

戦前期における製糸企業の成長構造

—— 企業統治と投資行動 ——

花井俊介*
公文蔵人**

要 旨

本稿では、戦前期日本における製糸企業の成長を、経営者による投資の意思決定およびそれを規律づけた企業統治の構造という視点から検討する。これまでの製糸業史研究は、高収益に結びつく良好な企業パフォーマンスが達成できた諸条件の解明に精力を集中し、収益と成長との関係、あるいはそこに介入する経営者の意思決定や統治構造といった問題群を自覚的に取り上げてはこなかった。本稿では、初期条件が近似していた2つの製糸企業（郡是製糸・関西製糸）を取り上げ、株主や債権者の利害に基づく企業統治の構造的な相違が投資の意思決定にどう影響し、企業成長をいかに規定したかについての事例分析を試みた。その結果、同一の製糸企業においても債権者や株主による規律づけの変化（統治構造の変化）が投資に促進的ないし抑制的影響を及ぼして企業成長を規定したこと、また統治構造の違いによって近似した初期条件に置かれた製糸企業間に成長性の差が生じたことを明らかにした。関西製糸を含め、優等糸を生産したほとんどの製糸企業が低成長戦略を選択した理由として、従来、製品の特性に制約された生産過程の問題点（規模拡大による均質な優良繭入手の困難）が指摘されてきた。また、優等糸供給者の中で郡是製糸だけが例外的に急成長を遂げた事実については合理的な解釈が提示されていなかった。本稿の分析は、これらの問題を企業統治構造のあり方から統一的に説明しうる可能性を示唆するものである。

キーワード：郡是製糸、関西製糸、優等糸、企業統治、所有構造、投資行動、企業成長、経営者、株主、債権者

Corporate Governance and Firms' Growth in Prewar Japan: A Case Study of the Silk Industry

SHUNSUKE HANAI
KURATO KUMON

Abstract

This paper aims at analyzing the sensitivity of a firm's investment decision to its corporate governance structure, through focusing on the actual investment behavior taken by the two silk manufacturers in prewar Japan, namely *Gunze Seishi* and *Kansai Seishi*. Both firms, founded in the same year (1896), were well known as suppliers of comparatively high-grade raw silk sold at premiums. The former made rapid growth to become one of the biggest silk-manufacturers in prewar Japan, while the latter remained a relatively smaller one. What brought about the divergence of the investment behavior, and therefore the difference of growth rate between the two firms with similar set-up conditions (scale, product market, etc.)? And what constrained or promoted the executives' investment decisions themselves? Our paper discusses this problem, relating it not only to the diverse profitability much research has pointed out, but to the different corporate governance structures between the two, whereby a new interpretation can be presented for the diversification of growth among firms in the prewar silk industry.

Key words: Gunze Seishi, Kansai Seishi, Extra-Raw-Silk Maker, corporate governance, ownership, plant and equipment investment, firms' growth, manager, shareholder, creditor

投稿受付日 2004年7月31日
採択決定日 2004年8月31日

*早稲田大学商学部助教授
**横浜国立大学大学院 国際社会科学研究科助教授

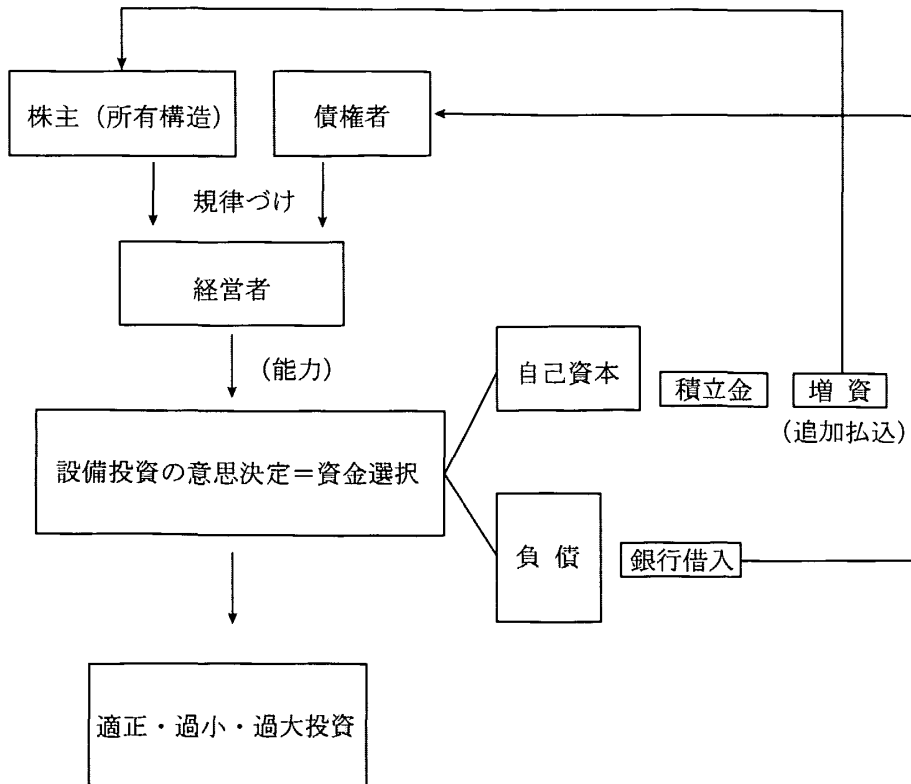
1. 課題

1.1 課題と分析枠組み

本稿では、戦前期日本における製糸企業の成長を、経営者による投資の意思決定およびそれを規定した企業統治の構造という観点から検討する。製糸業における企業成長は、従来から資本蓄積問題としてさかんに取り上げられ、日本製糸業史における主要な研究課題の一つとされてきた。この位置づけは、必ずしも伝統的な経済史研究の枠組みに立たない近年の経済史研究においても共通している。しかし、これまでの研究は、企業成長を収益がもたらす自明の結果と考える傾向が強く、高い収益に結びつく良好な企業パフォーマンスが達成できた諸条件を、資本蓄積構造として解明することに集中してきた。もちろん、蓄積構造を明らかにすること自体は重要であるが、この点に集中するあまり、収益と成長との関係、あるいはそこに介在する経営者の意思決定⁽¹⁾や統治構造といった問題群を、自覚的に取り上げてはこなかったのである⁽²⁾。いうまでもなく、収益は企業成長の必要条件であるが、十分条件ではない。そして、収益を成長投資にどの程度振り向けていくかという経営判断は、企業統治構造に強く規定されていると想定できる。本稿では、企業統治構造が製糸企業における投資の意思決定にどう影響し、企業成長をいかに規定したかについて事例分析を試みる。

簡単に本稿の分析枠組み（図1）を説明すると⁽³⁾、まず、本稿では企業成長を設備投資の拡大

図1 製糸企業の成長分析に関するフレームワーク



(固定資産の増大)ととらえ、経営者による設備投資の意思決定を規定したファクターとして、株式の所有構造、債権者の利害に着目する。設備投資の意思決定は投資資金の調達を前提としているので、資金調達の具体的なあり方を、成長の資金的(財務的)基盤の問題として取り上げる。

成長の資金的基盤は、成長を規定する企業統治のあり方にも影響を与える。投資資金は自己資本ないし負債により調達されるが、自己資本としては企業の内部蓄積(=積立利益)・資本金(増資ないし追加払込)が、負債としては借入・社債発行が考えられる。したがって、企業の内部蓄積のみで成長する場合を除けば、投資資金の調達は、株式所有構造や債権者の利害といった投資を規律付ける企業統治の諸条件自体に変化をもたらす。

この枠組みに基づき、本稿で解明を試みる具体的な課題は次の2点である。

(1)望ましい成長がみられた製糸企業において、成長を可能とする投資の意思決定が行われた条件を、資金的(財務的)基盤および経営的な規律づけ(企業統治構造)に着目して明らかにする。望ましい成長企業の事例としては、郡是製糸株式会社(1896[明治29]年設立、京都府、以下では郡是ないし郡是製糸と略記)を取り上げる。同社が急激な規模拡大を通じて戦前期日本を代表する巨大製糸経営に成長したことは周知の事実であり、少なくとも結果的にみて、望ましい成長を遂げたと考えることができる。

(2)郡是製糸と類似した条件下(設立時期、規模、製品市場等)にありながらも、必ずしも順調な成長を実現できなかった製糸企業として関西製糸株式会社(1896年設立、三重県、以下では関西製糸と略記)を取り上げ、その所有構造や資金的(財務的)基盤と成長との関係を検討する。両社の検討結果を比較することで、統治構造の相違が成長性に有意な差をもたらした点が確認されると同時に、郡是を除く多数の優等系製糸企業が、関西製糸タイプの低成長路線を選択した要因について新たな視点からの説明が試みられる。

1.2 郡是製糸と関西製糸 ——初期条件の近似性——

分析に先立ち、簡単に郡是製糸と関西製糸について説明しておく。

郡是製糸は、明治中期の1896年、波多野鶴吉によって京都府何鹿郡綾部町に設立された(設備釜数168釜)。郡是という社名は、何鹿郡の是である蚕糸業振興を目的として会社が設立されたことを示している。

郡是の第1の特徴は、本来利害が相反する原料供給者(養蚕農家)との協調を創設当初から標榜していた点である。同社は、取引養蚕農家による株式引受けを通じて養蚕家との利害共同体関係を構築しようとした。すなわち、低繭価により養蚕農家の利益が損なわれた場合は、繭購入者である郡是の生産コストが抑制されて利益が増加し、株主である養蚕農家にはその利益が配当として還元される。逆に、高繭価の場合、養蚕農家は潤うものの、会社の生産コストは上昇するため、配当による利益還元は減少する。このように、養蚕農家の株主化を通じて製糸会社と養蚕農

家とが蚕糸業の収益を分かち合う利害共同体となることを目指した。この結果、創立当初における同社株主の圧倒的部分は何鹿郡内の養蚕家によって占められ、10株未満の零細株主が株主数全体の95%に及んでいた（グンゼ株式会社 1978: 71-72）。

郡是の第2の特徴は、創業直後から優等品の生産を目指し、早くも1900年にはパリ万博で金牌を受賞するなど、優等糸生産を中心に発展した点である。同社製品の優秀性は市場で認められ、1902年度には米国機業家スキンナー商会から一手取引の申し出をうけ、以後1914年度まで同社糸はすべてスキンナー商会が引き受けた。また、大戦期以降も特約正量取引という独自の繭取引によって確保した優良原料をベースに優等糸生産に邁進し、その製品は郡是格という特別の高級格付で取引されていた⁽⁴⁾。

関西製糸は、地元養蚕家中山武平⁽⁵⁾主唱のもと、地元資産家川喜田四郎兵衛・小島惣右衛門そして養蚕農家の出資により1896年三重県津市に設立された（設備釜数140釜）。中山が株式会社形態を採用した目的は、「養蚕業の発展のためには製糸業と養蚕業の平行的進展を図り、しかもその両者の連絡協調を密にし、その利害をともにすること」（安濃町史編纂委員会 1990: 470）であった。創立時の所有構造と経営理念は郡是製糸に近い。設立年度の設備釜数についても、関西製糸がわずかに少ないとはいえ、製糸業はスケールメリットが大きく効く産業ではないので有意な差はなかった。

また、優等糸製糸家のうち、特定の製糸家はアメリカの需要者と先約定を締結していたが、関西製糸の場合、1904年度には「横浜直輸出商ヲ経テ米国機業家ト約定繰糸ヲ」⁽⁶⁾行っており、以後この方針を踏襲している。約定先の需要量や一手取引かどうかなどの詳細は不明なので、郡是製糸と全く同じ条件であったとは言えない。しかし、現物取引を行っている大多数の製糸家に比べれば、需要の安定性が保証されていたのであり、その限りで郡是と近似した条件にあったと考えられる⁽⁷⁾。

したがって、成長性を大きく規定する初期条件において、関西製糸と郡是製糸の両社間に決定的な格差はなかったと想定できよう。

2. 製糸企業の成長構造 I 一郡是製糸の事例分析：1896～1930—

2.1 設備投資の進展 —— 2つのピーク ——

すでに述べたように、われわれは設備投資を通じた固定資産の増大を企業成長の指標とする。そこでまず、郡是における設備投資の進展状況をみよう。

表1によれば、郡是は一貫した成長を遂げており、本稿の対象期間（1896-1930年度）に、固定資産額（財務的指標）で約600倍、設備釜数（実物指標）でも50倍という驚異的な伸びを示した。少なくとも1930年度まで郡是製糸は成長企業であり続けたのである。

但し、5年毎にみた固定資産の期間成長率では、明治末期（1906-10年度、第I期）3.1倍、第1次世界大戦期・戦後ブーム期（1916-20年度、第II期）12.5倍が際だって高い。したがって、

表1 郡是製糸における固定資産の動向 (1896-1930年)

年度	1896	1900	1901	1905	1906	1910	1911	1915	1916	1920	1921	1925	1926	1930
固定資産額(円)	21,690	35,374	36,279	61,963	66,074	201,723	274,474	258,153	513,474	6,412,332	7,036,894	8,994,600	10,713,220	12,511,114
期間増加率(%)	100.0%	163.1%	100.0%	170.8%	100.0%	305.3%	100.0%	94.1%	100.0%	1248.8%	100.0%	127.8%	100.0%	116.8%
設備委数(委)	168	168	168	317	365	1,089	1,181	1,725	2,224	5,862	6,004	6,474	7,426	10,076
伸び率(1896年=1)	1.00	1.00	1.00	1.89	2.17	6.48	7.03	10.27	13.24	35.70	35.74	38.54	44.20	59.98
主な設備投資の動向	新設工場操業(96) 84釜増産(04) 本工場玉糸部(05) 中原式乾燥機(05) 本社借地の買収(08) 本工場86釜増産(09) 口上林工場(06) 中上林工場(06) 佐治工場(07-廃止09) 栄栗工場(09-18山崎) 鷹原工場(09-22福知山合併) 萩原工場(10) 園部工場(10) 和知工場(10) 本社借地の買収(08) 口上林工場(06) 中上林工場(06) 佐治工場(07-廃止09) 栄栗工場(09-18山崎) 鷹原工場(09-22福知山合併) 萩原工場(10) 園部工場(10) 和知工場(10) 中原式乾燥機(16) 帯川式乾燥機(16) <長井工場火災>(20) 京都出張所(20) 津山工場(16-17移転新設) 泉瀬工場(17) 竹田工場(17-20泉瀬合併) 美濃工場(17) 兼父工場(18) 成松工場(19) 福知山工場(20) 真鶴工場(20) 長井工場(20) 宮崎工場(20) 竹野工場(20-21宮津合併) 自家水力発電設備(21) 工務部附属試験工場(21) 蚕種会社買収(23) 榑浜出張所(23) 神戸出張所(23) 御法川絲糸機(24試験設置) 宇島工場(22) 今市工場(新設22) 三成工場(22) <奥丹後震災>(27) 広谷運貯糸工場(28) 醸造工場(28) 大田工場(28) 久世工場(新設27) 熊本工場(新設28) 清洲工場(新設29) 益田工場(新設30)													
					(工場増設 8)		(工場増設 3)		(工場増設 11)		(工場増設 3)		(工場増設 5)	

