
日本の企業金融・コーポレートガバナンス・経済発展：
1900－1955

(課題番号 13430023)

平成 13-15 年度 科学研究費補助金

(基盤研究(B))

研究成果報告書

平成 16 年 3 月

研究代表者 宮島 英昭

(早稲田大学商学部教授)

目 次

はしがき	2
研究組織・研究経費	9
研究発表	11
研究成果	14

はしがき

本報告書は、平成 13－15 年度科学研究費補助金（基盤研究(B)）を受けた研究課題「日本の企業金融・コーポレート・ガバナンス・経済発展：1900－1955」の成果報告書である。

本研究は、1900－1955 年の日本企業における、企業金融、コーポレート・ガバナンスと企業行動、パフォーマンスとの関係を包括的に分析することを課題とした（ただし、1945－55 年を対象とした分析は未完である）。具体的には、(1)戦前期日本企業の財務、株価、経営者、所有構造などに関する包括的なデータベースを構築した上で、(2)それを用いて企業統治と企業行動（投資、償却、配当、負債選択など）やパフォーマンスの関係について計量分析を行うとともに、(3)伝統的な経済史・経営史分析の手法により同一のテーマ（企業統治と企業行動、パフォーマンスの関係）に関する分析を行うことにより、戦前期におけるわが国の企業統治について包括的な理解を与えることを目指した。

戦前期の日本企業を対象とした計量分析は、研究の蓄積がいまだ不十分な状況にある。その理由としては、戦後においては企業会計原則の存在によりという制度的な事情に加え、1956 年以降の財務データが日本政策投資銀行「企業財務データバンク」（CO-ROM）などにより比較的容易に入手できるのに対し、戦前期における財務データは、企業間でフォーマットが統一されておらず、包括的なデータベースの整備が十分ではないという、データ上の制約による面が大きい。そこで、本プロジェクトにおいては、戦前期日本企業の財務、株価、経営者、所有構造などに関する包括的なデータベースを構築し、以後の経済史・経営史分析に資することとした。したがって、本研究は、戦前期日本企業に関する包括的なデータベース作成の初の試みでもある。

研究成果の概要は以下のとおりである。

● 歴史分析

企業統治の文脈において、株主による監視と経営者の報酬制度は、ともに経営者の行動に影響を与える重要な要因である。しかし、株主と経営者の関係の分析に比べて、報酬制度を取り扱った分析は乏しい。粕谷による「役員賞与制度と企業統治：従業員賞与との関連を中心に」は、戦前期における役員賞与制度の生成過程を、近世からの長期的なタイムスパンの中に位置づけるものである。一方、中村の「明治期鉄道業における企業統治と企

業金融」は、資金調達における意思決定のあり方と、それに対する株主の介入を分析することで、明治期の鉄道業における経営者と株主の関係を描いた。また、代表的な産業を取り上げて、企業統治上の特性が投資行動に与える影響の分析も行った。花井・公文による「製糸企業の成長構造」は製糸業を、また渡辺による「企業統治と投資行動：綿糸紡績業を事例として」は紡績業をそれぞれ対象として、株主によるモニターのあり方や、専門経営者の役割に注目しつつ、投資行動と企業統治の関係を分析した。以上の成果のうち、粕谷論文、渡辺論文は、平成 15 年度の経営史学会全国大会でパネル報告された。また上記 4 本すべてが本報告書に所収である。

● 計量分析

本研究課題の手法上の特長は、企業レベルのデータベースを構築し、それを用いて計量分析を行う点にある。具体的には、各企業の所有構造や資本構成のデータから企業統治構造に関する変数（ガバナンス変数）を作成し、それが投資や償却、配当といった企業行動や、事後的な企業パフォーマンスに与える影響を推計する、という手法で分析を進めた。宮島・齊藤・尾身による「企業統治構造の多様性とパフォーマンス：マイクロデータに基づく計量分析」は、パフォーマンス（収益性、成長性）と企業統治の関数に関する包括的な分析であり、齊藤による「戦間期日本企業の償却行動と企業統治」は、戦間期日本企業の償却行動を計量的に分析した最初の研究である。また、投資行動と配当政策に注目した宮島・蟻川の“Rethinking the Cash Flow Constraint on Investment”も、戦後との比較を念頭に置きながら、戦間期日本企業の投資行動、配当政策について計量的に分析した研究成果である。以上のうち、宮島・齊藤・尾身論文は平成 15 年度の経営史学会全国大会でパネル報告のうちの 1 本として報告された。また、齊藤論文は平成 16 年度の社会経済史学会全国大会（5 月、大阪市立大学）で報告予定となっている。

● 国際比較

本研究は、平成 14 年度より、欧州の経済史・経営史研究者による、20 世紀全体を対象とした企業規模とパフォーマンスに関する国際比較研究プロジェクト“The Performance of European Business in the 20th Century”（代表者：Y. Cassis、London School of Economics）と提携した。同プロジェクトに対する我々の役割は、欧州各国の企業データベースと比較可能なデータベースを日本について構築しつつ、企業統治の効果に着目した分析枠組みを提案していくことにある。宮島による Barcelona Workshop of *The Performance of European Business in the 20th Century*（平成 15 年 3 月、Barcelona）、

Business History Conference（平成 15 年 6 月、Lowell）での報告は、こうした国際比較プロジェクトに関する暫定的な成果を報告するものである。なお、この国際比較プロジェクトは今後も継続される予定である。上記の Business History Conference における報告論文は付録として本報告書に掲載した。

- 20 世紀全体への視野の拡大

上記の国際比較プロジェクトが 20 世紀全体を視野に入れていることから、本研究も戦前期を中心としつつも、戦後との比較を視野に入れることになった。宮島・尾身・齊藤による 20 世紀全体を対象として日本企業のパフォーマンスの時系列的推移を確認するとともに、その決定要因を検討した“Corporate Governance and Performance in the 20th Century Japan”（平成 15 年度 Business History Conference 報告論文）や、宮島による“Corporate Governance and Investment in the 20th Century Japan”（平成 14 年度 Business History Conference 報告論文）、宮島・齊藤による戦後における企業集団の効果に関する経営史学会関東部会大会報告はその成果である。また、従来から宮島・蟻川が取り組んでいた、配当、内部資金制約、投資行動の関係に関する分析も、1930 年代と戦後の比較という形で暫定稿の完成を見た。同論文は付録として本報告書に収録している。

