	2,265,157	1,200,000	250,000	110,508	52.98	11.04	4.88
1895上	2,352,400	1,200,000	250,000	214,356	51.01	10.63	9.11
1895下	2,470,976	1,200,000	250,000	165,760	48.56	10.12	6.71
1896上	2,413,900	1,200,000	250,000	190,288	49.71	10.36	7.88
1896下	2,518,900	1,200,000	232,000	154,464	47.64	9.21	6.13
1897上	2,641,000	1,200,000	214,000	359,945	45.44	8.10	13.63
1897下	2,416,900	1,200,000	196,000	217,211	49.65	8.11	8.99
1898上	2,382,700	1,200,000	178,000	144,139	50.36	7.47	6.05
1898下	2,307,100	1,200,000	160,000	127,570	52.01	6.94	5.53
1899上	2,489,200	1,200,000	142,000	70,796	48.21	5.70	2.84
1899下	2,286,100	1,200,000	124,000	121,786	52.49	5.42	5.33
1900上	3,215,600	1,200,000	106,000	768,477	37.32	3.30	23.90
1900下	2,600,300	1,200,000	88,000	227,495	46.15	3.38	8.75
1901上	3,003,700	1,496,300	70,000	283,483	49.82	2.33	9.44
1901下	2,983,600	1,600,000	52,000	217,736	53.63	1.74	7.30
1902上	3,692,000	1,600,000	34,000	680,704	43.34	0.92	18.44
1902下	3,711,500	1,600,000	16,000	576,460	43.11	0.43	15.53
1903上	3,667,500	1,600,000	0	514,147	43.63	0.00	14.02
1903下	3,176,100	1,600,000	0	182,607	50.38	0.00	5.75
1904上	3,792,000	1,600,000	0	524,478	42.19	0.00	13.83
1904下	3,917,900	1,600,000	0	189,850	40.84	0.00	4.85
1905上	3,692,900	1,600,000	0	0	43.33	0.00	0.00
1905下	4,252,500	1,800,000	0	0	42.33	0.00	0.00
1906上	5,662,100	1,800,000	0	0	31.79	0.00	0.00
1906下	5,454,700	2,900,000	0	0	53.17	0.00	0.00
1907上	7,180,700	2,900,000	0	0	40.39	0.00	0.00
1907下	6,890,100	3,750,000	0	0	54.43	0.00	0.00
1908上	8,290,900	3,750,000	1,000,000	0	45.23	12.06	0.00
1908下	7,466,800	3,750,000	1,000,000	0	50.22	13.39	0.00
1909上	8,511,000	3,750,000	1,000,000	0	44.06	11.75	0.00
1909下	8,028,600	4,062,500	1,000,000	0	50.60	12.46	0.00
1910上	10,447,800	4,062,500	2,000,000	0	38.88	19.14	0.00
1910下	9,263,500	4,062,500	2,000,000	0	43.85	21.59	0.00
1911上	10,774,400	4,062,500	2,050,000	0	37.71	19.03	0.00
1911下	9,023,500	4,062,500	2,050,000	0	45.02	22.72	0.00
1912上	11,882,600	4,062,500	2,050,000	0	34.19	17.25	0.00
1912下	9,747,100	4,314,100	2,050,000	0	44.26	21.03	0.00
1913上	11,324,600	4,687,500	2,025,000	0	41.39	17.88	0.00
1913下	11,976,600	5,000,000	2,025,000	0	41.75	16.91	0.00
1914上	15,136,400	5,000,000	2,000,000	0	33.03	13.21	0.00