出所) 郡是製糸株式会社各期『営業報告書』、同社(1960)年表より作成。

注) 1. 固定資産期間増加率は、各期間の最初の年度を100%として算出。なお、投資の第1・第2のピーク期(本文参照)については年度・期間増加率・委数伸び率をゴシックで表示した。

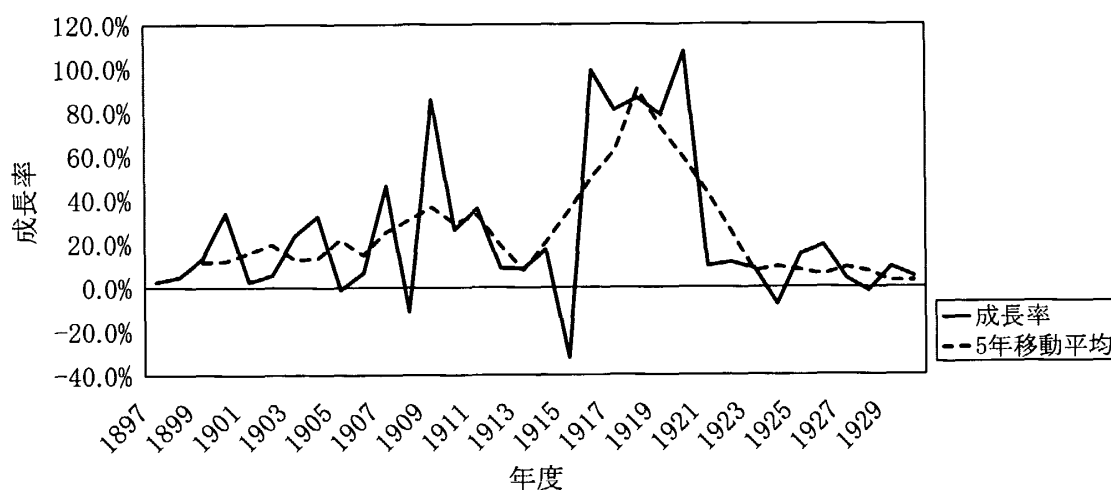
2. 各設備の設置年は()内に記した。分工場の設置年は設置が決議された時点ではなく、操業開始の時点をとった。なお、矢印は工場廃止、工場名改称、他工場への合併およびそれが行われた年度を示す。

3. 設備投資のうち、新設・買収工場はゴシックで表示し、設備の減少が確定される出来事は<>を付してイタリックで示した。

一貫した成長の中にも2つのピークとなる時期があったといえる。また、各年度の固定資産成長率をより詳細に追跡すれば(図2)、これら2つのピーク期を再確認できると同時に、第1のピークが正確には1910年度ではなく、1912年度頃まで続いていたことがわかる⁽⁸⁾。

固定資産の成長率は分工場の設立数と対応していた(表1)。第1のピーク期(第Ⅰ期)には8工場(1912年度までとみれば10工場)、第2のピーク期(第Ⅱ期)には11の分工場が増設され、前後の時期とは増設工場数が大きく相違している。戦前期における郡是の企業成長は、分工場を増設を中核に達成されたのであり、既設工場への追加・更新投資が果たした役割は相対的に小さかったと考えられる。

図2 郡是製糸の固定資産成長率(1897-1930)



2.2 設備投資の財務的基盤

2.2.1 投資資金の調達

郡是の急速な成長はどのような財務的条件の下に達成されたのであろうか。まず、設備投資の資金源泉を検討しよう。

表2に明らかなように、1911年度を除いて、郡是の自己資本余裕金は一貫してプラスであり、期中に行われた設備投資は遅くとも決算期末までには自己資本によってファイナンスされた。急速な設備投資の拡大は、潤沢な自己資本によって可能になったのである。郡是の自己資本は創立から1930年度まで一貫して増加し続けており、最終的には1100倍を超える驚異的な成長を実現した(表3)。とりわけ1910年代に自己資本の期間成長率が高くなっており、投資のピーク期にも自己資本が並行して急拡大したために自己資本余裕金はプラスを維持した⁽⁹⁾。

2.2.2 自己資本の蓄積構造

順調に展開した自己資本の蓄積について、その構造をさらに検討しよう。5年を1期間として累計の自己資本増減額と増減の要因をみると(表4)、郡是における自己資本の蓄積構造が1915

表2 郡是製糸の資金運用 (1896-1930年)

単位：円

年度	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907
原自己資本余裕金 A	2,810	5,249	9,706	24,836	13,456	23,558	27,620	26,741	27,752	35,820	80,099	36,541
負債 B	17,522	8,661	9,959	15,843	15,723	35,396	36,742	40,800	58,112	80,178	68,402	155,140
計	20,332	13,910	19,665	40,679	29,179	58,954	64,362	67,541	85,864	115,998	148,501	191,681
使損失補填 C	6,201	6,200	3,186	0	1,079	0	0	0	0	0	0	0
途運転資金	14,131	7,710	16,479	40,679	28,100	58,954	64,362	67,541	85,864	115,998	148,501	94,467
計	20,332	13,910	19,665	40,679	29,179	58,954	64,362	67,541	85,864	115,998	148,501	191,681
C-A=D	3,391	951	-6,520	-24,836	-12,377	-23,558	-27,620	-26,741	-27,752	-35,820	-80,099	60,673
D/B	19.4%											39.1%

年度	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918
原自己資本余裕金 A	113,537	3,596	71,467	-31,349	15,086	19,195	48,603	937,053	1,066,115	819,964	1,405,929
負債 B	110,140	292,991	261,997	517,766	334,571	439,847	781,013	259,690	616,658	1,828,775	2,560,646
計	223,677	296,587	333,364	486,417	349,637	459,042	829,616	1,196,743	1,682,773	2,648,739	3,966,575
使損失補填 C	29,390	15,883	14,028	30,667	26,543	0	303,838	146,697	-1	-2	-2
途運転資金	194,287	280,704	319,336	455,750	323,094	459,042	525,778	1,050,046	1,682,774	2,648,741	3,966,577
計	223,677	296,587	333,364	486,417	349,637	459,042	829,616	1,196,743	1,682,773	2,648,739	3,966,575
C-A=D	-84,147	12,287	-57,439	62,016	11,477	-19,195	255,235	-790,356	-1,066,116	-819,966	-1,405,931
D/B		4.2%		12.0%	3.4%		32.7%				

年度	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
原自己資本余裕金 A	7,058,714	7,550,509	5,339,361	4,714,527	5,845,187	11,095,445	7,871,296	8,180,229	8,201,906	10,406,685	9,132,022	8,700,417
負債 B	969,253	4,877,871	1,353,322	6,507,829	7,086,820	4,649,102	7,086,637	6,807,380	5,941,732	8,043,099	8,157,863	6,327,946
計	8,027,967	12,428,380	6,692,683	11,222,356	12,932,007	15,744,547	14,957,933	14,987,609	14,143,638	18,449,784	17,289,885	15,028,363
使損失補填 C	0	3,394,413	-2	-1	1	-1	143,802	2,866,630	0	1	-3	-2
途運転資金	8,027,967	9,033,967	6,692,685	11,222,357	12,932,006	15,744,548	14,814,131	12,120,979	14,143,638	18,449,783	17,289,888	15,028,365
計	8,027,967	12,428,380	6,692,683	11,222,356	12,932,007	15,744,547	14,957,933	14,987,609	14,143,638	18,449,784	17,289,885	15,028,363
C-A=D	-7,058,714	-4,156,096	-5,339,363	-4,714,528	-5,845,186	-11,095,446	-7,727,494	-8,201,906	-10,406,684	-9,132,025	-8,700,419	
D/B												

出所)郡是製糸株式会社各期『営業報告書』より作成。

- 注) 1. D=C-A がプラスとなった場合、自己資本余裕金で賄うことができなかった損失額を示す(ゴシックで表示)。換言すれば、損失補填のためにどれだけ負債導入が必要であったかの指標となる。
 2. D/B は、負債の内、損失補填に利用(固定負債化)された部分の割合(ゴシックで表示)。
 3. Cのゼロ近傍での微細な変動は四捨五入に伴う誤差。

表3 郡是製糸における自己資本の動向 (1896-1930年)

年度	1896	1900	1905	1910	1915	1920	1925	1930
自己資本(利益処分後)	18,298	47,751	92,533	243,881	987,008	10,568,428	16,018,227	20,234,201
伸び率	1.0	2.6	5.1	13.3	53.9	577.6	875.4	1,105.8
期間成長率	-	2.6	2.6	1.9	(1.3)	10.7	1.5	1.3
期間増加額 A	-	42,954	77,332	348,812	1,202,517	16,918,151	11,058,314	12,317,877
期間減少額 B	-	19,704	32,551	197,464	459,425	7,336,643	5,438,425	8,101,903
増減 A-B	-	23,250	44,781	151,348	743,092	9,581,508	5,619,889	4,215,974

出所) 郡是製糸株式会社各期『営業報告書』より作成。

注) 1. 自己資本額は、各期末の利益金処分後の実績。

2. 伸び率は1896年の自己資本額を1として算定。

3. 期間成長率は期間中に自己資本が何倍になったかを示す。例えば1900年の数値は1896年から1900年までの成長率。但し、() を付した1913年は1910~13年度の実績。なお1915年度は1910~15年度の実績。

表4 郡是製糸における自己資本の増減要因 (1896-1930年)

年度	1896-1900	1901-1905	1906-1910	1911-1915	1916-1920	1921-1925	1926-1930	1896-1915	1816-1930
(増) 資本金(増資、追加払込)	7,350	17,150	22.2%	142,500	6,612,467	40.3%	1,723,335	15.6%	238,000
株式発行プレミアム収入	0	0	0.0%	0	2,295,840	13.6%	0	0.0%	3,300
利息	35,604	60,182	77.8%	1,060,017	7,809,624	46.2%	9,334,979	84.4%	1,430,315
計 A	42,954	77,332	100.0%	1,202,517	15,916,151	100.0%	11,056,314	100.0%	1,671,615
(減) 配当	12,250	13,720	17.7%	78,500	3,142,430	18.6%	4,939,853	44.7%	132,120
資本	173	6,581	8.5%	11,430	349,000	2.1%	175,000	1.6%	26,359
設立金からの繰付	0	0	0.0%	3,980	179,669	1.1%	318,622	2.8%	4,534
繰上積立(当期・繰越積立)	7,281	0	0.0%	334,505	3,394,413	20.1%	2,866,631	23.3%	454,681
その他 親会社からの払込	0	12,250	15.8%	30,000	285,000	1.7%	0	0.0%	81,250
株主組合補助金	0	0	0.0%	0	80,000	0.5%	0	0.0%	0
前払負債	0	0	0.0%	0	50,000	0.3%	0	0.0%	0
計 B	19,704	32,551	42.1%	459,425	7,336,643	43.4%	5,438,425	49.2%	709,144
A-B	23,250	44,781	57.9%	743,092	9,581,508	56.6%	4,215,974	34.2%	362,471

出所) 郡是製糸株式会社各期『営業報告書』より作成。

注) 1. 比率は増加額増減率100%として算定。

2. 注目すべき自己資本増減要因の動向についてはゴシックで表示した。

表5 郡是製糸の収益動向と利益金処分 (1896-1930年)

単位：円、%

年度	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907
総資産利益率	-17.3%	9.2%	24.5%	45.0%	-1.7%	15.2%	9.4%	10.4%	9.9%	8.9%	27.3%	-47.9%
未処分利益	-6,202	-3,186	5,363	25,180	1,801	13,887	12,016	14,237	15,831	17,783	57,273	-78,990
内部留保	-6,202	-3,186	2,740	15,380	1,801	10,702	8,631	12,656	8,731	12,533	44,423	-
社外流出	-	-	2,623	9,800	-	3,185	3,185	1,581	7,100	5,250	12,850	-
うち配当	-	-	2,450	9,800	-	3,185	3,185	-	4,900	2,450	7,350	-
(配当性向)	-	-	45.7%	38.9%	-	22.9%	26.5%	-	31.0%	13.8%	12.8%	-
配当率	0.0%	0.0%	10.0%	40.0%	0.0%	10.0%	10.0%	0.0%	10.0%	5.0%	15.0%	0.0%

年度	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919
総資産利益率	57.0%	-4.4%	18.0%	-4.9%	11.1%	8.6%	-36.0%	83.5%	30.1%	3.4%	10.1%	79.8%
未処分利益	105,048	-14,029	72,405	-26,543	48,835	101,270	-296,697	777,506	639,298	232,890	551,636	6,798,610
内部留保	98,353	-	57,125	-26,543	45,835	74,840	-296,697	716,006	434,298	148,527	338,937	3,679,242
社外流出	6,695	-	15,280	-	3,000	26,430	0	61,500	205,000	84,363	212,699	3,119,368
うち配当	4,900	-	14,400	-	3,000	24,000	-	52,500	196,000	82,063	174,999	2,689,368
(配当性向)	4.7%	-	19.9%	-	6.1%	23.7%	-	8.8%	30.7%	35.2%	31.7%	39.6%
配当率	10.0%	0.0%	12.0%	0.0%	2.5%	20.0%	0.0%	20.0%	32.0%	9.2%	10.2%	119.9%

年度	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
総資産利益率	-25.6%	12.6%	7.6%	3.3%	24.1%	-0.6%	-12.3%	13.9%	13.0%	4.4%	4.3%
未処分利益	-2,925,171	1,833,016	1,376,034	812,064	5,566,207	86,773	-2,783,724	3,355,134	3,695,761	1,559,482	1,496,530
内部留保	-2,925,171	802,518	633,535	179,605	3,560,576	-617,093	-2,783,724	1,879,139	2,219,766	572,152	519,200
社外流出	-	1,030,498	742,499	632,459	2,005,631	703,866	-	1,475,995	1,475,995	987,330	977,330
うち配当	-	990,498	707,499	602,459	1,935,631	703,866	-	1,405,995	1,405,995	937,330	937,330
(配当性向)	-	54.0%	51.4%	74.2%	34.8%	81.2%	-	41.9%	38.0%	60.1%	62.6%
配当率	0.0%	14.0%	10.0%	6.8%	22.0%	8.0%	0.0%	12.0%	12.0%	8.0%	8.0%