データベースの作成、研究会の開催、および研究発表等に関する具体的なプロジェクトの内容については以下のとおりである。

- (a) データベースの作成

データベースについては、1914-42 年の日本における大企業（150-300 社前後、時期により企業数は異なる）であり、作成されたデータセットは、(1)貸借対照表、(2)損益計算書、(3)利益金処分明細表、(4)株価、(5)大株主の構成、(6)役員の構成、等から構成される。データベース作成作業は、主に早稲田大学ファイナンス研究所で行い、(1)-(3) および全体の統括を宮島が、(4)-(6)を花井が担当し、研究協力者の齊藤、尾身が中心となって作業を進めた。なお、1900-13 年については、データの収集を徐々に進めたが、作業量の制約からデータベース化までには至らなかった。この点については今後の課題としたい。

戦前期に関しては、(1)-(6)の全体を扱った包括的なデータベースが存在せず、各社の営業報告書が統一的なフォーマットで公表されていない事実に鑑みれば、本データベースは将来的に極めて有用な学界の共有財産となろう。その意味で、このデータベース自体が本研究課題の最大の成果のひとつであり、(1)-(3)の財務データ部分の作成方法について補論

「戦前期企業財務データベースの構築」で概説するとともに、データベースの概要を本報告書の巻末に収録した。なお、本データベースについては、来年以降も引き続き整備を続け、将来的には広く経済史・経営史研究者に公開することを考えている。

(b) 研究会の開催

一方、研究分担者、研究協力者が集まり、研究会を月1回のペースで開催した（ただし、各研究員が分析作業に入った平成15年度後期は2ヶ月に1回の開催とした）。平成13-14年度は、基礎となる分析枠組み、先行研究の把握をテーマとした。具体的には、(1)欧米における最新の理論・実証研究両面を踏まえた、コーポレート・ガバナンス、企業金融、投資行動に関する分析枠組みの構築、(2)戦前期の各産業における企業金融、投資行動を扱った先行研究のサーベイ、の2点を課題とし、研究員間における問題意識の共有に努めた。なお、(1)を主に蟻川が担当し、(2)を粕谷（財閥）、公文（製糸）、中村（電力・鉄道）、花井（軽工業、税制）、渡辺（紡績）が分担した。そして、平成15年度は、各研究分担者が各自の研究テーマに関する報告を行った。具体的には、各研究員が研究内容について報告し、その後意見を交換するという形式で行われ、活発な議論が展開された。

さらに、必要に応じて学外の研究者を招聘し、講演を依頼することで、関連する重要なトピックについても研究成果を吸収するよう努めた。具体的には、平成14年11月にわが国における資本市場の発達史に造詣の深い鶴見誠良氏（法政大学経済学部教授）、平成15年4月に三井財閥の企業統治と意思決定を研究テーマとする吉川容氏（三井文庫研究員）をそれぞれ招聘した。また、平成15年10月11日には、武田晴人氏（東京大学大学院経済学研究科教授）、曳野孝氏（京都大学大学院経済学研究科教授）をコメンテーターとして招聘した。

なお、各回のテーマ、および報告担当者は以下のとおりであり、研究会の回数は3年間を通して29回に及んだ。

平成13年度（11回）

4月26日	戦前期日本の鉄道・電力金融史研究	中村尚史
	Relationship Banking, Liquidity, and Investment	蟻川靖浩
5月11日	製糸金融に関する研究状況	公文蔵人
5月24日	Scale and Scope in Japanese Trading Companies	J. Frankl
6月16日	日本企業の所有構造・資本構成・設備投資	

	：戦間期と高度成長期の構造比較	宮島英昭
7月28日	戦前期の紡績金融に関する先行研究	渡辺純子
9月6日	資本構成に関する議論	蟻川靖浩
	鉄道・電鉄企業の財務データについて	中村尚史
10月22日	企業統治の国際比較に関する先行研究	齊藤 直
11月9日	エージェンシー理論と配当政策	蟻川靖浩
	戦間期の株価データについて	花井俊介
12月14日	財閥系企業のデータ利用可能性について	粕谷 誠
2月8日	所得税・法人所得税の変遷Ⅰ	花井俊介
	『長期経済統計』における資本ストックの推計：紡績業	渡辺純子
3月22日	次年度の活動に関する検討	

平成14年度（10回）

5月1日	戦前日本企業の投資行動分析：所有構造・資本構成	宮島英昭
	所得税・法人所得税の変遷Ⅱ	花井俊介
6月6日	『長期経済統計』における資本ストックの推計：電力業・鉄道業	
		中村尚史
6月26日	企業統治と制度の関係に関する先行研究	齊藤 直
7月26日	欧州プロジェクトとの提携、および今後の方向性に関する検討	
	戦前期大企業ランキング（暫定版）について	尾身祐介
9月3日	『長期経済統計』における資本ストックの推計：製糸業	公文蔵人
10月3日	『本邦事業成績分析』における財務データフォーマットの問題点	
		齊藤 直
11月29日	19世紀末における日米企業の資本構成	鶴見誠良※
12月17日	三井家の重役賞与について	粕谷 誠
2月28日	鉄道・電鉄企業の統治構造と企業金融	中村尚史
	資本集約型産業の統治構造と資金調達	花井俊介
3月23日	綿糸紡績業における企業金融と企業統治	渡辺純子

※ 鶴見誠良氏は法政大学経済学部教授。

平成 15 年度 (8 回)