資料 各期考課状

表 2 資本コストの比較

単位:千円, %

年	借入金+支払手形				社債				市中金利		差		
	残高 支払手 形	利息+ 借入金	資本コ スト (%)	資本コ スト (%)	残高 社債	社債利 子+勸 業銀行 借入金 利息	資本コ スト (%)	資本コ スト (%)	大阪府 銀行貸 付金利 (%)	大阪府 割引歩 合(%)	資本コ ストの 差(%)	金利と の差 (%)	歩合と の差 (%)
	a	b	c	d=c/(a+b)	e	f	g	h=g/(e+f)	i	j	k=h-d	l=i-d	m=j-d
1890	349	227	19	3.24	0	0	0		6.04			2.80	
1891	348	48	18	3.71	0	0	0		5.52			1.81	
1892	334	155	20	3.94	0	0	0		4.93			0.99	
1893									4.21			4.21	
1894	398	290	20	2.85	250	0	8	3.25	5.21		0.40	2.36	
1895	338	190	21	3.90	250	0	8	3.25	5.45		-0.65	1.55	
1896	302	172	32	6.70	241	0	8	3.27	5.62		-3.43	-1.08	
1897	324	289	38	6.14	205	0	7	3.30	6.17		-2.84	0.04	
1898	258	136	34	8.51	169	0	6	3.31	5.62		-5.21	-2.89	
1899	261	96	20	5.46	133	119	9	3.74	4.78		-1.72	-0.68	
1900	598	498	52	4.76	97	109	8	3.83	5.37		-0.93	0.61	
1901	645	250	56	6.23	61	100	6	3.96	5.53		-2.26	-0.70	
1902	964	629	58	3.62	25	89	5	4.21	4.67		0.59	1.05	
1903	838	348	47	3.94	0	77	3	4.46	4.23	6.19	0.51	0.28	2.24
1904	1,052	357	58	4.10	0	65	3	4.59	4.33	6.93	0.49	0.23	2.83
1905	1,042	0	37	3.60	0	51	3	5.16	4.35	8.31	1.57	0.75	4.72
1906	1,287	0	36	2.80	0	20	1	4.73	4.23	6.90	1.93	1.43	4.11
1907	1,128	0	29	2.59	0	0			4.16	7.53		1.58	4.94
1908	775	0	31	4.04	1,000	0	34	3.35	4.65	9.05	-0.69	0.61	5.01
1909	664	0	29	4.40	1,000	0	38	3.75	4.10	5.48	-0.65	-0.30	1.07
1910	1,104	0	26	2.34	2,000	0	59	2.95	3.97	4.76	0.61	1.63	2.42
1911	986	0	33	3.39	2,050	0	68	3.31	3.88	5.48	-0.08	0.49	2.08
1912	1,328	0	66	4.98	2,050	0	53	2.61	4.54	6.76	-2.37	-0.45	1.78
1913	982	0	36	3.66	2,050	0	64	3.14	4.19	8.05	-0.52	0.53	4.39
1914	3,836	0	79	2.06	2,000	0	63	3.13	4.31	6.86	1.07	2.25	4.80

資料 各期考課状，割引歩合については『銀行通信録』，

銀行金利については日本銀行金融研究所，歴史統計，都道府県別貸付金利
<http://www.imes.boj.or.jp/hstat/data/markets.html> (原資料は大蔵省銀行局『銀行局年報』)

注 1 費用項目において，割引料及び利息に計上されていたため，借入金と支払手形を
 合わせた。また，社債利子と勸業銀行利息についても合わせて計上されている事例が
 多かったため，社債に勸業銀行借入金を足し合わせた。