出所) 郡是製糸株式会社各期『営業報告書』より作成。

注) 1. 総資産利益率は当期利益 ÷ (期初資産 + 期末資産) ÷ 2。但し、1896年度は当期利益 ÷ 期末資産額。

2. - は実績なし。

年度前後を境に変化したことが示唆されている。

1915年度までは、自己資本を増加させる最大の要因は利益金の蓄積であった。利益金が純増額の80～90%という圧倒的ウェイトを占め、資本金は10～20%程度にすぎなかった。しかし、1916～20年度（大戦期・戦後ブーム期）には、大幅な増資（後述）の結果、資本金だけで純増額の40%以上を占めるようになった。増資に伴うプレミアム収入まで含めると、純増額の50%以上は資本金関連となり、利益金の貢献度は50%以下に急落する。1920年代には利益金が再び高いウェイトを示すとはいえ、1896～1915年度と1916～30年度の2期に分けて累計すれば（表4の末尾2欄）、自己資本の蓄積に対する利益金の寄与度低下と資本金の寄与度上昇が明らかとなる。

増加要因として資本金の寄与度が増大した結果、減少要因も大きく変化した。1915年度を過ぎると、自己資本の減少を招いた要因のうち配当（利益流出）が20%近くを占めるようになり、20年代には40%前後にまでウェイトを高めた。15年を境に2期に分けた累計額（同表の末尾2欄）でも、配当による自己資本減少が8%から32%にウェイトを高め、最大の減少要因となった。

このように、大戦期を画期として利益金のみならず株主の出資（資本金）も動員して自己資本の充実をはかるという戦略が選択され、そのことが株主に対する配当政策を変化させたと予想できよう。

そこで郡是の配当性向をみると（表5）、創業期および1904年度を除いて1915年度までの配当性向は高くても20%台にすぎなかった。ところが1916年度以降はコンスタントに30～40%程度を示すようになり、さらに1920年代に入ると40～75%という高水準となった。1925年度には損失を計上したにもかかわらず、繰越益金（未処分利益）で埋め合わせた上に取り崩した配当準備積立金を加えて配当を行った。

自己資本の調達方法として株主に依存する度合いが高まり、それが株主の利害を重視した配当政策への転換、すなわち高配当（高株価）をできるだけ維持することで株主に追加出資のモチベーションを与えようとする対応策への転換を生み出したのである。

2.3 財務政策の転換と成長構造の変化

このように大戦をはさんで郡是における自己資本の蓄積構造に変化が生じた要因は何に求められるであろうか。また、変化の背景には、経営者に対する、株主や債権者による何らかの規律づけが存在したのであるか。

2.3.1 自己資本不足問題と企業成長

分析に先立ち、自己資本の蓄積水準を評価するに当たって、われわれが採用する方法について説明する。

企業の資金運用をごく簡単にまとめると、まず導入された自己資本（諸積立金、払込資本金、未処分利益）は、固定資産に対する投資に充当される。固定資産をカバーして残余が生じた場合

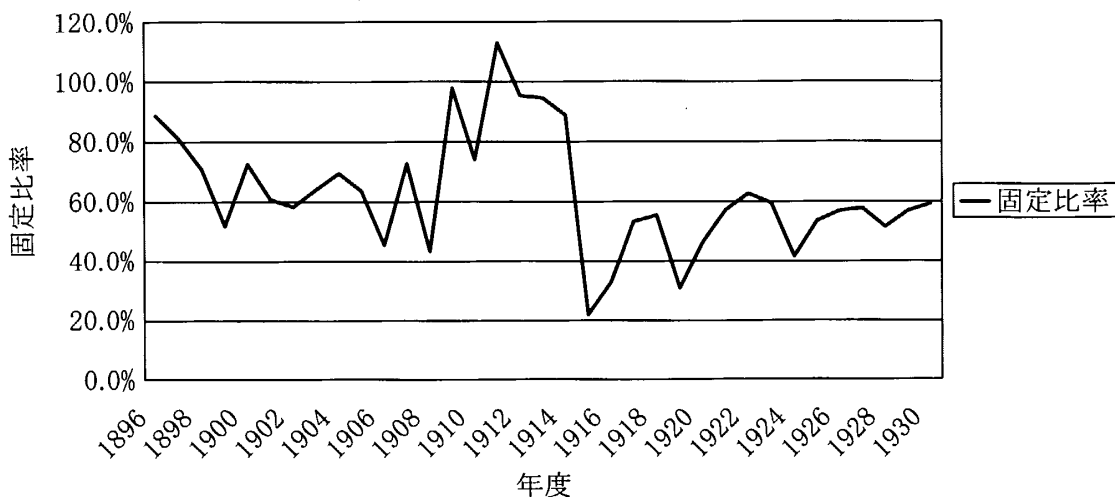
には自己資本余裕金が生じるが、当該年度に損失が発生しなければ、この自己資本余裕金に負債を加えた資金はすべて運転資金として利用される。問題は損失が発生した場合であり、その際はまず自己資本余裕金が損失の補填に充当され、なお不足する部分があれば、負債でファイナンスされる。したがって、損失発生年度については自己資本余裕金と負債の合計が損失のファイナンスと運転資金に利用される。つまり、自己資本余裕金は、運転資金の補填機能と同時に発生した損失を補填するバッファーとしての機能をも果たすといえることができる。

このバッファーとしての自己資本余裕金を潤沢にもち、発生した損失を自己資本でカバーできれば、その企業が破綻することはあり得ない。しかし、自己資本余裕金が潤沢ではなく（ゼロおよびマイナスの場合も含む）、損失を自己資本でカバーできない場合には、損失が繰り越され、負債という不安定な資金でファイナンスされることになる¹⁰⁰。特に、製糸企業の場合、原料繭価格と製品生糸価格の変動が大きく、企業収益は不安定であった。したがって、バッファーとしての自己資本を潤沢に保有し、破綻のリスクを低減することが強く要請されたと想定できる。そこでわれわれは、結果的にみて、郡是の自己資本蓄積が倒産リスクを十分回避しうる水準に達していたかどうかを検討し、それに基づいて蓄積水準を評価することにする。

この枠組みに従って、郡是における資金運用のあり方を検討すると（前掲表2）、(1)創業期（1896・97年度）と1910年前後（1907～14年度）に自己資本がバッファーとして十分に機能しえず、損失が負債で処理されたこと、(2)大戦期以降は巨額の損失が発生した場合でも自己資本で十分処理できるまでにバッファー機能が強化されたことが判明する。

創業期における自己資本不足は、郡是が事業開始に伴って直面した初期リスクそのものを表している。但し、不足額は少なく、負債依存度も高くはなかった。注目されるのは1907～1914年度であり、この8ヶ年のうち5ヶ年で自己資本余裕金を超える損失が発生していた。特に1907・14年度には損失が自己資本余裕金を大きく上回り、負債依存度も相当に高くなっている。この場合、1910年をはさむ同時期が設備投資における第1のピーク期とほぼ重なっていることが重要で

図3 郡是製糸の固定比率推移（1896-1930）



ある。急速な設備投資の拡大が自己資本のバッファ機能を弱め、市場変動に伴う倒産リスクを十分にコントロール出来なくなっていたと想定されるからである。

そこで、固定比率を指標として自己資本のバッファ機能をより正確に測定すると（図3）、創業期のリスクを乗り越えた後、いったん60～70%に低下したものの、1909～1914年度には再び80～100%超にまで大きく上昇した。投資の第1のピーク期における急速な拡大は、自己資本のバッファ機能を低下させ、市場変動に対する財務的な対応力を弱める結果を招いたことが示されている。同時に注目されるのは、1915年度以降、投資の第2のピーク期を迎えても、固定比率はほぼ一貫して60%を超えない範囲内に強く抑制されていく点である。ここからは、利益の蓄積に加え、出資（増資・追加払込み）をも動員した自己資本の充実戦略が固定比率の抑制に寄与したと想定できるだろう。

これらの観察は、大戦期を境として郡是における企業成長の構造に変化が生じていたことを示唆する。大戦期までは市場変動に対する財務的対応力を犠牲にしても高成長が目指された。大戦期以降は、市場変動に対する財務的対応力の維持と企業成長との両立が目指されるようになった。この安定成長を可能にする自己資本拡充の手段として選択されたのが、資本金依存度の増大であった。

2.3.2 財務政策の転換と規律づけ ——債権者による規律づけと倒産の危機——

債権者による規律づけ 投資の第1のピーク期に生じた自己資本不足に、最も敏感に反応したのは銀行であった。郡是に購繭資金を融資してきた百三十銀行は、1914年度春繭資金の調達に際して、郡是の急拡大に対する懸念を表明した。この点について郡是社長・波多野鶴吉の日記には次のように記されている。

資金の件に付、片山専務、百三十銀行支店大原氏と共に大阪本店に至り、本社資産と事業資金との釣合保てざるに付訓戒を聞き、書面を以って答弁すべき旨を告げられて帰社、復命せり。（「波多野鶴吉日記」1914年5月29日）

拡大に対する訓戒をうけ、郡是は6月1日に臨時取締役会を開催し、波多野社長と片山金太郎取締役が協議の上、次のように決議した。

一．事業経営の方針

イ 当社の事業は今日迄年々に拡張し来りたるも、資本之に伴はざる憾みあり。故に自己資本の充実する迄は現状維持に止め、原料仕入は八鹿工場増設に伴ふ分も可成共通の方法を以って緊縮方針を取ること。

ロ 資本充実を計る為本年中に増資の程度並びに方法を調査し置き、明春の株主総会に提

案すること。

- ハ 以上の方針を以って事業と資本の均衡を計り、而して地方蚕業の発展と周囲の状況に鑑み徐々に事業を拡張し、当社設立使命の遂行を期すること。（「取締役会決議録」1914年6月1日、傍点…引用者）

決議では自己資本の不足が明確に認識されており、その充実策として増資が謳われるとともに、「事業と資本の均衡」を維持しつつ「徐々に事業を拡張」する戦略への軌道修正が提起されている。

この場合、郡是は百三十銀行から固定資本投資の資金をファイナンスされたわけではなく、購繭資金（流動資本）を融資されていたにすぎない。しかし、百三十銀行は流動資本の債権者として、郡是の成長戦略に伴って増大した回収リスクをコントロールする必要があった。この結果、自己資本の蓄積ペースを超えた急拡大に対して、その修正を促す強い規律づけが行われたのである⁽¹⁾。

倒産の危機 百三十銀行による規律づけは、少なくとも結果的にみる限り、適切な介入であったといえる。規律づけが行われた1914年度には、懸念された事態が現実化したからである。

同年7月に勃発した第1次世界大戦の影響で為替取引、海上輸送が途絶し、8月から輸出取引は麻痺状態に陥った。このため横浜には生糸滞貨が累積し、5月に1035円の高値を付けた生糸価格も8月末には775円に低落し、10月には700円すら割り込む気配となった。郡是の生糸は8月初旬に出荷見合わせとなり、その後の糸価暴落により損失が累積していった。同年度の決算をみると、期間損失は30万3000円に及んだが、この損失額は同社払込資本額（12万円）の2.5倍を超えていた。

巨額の損失による深刻な経営危機と対処のプロセスについて、1914年度の営業報告書は次のように記している。

当期は原料高でありました上に糸価が暴落致しましたる為め、経営が非常に困難でありまして多大の欠損を免かれざることとなりましたのは実に止むを得ざる次第であります。殊に当社は資本が事業に伴ふて居りませなんだ為め、既に破産の止むなきに陥り、増資の外途なきに至りまして優先株を募集しました処が、幸ひに予期以上の応募額に達しましたことは全く諸君の御同情と御信頼の結果に外ならざる事と深く感謝して止まざる次第であります。幸ひに之を以って会社の破産丈けは免がる事が出来ましたが、何分別項報告書の如き多額の欠損を免れません為め、今後の経営上大に資本の不足を感じまするので先きに諸君の御協賛を経て勸業銀行より工場を担保とし年賦償還法に依り借入金をなし之が不足を補ふことに致しましたのであります。

（「大正3年度営業報告書」、傍点…引用者）

すなわち、巨額の損失計上が予測され、放置すれば「会社の破産」に至る深刻な経営状況に陥ったという認識の下に、郡是の経営陣は「破産」回避の方法を模索した。上記の資料では、増資による自己資本の充実でひとまず倒産を回避し、さらに不足する運転資金について勸業銀行からの借入で賄う方法がとられたとされている。しかし正確に言えば、経営陣は秋を迎える頃から倒産回避のために増資と借入という2つの方法を同時並行で模索していた。

1914年11月に郡是取締役会は本工場を担保として勸業銀行から15万円を借り入れることを決め、12月には具体的交渉に入った。しかし、年末に至っても融資を得られる見込みは立たず、ようやく融資が決まったのは翌15年3月であった。一方この間に、郡是は2度の臨時株主総会（14年12月、15年1月）を開き、未払込株金の追加払込（3万円、資本金15万円全額払込完了）および資本金60万円への増資に対する了承を取り付けた。もっとも、増資新株（9000株、45万円）の募集引き受けが無事に終了し、第1回払込（払込額11万2500円、払込資本金26万5000円）が行われたのは、15年3月下旬であった。このように増資と融資は並行して追求され、ほぼ同時期に実現をみた。しかし、これは偶然の一致ではあるまい。増資の成功は、融資の決定に大きく関わっていたと考えられるからである。

融資交渉から決定までに4ヶ月を要し、最終決定にあたっては本工場担保に加えて重役個人保証と神栄生糸¹³⁾による保証を条件に求めるなど、勸銀側は郡是に対する融資に終始きわめて慎重な姿勢をとっていた。この事実は、勸銀が郡是本工場の担保価値や郡是の企業価値（収益力、経営的安定性）を十分に信頼していなかったことを示している。この状況下で増資案が株主総会を通り、実際に新株公募が順調に展開したことは、融資先である郡是の財務的安定性を大きく向上させた。勸銀側は、増資の成功による貸付リスクの低下を見極めた上で、融資決定に踏み切ったのである。この結果、増資と融資の実現が時期的に重なることとなった。

増資と融資が同時に実現したことは、郡是にとって重要な意味をもった。営業報告書は増資のみで破産を回避したかのように記しているが、正確ではない。同年度の損失（30万3000円）処理過程を追跡すると、繰越利益や積立金といった自己資本の取り崩しにより損失の約半分（15万円余）を埋め合わせたものの、残余の損失（繰越損失分14万7000円）については自己資本では処理できなかった。勸銀借入15万円はこの自己資本でカバーしえなかった繰越損失14万7000円を安定的にファイナンスするために不可欠であった¹³⁾。郡是は増資と勸銀借入の同時実現によって破綻の危機を乗り切ったのである。