4 月 11 日	三井財閥における投資・人事・意思決定	吉川 容※1
5 月 23 日	戦前期製糸会社の投資行動と統治構造	公文蔵人
6 月 11 日	Corporate Governance, Behavior and Performance in the 20th Century Japan	尾身祐介
7 月 3 日	重役賞与の形成について 製糸業における投資行動・企業金融・パフォーマンス・企業統治	粕谷 誠 公文蔵人
9 月 25 日	役員賞与の形成と企業統治(1) 綿糸紡績業における投資決定と企業統治	粕谷 誠 渡辺純子
10 月 11 日	ミニ・コンファレンス 役員賞与の形成と企業統治(2) 企業統治と投資行動：綿糸紡績業を事例として 企業統治構造の多様性とパフォーマンス ：マイクロデータに基づく計量分析 コメント(1) コメント(2)	粕谷 誠 渡辺純子 齊藤 直 武田晴人※2 曳野 孝※3
12 月 12 日	企業理念は重要か？ 残された課題と今後の方向性について	広田真一 宮島英昭
2 月 17 日	製糸企業の成長構造 明治期鉄道業における企業統治と企業金融	花井俊介 公文蔵人 中村尚史

※1 吉川容氏は(財)三井文庫研究員。

※2 武田晴人氏は東京大学大学院経済学研究科教授。

※3 曳野孝氏は京都大学大学院経済学研究科教授。

(c) 研究成果の報告

データベースが完成に近づき、各研究分担者の研究が進捗した平成 15 年度には、内外の学会、コンファレンス、ワークショップ等で積極的に報告の機会を持った。その最大のもは 11 月の経営史学会全国大会（京都大学）におけるパネル報告であり、花井が司会を務め、宮島、粕谷、渡辺らが報告者となって、問題提起と 3 本の報告からなるパネル報告を行った。さらに、同様の内容は 10 月にも早稲田大学でのミニ・コンファレンスで報告された。上記以外にも、経営史学会関東部会大会（平成 14 年 7 月）、*Barcelona Workshop of The Performance of European Business in the 20th Century*（平成 15 年 3 月、Barcelona）、*Business History Conference*（平成 14 年 4 月、Philadelphia、および平成 15 年 6 月、Lowell）などで研究成果が報告された。

なお、上記の学会、コンファレンス、ワークショップにおいては、多くの研究者からコメントをいただいた。それらは、本研究の進展に大いに貢献するものであった。また、営業報告書などの資料の収集にあたっては、早稲田大学中央図書館、早稲田大学商学部教員図書室、東京大学経済学部図書館、神戸大学経済経営研究所、日本経営史研究所の協力を得た。ここに記して感謝申し上げたい。

2004 年 3 月 15 日

宮島英昭

研究組織

研究代表者： 宮島 英昭 （早稲田大学商学部教授）

研究分担者： 蟻川 靖浩 （早稲田大学大学院ファイナンス研究科開室準備室助教授）

粕谷 誠 （東京大学大学院経済学研究科助教授）

公文 蔵人 （横浜国立大学経営学部助教授）

小西 大 （一橋大学商学部助教授）

中村 尚史 （東京大学社会科学研究所助教授）

花井 俊介 （早稲田大学商学部助教授）

花崎 正晴 （一橋大学経済研究所経済制度研究センター助教授）

広田 真一 （早稲田大学商学部助教授）

渡辺 純子 （電気通信大学電気通信学部助教授）

Caroline Fohlin （California Institute of Technology）

Jennifer L. Frankl （Williams College）

Yishay Yafeh （Hebrew University）

研究協力者 齊藤 直 （早稲田大学商学部助手）

尾身 祐介 （早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程）

研究経費

(単位：千円)

	直接経費	間接経費	合 計
平成 13 年度	4,100	0	4,100
平成 14 年度	3,400	0	3,400
平成 15 年度	3,400	0	3,400
総 計	10,900	0	10,900

研究成果

(1) 学会誌等

Miyajima, H., Y. Omi and N. Saito “Corporate Governance and Performance in Twentieth-Century Japan,” *Business and Economic History On-Line*, Vol.1, 2003 年.

Miyajima, H. “Corporate Governance and Investment in the 20th-Century Japan,” 早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパーシリーズ, WIFS-02-003, 2002 年.

宮島英昭・齊藤直「戦前期日本企業の企業統治・投資行動・パフォーマンス」『経営史学』(近刊).

粕谷誠「役員賞与制度の形成と変容」本報告書所収、2004 年.

花井俊介・公文蔵人「製糸企業における成長構造：その財務的基盤と規律付けの構造」本報告書所収、2004 年.

渡辺純子「企業統治と投資行動：綿糸紡績業を事例として」本報告書所収、2004 年.

中村尚史「明治期鉄道業における企業統治と企業金融」本報告書所収、2004 年.

齊藤直「戦間期日本企業の償却行動と企業統治」本報告書所収、2004 年.

宮島英昭・齊藤直・尾身祐介「企業統治構造の多様性とパフォーマンス：マイクロデータに基づく計量分析」本報告書所収、2004 年.

Miyajima, H. and Y. Arikawa “Rethinking the Cash Flow Constraint on Investment:

Evidence from 20th Century Japan”

(2) 口頭発表

《国内》

宮島英昭・齊藤直「バブル期・ポストバブル期の企業集団・企業金融・企業統治」経営史学会
関東部会大会、拓殖大学、2002年7月。

尾身祐介 “Corporate Governance, Behavior and Performance in the 20th Century
Japan” 企業・金融システム研究会月例セミナー、早稲田大学、2003年6月。

パネル報告「戦前期日本企業の企業統治・投資行動・パフォーマンス」経営史学会全国大会、
京都大学、2003年11月

司会 花井俊介

問題提起 宮島英昭

報告1 粕谷誠「役員賞与制度と企業統治：従業員賞与との関連を中心に」

報告2 渡辺純子「企業統治と投資行動：綿糸紡績業を事例として」

報告3 宮島英昭・齊藤直・尾身祐介「企業統治構造の多様性とパフォーマンス：マイ
クロデータに基づく計量分析」

《海外》

Miyajima, H. “The Lowell Conference and the Project's International Perspective,”
Barcelona Workshop of *The Performance of European Business in the 20th
Century*, Pompeu Fabra University, Barcelona, March 2003.

Miyajima, H. “Corporate Governance and Investment in the 20th Century Japan,”
Business History Conference, Philadelphia, April 2003.

Miyajima, H., Y. Omi and N. Saito “Corporate Governance and Performance in the 20th Century Japan,” Business History Conference, Lowell, June 2003.