注 2 数値については各々，(上期の値+下期の値) / 2。

注 3 1914 年は上期のみ。

注 4 1893 年は社債利子が記入されていないなど考課状に不備があったため，割愛し
 た。

注 5 銀行金利は大阪の月次金利（最高と最低）を算術平均した。

表3 大阪紡績会社の業績

	円, %			
	株価	ROE	配当率	配当性向
1896上	67.00	9.05	7.50%	59.80
1896下	55.50	7.54	7.50%	70.87
1897上	55.00	8.56	7.50%	62.98
1897下	36.50	3.33	3.50%	79.55
1898上	27.50	4.60	3.50%	56.53
1898下	25.00	1.69	2.00%	89.22
1899上	32.00	6.02	5.00%	59.76
1899下	41.50	6.82	7.50%	81.97
1900上	30.00	-11.66	0.00%	0.00
1900下	24.50	4.11	2.50%	51.55
1901上	16.50	3.33	2.51%	65.16
1901下	19.70	4.51	3.33%	62.88
1902上	20.50	4.36	3.38%	65.30
1902下	12.50	-1.75	0.00%	0.00
1903上	14.00	3.11	1.50%	41.24
1903下	15.80	4.53	3.38%	62.94
1904上	21.80	8.83	3.38%	30.46
1904下	40.50	16.59	4.88%	20.32
1905上	85.20	12.85	10.88%	50.66
1905下	92.00	12.41	12.35%	63.85
1906上	84.50	12.93	10.00%	53.32
1906下	140.00	12.32	10.00%	54.56
1907上	89.00	11.82	8.34%	46.22
1907下	62.00	10.70	9.00%	57.80
1908上	51.00	5.02	6.00%	85.29
1908下	62.00	6.15	6.00%	68.79
1909上	82.00	6.15	6.00%	67.93
1909下	73.00	7.13	5.69%	55.63
1910上	69.20	5.87	6.00%	70.93
1910下	72.50	4.11	5.00%	85.23
1911上	65.70	3.97	5.00%	87.92
1911下	67.20	4.25	5.00%	81.60
1912上	72.80	5.65	5.00%	74.43
1912下	68.30	7.37	5.82%	69.45
1913上	69.50	8.91	7.00%	54.34
1913下	68.00	9.14	6.77%	48.76
1914上	74.50	9.54	10.17%	0.00

資料 ROE, 配当率, 配当性向に関しては各期考課状より, 株価は『大阪朝日新聞』より抽出。

表4a 資本コスト（借入金＋支払手形）の決定要因 1890～1914【対数収益率】

被説明変数＝資本コスト（借入金＋支払手形）							
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	<i>F</i> -value	R ²	標本数	
大阪府銀行金利(t)	6.52	3.28	0.00				
ROE(<i>t</i> -1)	0.11	0.29	0.77	5.69	0.19	40	
定数項	0.07	0.49	0.62				

表4b 資本コスト（借入金＋支払手形）の決定要因 1890～1904【対数収益率】

被説明変数＝資本コスト（借入金＋支払手形）							
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	<i>F</i> -value	R ²	標本数	
大阪府銀行金利(t)	1.11	0.95	0.36				
ROE(<i>t</i> -1)	-0.36	-2.17	0.04	4.21	0.24	21	
定数項	0.11	1.29	0.21				

表4c 資本コスト（支払手形）の決定要因 1905～1914【対数収益率】

被説明変数＝資本コスト（支払手形）							
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	<i>F</i> -value	R ²	標本数	
大阪府銀行金利(t)	11.98	3.43	0.00				
ROE(<i>t</i> -1)	1.15	1.02	0.32	5.96	0.36	19	
定数項	0.00	0.00	1.00				

資料 表 2, 3 を参照

表5a 資本コスト（社債＋勸業銀行利息）の決定要因 1890～1914【対数収益率】

被説明変数＝資本コスト（社債＋勸業銀行利息）							
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	<i>F</i> -value	R ²	標本数	
大阪府銀行金利(t)	0.34	0.82	0.42				
ROE(<i>t</i> -1)	0.04	0.53	0.60	0.68	0.03	32	
定数項	0.01	0.31	0.76				

表5b 資本コスト（社債＋勸業銀行利息）の決定要因 1894～1906【対数収益率】

被説明変数＝資本コスト（社債＋勸業銀行利息）							
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	<i>F</i> -value	R ²	標本数	
大阪府銀行金利(t)	0.08	0.25	0.80				
ROE(<i>t</i> -1)	0.04	0.88	0.39	0.68	0.04	20	
定数項	0.01	0.62	0.54				

表5c 資本コスト（社債）の決定要因 1908～1914【対数収益率】

被説明変数＝資本コスト（社債）							
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	<i>F</i> -value	R ²	標本数	
大阪府銀行金利(t)	0.75	0.76	0.47				
ROE(<i>t</i> -1)	-0.18	-0.37	0.72	0.68	0.07	12	
定数項	0.01	0.17	0.87				

資料 表 2, 3 を参照

表 6a 資本コスト(社債+勸業銀行利息)と株価および ROE の平均の差(1894~1914)

t-検定:分散が等しくないと仮定した2標本による検定

	資本コスト		株価		ROE	
	1894~1902	1908~1914	1894~1902	1908~1914	1894~1902	1908~1914
平均	0.04	0.03	46.23	71.52	6.56	6.79
分散	0.00	0.00	364.21	29.74	18.49	3.09
観測数	18	13	18	13	18	13
自由度	21		21		24	
t値	2.40		-5.33		-0.20	
p値	0.01		0.00		0.42	