倒産の危機とその克服という経験を通じて明確になったのは、第1に生糸市場が予測不能な要因で大きな変動を来すこと、第2に変動に対処するにはバッファーとしての自己資本を充実させねばならないこと、第3に危機緩和のための新規負債導入は容易ではなく、負債導入の前提としても自己資本の充実をはかる必要があることであった。すでに百三十銀行による規律づけを通じて、郡是は他律的に自己資本に見合った規模拡大戦略への転換を余儀なくされていた。倒産の危機は、郡是経営陣に安定拡大戦略に転換する必要を強く認識させ、自律的な転換を促す重要な契

機となった。

2.3.3 成長構造の変容

継続的成長と所有構造の設計 1914年度の経験は郡是に安定成長戦略への転換を促す契機となったが、成長志向自体が否定されたわけではなかった。規模拡大の前提として自己資本の充実が要請されるようになったのである。したがって、15年度以降もビジネスチャンスがあれば、郡是は能動的に対応しつづけた。例えば、すでにみたように、第1次大戦期には分工場設置による規模拡大を積極的に進めており、大戦期から戦後ブーム期にかけて郡是は投資の第2のピーク期を迎えた。また、ペースは落ちるが、1920年代にも規模拡大を続けており、成長速度の低下も成長戦略の転換ではなく、ビジネスチャンスの減少に規定されていた。

この継続的成長は、自己資本の増大に支えられていた。負債による設備投資も方法的には可能であったが、銀行からの要請に加え、倒産の危機を通じて自己資本のもつバッファ機能の重要性を認識した郡是経営陣にとって他人資本依存は考えられない選択肢であった。したがって、投資の第2のピーク期には固定資産の急成長を凌駕する速度で自己資本が増大し、すでにみたように、1915年度以降は自己資本のバッファ機能が格段に強化された（前掲図3）。財務的安定と成長の両立が図られるようになったのである。

周知のように、大戦下の日本製糸業界は好調な対米輸出を背景として空前の活況を謳歌した。

表6 郡是製糸の資本金推移（1896-1930年）

年月日	増資(払込額)	資本金	払込資本金	備考
	円	円	円	
1896 8 10	24,500	98,000	24,500	現金払込
1900 4 20	7,350		31,850	利益金振替
1905 3 22	17,150		49,000	利益金振替12250円, 現金払込4900円
1909 5 7	49,000		98,000	利益金振替
1910 10 21	22,000	120,000	120,000	現金払込
1914 12 25	30,000	150,000	150,000	積立金より払込
1915 3 23	112,500	600,000	262,500	現金払込
1916 10 26	350,000	2,000,000	612,500	第2郡是合併
1918 2 2	277,500		890,000	現金払込
1918 7 31	306,660	2,766,650	1,196,660	蚕栄・福知山・舞鶴製糸合併
1919 3 18	523,330		1,719,990	現金払込
1920 1 21	523,330		2,243,320	現金払込
1920 5 5	523,330		2,766,650	利益金振替
1920 12 10	4,308,338	20,000,000	7,074,988	利益金振替2,362,488円, 額面公募183,350円, プレミアム付公募1,762,500円
1924 3 10	1,723,335		8,798,323	現金払込
1927 2 14	333,300	20,666,600	9,131,663	第3郡是合併
1927 3 25	2,585,003		11,716,625	現金払込

出所) グンゼ株式会社(1978; 巻末統計12-13)より作成。

注) ゴシックは実質増資、それ以外は追加払込。

郡是の損益も1915年度以降は黒字に転じ（15・18・19年度には巨額の利益を計上）、利益の内部留保によって自己資本の蓄積が進んだ。しかし既述のように、大戦期以降の自己資本増加には、利益の蓄積だけでなく、増資および増資に伴うプレミアム収入が大きく寄与していた。投資の第2のピーク期（1916～20年度）に限れば、利益の蓄積以上に増資（およびプレミアム収入）の寄与度が大きかった（前掲表4）。第2のピーク期には3回にわたる増資（新株発行に限定、追加払込は除く）が行われ（表6）、郡是の払込資本額は15年26万2500円から20年707万5000円へと27倍近くの増加を示した。

増資による資金調達の場合、負債のように返済や固定的利払いは不要だが、企業の所有構造を変化させ、利益処分など企業統治に影響を与える。したがって、企業側は増資後の所有構造と企業統治を考慮して、新株の割当や公募に関するシステム設計を行うであろう。では、郡是の場合、増資はどのようにデザインされていたのであろうか。

冒頭で触れたように、そもそも郡是の場合、株主の圧倒的多数を零細な養蚕家株主が占めるという特徴をもっていた。同社は、大戦期の1914年12月末までに2回の増資を行ったが、いずれも新株は現株主のみに割り当てられたので、養蚕家株主中心という特徴に大きな変化はなかったと想定できる¹⁴。倒産の危機を回避するために行われた15年3月の増資では、旧株3000株（15万円、全額払込）に対して3倍の増資新株9000株（45万円、優先株、4分の1払込）が公募された。しかし結果的には、郡是の原料地盤であった京都府と兵庫県でそのほとんどが引き受けられ、また利殖目的というよりも救済的性格が強かった点からみて、現株主による引受が中心であったと考えられる。したがって、少なくとも第1次大戦期を迎えるまで、郡是の所有構造に大きな変化はみられなかったといえよう¹⁵。

続いて、投資の第2のピークにおける増資状況を検討しよう。まず、1916年度の変則的増資では、第二郡是株式会社（資本金140万円、津山工場を買収）を設立し、それを郡是（資本金60万円）が合併して資本金200万円とする形をとった。但し、第二郡是の株式2万8000株（140万円、4分の1払込）のうち、公募は7000株に限定されており、75%に当たる2万1000株は発起人引受とされた。発起人は郡是と旧津山製糸合資会社の役員を中心にしており、公募分の一部は工場所在地の津山を含む岡山県内の取引養蚕家に引き受けられたとみられる¹⁶。

1918年度にも郡是が舞鶴製糸（資本金80万円、16年創設）、福知山製糸（資本金50万円、16年創設）を新会社として設立した上で、この2社に蚕栄製糸（資本金10万円）を加えた3社を合併する形で増資が行われた。但し、蚕栄製糸についての詳細は不明だが、舞鶴・福知山の2社は郡是重役により設立された。

1920年度には一挙に資本金2000万円とする大増資が実施されたが、新株の過半は旧株主や郡是職員に割り当てられ、公募分は44.7%であった。また、公募分には安定株主と考えられる三井物産と三菱商事引受分が各々1万6000株ずつ含まれており、それを除いた純粋な公募分は全体の36.7%程度に限られた。

すなわち、大戦期・戦後ブーム期の増資に際して、郡是は既存の所有構造（したがって、企業統治）が基本的に維持できるようにシステム設計を行ったとあってよい。

テイクオーバーの危機と株主層の変化 では、増資における所有構造の設計と所有の実態とは一致していたであろうか。この点を端的に示すのが、1917年度に起こったテイクオーバー問題である。このとき問題処理のために郡是に資金協力をを行った三菱合資会社銀行部加藤武男（当時、京都支店長）は、事件について次のように述べている。

大正六年には欧州大戦の景気が少し出て株が高くなって来ると、郡是の株の買占めを大和屋という大阪の株屋がやった。社長の波多野という人は、クリスチャンで真面目な堅い人だから、非常に驚いて僕の所へ相談にやって来た。僕としては二百万円（購繭資金融資…引用者）の金が回収できないところへもって来て、経営者に變動でもあったら大変だと思つて、大決心で大和屋の持っている株をいくらかの口銭を出して引取れ、金はおれの方で出すと云つて、五十何万円が出した。そしたら本部の川添君から、片方で金が取れないのに株で又金を貸したと言つて、えらい叱言だったけれども、僕は京都に店を出した以上、郡是位取引しなくちゃ意味をなさんじゃないか、また現在の債権を擁護するために、現内閣を擁護しなければ金は回収できないからやむを得ないんだ、というようなこと云つて弁解にこれ勉めた拳句、ようやく大したこともなくすんだ。ところが大正六年には景気が非常によくなって、貸付金が全部返ったばかりでなく、反対に莫大な預金になった。（岩井良太郎 1955: 194, 傍点…引用者）

この点を1917年3月末の郡是株主名簿から確認すると、第1位と第3位をまったく新たに登場した大阪在住の大株主が占めていたことが注目される。大阪在住の大株主とは筆頭株主の大崎三四郎（3117株、所有比率7.8%、大阪市東区今橋）と第3位の柏野幸太（1263株、同3.2%、大阪市北区堂島）であり、両者で4380株、総株数4万株の11.0%を所有していた。これに対し、第4位の波多野所有分は987株、2.5%にすぎなかった¹⁷⁾。さらに注目されるのは、翌18年3月末に大崎と柏野の株式所有が両者合わせてわずか100株に激減したことである。この間に何らかの理由で両者の持株が処分されたのであり、これを郡是による買戻しの結果とみれば、加藤の証言と整合する。

もっとも、問題はテイクオーバーを試みたとされる大和屋が株主名簿で確認できないことであろう¹⁸⁾。しかし、1918年用『日本紳士録』によれば¹⁹⁾、筆頭株主の大崎三四郎は大阪株式市場仲買人であり、商号は大和屋商店であったことが判明する。また、同『紳士録』には大阪在住の証券仲買業者として柏野幸太も採録されており、字は異なるが、住所からみても郡は大株主の大崎幸太に間違いあるまい。柏野幸太は大和屋の一員ではないが、大崎三四郎と同じく大阪株式市場の関係者であり、かつ持株処分の動向が一致している点からみて、大和屋（大崎）と共謀して郡

是株の買付けを行ったと想定できよう。

既述のように、郡是は1916年10月に140万円（4分の1払込）の増資を行い、資本金200万円（払込61万2500円）となった。おそらくこれ以降、大崎と柏野は業績良好な郡是株に着目し、何らかの方法で郡是株の集積を進めたものと推測される。もっとも、17年3月末における両者合計の所有比率は11%であり、郡是経営陣にとって脅威であったとはいえ、テイクオーバーを実現する条件はまだ整っていなかったとみられる²⁰。したがって、もしも加藤の証言が正しいとすれば、大崎と柏野は17年4月以降も郡是株の買収を続け、経営権に深刻な影響を及ぼす程度までその集積を進めたことになろう。そして、この危機は三菱銀行からの融資に基づく郡是株の買い戻しによって解決された。

このテイクオーバー問題とその処理過程は次の点を示唆している。第1に、大戦景気の中で郡是株の市場性が高まり、株主の流動化が進み始めたことである²¹。言い換えれば、増資における郡是側のシステム設計は必ずしも所期の目的を達することができず、養蚕家株主の一部が高い株価に釣られて郡是株を売却する一方で、それを集積する者が出現したのである。第2に、テイクオーバーの危険を回避するために、郡是は株主に継続保有のインセンティブを与える必要に迫られたことである。すなわち、高配当を通じて株主の保有意欲を十分に満足させると同時に、高配当によって企業価値に見合った株価を実現し、テイクオーバーを試みようとするモチベーションを削減することが要請されたのである。

所有構造の変化と企業成長 大戦期以降、郡是は増資に依存した固定資産投資への転換を進め、この過程と並行して配当性向も上昇していった。これは、資金調達手段として重要となった増資に対する株主の容認を得る前提として、高配当の実現が要請されるようになったことを示唆する。しかし、それだけで配当性向の増大を説明するのは十分ではない。その点で、大戦期以降、郡是株の市場性が高まり、零細な養蚕家株主を中心とした従来の株式所有構造が流動化したことが重要となる。

大戦下に始まった所有構造の流動化は、戦後ブーム期（1919年度）における空前の黒字決算（払込資本金の3倍超）と増資計画の存在を承けて一挙に加速された。1920年の増資後もこの流動化傾向は継続し、上場していなかったにもかかわらず、1925年度の年間移動株式数は約21万株、すなわち全株数（40万株）の過半を超えるに至った（郡是製糸株式会社 1960: 622）。25年度における郡是株式の激しい流動化について『何鹿郡実業月報』²²は次のように指摘している。

本年四月以降最近（九月…引用者）迄に郡是製糸株式会社の株式移動数は実に八万株に達した。即ち総株数四十万株の二割に当る大移動で、之等は主として養蚕家の手を離れて都市資本家に占有されるものである。養蚕家は一時的利害を超越して、養蚕業の安定と利益保護の爲めに製糸株の売放しは大いに慎まねばならぬことである。（傍点…引用者）

養蚕家株主から都市部株主へという流出パターンが継続していたのであり、遠藤三郎兵衛社長自身も「何トカシテ養蚕家ヲ当社ノ株主トシテ常ニ親善ナ関係ヲ保ツテ貰フトイフコトハ肝要ナコトデアルト思ヒマス、…機会アルニ臨ミ、アマリ株式ノ移動セヌヤウ御考慮ヲ煩シタイト思ヒマス」と述べていた²³。

こうした加速的な株式所有構造の流動化は、以下の2つの経路を通じて配当性向を強く規定したと考えられる。

第1は、テイクオーバーの危険性が増大したことである。それを回避する意味からも高配当（高株価）が要請されるようになった。この点では、1917年の経験が決定的な転換の契機となったといえよう。

第2は、株主層自体の変化である。創業期以来、郡是株主の中核を占めていた養蚕家株主の特徴は、配当が低下しても、直ちに売却しないという意味で、配当に対して非感応的、または配当に対する選好が低い点にあった。波多野鶴吉は、養蚕家株主について「この一株主が有り難いのだ、大株主が多いと配当のことをやかましく言って、真の経営は出来ない。郡是は初めは損益を度外において専ら養蚕の方を發展せしめるつもりだから」と述べている（グンゼ株式会社 1978: 108）。この波多野の指摘に従えば、養蚕家株主の配当収益に対する非感応性・低選好性は、「一株主」（1株株主）という株式所有規模の零細性²⁴および郡是と養蚕家との利害共同体的な関係（低収益＝低配当の場合、繭購入価格は高い）に規定されていた。大戦期における株主の流動化は、この安定株主である養蚕家を中心とする株式所有構造が変化し始めたことを意味し、1920年代にはこの傾向がさらに強まった。配当性向の増大は、配当感応度・選好性の上昇という株主層の質的な変化にも規定されていたのである。