(3) 出版物

なし

研究成果による工業所有権の出願・取得状況 なし

研究成果報告書構成

序章	問題提起：日本の企業金融・コーポレートガバナンス・経済発展	宮島 英昭
第 1 章	役員賞与制度の形成と変容	粕谷 誠
第 2 章	製糸企業における成長構造：その財務的基盤と規律付けの構造	花井 俊介 公文 蔵人
第 3 章	企業統治と投資行動：綿糸紡績業を事例として	渡辺 純子
第 4 章	明治期鉄道業における企業統治と企業金融	中村 尚史
第 5 章	戦間期日本企業の償却行動と企業統治	齊藤 直
第 6 章	企業統治構造の多様性とパフォーマンス：マイクロデータに基づく計量分析	宮島 英昭 齊藤 直 尾身 祐介
付録 1	Rethinking the Cash Flow Constraint on Investment: Evidence from 20th Century Japan	Miyajima, H. Arikawa, Y.

付録 2	Corporate Governance and Investment in the 20th Century Japan: A Comparison between Prewar <i>Zaibatsu</i> and Postwar <i>Keiretsu</i>	Miyajima, H
付録 3	Corporate Governance and Performance in Twentieth-Century Japan	Miyajima, H Omi, Y Saito, N
補論	戦前期企業データベースの構築	齊藤 直
資料 1	収録企業一覧	
資料 2	1929 年度、36 年度における大企業ランキング（固定資産、総資産）	
資料 3	代表的指標の統計量	

序章

問題提起：日本の企業金融・コーポレートガバナンス・経済発展

宮島 英昭

1. 本報告書の課題とねらい

本報告書は、戦前期日本企業における企業統治と企業行動、パフォーマンスの関係について包括的な実証分析を行った研究プロジェクトの中間報告である。本研究の具体的な課題は、以下の諸点を明らかにする点にあった。

- (1) 戦前日本企業の統治構造はいかに特徴付けられるか。
- (2) この統治構造の特徴は企業（投資）行動やパフォーマンスに実質的な影響を与えたのか。
- (3) 戦前の企業統治構造はいかに進化したのか。

以下では、まず、本研究がこれまでの日本経済史・経営史研究に何を付け加えようとしたのか、つまり、本研究のねらいについて、基本的な考え方を整理しておく。

詳しくは後述するように、企業統治は「権限と責任の配分、インセンティブの提供を通じて経営者の規律づけ、企業効率を維持する仕組み」と定義される。こうした定義の背後には、企業が株主・従業員・債権者という利害関係者から構成されるという見方があり、こうした意味での企業統治に注目して戦前の日本企業の行動に接近することにより、これまでの経済史・経営史研究に以下の4点で貢献することが可能である。

第1に、経営者と株主の関係のより厳密な検討が期待できよう。1970年代以降進展をみた経営史研究は、企業行動とそれに対する株主・経営者関係の影響に注目してきた。例えば、森川（1980、1981）は、「同族と専門経営者 *salaried manager* との間の政策決定過程をめぐる関係の考察を主題」とし、企業経営者の革新的な投資計画の起案と、株主によるその革新的政策に対する制約について、財閥の「保守性」と「革新性」をキーワードとして、分析を進める一方、専門経営者の株式保有の役割については否定的な見方（レントナー化）を提示した。本パネルでは、株主の経営者に対する実効的支配と、専門経営者のイニシアティブをキーワードとして森川以来のこれまでの経営史の成果の拡張を試みる一

方、経営者の株式保有の役割についても再検討を試みる。

第2に、財閥論などで蓄積されてきた「統括」のメカニズムとその機能に関してより厳密な分析が期待できよう。持株会社による傘下企業の支配、あるいは財閥組織のネットワークが企業行動に与える影響は、これまでの経営史研究でも、財閥論として多くの研究成果が蓄積されてきた（例えば、麻島 1987）。また、近年岡崎（1993、1999）が財閥の役割について企業統治に注目して新たな解釈を示している。経営者と株主とのエイジェンシー関係と、エイジェンシー問題の解決としてモニターとインセンティブに注目する前記の視角を通じて、「統轄」あるいは「支配」の特徴と機能に関して、より厳密な議論を展開することができよう。

第3に、戦前日本企業の特性の理解に関して新たな見方を提示できよう。近年、戦前の日本企業が、戦後日本企業とは大きく異なる点が注目され、アングロ・サクソンの特徴づけが与えられた（岡崎 1993）。もっとも、戦前日本企業において株主が重要な役割を演じた点については、エイジェンシー理論の枠組みによるか否かにかかわらずほぼ意見の一致がある。したがって、重要な点は、株主の役割が強いという共通の特徴を持ちながらも戦前日本企業の統治構造が多様であった点にあり、これまでの研究が、戦前日本企業についてさまざまな類型論を試みてきたのもその反映と見ることができる。本研究で試みるのは、エイジェンシー理論に基づいて戦前企業の特性を統一的に理解し、さらにその特性が企業行動に与える影響（そのコストとベネフィット）を検討することである。

第4に、データ面での貢献を挙げることができよう。戦前期の日本経済を対象としたデータとして、マクロレベルおよび産業レベルのデータについては一橋大学経済研究所の『長期経済統計』シリーズによって整備され、多くの分析が進められてきた。しかし、企業レベル（マイクロレベル）のデータについては、数時点の企業の資産規模を扱った中村（1976）、Fruin（1992）などの分析があるものの、戦前期全体を対象とした包括的なデータベースの構築はいまだなされていない。また、マイクロデータに基づく分析は近年進展を見せはじめたものの¹、いまだ局所的で、多くの追試を必要としている。その意味で、本研究は、戦前期の日本の（公開）大企業の財務指標・取締役会の構成・所有構造に関する包括的なデータベース構築の初めての試みであり、本報告書は、このマイクロデータに基づく本格的な実証分析の第1歩となる。

¹ 例えば、岡崎（1999）、横山（2001）、宮島（2004b）。

2. プロジェクトの概要

2001 年度から開始された本プロジェクトは、(1)戦前期の企業レベルのデータベースを構築するという作業を基礎とし、(2)それをベースとした 1 次的分析と、さらに(3)欧米で進展する同種の研究との連携からなる。以下、概要を簡単に説明する。