表 6b 資本コスト(社債+勸業銀行利息)の決定要因(1894~1914)

説明変数	被説明変数=資本コスト(社債+勸業銀行利息)					
	1894~1914		1894~1914 ^(注2)		1903~1906	
	(1)	(2)	(5)	(6)	(7)	(8)
大阪府銀行金利(t)	-0.0011 (0.1073)	-0.0007 (0.4231)	-0.0002 (0.6720)	0.0008 (0.1439)	0.0091 (0.4325)	0.0082 (0.4772)
株価(5期間移動平均)			-0.0002 (0.0001)		0.0001 (0.2625)	
ROE(5期間移動平均)		-0.0002 (0.5802)		-0.0006 (0.0091)		0.0007 (0.2478)
定数項	0.0576 (0.0000)	0.0445 (0.0000)	0.0452 (0.0000)	0.0305 (0.0000)	-0.0352 (0.7139)	-0.0275 (0.7729)
F-value	11.4712	0.5644	10.4555	4.4701	1.3484	1.4246
R ²	0.3614	0.0312	0.3866	0.1879	0.1041	0.1240
標本数	38	38	31	31	7	7

資料 表 2, 3 を参照

注 1 括弧内の数値は p 値

注 2 勸業銀行借入金のための時期(1903~1906年)を除いた期間

表 7 重役の構成

	取締役					監査役					総計
	社内		社外		合計	社内		社外		合計	
	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	
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(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(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				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				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	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

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 8 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	32	6.40	20	62.50%
1894下	4	29	7.25	16	55.17%
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，會議の決定が「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，原案通りではなく會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「營業報告書」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 9 原案通過率の決定要因（1894～1914 年）

被説明変数＝原案通過率						
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	<i>F</i> -value	R ²	標本数
ROE	0.00	0.54	0.59			
常勤役員比率	0.95	5.71	0.00	12.23	0.49	36
投資案件ダミー	-0.05	-1.18	0.25			
定数項	0.56	9.22	0.00			

資料 「取締役会議事録」（東洋紡社史室所蔵），考課状

注 常勤役員比率＝常勤役員数／総役員数，投資案件ダミー：取締役会において，機械および工場の新設・増設の議案があった期＝1，投資案件がなかった期＝0。

表 10 議案別取締役会議の推移

	1894～1899 年	1900～1904 年	1905～1909 年	1910～1913 年
営業報告	57 26.3%	110 34.8%	135 40.1%	130 65.0%
製造	5 2.3%	28 8.9%	19 5.6%	20 10.0%
販売	15 6.9%	27 8.5%	36 10.7%	5 2.5%
財務	44 20.3%	63 19.9%	45 13.4%	18 9.0%
投資	28 12.9%	15 4.7%	21 6.2%	4 2.0%
役員人事	9 4.1%	15 4.7%	28 8.3%	7 3.5%
社員及び従業員人事	35 16.1%	28 8.9%	27 8.0%	12 6.0%
寄付金などの支出	24 11.1%	30 9.5%	26 7.7%	4 2.0%
保険	6 2.8%	5 1.6%	8 2.4%	4 2.0%
備品などの購入	20 9.2%	25 7.9%	30 8.9%	6 3.0%
その他	34 30.3%	83 33.3%	53 27.3%	8 10.1%
合計	217	316	337	200

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 **営業報告**：当期利益の配分など営業報告書に関わる部分についての議題（決算報告も含む）や商況および営業報告，**製造**：製品の生産方法，原料調達などに関する議題，**販売**：販売方法あるいは販売先に関する議題，**財務**：株式発行，社債発行や借入金など資金調達に関わる議題，**投資**：紡績機械の購入，合併，工場の買収など設備投資に関する議題，**役員人事**：取締役及監査役に関する給与，賞与及び人事に関する議題，**社員及び従業員人事**：社員及び従業員に関する給与，賞与及び人事に関する議題，**寄付金などの支出**：地域団体や学校への寄付金や謝礼，渡航費などの支出，**保険**：火災保険などの手続きに関する議題，**備品などの購入**：消火器など工場の備品の購入に関する議題，**その他**：それ以外の議題。