高配当性向の維持に対する規律づけは、1920年の大増資後、いっそう強まった。この点は、1920年代に配当性向がさらに上昇したという事実（前掲表5）だけでなく、配当準備積立金という安定配当を目的とする勘定科目が新設され（22年度）、その取り崩しによって低収益ないし損失年度でも一定の配当水準を維持しようとした点（23・25年度）にも示されている。但し、25年度の激しい株式移動が示唆するように、配当水準の上昇で株式の流動化を食い止めることはできず、テイクオーバーリスクも消滅しなかった。だからこそ、1920年代半ばに郡是株式を清算市場に上場する動きが強まったのに対し、投機的取引の拡大を懸念した郡是経営陣は陳情まで行ってこれを阻止したのである（郡是製糸株式会社 1960: 622）。

株式の流動化を阻止できなかったとはいえ、配当性向が増大したことは、郡是にとってみれば、企業成長のための資金コストが上昇したことを意味した。資金コストの上昇は、投資に当たって期待収益率に対する選択を厳格化させ、投資の実現を制約する方向で作用する。1920年代に入ると、郡是の成長速度はやや衰えるが、これはビジネスチャンスの減少と同時に、所有構造の変化がもたらした資金コストの上昇にも規定されていたのである。

2.4 小括

郡是製糸は、優等糸供給者の中で、例外的に急激な規模拡大を実現した製糸企業として知られている。その高成長は、直接的には、同社の高い収益性を前提とした経営者の積極的な投資判断に導かれていた。しかし同時に、われわれが想定したように、郡是の場合、経営者による投資決定の過程自体が債権者や株主といったステークホルダーによる規律づけに強く影響されていた。その規律づけを通じて、同社の成長構造は第一次大戦を境に大きく変化したのである。

(1)大戦前における郡是製糸は、分散的な株式所有構造の下で、取引養蚕家との利害共同体的な関係を強調し、零細な養蚕家株主の安定株主化に成功していた。経営者の波多野鶴吉は株主の利害というノイズに悩まされることなく、配当抑制と積立金の充実をはかり、豊富な自己資本を基礎に積極的な設備投資（分工場設置）を展開できた。この積極的な拡大に対して、流動資本の債権者である銀行も明示的な規律づけを行わなかった²⁹。この結果、投資の第1のピーク期には市場変動に対する財務的安定性を犠牲にしても高成長を追求することが可能となった。

(2)大戦期に郡是の成長構造は大きく変化した。郡是の急成長を危惧した債権者（百三十銀行）は成長と財務的安定の両立を要求し、倒産の危機は郡是経営陣に財務的安定性（自己資本の充実）の重要性を認知させた。大戦期に拡大したビジネスチャンスの下で、財務的安定と高成長戦略との両立のために、郡是経営陣は増資による自己資本の充実を選択した。

(3)増資は所有構造に影響する。増資方法は、従来の養蚕家を安定株主とする分散的所有構造を維持し、経営権への影響を回避すべくデザインされた。しかし、テイクオーバー事件の発生は、増資設計が有効に機能せず、市場性を高めた郡是株の都市流出（安定株主の流動化）が始まったことを示唆するとともに、テイクオーバー回避のためにより高い配当（適正な株価水準）の実施を強く要請する結果を招いた。増資依存の成長戦略を選択したこと自体、経営が株主の利害というノイズに制約されることを意味したが、安定株主の減少はノイズのいっそうの拡大（すなわち配当圧力の増大）につながった。大戦期を境とする配当性向の増大は、成長のための資金コストの上昇を意味し、1920年代には、ビジネスチャンスの減少とあいまって郡是の成長速度はやや衰えを示すようになる。

3. 製糸企業の成長構造Ⅱ —関西製糸の事例分析：1896～1930—

冒頭で述べたように、関西製糸と郡是製糸の間に、その後の成長性の差を規定する初期条件の決定的な格差は存在しなかった。にもかかわらず、表7に示したように1930年度には経営規模に10倍程度の差がついた。そこで本節は前節を受け、第Ⅰ期（1896～1915年度）と第Ⅱ期（1916～1930年度）に分け、各期間における関西製糸の投資行動と資金的基盤を郡是製糸と比較・検討し、その相違を規定した統治構造を解明する。これによって、優等糸製糸経営の成長構造の今一つの形態を明らかにすることができるだろう。

3.1 設備投資の動向

表8は、各期間における関西製糸と郡是製糸の成長性・財務的特質・収益性などに関する各種指標を示している。まず、第Ⅰ期指標A・Bそれぞれに格差を認めうる。関西製糸は、実物・財務いずれにおいても、郡是製糸より成長性が低い。同期における関西製糸の主な設備投資は、繰糸釜・緒数の増加と汽缶・工場建築物などの増設であり、工場の新たな設置はない⁶⁹⁾。優等糸製糸家の場合、第1次大戦以前は1社1工場が一般的であったから⁷⁰⁾、郡是製糸と比較して成長性が低いことは関西製糸に特有であったわけではない。

第Ⅱ期になると、両指標とも前期に比べ上昇しているが、郡是製糸には及ばない。とはいえ、

表7 関西製糸と郡是製糸の経営規模

単位：釜、万円

	1896年度		1930年度	
	関西製糸	郡是製糸	関西製糸	郡是製糸
設備釜数	140釜	168釜	1177釜	10076釜
払込資本金／公称資本金	7.5／10	2.4／9.8	172／280	1171.6／2000
固定資産	3.1	2.1	144.7	1251.1
総資産	8.1	3.5	265.5	2753.9

出所) 関西製糸株式会社『営業報告書』各年度、郡是製糸株式会社『営業報告書』各年度、『全国製糸工場調査』1930年度より作成。

表8 関西製糸・郡是製糸の各種指標

単位：倍、%

	第Ⅰ期 (1896～1915年度)		第Ⅱ期 (1916～1930年度)	
	関西製糸	郡是製糸	関西製糸	郡是製糸
A：設備釜数の期間倍率	1.9	10.2	2.1(4.0)	4.5(6.3)
B：固定資産の期間倍率	2.5	12.2	13.9(18.5)	24.3(48.4)
C：固定資産÷資本金×100の期間平均	48.3	153.1	79.7	101.3
D：固定資産÷自己資本×100の期間平均	44.5	95.7	48.2	51.4
E：積立金÷自己資本×100の期間平均	8.3	36.6	31.7	31.1
F：社外負債÷使用総資本×100の期間平均	10.6	51.0	22.9	30.1
G：社外負債÷流動資産×100の期間平均	10.5	79.3	19.0	45.2
H：(資本金－固定資産)÷流動資産×100の期間平均	76.3	-17.5	14.5	0.2
I：自己資本利益率の期間平均	14.8	31.4	17.8	18.7
J：社外分配率の期間平均	66.8	29.4	73.3	56.4
K：配当性向の期間平均	56.3	19.3	62.2	54.1
M：配当率の期間平均	7.1	13.7	28.2	22.3

出所) 関西製糸株式会社『営業報告書』各年度、同社『決算広告』各年度(『伊勢新聞』当該年)、郡是製糸株式会社『営業報告書』各年度より作成。

注) 期間倍率とは期間最終年度の開始年度に対する倍率。期間平均とは期間中の各年度値の平均。小数第二位切り捨て。関西製糸は1916年度データが得られないので1917～1930年度で計算。()は1915～1930年度で計算。指標Iは利益年度のみ、指標J、K、Mは配当年度のみで計算。第Ⅱ期の郡是製糸指標Jはさらに1925年度(蛸配当)を除いて計算。関西製糸の年度末は1896・1897年度は同年12月、1898年度は同年1～3月期と4～12月期があり、1899～1926年度までは翌年3月、1927年度からは同年12月、郡是製糸の年度末はすべて翌年3月である。

郡是製糸との格差は前期より縮小している。同期における関西製糸の主な設備投資は、製糸工場の買収・新設、繰糸釜の増設、蚕種製造所の設置であった²⁹⁾。第1次大戦前には1社1工場だった優等糸製糸家の一部は、大戦期から1920年代前半にかけて、複数の工場を設置し、経営規模の拡大をはかった³⁰⁾。大戦期以降における関西製糸の成長性の上昇と拡大形態の変化は、それら優等糸製糸家の設備投資の特徴をあらわすものといえる。

ところで、この格差の縮小は、関西製糸の上昇より、郡是製糸の低下ないし停滞によるところが大きい。しかし注目すべきは、同じ市場環境において、関西製糸と郡是製糸が対照的な傾向を示したということである。関西製糸では、設備投資を支持する方向へ規律づけのベクトルが変化したと考える。

以上より、全期間を通して関西製糸は郡是製糸より成長性が低く、緩慢な成長過程をたどったが、第1次大戦期を境として、規律づけのベクトルは設備投資を支持する方向になっていったといえる。では、設備投資が低調な場合、どのような統治上の問題が想定しうるであろうか。第1は、経営者の努力水準が低く、その経営者を矯正する仕組みが十分に機能していない場合である。第2は、経営者の投資計画に所有者などの利害が攪乱的に作用し、設備投資が抑制される場合である。そこで、次項では資金の調達・運用と蓄積状況について考察する。

3.2 資金の調達・運用と蓄積状況

前節が明らかにしたように、第I期の郡是製糸は自己資本の範囲内ではあるが資本金以上の固定資産を有しており、設備投資は順調な自己資本の蓄積に支えられていた。指標Cによると、関西製糸の固定資産は資本金未満であり、かなりの余裕が存在する。つまり、資本金の内、相当な金額を運転資金、おそらく原資金に代る購繭資金として運用していたと考えうる³¹⁾。そして、指標CとDの差がほとんどない。これは、資本金と自己資本の差が小さかったということであるから、諸積立金・未処分利益金といった自己資本の蓄積が極めて低調であったことを示している。

第II期に入ると、関西製糸の投資活動は活発になるが、それでも依然として資本金に残余がある。資本金の一部で流動資産を充当する財務処理の基調は変わっていない。前期に比べ、指標Dは上昇しているが、指標Cに比べるとその程度ははるかに低い。これは、自己資本の蓄積が進展したからにはかならない。後に見るように、関西製糸は設備投資資金を増資で賄ったのであるが、指標Eが示しているように積立金の蓄積が進展したのである。以上のような、資本金の残余と自己資本の蓄積には、どのような財務的な効果があったのであろうか。

第I期指標F・G・Hによると、関西製糸には社外負債がほとんど存在せず、流動資産の大部分は自己資本、それも資本金の残余金によって充当されている。資本金から固定資産を差し引いた残余金によって、社外負債の圧縮と流動性をえることができたのである。

第II期になると、社外負債の比率は倍以上に上昇しており、資本金の残余金による圧縮効果は低下している³²⁾。とはいっても、社外負債の比率自体は郡是製糸よりかなり低く、前期同様、関

西製糸の資本構成の特徴といえる。したがって、この時期の社外負債の圧縮は、諸積立金など資本金以外の自己資本の寄与が大きかったことになる。しかし、それでも指標Cからわかるように、資本金を全額設備投資するという投資行動はとっていない。程度は低下したとはいえ、資本金の残余金は流動性の確保に寄与し続けた。

以上のように、全期間を通して、資本金から固定資産を差し引いた資本金の残余金は、資産構成に流動性をもたらし、社外負債の圧縮効果を持っていた。しかし、その程度は設備投資の活発化に伴い低下傾向にあり、それを補ったのが、諸積立金などの自己資本の蓄積であった。では、以上のような財務処理とその効果は、合理性をもった経営上の判断によるものであったのだろうか。

まず、第I期について。年度末の流動資産の充当に際して、その使用を事前に確定しうる自己資本は、資本金から固定資産を差し引いた残余金と積立金である。そこで、この合計額の推移を表9に示すと、概ね6万円前後を維持している。注目すべきは、1906年度設備投資→07年度積立金増大、1909年度設備投資→09年度積立金増大、1912・13・14年度設備投資→14年度積立金増大に見られるように、設備投資によって残余金が減少すると、内部留保によって残余金と積立金の合計額が回復していることである。これは、6万円前後の金額を意図的に維持していたと考えるのが自然であろう。したがって、資本金の残余金は、流動性を持つ自己資本を一定額確保するという合理的な経営上の判断によるものであったといえる⁸²⁾。

表9 関西製糸の設備投資額と流動性の自己資本額(円)

単位：円

年度	固定資産の対前年度増分	資本金－固定資産	積立金の対前年度増分	資本金－固定資産＋積立金
1897	5469	63466	0	63466
1898*	2039	61427	0	61427
1898	16	61441	0	61411
1899	944	60967	0	60967
1900	282	60685	5000	65685
1901	362	60323	0	65323
1902	777	59546	0	64546
1903	1077	58469	0	63469
1904	1014	58483	0	63483
1905	950	57533	0	62533
1906	3411	57533	800	59922
1907	1109	53013	5000	63813
1908	946	52067	0	62867
1909	4769	47298	3000	61098
1910	955	46343	1000	61143
1911	1720	44623	2500	61923
1912	4607	40016	500	57816
1913	4579	35437	1500	53737
1914	16449	18988	21700	58988
1915	-2762	21750	300	62050

出所) 表8に同じ。

注) 年度末は、1898年度*が同年3月、その他は表8に同じ。－は減少。

次に、第Ⅱ期について。次年度の設備投資計画の策定に際して、資金源として予定できる自己資本は、やはり資本金の残余金と積立金⁶³⁾である。表10は設備投資額とその資金調達を示している。関西製糸は、1916年度以降9回増資したが、1922年度を除いて、いずれも資本金に残余金があり、設備投資額も1920年度を除いて、前年度の次年度に投資可能な自己資本未満である。つまり、1920年度以外は増資を行わなくても設備投資は可能であった。とくに1918・21・24年度の場合、各年度の固定資産は各前年度の資本金未満であるから、増資せずに設備投資をしたとしても資本金に残余はある。

関西製糸は、1924年度に震災焼失生糸19万2000円を償却した⁶⁴⁾。金額的には既存の自己資本で償却が可能である。にもかかわらず、同年度に製糸部資本金⁶⁵⁾を19万円増資している。増資の目的は、償却によって減少する自己資本分を調達して、自己資本の流動性を確保することにあつたと考えられる。これは、自己資本を原資金に代わる購繭資金として運用していたと考えれば、さらに首肯し得る⁶⁶⁾。したがって、資本金の残余は合理的な経営上の判断によるものであったといえる。

以上より、関西製糸は資本構成で自己資本を高くかつ資産構成で流動性を確保すること、具体的には自己資本の一部を購繭資金として運用し、他人資本の導入を極力回避するために、資本金に残余ができる範囲に設備投資を抑制したといえる。では、こうした投資行動はなにを志向した結果なのだろうか。

前節で述べたように、指標Dは経営破綻に対する自己資本のバッファー機能の程度を示している。関西製糸は全期間を通じて自己資本の過半が固定化していない。さらに、社外負債の比率が