(1) データベース構築

戦前期・戦後復興期（1900－1955 年、除く 1943・48 年）の大企業（公開企業）を対象として、マイクロレベルのデータベースを構築した。2003 年度末の段階での収録企業数は、1915 年 94 社（うち鉱工業 67 社）、20 年 123 社（94 社）、25 年 177 社（130 社）、30 年 299 社（199 社）、35 年 397 社（256 社）、40 年 304 社（233 社）である。

データベースは、①企業財務（貸借対照表、損益計算書、利益処分）、②所有構造、③役員構成、④株価から構成され、企業間で統一的なフォーマットを採用した。戦前期に関しては、そもそもデータの入手が戦後に比べて容易でなく、しかも、各社の営業報告書が統一的なフォーマットで作成されておらず、データベース化、および企業間の比較を含む計量分析に多大な困難が伴うことを踏まえれば、本データベースは将来的に極めて有用な学界の共有財産となる可能性を持つ。

一方、1956 年以降については、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」が供給されており、比較的容易に財務データを入手できる。したがって、本プロジェクトで構築したデータベースをこれらと接続することにより、20 世紀全体を対象とした長期時系列的な分析を、マイクロデータに基づいて行うことが可能になる。

(2) データベースを用いた 1 次的分析

以上のデータベースを用いて、1 次的分析を行った。具体的には、各企業の所有構造や資本構成のデータから企業統治構造の特性を表す諸変数（ガバナンス変数）を作成し、それが投資や償却、配当といった企業行動や、事後的な企業パフォーマンスに与える影響を推計する、という手法で分析を進めた。こうした計量分析を行うべき研究テーマは多く、企業行動であれば、投資、利益処分、減価償却、資金調達方法の選択、経営者の選任、パフォーマンスであれば、収益性、成長性、安定性、市場からの評価といった多面的な側面に着目する必要があるが、本報告書では、1 次的分析として、企業行動として固定資産の

減価償却、パフォーマンスとして収益性、成長性に関する分析を行っている。

さらに、本プロジェクトの特徴として、記述分析と計量分析の統合による豊かな歴史像の描写を目指した点を指摘する必要がある。伝統的な経済史・経営史研究の手法と、近年欧米を中心に進展しつつある計量経済学的な歴史分析の手法は、本来補完的に用いられるべきものであり、本プロジェクトでは、企業統治と企業行動、パフォーマンスという共通のテーマで、記述的手法、計量的手法の双方による分析を進めることによって、両手法の橋渡しを試みている。こうした試みは、計量経済史学における方法論の確立に寄与するものであろう。

(3) 欧米グループとの連携・共同研究

本プロジェクトのいま一つの特徴は、国際比較の視点に求められる。本プロジェクトは、2002 年度より、欧州の経済史・経営史研究者による国際比較研究“The Performance of European Business in the 20th Century”（代表者：Y. Cassis、London School of Economics）と提携した。同プロジェクトは、20 世紀全体を対象として欧州の大企業の変遷をたどるとともに、企業規模と企業パフォーマンスとの関係を長期時系列的に分析することを目指している。我々は、欧州各国の企業データベースと比較可能なデータベースを日本について構築しつつ、いまだ暫定的ではあるが、企業パフォーマンスの決定要因について、欧州諸国との比較分析を行うことを試みた²。

また、データの構築、企業統治構造と投資構造との関係の分析にあたっては、日本・ドイツ・イタリア企業を対象に精力的に分析をすすめる米国の研究グループ（C. Fohlin、Johns Hopkins University）と連携して作業を進めた。

なお、本報告書（中間報告）の段階では、データベース構築については 1914-42 年の製造業、電力・鉄道業、計量分析については同時期の製造業のみを対象としており、①1900-13 年、②1949-55 年、③金融業などについては、今後も継続的に取り組むこととする。

3. 企業統治構造の分析枠組み

本節では、本研究プロジェクトで設定された分析枠組みを簡単に紹介する³。本研究のメ

² その成果の一部が Miyajima, Omi and Saito (2003)であり、本報告書にも付録として収録されている。

³ 企業統治の捉え方については、宮島 (2004a)も併せて参照のこと。

ンバーにブロードに共有された企業統治の捉え方を示した上で、企業統治が投資行動、およびパフォーマンスに与えると想定される影響について、簡単に要約する。

3-1 企業統治をいかに捉えるか

既述の通り、本研究では企業統治を「権限と責任の配分、インセンティブの提供を通じて経営者を規律づけ、企業効率を維持する仕組み」と定義する。企業が、株主・従業員・債権者という利害関係者から構成される点に注目すれば、経営者のインセンティブに影響を与えて効率性を維持する仕組みとして図1のような枠組みを想定することが可能であろう。

--- 図1 about here ---

経営者を規律づけるメカニズムは、大別して、外部統治構造（株主、負債による規律）、内部統治構造（取締役会、報酬システム）に分けることができる。

外部からの規律を担う主体としては、伝統的に株式市場や株主の役割が注目されてきた。株価の低下した企業の乗っ取りを通じて、経営者を交代させるというのが株主による規律の典型的な事例である。また、一定以上の株式を保有する大株主がモニタリングを通じて企業経営に対して圧力を加えることが期待される。さらに、株主 Exit は、たんに乗っ取りの可能性を上昇させるばかりでなく、株価の低下が資金調達コストを引き上げる可能性があるため、経営に対する規律として作用するであろう。

一方、株主と並んで注目されてきたのは債権者による規律である。一般に負債には、倒産確率を高めないように、経営者の努力水準を一定以上に保つ、インセンティブ効果がある。企業パフォーマンスが低下した際、負債比率の高い企業の方が、より財務危機（倒産）を引き起こす可能性が高いからである。また、負債の企業統治におけるいまひとつの効率促進的な役割として、フリー・キャッシュ・フローの削減機能が指摘されてきた（Jensen 1986）。負債比率が高いと、金利支払いのため、企業内のキャッシュ・フローが減少し、この結果、経営者の裁量の範囲が縮小し、過剰投資やキャッシュ・フローの浪費などを抑制することが可能となるというのである。

経営の規律のいまひとつの側面は、取締役会などを通じた企業組織内部の規律に求められる。取締役会は経営者を規律付ける直接的な制度であり、経営執行陣が策定した投資計画を承認し、経営成果に評価を加え、パフォーマンスが悪ければ、人事権を行使する機能が期待されている。さらに、この内部的規律には、経営者の努力水準を