注 2 1904－5 年に「その他」が多い理由は，従業員による社費の使い込み事件があったためである。

表 11 取締役会における重役の出席率

1893～1897 年

		1893下	1894上	1894下	1895上	1895下	1896上	1896下	1897上	1897下
取締役	松本重太郎	100%	100%	100%	100%	100%	80%	100%	100%	80%
	佐伯勢一郎	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	80%
	伊庭貞剛	100%	100%	0%						
	山邊丈夫				100%	100%	100%	100%	100%	100%
監査役	藤本文策	0%	0%	0%						
	阿部市太郎	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	宅徳平	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	廣瀬満正				0%	0%	0%	0%	0%	0%
会議数		6	5	4	5	5	5	2	8	8

1898～1902 年

		1898上	1898下	1899上	1899下	1900上	1900下	1901上	1901下	1902上	1902下
取締役	山邊丈夫	100%	100%	100%	100%	100%	100%	80%	86%	100%	100%
	佐伯勢一郎	100%	100%	80%	100%	100%	0%				
	廣瀬満正	100%	100%	100%	100%	86%	100%	100%	86%	90%	100%
	宅徳平							100%	100%	100%	100%
監査役	阿部市太郎	17%	0%	0%	0%	29%	0%	20%	14%	10%	0%
	宅徳平	0%	0%	20%	14%	0%	0%				
	秋馬新三郎	0%	0%	20%	0%						
	澁谷正十郎					0%	0%	20%	14%	0%	0%
	肥塚與八郎							20%	14%		
	肥塚源次郎									10%	0%
会議数		6	6	5	7	7	7	7	5	7	10

1903～1909 年

		1903上	1903下	1904上	1906下	1907上	1907下	1908上	1908下	1909上	1909下
取締役	山邊丈夫	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	92%
	廣瀬満正	100%	82%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	宅徳平	100%	100%	100%	83%	90%	90%	91%	88%	91%	69%
	熊谷辰太郎			11%	83%	90%	100%	82%	88%	82%	77%
	阿部房次郎				100%	90%	100%	100%	100%	100%	92%
	田附政次郎				83%	70%	60%	73%	100%	100%	77%
	大川栄太郎										8%
	監査役	阿部市太郎	0%	9%	11%	8%	0%				
澁谷正十郎		0%	9%	0%	17%	10%	10%	18%	63%	18%	46%
肥塚源次郎		0%	9%	11%	25%	30%	40%	36%	63%	73%	31%
藤井善助					8%	10%	40%	36%	63%	55%	23%
岡村勝正											8%
会議数		7	11	9	12	11	10	11	8	11	13

表 11 の続き

1910～1914 年

	1910上	1910下	1911上	1911下	1912上	1912下	1913上	1913下	1914上
山邊丈夫	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
熊谷辰太郎	70%	86%	83%	80%	67%	100%	100%	100%	100%
阿部房次郎	100%	100%	100%	80%	100%	100%	100%	100%	100%
取締役 田附政次郎	80%	71%	83%	80%	100%	43%	17%	0%	78%
阿部彦太郎	90%	86%	100%	80%	100%	86%	100%	80%	67%
肥塚源次郎	50%	71%	83%	80%	83%	57%	83%	60%	78%
大川栄太郎	70%	100%	100%	80%	100%	86%	100%	100%	89%
藤井善助	70%	86%	67%	20%	100%	86%	67%	100%	100%
監査役 岡村勝正	80%	86%	100%	60%	100%	100%	100%	80%	78%
瀬尾喜兵衛							67%	40%	100%
会議数	10	7	6	6	6	7	6	5	9

資料 取締役議事録

注 1 抽出方法：毎回の会議の際に出席者は出席の証として捺印。

注 2 出席率＝出席会議数／総会議数

¹ 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，経営者が自身の利益を追求した結果，資源利用の効率性を歪める，これをモラルハザードとよぶ（伊藤秀史，『契約の経済理論』，有斐閣，147 頁，2003 年）。