表10 関西製糸の設備投資額とその資金調達

単位：千円

年度	公称 資本金	A= 実質資本金	増資額	B= 固定資産	Bの対前年度増分 =設備投資額	A-B=C 資本金残余	D= 積立金	C+D= 次年度に投資 可能な自己資本
1916	125	125	25					
1917	300	168	43	104		64	130	194
1918	300	300	132	160	56	140	180	320
1919	1000	475	175	362	202	113	118	231
1920	1000	825	350	717	355	108	335	443
1921	1000	909 909	84 84	778	61	131	405	536
1922	1000	1000 1000	91 91	1006	226	-6	375	369
1923	2800	1450 1450	450 450	1157	151	293	385	678
1924	2800	1720 1640	270 190	1120	-37	600	485	1085
1925	2800	1720 1640		1153	33	567	585	1152

出所) 表8に同じ。

注) ゴシックは製糸部資本金。1923年度までは製糸部資産に蚕種部勘定があり、同額が蚕種部で資本金として計上されている。D=積立金は注(33)に同じ。

極めて低い。これはかなりの確率で倒産を回避しうるものと評価できる。関西製糸は、急速な成長ではなく、経営の存続・安定を選択したのである。

だが本来、急速な成長を実現することと自己資本のバッファ機能を一一定水準以上に保ち経営の存続・安定を図ることとは両立可能である。なぜなら、自己資本の蓄積ペースが、設備投資のペースを上回れば、自己資本のバッファ機能は維持できるからである。にもかかわらず、第Ⅰ期には設備投資を抑制することで自己資本のバッファ機能を維持し、第Ⅱ期には増資と内部留保によって自己資本を蓄積しつつもバッファ機能が若干ながら低下したということは、両期ともに増資と内部留保に制約があったことを意味している。そこで次に、増資＝投資家の意思決定と内部留保を規定する収益性と社外流出について検討する。

3.3 収益性・社外流出

第Ⅰ期指標Eによると、郡是製糸と比べ関西製糸の蓄積状況は著しく低い。考えうる要因は、低収益と社外流出（配当・役員賞与）である。指標Iによると、関西製糸と郡是製糸の収益性には倍以上の差がある。関西製糸の蓄積を規定したのは、まず収益性であった。しかし、収益性が低くても社外流出を抑えれば、一定の蓄積は可能となる。

そこで、指標Jを検討すると、関西製糸は郡是製糸の倍以上であり、過半を社外分配している。指標Kによると、なかでも配当金としての流出が大きかったことがわかる。関西製糸が郡是製糸より低蓄積であったのは、収益性格差に加えて、配当圧力が極めて高かったからといえよう。関西製糸の配当性向は高かったが、低収益であったため、指標Mの配当率は郡是製糸よりかなり低い。このことは、投資家の投資意欲を低下させ、増資の制約になったと考えうる。

第Ⅱ期の関西製糸は、積立金の蓄積が進展した。それは、前述した資本金の残余金の縮小に対応するものである。積立金を蓄積しえた理由として考えうるのは、配当圧力の低下であるが、むしろ社外分配率・配当性向共に上昇しており、配当率は郡是製糸より高い。同期の関西製糸は投資源泉を増資に依存したため、前期より高い配当圧力にさらされたといえる。にもかかわらず、内部留保によって自己資本の蓄積を進展しえたのは、収益性が社外分配率・配当性向を上回るペースで上昇したからである。同期の関西製糸の収益性は第Ⅰ期より上昇しており、郡是製糸と有意差がない。関西製糸では収益性の改善を迫る圧力が働き始めたと考えうる。収益性と配当率の改善によって、投資家の投資意欲が高められ、増資の制約は解消された。

以上3項より、次のようにいうことができる。関西製糸は、急速な成長よりも経営の存続・安定を志向し、負債の導入を極力回避しかつ自己資本の流動性の確保に努めた。また、配当圧力が極めて高く、自己資本の蓄積は低位となった。そのため、収益性が低かった第Ⅰ期は設備投資を抑制した。しかし第Ⅱ期には、収益性の改善を迫る圧力と設備投資を支持する圧力が生じ、増資に依存しながら設備投資を活発化した。そこで次項では、設備投資を規定した所有構造と統治構造について考察する。

表11 関西製糸の所有構造

単位：％，倍

年 度	1896	1901	1908	1914	1917	1920	1925	1930
上位（5位）集中度	13.9	24.6	34.5	43.6	39.7	30.3	19.4	19.7
重役の所有比率	11.2	16.7	28.8	38.4	40.8	32.9	21.8	17.9
A：川喜田・小島とその関係者・ 関係機関（川喜多・小島）	7.5 (7.5)	21.7 (11.9)	29.8 (22.8)	37.5 (31.8)	31.4 (29.4)	20.2 (14.7)	17.2 (9.6)	14.1 (11.3)
B：中山武平・中山武雄（中山武 平）	1.4 (1.4)	2.5 (2.5)	6.0 (3.8)	6.3 (4.1)	6.8 (4.3)	7.0 (4.8)	4.7 (2.7)	4.7 (2.4)
A B 格差	5.3 (5.3)	8.6 (4.7)	4.9 (6.0)	5.9 (7.7)	4.6 (6.8)	2.8 (3.0)	3.6 (3.5)	2.9 (4.7)

出所) 表8に同じ

注) 小数第二位切り捨て。

3.4 所有構造と統治構造

表11は関西製糸の所有構造の推移を示している³⁷⁾。第I期に相当する1896年度から1914年度まで、上位集中度および重役の所有比率は一貫して大きく上昇している。その際、重役の所有比率の伸びが上位集中度の伸びを上回っている。株式の上位集中とは、重役への集中であり、重役は大株主によって占められていた。重役は、株式所有を基盤に支配力を増強していったと考える。

創業以来一貫して重役の地位にあったのは、設立有力メンバーの川喜田四郎兵衛・小島惣右衛門と中山武平であった³⁸⁾。そこで、これら3名とそれぞれの関係者・関係機関も含めた所有状況を見ると³⁹⁾、いずれも所有比率を上昇させている。しかし、川喜田・小島と中山の差は大きく、拡大傾向にある。株式の重役への集中とは、川喜田・小島への集中であり、同時にその関係者・関係機関を含めた川喜田・小島勢力への集中であった⁴⁰⁾。したがって、取締役会において川喜田・小島は中山に対し、役職においてのみならず、株主総会における議決権を背景として、圧倒的に優位な立場にあったと考える⁴¹⁾。

以上のように、当該期の関西製糸には、川喜田・小島の両大株主重役の利害を、戦略的意思決定に反映しうる制度上の基盤が形成されていた。では、川喜田・小島の利害とは、具体的にどのようなものだったのだろうか。

製糸経営は購繭資金のうち、生糸売込問屋から原資金を受け、残りを繭担保などで地方銀行から調達していたことは周知の事実である⁴²⁾。関西製糸は、前述のように資本金の残余金を原資金に相当する購繭資金として運用していたと考えられるから、残りは地方銀行から調達していたことになる⁴³⁾。では、どの金融機関から調達していたのであろうか。川喜田が関西製糸の地元の百五銀行頭取、小島が同取締役であったことからすると、同行であった可能性は極めて高い⁴⁴⁾。とすれば、関西製糸の破綻は、百五銀行にデフォルトの損害を与え⁴⁵⁾、川喜田・小島は関西製糸の株主としてのみならず、百五銀行の経営者・株主としても、損害を被ることになる⁴⁶⁾。実際のところ、以下のように、関西製糸は創業10年間、繰越損失を抱え込み、配当はおろか、事実上利益

を生まない極めて不安定な経営状況にあった⁴⁷。

創業3営業期は欠損で、第4期（1898年度）に初めて当期純益を計上するが、繰越損失を償却しえず無配を継続した。初配当は、繰越損失を償却した第5期であった。しかし、第6期には2万3913円の当期損失を計上し、無配に転落、再び繰越損失を抱え込んだ。これを償却し、復配したのはようやく第11期（1905年度）のことであった。債権者＝百五銀行の重役でもある川喜田・小島にとっては、関西製糸の経営破綻を未然に防ぎ、債権の回収をはかることが重要であったが、株式所有が集中したことにより、そうした利害が深まることとなったのである⁴⁸。

こうした理解に立てば、次のような統治構造によって、設備投資が低調となったと捉えることができる。創業期における経営的不安定は、債権者にデフォルトの可能性を認識させた。債権者は関西製糸の重役として支配的地位にあったので、関西製糸の重役陣は経営破綻の可能性を同時に認識した。つまり、債権者企業と債務者企業の重役が同一人格であったため、貸し手と借り手との間の情報の非対称性は基本的に存在しない⁴⁹。こうした場合、双方のリスクを同時に回避する方策が選択される。具体的には、債権者の利害を色濃く反映する形で、固定比率の低位安定によって経営の存続・安定が図られた⁵⁰。ここで問題となるのは、自己資本の蓄積ではなく設備投資の抑制によってこの課題が達成されたことである⁵¹。それは、彼らが債務者企業の大株主＝債権者企業の重役であり、さらに所有比率を高めていたからである。彼らは、株主として配当を要求し、投資家としては低収益であったので増資を忌避して、その利害を貫徹する一方、大株主重役かつ債権者としては積立金の不足による流動性の欠如とデフォルトリスクの増大に対して設備投資を抑制することで対応した。以上のように、関西製糸の主要なステークホルダーが同一人格であったため、最も保守的な手段である投資活動の抑制が選択されたのである。

だが、設備投資が低調となった原因を、債権者かつ大株主重役であった川喜田・小島の利害貫徹にのみ帰すのは、必ずしも妥当ではない。関西製糸は、運転資金の一部を自己資本で賄っていたのであるから、全面的に他人資本に依存していた郡是製糸より金融コストは削減されたはずである。にもかかわらず、関西製糸の収益性が郡是製糸より低いということは、運用効率の低さによって相殺されていたことになる⁵²。社外負債の比率と固定比率が低位安定したことによって、資本構成では過大な自己資本が、資産構成では自己資本の流動性が過度に発生し、経営者⁵³の努力水準が低位に推移した可能性がある⁵⁴。

第Ⅱ期に相当する1917年度以降、関西製糸は新株発行による増資を1917・19・23年度に行った⁵⁵。現株主への割当も行われたが、一部は公募であったので、所有構造は分散化の方向へ動き始めた。上位集中度・重役所有比率ともに低下している（前掲表11）。また、同社の重役は、大幅に増員され、常時10人程度で推移したので、重役1人当たりの所有比率はかなり低下したことになる。株主かつ重役として圧倒的地位にいた川喜田・小島と中山の関係は、変化したのであるうか。

この時期は、双方ともに所有比率を低下させているが、中山の低下の程度は川喜田・小島のそ

れを下回っている。むしろ、1917年度から1920年度の中山は、僅かとはいえ上昇している⁶⁶。中山と川喜田・小島の格差は縮小し、取締役会において中山がイニシアティブをとりうる可能性が高まった。しかし、次の事実からすれば、中山が経営権を掌握したとはいいがたい。

関西製糸は、1923年度の増資に先立ち1922年11月に大株主協議会を開催し、増資について諮問した⁶⁷。これは、株主総会で大株主によって議案が否決される可能性があったことを意味している。川喜田・小島は所有比率を低下させつつも、大株主であり続けた。所有構造は分散化の方向へ動いたとはいえ、依然として大株主は存在し、経営に介入しうる力を保持していたのである。

ではなぜ、大株主重役は当該期には設備投資を支持したのだろうか。前述のように関西製糸の固定比率は僅かながらとはいえ上昇し、社外負債の比率はそれを上回るペースで上昇している。これは、運転資金の需要増大を主に他人資本によって賄ったことを意味している。基本的に第I期の統治構造が維持されていたことを前提とすれば、その相当部分を百五銀行から調達した可能性が高い⁶⁸。大株主重役は債権者でもあったので、関西製糸の経営的安定を確保しうる水準にデフォルトリスクをコントロールしかつ貸し出しの最大化を図ったのである。

この他人資本の導入に伴う社外負債の比率の上昇は⁶⁹、経営者に返済圧力をかけ、収益性の改善を促すことになる。関西製糸の収益性は上昇し、郡是製糸と有意差はない。過大な自己資本とその過度な流動性が解消され、経営者の努力水準が引き上げられた可能性がある。

3.5 小括

関西製糸の統治構造で一貫していたのは、大株主＝債権者による規律づけであった。その基調は経営の存続・安定であり、具体的には一定水準にデフォルトリスクをコントロールしかつ貸し出しの最大化を図った。したがって彼らは、経営者の設備投資活動に対して、収益性の低かった第1次大戦以前は抑圧的に、収益性の改善した大戦以後は支持的に行動した。関西製糸の投資行動は、所有構造の特徴に規定され、債権者の利害を色濃く反映した形で展開することとなったのである。

こうした大株主＝債権者による統治は、次の経路でも企業パフォーマンス（収益性、設備投資）を規定した可能性がある。第1次大戦前は、設備投資を抑制したことにより、過大な自己資本とその流動性が過度に生じ、経営者の努力水準は低位に推移し、企業パフォーマンスは低迷した。設備投資が活発化した第1次大戦以後は、他人資本への依存程度の上昇と自己資本の流動性の低下により、経営者の努力水準は上昇し、企業パフォーマンスも改善した。資本構成と資産構成が、経営者の努力水準に影響し、企業パフォーマンスを決定したと思われる。

では、以上の関西製糸の事例によって、原料調達の制約で説明されてきた優等系製糸家の特徴である緩慢な成長過程を（高村 1985）、企業統治の問題として捉えなおすことは可能だろうか。優等系製糸家は、資産家・地主であり銀行業など多角的な経営を行っていたとされている（石井 1972）。ということは、製糸企業の大株主重役は銀行経営者でもあったことになるから⁶⁹、関西

製糸の大株主重役と同様、優等糸製糸家は債権者の利害を反映した行動をとった可能性がある。また、優等糸製糸家は、問屋金融への依存程度は低く、繭購入資金の多くを自己資金で賄い、不足分を地方銀行から調達していたとされている⁶¹⁾。これは、関西製糸と同様の財務構造と考えることができる。とすれば、社外負債の比率の低さは経営者の努力水準にネガティブに作用すると予想されるから、投資抑制効果をもったであろう。したがって、関西製糸の事例は、優等糸製糸家の成長構造を解明するモデルとして、一定の有効性を持ちうる。