引き上げるための報酬システムの設計も含まれる。経営者の努力水準が報酬に反映される、業績連動型の報酬システムが設計されることにより、経営者の努力を引き出すことができると期待されよう。

もちろん、以上のような企業統治の作用はどのような場合にも一律に発揮されるわけではなく、外生要因との相互関係において作用すると想定される。ここでいう外生要因とは、経済環境や、生産物市場における競争の規律に代表される。このうち競争を例にとれば、上記の企業内外からの規律との間に以下のような関係が想定されるであろう。仮に、市場における競争が激しければ、経営者が資本を浪費する可能性が低くなり、企業内外からの規律を働かせる必要が相対的に小さい。逆に、非製造業のように貿易が不可能で、競争の圧力が少ない産業では、相対的に株主や負債による外部規律や、取締役会や報酬制度などの内部規律に期待される部分が大きくなる。この場合、競争と企業内外からの規律は代替的に機能することになる。逆に、株主や負債の規律付けの効果は、製品市場における競争があつてはじめて機能する可能性がある。この場合には、競争と企業内外からの規律は補完的に機能することになる。いずれの側面が実際に作用しているかは、すぐれて実証的な問題である。

3-2 統治構造を決定する要因は何か

では、以上のような企業統治構造を決定する要因は何か。第一に、商法、企業会計原則、税制などの法制度を挙げることができる。La Porta らの一連の国際比較研究が示すように、法制度、とくに少数株主に対する保護や、債権者保護の程度が、所有構造や、資金調達の方法を規定する可能性が高い⁴。

第二に、企業特性を考えなければならない。それぞれの企業が置かれている経営環境によって、企業統治構造は異なったものになりうる。具体的には、事業ポートフォリオや組織構造、あるいは技術条件によって、最適な統治構造は異なるであろう。また、市場競争に直面しているか否かが、企業統治のあり方に影響を与える可能性もあろう⁵。

第三に、資金調達行動の結果として企業統治構造が変化するという経路を想定する必要がある。株主割当以外の形態で新株を発行すれば、既存の所有構造が変化することになる。また、それまで負債による資金調達をしていなかった企業が、新たに銀行借入や社債

⁴ 例えば、La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer and Vishny (1998)、宮島(2004b：第4章)。

⁵ この点については、対象は1990年代ではあるものの、宮島・新田・齊藤・尾身(2004)で検討する機会があった。

発行を行うことにより、銀行や社債権者がステークホルダーとして登場することになる。本研究では、企業統治が資金調達行動に影響を与えるとともに、その資金調達の結果として統治構造が変化するというプロセスが注目される。第四に、その統治構造が影響を与えるパフォーマンスそのものが、次期の統治構造に与える影響も無視しえない。これは、低いパフォーマンスを生む仕組みは長期には維持不可能であり、高いパフォーマンスを生む統治構造を有する企業が淘汰されずに生存する結果、経済全体としてはそうした統治構造が優勢になる、という考え方に基づく。ここでも、企業統治がパフォーマンスに影響を与え、翻ってパフォーマンスに応じて統治構造が選択されるというフィードバックのプロセスが想定できよう。以上のような複数の要因の結果として、企業統治構造は決定されることが考えられるが、上記の通り、企業統治構造の決定は極めてダイナミックなプロセスであると考えられる。したがって、企業統治構造の変容を歴史的に分析することには大きな意味があると考えられる。その意味で、イギリスを対象として、所有構造の長期時系列的な進化のプロセスを分析した Franks, Mayer and Rossi (2004) のような試みは特筆されてよく、日本においても同様の分析の進展が望まれる⁶。

3-3 企業統治と投資行動

以上のように整理できる企業統治構造は企業行動にいかなる影響を与えるのか。本研究の焦点の一つは統治構造が資金調達を介して投資行動に与える影響であった。企業統治と投資行動の関係について、本研究の想定する枠組みは図 2 に示されている。投資水準は、基本的にはビジネスチャンスによって決定される。とはいえ、同じビジネスチャンスに直面しても、実際には、企業間で投資水準に格差が存在する。そして、企業統治面の特性差がその格差に与える影響に本研究は注目する⁷。

--- 図 2 about here ---

企業統治が投資行動に影響を与える経路は複数想定されるが、第一の経路として、統治構造上の特性が、投資主体のリスク態度を通じて、投資決定に対して与える影響を考える必要がある。例えば、1930 年代の新興財閥は旺盛な設備投資行動を見せたが、その背景には、日窒の野口や、日曹の中野といった企業家型経営者が、自社株保有に基づいて、投資決定の際に積極的なリスクテイクを行うという関係があった。ここから、企業家型経営者

⁶ 現段階で、こうした視野にたった分析は十分ではないが、本プロジェクトで構築された長期時系列的なデータベースは、そうした分析を可能にするものと期待される。

⁷ 以下の点については、宮島(2004b：序章)で詳しく説明されている。

は、専門経営者に比べてリスク負担能力が高いという関係が想定されよう。一方、財閥は戦後の企業集団と同様に、リスクシェアリングの機能を果たした可能性があるが⁸、そうした機能が発揮されれば、財閥系企業の投資水準は引き上げられる可能性があるだろう。

第二に、企業統治が資金調達ないし利益金処分に影響を与え、それが投資水準を規定する経路が重要である。情報の非対称性が存在しない市場を想定すれば、投資水準はビジネスチャンスによってのみ決定されるはずである。しかし、現実の資本市場には情報の非対称性が存在し、外部資金の調達には内部資金以上の資本コストを要するため、十分な水準の内部資金を持たない企業は、望ましい水準の投資を実行できない可能性がある。この場合、投資行動は内部資金の水準に制約されることになる（内部資金制約）⁹。戦前期の日本企業もこうした内部資金制約から自由ではなかったと考えられるが、例えば、財閥系企業においては内部資本市場が存在することにより、こうした資金制約が緩和されていた可能性がある¹⁰。