² 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。

³ 賃金，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益，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。

⁴ 法の制限内で契約に記されていないが，裁量権のある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。

⁵ 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）。

⁶ 結城武延，「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，2009 年 a。

⁷ 結城武延，「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，2009 年 b。

⁸ 森川英正編，『経営者企業の時代』，有斐閣，1999 年。

⁹ 由井常彦，「明治時代における重役組織の形成」，『経営史学』，第 14 巻第 1 号，1979 年，中村尚史，「九州鉄道会社の成立と地域社会」，『日本鉄道業の形成 1869～1894 年』，日本経済評論社，1998 年，第八章。

¹⁰ 短期資金の調達方法である約束手形の割引については一貫して第一銀行が，社債の引き受けについては日本勧業銀行が引受けていた。

¹¹ こうした紡績業の金融構造の変化を指摘した研究としては、石井寛治、「企業金融の形成」、阿部武司／中村尚史編、『講座・日本経営史 2 産業革命と企業経営』、ミネルヴァ書房、2010年、第7章、262-270頁を参照。

¹² 短期金融である支払手形の割引を行う銀行および預金の預け先については、分析期間を通じて一貫して第一銀行であり、銀行との関係が断たれていたわけではない。

¹³ 銀行金利に代えて割引歩合を説明変数にした場合、いずれの場合も有意な結果は得られなかった。

¹⁴ 3期間移動平均の場合も同様の結果を得た。

¹⁵ 比率でいえば、内部昇進者が重役となる1910年上期まで従業員組織化、あるいは、専門経営者の支配力の拡大がすすんだとはいえない。しかし、1907年に金巾製織と合併した際に、旧金巾製織の重役であった田附政次郎と藤井善助も大阪紡績会社の重役に就任した。専門経営者の支配力の拡大という視点でみれば、旧金巾の重役が果たした役割は大きいと考えられる。これについては別稿で論じたい。

¹⁶ 渋沢栄一と松本重太郎は近代日本における企業家のなかにおいて、他に類を見ないほど多数の会社に役員として関与しており、最も財界ネットワークを築いた人物であったことが近年の研究によって明らかにされている（鈴木恒夫／小早川洋一／和田一夫、『企業家ネットワークの形成と展開 データベースからみた近代日本の地域経済』、名古屋大学出版会、2009年）。

¹⁷ 東洋紡社史室所蔵、取締役会議事録（1893年9月8日）。

¹⁸ 東洋紡社史室所蔵、取締役会議事録（1898年2月12日）。

¹⁹ 東洋紡社史室所蔵、取締役会議事録（1899年6月9日）。

²⁰ 東洋紡社史室所蔵、取締役会議事録（1899年12月11日）。

²¹ 東洋紡社史室所蔵、取締役会議事録（1900年11月19日）。

²² 東洋紡社史室所蔵、取締役会議事録（1906年9月3日）。

²³ 東洋紡社史室所蔵、取締役会議事録（1907年1月24日）。

²⁴ 1906年9月3日の史料には渋沢相談役と明記されていないが、この時点において、松本重太郎は大阪に在住していたため、「出京相談役」とされた場合は渋沢相談役に相談を伺ったものであることが推察される。

²⁵ 『百年史 東洋紡』、1987年、東洋紡績株式会社、154～5頁。

²⁶ 以下の史料引用はすべて、東洋紡社史室所蔵、「取締役会議事録」より。

²⁷ 1905年上期から、第一銀行の大阪支店役員であった熊谷辰太郎が取締役に就任。

²⁸ 青木昌彦、『比較制度分析序説 経済システムの進化と多次元性』、講談社学術文庫、2008年、第4章。

²⁹ 原案の作成は山辺丈夫が行っている。

³⁰ 森川前掲書。

³¹ 大阪紡績会社所蔵、取締役会決議録。

³² 役員賞与と当期利益の関係については結城前掲論文「企業統治における株主総会の役割」、3節を参照。

³³ 1911年7月25日、株主総会議事録。

³⁴ 石井寛治、『近代日本金融史序説』、1999年、東京大学出版会、309～367頁。