4. 総括と展望

4.1 示唆

戦前期日本における製糸企業の成長について、郡是製糸と関西製糸の事例分析から得られる示唆は、以下の2点にまとめられる。

(1)同一の製糸企業にみられた時期毎の成長性の相違は、収益性だけに規定されたわけではなく、統治構造の変動に強く影響されていたことである。統治構造の変化は、投資の意思決定に対するステークホルダー（株主・債権者）による規律づけのベクトルの方向転換として表れ、結果として企業成長に対して促進的ないし抑制的な機能を果たした。但し、関西製糸のように、「大株主＝債権者」という基本的な統治構造は維持されつつも、ビジネスチャンスの拡大に伴う収益性の改善が投資に対する規律づけのベクトルを成長抑制的方向から成長支持的方向へと変化させるケースもみられた。しかし、いずれにしても、収益が企業成長に直結したのではなく、統治構造（経営者に対する規律づけ）を媒介にして成長ないし停滞に結びついたのである。

(2)近似した初期条件の下に置かれた製糸企業間に成長性の相違をもたらした要因も、収益だけに求めることはできず、経営者・株主・債権者という企業をめぐるステークホルダーの構造的な差異（統治構造の相違）が成長促進的ないし抑制的な投資の意思決定を強く規定していたことである。関西製糸を含めて、優等糸を生産したほとんどの製糸企業が低成長戦略を選択した理由として、従来、製品の特性に制約された生産過程の問題点（規模拡大による優良繭入手の困難）が指摘されてきた（高村 1985）。また、郡是製糸だけが例外的に急成長を遂げた事実については合理的な解釈が提示されていなかった。本稿の分析は、これらの問題を統治構造のあり方から統一的に説明しうることを示唆している。

4.2 成長性の相違

大戦期以降、郡是が安定成長戦略に転じ、関西製糸の企業統治構造が成長支持的に変化したにもかかわらず、関西製糸と郡是との間にはなお成長性の点で一定の差が残り続けた。この点にも、成長投資に対する規律づけのあり方の違いが影響を及ぼしていたと考えられる。

第1に注目すべきは、郡是と羽室家との関係である。郡是創設者・波多野鶴吉の生家である羽室家は郡是創立から1901（明治34）年まで同社の筆頭株主で、当主の羽室嘉右衛門（波多野鶴吉

の長兄)は名目的ではあるが郡是の社長であり、また嘉右衛門が経営する明瞭銀行は郡是の流動資産に対する最大の債権者でもあった⁶³⁾。したがって、羽室家が「大株主重役＝債権者」であり続ければ、大株主重役として抑制的な配当政策と対立し、また大株主＝債権者としてデフォルトリスク軽減のために、財務的安定性を欠く急拡大戦略に介入した可能性がある。その場合、羽室家の存在は、郡是の成長に抑制的な影響を及ぼしたであろう。しかし、羽室家が経営する明瞭銀行は1901年恐慌で破綻し、同家も郡是株式を手放したため、こうした介入が行われることはなかった。「大株主重役＝債権者」の消滅は、それが残り続けた関西製糸との間に埋めがたい成長性の差を存続させた一つの要因になったと考えられる。

第2に重要となるのは、郡是と百三十銀行および三菱合資銀行部との関係である。郡是は1901年恐慌で綾部・明瞭の両取引銀行を失い、代わって大阪の有力銀行であった百三十銀行(松本重太郎頭取、後に安田銀行系となる)⁶⁴⁾に運転資金を依存するようになった。従来、この取引銀行の変化は借入可能な購繭資金量の増大という点で郡是の成長に寄与したと評価してきたが(横浜市史編纂室 1971)、それだけではあるまい。取引銀行の資金的規模が増大したことは、銀行貸付総額に占める対郡是貸付のウェイトが低下したことを意味する。企業統治の観点にたてば、この結果、銀行がデフォルトリスクを警戒して貸付先企業への経営的規律づけを行う資金的臨界点が上昇したことが重要となる。1917年の三菱合資銀行部との取引開始も同様の効果をもったと考えられよう。これに対し、関西製糸の場合、川喜田が頭取を務める百五銀行からの資金供給に依存し続けた。したがって、関西製糸は、取引銀行の資金量においても、また銀行が経営介入に至る資金的臨界点からみても、成長投資の実行に対して郡是ほどの自由度を与えられなかったと想定できよう。

4.3 今後の課題

望ましい企業成長を可能にした投資の条件としては、本稿で取り上げた投資の意思決定だけでなく、投資後の調整過程もあわせて検討されねばならない。

持続的な成長のためには、投資が十分な収益を伴って回収され、「投資→回収(収益)→投資……」の望ましい資本循環が形成される必要がある。行われた投資が有効であったか否かの評価も、事後的に良好な資本の循環を実現しえたか否かに依存する。つまり、投資の有効性が評価される時点と投資が行われた時点との間には一定のタイムラグが存在し、この間に経営者は投資を成功に導くために様々な事後的調整を行いうることになる。投資が良好な資本循環につながるかどうかは、事後的な調整過程にも強く依存していると考えられよう。したがって、われわれは事後的調整のあり方が望ましい企業成長を左右する重要な条件になると想定しているが、この点の本格的な検討は今後の課題としたい⁶⁴⁾。

付記 本稿は早稲田大学産業経営研究所2002年度設定リサーチ・プロジェクト「日本の企業金

融・コーポレートガバナンス・経済発展：1900-1955』（プロジェクト・リーダー 花井俊介）および平成13-15年度科学研究費補助金・基盤研究（B）「日本の企業金融・コーポレート・ガバナンス・経済発展：1900-1955」（研究代表者 宮島英昭，課題番号13430023）による成果の一部である。執筆分担は，第1，2，4節が花井，第3節が公文である。

注

- (1) 投資の意思決定が，個々の経営者の能力に強く左右されることはいうまでもない。まだ製糸業史では本格的な研究はないが，経営史学における諸研究は，企業者の能力や性向を，その社会的属性，学歴・職歴などの代理指標に置き換え，企業発展との因果関係を解明する努力を続けてきた。但し，本稿では経営者個々の能力については取り扱わない。経営者の能力は投資決定を強く規定する点で重要であり，経営史のアプローチの有効性は否定されない。しかし，能力を客観的に計測・分析するのは不可能に近く，また，仮に同じ能力をもつ経営者であったとしても，資金的条件，経営的規律づけのあり方によって投資の意思決定には差が生じると想定できるので，能力の問題を捨象しても，本稿の視角は一定の有効性をもちうるであろう。なお，必ずしも投資行動（企業成長）との関連で企業統治を問題にしているわけではないが，近年，岡崎（1993）や宮本・阿部（1999）のように，戦前期日本企業の統治構造を解明する試みが現れるようになった。
- (2) 製糸業史の代表的な研究成果である石井（1972）から高村（1985），花井（2000）や最新の成果である中林（2003）まで含めて，伝統的な経済史研究の方法を採用するか否かにかかわらず，この傾向を指摘できる。例えば，中林の議論は，単純化すれば，諏訪系製糸企業における「最適な生産・労働等の組織形成→高収益→高成長」という枠組みで展開されている。中林の貢献は，最適な組織の形成およびそれがいかに高収益に結びついたかという「最適な組織→高収益」の関係について，歴史制度分析の立場から独自の緻密な分析を試みた点にあるが，収益と成長との関係は自明とされ，ほとんど検討がなされていない。一般的に高い収益率は高い成長率の前提となりうるが，収益の社外流出等を考慮すれば，高収益が必ず高成長に帰結するとは限らない。すでに，諏訪製糸企業の特徴として，収益を不動産投資などに振り向けてリスク分散をはからず，ひたすら製糸業に再投資して拡大を目指すという特異な投資行動がとられた点が指摘されており（石井 1991），収益と成長を結びつけた投資の意思決定過程を究明していく必要がある。もっとも，石井の指摘は，諏訪製糸企業の投資行動の特異性に関する示唆にとどまっており，資本蓄積との関係で投資行動を解明する必要性を意識した主張がなされているわけではない。本稿は，石井の先駆的な示唆にもかかわらず，その後の諸研究が自覚的に追究してこなかった製糸企業における投資決定の問題を考察する試みである。なお，諏訪の大製糸企業の多くは，匿名組合という組織形態の下で規模拡大を遂げていた。この場合，株式会社のようなエージェンシー問題に伴う規律づけは行われないが，銀行や売込問屋などの債権者の利害が投資決定に影響する余地は残されている。
- (3) 本稿の分析枠組みに関しては，平成13-15年度・科学研究費補助金・基盤研究(B)(1)「日本の企業金融・コーポレートガバナンス・経済発展：1900-1955」（研究代表者宮島英昭，課題番号13430023）による共同研究から多大の示唆を得た。本稿における分析枠組みについて，詳しくは同研究成果報告書『戦前期日本企業の投資行動・企業成長・企業統治：1900-1955』（2004年）ないし宮島（2004）を参照。
- (4) 戦前期における郡是製糸の経営については，花井（1988），（1990），石井（1972）および郡是製糸株式会社（1960），グンゼ株式会社（1978），（1998）を参照。
- (5) 中山武平：1869～1931年。1886年明野養蚕伝習所修業後，1887年安濃郡養蚕組合長に就任，関西製糸の経営者。
- (6) 関西製糸株式会社『第拾回営業報告書』1905年4月より。
- (7) 優等糸という製品用途レベルのドメインのみでは，両社が同一であったとはいえない。本文に述べたように，製糸業の場合，市場へのアクセスが企業成長に与える影響が大きかったからである。
- (8) 分工場の設置状況と対応させると（前掲表1），設備投資の第1のピーク期は1910年度前後（1908～12年度）であったと考えることができる。
- (9) 1910～13年度の期間成長率は低いので（前掲表2），正確には1910年代全般にわたって自己資本の急成長が展

開したわけではなく、大戦期（1914年度以降）に急速に成長したといえる。

- (10) 損失を負債でファイナンスしている場合、負債が生産的に利用できないことに加えて、その非生産的な負債にも利子が生じるため、経営負担が大きく、返済に対応できない可能性が高まる。その限りで破綻のリスクが増大するとみられる。損失補填の応急的措置としては増資もありうるが、臨時株主総会の開催など手続きに一定の期間を要する上に、経営悪化の中で株主が追加出資に応じるとも想定しにくい。したがって、特殊なケースを除いて、一般的には増資を緊急措置として利用するのは難しいと考えられる。もちろん、企業が高い担保価値をもつ資産を有しているか、あるいは企業の収益力に対する株主や金融機関の高い評価が確立していれば、増資も容易となり、また、負債の借り換えなどもスムーズに行いうるので、倒産のリスクもそれに応じて低下する。
- (11) 但し、この規律づけの目的は郡是の規模拡大に自己資本の充実という前提条件を付加することであり、拡大路線自体を否定したわけではない。
- (12) 神栄生糸株式会社は、このとき郡是の生糸を一手に取り扱っていた生糸売込問屋である。
- (13) 勸銀借入ができなければ、繰越損失は短期負債でファイナンスせざるをえないが、長期の負債を勧業銀行より導入し（15万円のうち3万円は1916年12月返済、以後15年年賦、利子8.7%）、それに振り替えることで、短期負債の返済に伴う倒産リスクが緩和された（グンゼ株式会社 1978：136）。また、この結果、短期負債を本来の目的である運転資金に利用できるので、営業報告書では勸銀借入で運転資金を賄ったかのように記述したと思われる。しかし、勸銀借入の意義はそれにとどまるものではなく、経営危機の緩和に一定貢献したとみるべきであろう。
- (14) 郡是の企業規模や収益の不安定性、また非上場企業であったこと等を考慮すると、少なくとも第1次大戦を迎えるまでは郡是株の市場性は低く、同社株が売買により頻繁に移動したとは考えがたい。なお、以下の増資過程についてはグンゼ株式会社（1978）による。
- (15) 大戦前（1914年3月末）の郡是株保有状況を見ると、京都府だけで株主数の90.3%、持株数の90.9%という圧倒的ウェイトを占めており、工場所在地周辺の養蚕家株主が中心をなすという構造が継続していたことを示唆する（郡是製糸株式会社 1960:616）。
- (16) 岡山県下における引受株数は1571株で、公募分の22%を占めた。
- (17) 創立以来、郡是の筆頭株主は羽室家（波多野鶴吉の生家）ないし波多野家（鶴吉・林一）が占めていた。
- (18) グンゼ株式会社（1978）は株主名簿上で大和屋を確定できないとして、テイクオーバー事件の真偽についても慎重に留保している。
- (19) 『日本紳士録 大正七年用 第二十二版』交詢社、1918年。
- (20) 1917年3月末時点で、大株主（上位10位まで）中、郡是関係（郡是重役・取引関係者）と推定される者の合計保有株数は3941株、所有比率9.8%で大崎・柏野の11.0%と拮抗しており、郡是サイドと想定できる養蚕家安定株主もまだ多数存在していたので、この時点ではまだテイクオーバーの実現は困難であると推測される。
- (21) すでに1915年度の変則的な増資において、第二郡是会社の株式公募7000株に対して、プレミアム付きであったにもかかわらず、2万2836株もの応募があったという事実自体が、郡是株の市場性の高まりを示唆している（グンゼ株式会社 1998:87）。なお、グンゼ株式会社（1978:144）は、このときの株式流動化について郡部の養蚕家保有株の都市流出が始まったと推定している。株主の地域的な分布についてはデータが得られないが、郡是株の市場性の高まりは、利殖を目的とした売買の進展を意味するので、場外株式市場へのアクセスが容易な都市部に郡是株が移動し始めたとの推定は妥当性をもっていよう。また、1920年代に明確となる郡是と養蚕家との利害共同体意識の希薄化（花井 1988）も株主の流動化に関わっていると推測されるが、この点の検討は今後の課題としたい。
- (22) 『何鹿郡実業月報』9月15日号（グンゼ株式会社 1998:131）。
- (23) 1925年8月6日場長会での発言（グンゼ株式会社 1998:130）。
- (24) グンゼ株式会社（1978:71）によれば、創立時点で1～2株所有の零細な養蚕家株主は446名で、株主総数721名の62%を占めた。これらの零細株主にとって配当収入の経済的意味は小さかったのかもしれない。
- (25) 前述のように、郡是は1914年度まではスキナー商会と一手取引を行っており、製品の販売先はきわめて安定していた。このことが、債権者に郡是の成長投資に対する規律づけの必要性を認識させない一つの要因になったとも考えられる。