他方、減価償却を含めた利益処分のあり方は、設備投資資金として用いられうる内部留保の水準を規定するため、企業統治が利益処分に与える影響も重要である。例えば、小規模な株主が中心を占める、株式が分散した所有構造を有する企業においては、株価を維持するために、一定の配当を行うことを最優先し¹¹、その結果、配当が利益に非感応的になる可能性が高い。また、戦前期においては、減価償却のあり方が裁量的であり、資本家型株主の存在する企業では、十分な利益が実現された期に減価償却が厚く行われるという意味において、償却行動が不安定であった可能性があり、逆に、専門経営者による取締役会の掌握が進んだ企業では、利益水準に依存せず、高位安定的な償却行動が見られた可能性が高い¹²。

3-4 企業統治とパフォーマンス

本研究のいまひとつの焦点は、企業統治構造が企業パフォーマンスに与える影響である。

⁸ これは、戦後の六大企業集団について、Nakatani (1984)が主張した仮説にあたる。

⁹ 内部資金制約については、Fazzari, Hubbard and Petersen (1988)を参照のこと。また、対象は戦後ではあるが、この考え方を応用して日本企業の投資行動を分析した先行研究として、Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991)、岡崎・堀内 (1992)が挙げられる。本報告書に、以上の視点から、戦前の財閥と戦後の企業集団の機能を比較した、Miyajima (2002)を収めた。

¹⁰ 内部資本市場としての財閥の機能については、武田 (1993)を参照。

¹¹ これは、小規模な株主が株式担保金融により投資を行っているためであり、株価（すなわち担保価値）の下落をもたらすと想定される減配が忌避されると想定される。

¹² ただし、資金調達手段としての減価償却の分析はいまだ十分に行われておらず、今後の進展が待たれる。なお、資金調達手段としての減価償却の分析を行うことの難しさについては麻島 (1995) を参照。

一般に、企業のパフォーマンスは、基本的にはその企業が有するファンダメンタルズによって規定される。しかし、仮に同じ生産要素（設備、人的資源）を有する複数の企業があったとしても、それらのパフォーマンスには企業間格差が存在する。その格差の要因の一端は、企業統治面に求めることができるであろう。すなわち、統治構造の差が、資源の有効活用（経営効率）の程度に差を生じさせ、それがパフォーマンスの差となって現れるのである。

--- 図 3 about here ---

こうした経営効率に対する企業統治の影響として、伝統的に注目されてきたのは、株式市場、もしくは大株主による規律である（Shleifer and Vishny 1986）。例えば、株価の低下した企業の乗っ取りを通じて、経営者を交代させるというのが株主による規律の典型的な事例である¹³。また、一定以上の株式を保有する大株主が非効率な経営を行う経営者に対して、モニタリングを通じて圧力を加えることが期待される。戦前期を対象とした場合には、財閥・持株会社によるモニタリングが、経営効率を引き上げる効果を持った可能性がある。逆に、大株主が存在せず、株式が分散している場合には、非効率な経営が温存される可能性もあろう。

一方、企業の内部統治構造が経営効率に与える影響も無視しがたい。ここでいう内部統治構造とは、図 3 に示されているとおり、取締役会の構成（専門経営者の進出、株主代表の役員の存在）、報酬制度のあり方（業績連動給か否か）といった点を指している。従来の経営史の議論では¹⁴、先駆的な企業で専門経営者がトップマネジメントの地位に就いた 1900 年前後から戦間期にかけて、一貫して専門経営者による経営の掌握が進んだが、これらの専門経営者による取締役会を掌握が、企業の経営効率を引き上げた可能性が高い。逆に、資本家型の株主が大株主の資格で役員の地位に就き、攪乱的な行動をとる場合には（森川 1981）、企業の経営効率は低下する可能性がある。また、戦前期の役員報酬は今日の日本企業に比べて高かったことが指摘されているが（岡崎 1993）、さらにそれが業績連動型の報酬となっている場合に、経営者の努力水準が高められ、経営効率の改善がもたらされるという関係が見られたかどうか、検討すべき課題のひとつであろう。

¹³ 戦後日本においては、安定株主化が進む以前の限られた時期を除けば、テイクオーバーによる経営の規律の規律は限定されていた。しかし、戦前においてはテイクオーバーが広範に観察され、すでに、岡崎（1999）などによって事例分析が進展しつつある。本報告書ははまだ中間報告の段階であり、この点に関する包括的な分析については、今後の課題としたい。

¹⁴ 森川英正の一連の著作（森川 1981、1996）や、ヒルシュマイヤー・由井（1977）を参照のこと。

4. 本報告書の構成と各論文の焦点

戦前日本企業の企業統治の特性とその企業行動に対する影響を主題とした場合にも、扱われるべき問題は多い。本報告書は、企業統治と企業行動・パフォーマンスの関係を扱った研究プロジェクトの中間報告であり、前節で提示した分析枠組みをすべて活用し切れていないわけではないが、いくつかの論点については分析を進めることができた。以下、本報告書の構成と、各論文の焦点について若干の説明を加えておく。

第1章「役員賞与制度の形成と変容」（粕谷）は、戦前期の経営者の報酬制度の分析を主題とする。経営者の報酬制度は、株主による監視と並んで、経営者の行動に与える重要な要因である。しかし、株主と経営者の関係の分析に比べて、報酬制度を取り扱った分析は著しく乏しい。戦前企業の役員報酬が高額であったことはしばしば指摘されるが、その実態は必ずしも明らかではない。例えば、経営者報酬のうちどの程度が定額であり、どの程度が収益と連動していたかについていまだ十分な認識は形成されていない。また、戦前の報酬制度の特性が何によって規定されていたか、とくに株主の監視との間の補完と代替、あるいは、従業員の賃金制度との関係も重要な論点である。この主題に対する資料的制約は大きいですが、同論文では、財閥系企業と紡績企業を対象に第1次的接近を試みる。

第2章「製糸業における企業成長：その財務的基盤と規律づけの構造」（花井・公文）は、製糸業を取り上げ、企業統治が成長志向的な行動に与える影響を考察している。具体的には、日本を代表する製糸企業として成長を遂げた郡是製糸と、初期条件は郡是製糸と似通った状況にありながら、必ずしも順調な企業成長を実現できなかった関西製糸を比較分析することによって、企業統治の効果を分析する。類似の経営環境下にある2社で、その後の成長において大きな差異が観察されるとすれば、その差異をもたらす一因が企業統治面に求められる可能性がある。こうした問題意識から、群是製糸において、成長を可能とする投資の意思決定が行われた条件を、資金的な基盤（財務的基盤）および経営的な規律づけに着目して明らかにするのが、同論文の課題である。