- (26) 関西製糸株式会社『営業報告書』各年度より。設備釜数は140釜で創業、1898年度30釜増設で170釜、1914年度107釜増設で277釜。
- (27) 山陰製糸・米子製糸、平田両全製糸、伊勢室山製糸といった著名な優等糸製糸家でも一工場であった。当該期の優等糸製糸家については、石井（1972）を参照。
- (28) 高岡製糸株式会社1916年合併、蚕種部1917年設置、松阪工場1920年設置、東海製糸株式会社1922年買収、沖縄県蚕種製造所1926年設置、三田（伊賀上野）工場1930年設置（三重県 2001）。
- (29) 代表的なものとして、日本製糸株式会社（米子製糸の後身）・若林製糸株式会社などがある。当該期の優等糸製糸家の動向については、高村（1985）を参照。
- (30) 製糸経営の運転資金の循環において、基底的位置にあるのは生糸売込問屋によって無担保で前貸しされる原資金である。製糸金融については、山口（1967）、石井（1972）を参照。
- (31) 1927年度以降、関西製糸の期末は3月から12月に繰り上がった。製糸経営の負債残高の最高時期は10～12月頃であるから、社外負債の比率の上昇はその影響があることを考慮しなくてはならない。しかし、経営者は期末決算で利害関係者の評価をうけ、次年度の経営行動を規制されるから、本稿の論旨に影響はない。
- (32) ただし、1909年度以降、特に1913・14年度は固定資産の増大が著しいから、資産構成の流動性は低下しつつあったことになる。なお、「6万円」という金額の意味は論旨と関係がないのでここでは問わないが、原資金に相当する購繭資金の必要最低額であったと考えうる。
- (33) ここでは、法定積立金と別段積立金の合計額。配当準備積立金はその性質上、固定資産の充当に用いることは困難と思われる。
- (34) 関西製糸の震災焼失生糸額は34万8500円、うち15万6500円を横浜生糸株式会社が弁済することに決定した（関西製糸株式会社『第三十回営業報告書』1925年4月）。
- (35) 1917年度の蚕種部設置以降は、製糸部・蚕種部それぞれに資本金が設定されるようになった（関西製糸株式会社『営業報告書』当該各年度）。
- (36) 関西製糸の原資金に相当する購繭資金の全額が自己資本でなかったとしても、償却による減少分は他人資本で補わなくてはならない。ところが、関西製糸の取引先であった横浜生糸株式会社は1924年9月に解散（横浜生糸株式会社『第十一回営業報告書』1924年9月）、生糸売込問屋も震災焼失生糸の損失補償により打撃を受けていたから、1925年度原資金の供給先を新たに求めることは容易なことではなかったと思われる。次年度製糸資金の調達予定が極めて不透明な下で、増資（1924年12月15日払込完了）によって原資金に相当する購繭資金を確保したのであろう。なお、横浜生糸解散後の取引先は、生糸売込問屋の神栄生糸株式会社であったと思われる。神栄生糸は1926年8月増資の際、取引先の製糸家に株式を割り当てたが、関西製糸の所有数は500株であった（神栄株式会社.1990.『神栄百年史』）。また、神栄生糸は同年11月に輸出部を新設しているから、関西製糸の直輸出体制は維持された。
- (37) 表11の各年度の設定期理由は以下のとおり。1896年度は創業年度、1901年度は1900年恐慌の影響、1908年度は1907年恐慌の影響、1914・17年度は本稿が設定した分水嶺1915・16年度の直前直後、1920年度は第1次大戦直後であり1920年代の優等糸製糸家のビジネスチャンスの出発点、1930年度は本稿対象最終年度、1925年度はその中間点。
- (38) 重役在職期間は以下のとおり（関西製糸株式会社『営業報告書』各年度）。川喜田四郎兵衛：社長1896年度～1908年1月、取締役1908年2月～。小島惣右衛門：取締役1896年度～1908年1月、社長1908年2月～1926年度。中山武平：取締役1896年度～1897年度、常務1898年度～1916年度、専務1917年度～1926年度、社長1927年度～。
- (39) 川喜田四郎兵衛と小島惣右衛門をまとめたのは、後に見るように、両名は百五銀行重役であったので、利害を共通すると考えられるからである。
- (40) 重役に株式が集中した経緯は不明。
- (41) 株主の議決権は所有株式10株までは1株1票だが、11株以上は大株主に投票数が集中しないように制限がかけられていた（関西製糸株式会社.1896.『定款』）。それでも1901年度の場合、川喜田・小島あわせて233票に対し中山は36票にすぎず、勢力差は歴然としている。
- (42) 山口（1967）、石井（1972）。繭担保に加え、重役保証を必要とする場合もある。
- (43) 創業年度から1902年度までの出荷先は不明だが、自己資本を原資金に相当する購繭資金として運用していた

から問屋金融を受ける必要はない。1903年度以降の出荷先は輸出商の横浜生糸合名会社であるが（関西製糸株式会社『第九期営業報告書』1904年4月）、同社は1901年度以降、製糸金融から撤退し、輸出業務に専業化している（石井 1972）。従って、関西製糸が製糸金融を受けるとすれば、通常は地方銀行しかありえない。さらに、関西製糸株式会社『営業報告書』の損益計算表には、每期、支出科目として利子が記録されているので、自己金融化はしていない。固定資産は資本金で充当されているから、長期性の負債は存在しない。従って、この利子は運転資金、特に繭購入資金の調達のために地方銀行宛に振り出した約束手形と地方銀行で取り組んだ荷為替手形のものであると考えうる。

- 44) 百五銀行については、株式会社百五銀行（1947）を参照。両名の重役在職期間は以下のとおり。川喜田四郎兵衛：頭取1894年1月～1919年7月。小島惣右衛門：取締役1894年1月～1928年6月。なお、川喜田四郎兵衛の次期頭取は川喜多久太夫で1919年8月～1945年2月。
- 45) 繭担保貸付であっても、生糸価格が暴落すれば繭価格も同様であるから、少なからず未回収部分が発生する。
- 46) (1)関西製糸株式の価値消滅 (2)頭取としての経営責任および百五銀行の配当・重役賞与への悪影響を想定している。(2)については、①川喜田・小島の百五銀行の経営への関与の程度②百五銀行への出資程度③百五銀行の資産に関西製糸関係の債権が占める程度、が問題となる。①川喜田は、1900年恐慌で破綻した百二十二銀行の債権行会議に出席し、日本銀行名古屋支店へ出張していることなど（『伊勢新聞』1901年当該日）から考えて、経営機能を有していたといえる。②普通銀行に改組当時（1897年）の所有構造は、川喜田：第1位（13.2%・3万1800円）、小島：第8位（3.8%・9150円）であったから（株式会社百五銀行 1947）、所有者としての利害を有する。③直接明らかにはできないが、以下の金額関係から考えて、関西製糸がデフォルトした場合、百五銀行が受ける損害は軽微とはいえない。関西製糸は1900年3月末日現在社外負債がなかったが、1901年3月末日現在5万2000円の負債があった（関西製糸株式会社『第五回営業報告書』1900年4月、同『第六回営業報告書』1901年4月）。5万2000円は繭購入資金としての新規借入金であったことになる。百五銀行は1900年12月末日現在資産総額170万4537円のうち割引手形及荷為替手形は55万690円（株式会社百五銀行 1947）、1901年6月末日現在資産総額178万4000円のうち同47万4000円であった（同社『決算広告』『伊勢新聞』1901年7月）。関西製糸は6月の春繭購入時に、百五銀行から少なくとも5万円程度、実際にはそれ以上の資金供給を受けていたことは間違いない。
- 47) 関西製糸株式会社『営業報告書』当該各年度。
- 48) 百五銀行は、1901～1905年度まで第4位（4.75%・4750円）の株主であった（関西製糸株式会社『営業報告書』当該各年度）。株式所有の経緯は不明だが、同行自体が関西製糸の所有者としての利害を深めていた。なお、同行の1901年12月末日現在における所有有価証券総額は35万8048円、うち株式は10万1060円である（株式会社百五銀行 1947）。
- 49) 「基本的」としたのは、中山武平が債権者についての情報を掌握しているとは限らない。だが重要なのは債務者企業の支配的立場にある重役であるから、川喜田・小島が債権者でもあったことが決定的である。
- 50) 関西製糸が損失を計上したとしても、百五銀行が債権の回収を延期すれば、関西製糸の倒産は回避され、関西製糸大株主の利益は守られる。関西製糸の大株主重役＝債権者であったのだから、少なくとも制度的には、関西製糸が債務の返済を延期することは容易である。にもかかわらず、固定比率の低位安定によってバッファ機能を維持したのは、それが困難であったからにはかならない。大株主重役に、債権者が債権を回収しようとする強力な圧力がかかっていたことになる。そうした意味で、固定比率の低位安定は「債権者の利害を色濃く反映」したものであったといえる。また、債権者＝百五銀行がデフォルトリスクのコントロールとして貸付条件をどのように設定したか検討しなければならないが、史料的制約により今回はできない。だがそれでもいえることは、債権者と債務者が別人格の場合、双方がリスクコントロールのモーションを起こすとは限らないから、固定比率が低位安定したかどうかはわからない。統治構造が異なれば、異なった結果がありうる。
- 51) 繰越損失を償却し、経営的危機を乗り切ったと思われる1905年度以降においても、設備投資は抑制されている（前傾表9）。
- 52) 厳密には、関西製糸と郡是製糸の借入金利を検討しなくてはならない。しかし、中林（2003）が示したように、金融的条件が生産実績の反映であるとするれば、金利格差の存在それ自体が、資本運用の効率性に格差があったことを意味している。

- 53) ここでいう経営者とは、技術者型経営者の中山武平である。財務関係の戦略的意思決定は川喜田・小島が掌握し、工場運営などの権限は中山に委譲されていたと想定している。
- 54) 既存資源をより効率的に運用することで収益性の改善をはかろうとはしなかったと考えられる。収益の改善は、設備投資に対する大株主重役の支持につながり、固定資産の増大としてあらわれる。なお、経営者の努力水準を問題とする場合、賞与制度など経営者への動機づけについても検討しなければならないが、第I期は所有者・債権者の利害を起点として、経営者の努力水準が低位に推移した可能性があると考えているので、本稿ではとりあげない。
- 55) 関西製糸株式会社『営業報告書』当該各年度。なお1916年度の増資は、高岡製糸株式会社の資本金2万5000円との合計である。
- 56) 中山は川喜田・小島のような資産家ではなかったから、個人的な金融関係で入手したというより、所有比率を維持するため買い集めたと考えるのがよいだろう。
- 57) 関西製糸株式会社『第二十八回営業報告書』1923年4月。
- 58) 第1次大戦期以降は、地方銀行が製糸金融に本格的に参入する時期であった（伊藤正直「財政・金融構造」大石・1985『日本帝国主義史I』）。
- 59) より正確には、春繭購入期の6月末日、あるいは流動負債残高が最高になる10~12月末日を見なくてはならないが、傾向を知るには問題ない。
- 60) 米子製糸の坂口平兵衛は米子銀行頭取、平田両全製糸の木佐徳三郎は平田銀行頭取、山陰製糸と倉吉融通会社の経営陣は同一であった（石井 1972）。
- 61) 石井（1972）。ただし、その論拠は同時代的証言である。優等系製糸家全般の財務構造に関する実証は別稿を予定。
- 62) グンゼ株式会社（1978）:101-102。1901年恐慌による羽室家の破産に伴い、羽室嘉右衛門が郡是社長を、羽室九左衛門が監査役をそれぞれ辞任した。
- 63) 例えば、1910年末における全国普通銀行の預金ランキングをみると、百三十銀行は預金総額1281万円で、全国第18位であった（石井寛治 1970「地方銀行の成立過程」『地方金融史研究』3）。なお、時点は異なるが、百三十・綾部・明瞭銀行各行の資本金を示すと、百三十銀行325万円（1904年）、綾部銀行2万円（1883年）、明瞭銀行3万円（1883年）であった（グンゼ株式会社 1978:101・103）。
- 64) 投資の実行とその有効性の評価との間に一定のタイムラグが存在することは間違いないとしても、投資の有効性をいつ評価するのか、また何をもって評価するのかを確定することはきわめて難しい問題である。投資は何らかの目的をもって行われるから、それが達成されるか否かで有効性を判断するのも一つの見方であろう。しかし、投資の「所期の目的」がプラスの収益性を求める点にあることは確かだとしても、それを個々の単独投資により達成するのか、いくつかの投資を総合して達成するのか、狙った収益性の水準はどの程度か、短期の高い収益性か、長期の安定した収益かなど、「所期の目的」は必ずしも明確とはいえない。また「所期の目的」では予想しなかった経路で高収益が得られた場合をどう評価するかという問題も残ろう。したがって、多様な立論がありうると思われるが、われわれは、(1)郡是製糸の設備投資の中で中心的な役割を担った分工場設置に問題を限定する、(2)投資の「所期の目的」を分工場が「平均的な収益性を達成すること」にあると仮定する、(3)「所期の目的」達成までを調整期間と捉える、という暫定的な枠組みを設定し、それに従って戦前期日本の製糸企業における投資の事後的調整策とその成果に関する事例分析を進めている。

参考文献

- 安濃町史編纂委員会編. 1990. 『安濃町史 通史編』.
- 石井寛治. 1972. 『日本蚕糸業史分析』東京大学出版会.
- 石井寛治. 1991. 「地域経済史と国民経済史」『茨城県史料 付録27』.
- 岩井良太郎. 1955. 『各務鎌吉伝・加藤武男伝 日本財界人物伝全集第九巻』東洋書館.
- 海野福寿. 1983. 「山十製糸株式会社の経営」『横浜開港資料館紀要』1.
- 岡崎哲二. 1993. 「企業システム」岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社.
- 郡是製糸株式会社. 1960. 『郡是製糸株式会社六十年史』.
- グンゼ株式会社. 1978. 『グンゼ株式会社八十年史』.

- グンゼ株式会社. 1998. 『グンゼ100年史 1896-1996』.
- 高村直助. 1985. 「資本蓄積(1)軽工業」大石嘉一郎編『日本帝国主義史 I』東京大学出版会.
- 中林真幸. 2003. 『近代資本主義の組織』東京大学出版会.
- 花井俊介. 1988. 「蕪特約取引の形成と展開」『土地制度史学』118.
- 花井俊介. 1992. 「大正末・昭和初期における巨大製糸経営の一断面」『三井文庫論叢』24.
- 花井俊介. 2000. 「軽工業の資本蓄積」石井寛治・原明・武田晴人編『日本経済史 2』東京大学出版会.
- 株式会社百五銀行. 1947. 『百五銀行沿革史』.
- 三重県. 2001. 『三重県蚕糸業史』.
- 宮島英昭. 2004. 『産業政策と企業統治の経済史：日本経済発展のミクロ分析』有斐閣.
- 宮本又郎・阿部武司. 1999. 「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—大阪紡績株式会社と日本生命保険会社の事例」『大阪大学経済学』48 (3-4).
- 山口和雄編. 1967. 『日本産業金融史研究—製糸金融篇』東京大学出版会.
- 横浜市史編纂室. 1971. 『横浜市史 第5巻上』.