第3章「企業統治と投資行動：綿糸紡績業を事例として」（渡辺）は、企業統治構造の特性が企業行動に与える影響を分析する。渡辺報告が注目するのは、外部株主、経営者の株式保有、取締役会の構造などの企業間の特性差が利益金処分、資金調達を介して、投資

行動に与える影響である。これまで、取締役会内の大株主の存在は、高い配当支払いや、戦略的決定への撓乱的な介入を通じて投資行動にネガティブな影響を与えられてきた。しかし、標準的理論から見れば、株主の適切なモニターは、企業経営者が起案し、実行する投資計画を適切な水準、つまり過少でも、過大でもない方向への誘導を可能とするし、高い配当性向が事業機会の乏しい企業のフリー・キャッシュ・フローを削減した可能性もありうる。また、経営者の株式保有は、エイジェンシー問題を解決する有効な仕組みと想定される。渡辺報告は、こうした点に注目して、工業化初期から公開企業として運営され、第1次大戦後には、経営者の株式保有が増加した点に企業統治の面の特徴をもつ綿糸紡績業の検討を試みる。

第4章「明治期鉄道業における企業統治と企業金融」（中村）は、明治期の鉄道業を取り上げ、九州鉄道の事例から、資金調達決定をめぐる経営者と株主の関係を分析している。岡崎（1993）による「アングロ・サクソンの」との規定以来、戦前期の企業統治を特徴付ける試みが進められているが、その主な対象は戦間期であり、それに先立つ明治期における企業統治の分析が十分に進展しているわけではない。そこで、同論文では、明治期の鉄道業（九州鉄道）を事例として、経営者と株主の関係を分析することで、明治期の企業統治上の特徴を抽出するとともに、戦間期との比較を行うことを試みる。その意味で、同論文は、以下の計量分析が主たる対象とする戦間期の企業統治について、初期条件を与える位置づけも持つものである。

以上の4論文は、主に記述分析の手法により、戦前期の企業統治のあり方、ないし企業統治と企業行動の関係にアプローチするのに対し、第5、6章は計量分析の手法を用いている点に特徴がある。

第5章「戦間期日本企業の償却行動と企業統治」（齊藤）は、戦間期の日本企業における償却行動（固定資産の減価償却のあり方）に着目し、企業統治がそれに与える影響を分析する。長期的な企業経営の安定のためには、高位安定的な減価償却を実施することが必要であり、戦後においては商法、企業会計原則などの整備により、每期一定水準の減価償却費を費用計上することが義務付けられているが、戦前の法制度においては減価償却の実施に関する強制規定は存在せず、実際の償却行動も企業間で著しく多様であった。そこで、同論文では、戦間期の綿糸紡績業42社をサンプルとし、企業統治構造が償却率の水準、および償却率の収益性への感応度を与える影響を分析する。そして、①専門経営者による取締役会の掌握が進んだ企業で高位安定的な償却行動が見られるのに対して、②個人大株

主の影響力が強いと想定される企業で、利益に感応的な償却行動のあり方が観察された。

第6章「企業統治構造の多様性とパフォーマンス：マイクロデータに基づく計量分析」（宮島・齊藤・尾身）は、企業統治構造が事後的なパフォーマンス（収益性、成長性）に与える影響を分析する。前掲図3の枠組みから、同論文は、1921－36年の製造業企業（1925年110社、30年173社、35年172社）を対象とした計量分析を通じて、いかなる企業統治構造を有する企業で高いパフォーマンスが実現されたかを分析する。そこで、とくに注目されたのは財閥への帰属や株式所有構造であり、①財閥帰属はパフォーマンスに有意な影響のないこと、②首位株主への保有比率の集中一般ではなく、法人株主の高い株式保有が企業パフォーマンスを引き上げることなどが明らかとされた。

参考文献

- 麻島昭一編（1987）『財閥金融構造の比較研究』御茶の水書房。
- 麻島昭一（1995）「大企業の資金調達」由井常彦・大東英祐編『日本経営史 3 大企業時代の到来』岩波書店。
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard and B. C. Petersen (1988), “ Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.141-195.
- Fohlin, C. (1998), “Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization,” *The Journal of Finance*, 53(5): 1737-1758.
- Fohlin, C. (1999), “Universal Banking in Pre-World War I Germany: Model or Myth?” *Explorations in Economic History*, 36(4): 305-343.
- Frankl, J. L. (1999), “An Analysis of Japanese Corporate Structure, 1915-1937,” *Journal of Economic History*, 59(4): 997-1015.
- Franks, J., C. Mayer and S. Rossi (2004), “Ownership: Evolution and Regulation,” Working Paper.
- Fruin, W. M. (1992), *The Japanese Enterprise System: Competitive Strategies and Cooperative Structures*, Clarendon Press, Oxford.
- ヒルシュマイヤー, J・由井常彦 (1977)『日本の経営発展』東洋経済新報社。
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1991), “Corporate Structure, Liquidity and

- Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 106-1, pp.33-60.
- Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover", *American Economic Review* 76, pp.323-329.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998), "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106-6, pp.1113-1155.
- Miyajima, H. (2002), Corporate Governance and Investment in the 20th Century Japan: Comparison between prewar *zaibatsu* and postwar *keiretsu* , Working paper, Waseda University, Institute of Financial Studies 02-003.
- 宮島英昭 (2004a) 「解題：なぜ企業統治が重要か」『ニッセイ基礎研究所報』33号.
- 宮島英昭 (2004b) 『産業政策と企業統治の経済史』有斐閣 (近刊).
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 (2004) 「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」『ニッセイ基礎研究所報』33号.
- Miyajima, H., Y. Omi and N. Saito (2003), "Corporate Governance and Performance in Twentieth Century Japan," *Business and Economic History On-Line*, Vol.1, pp..
- 森川英正 (1980) 『財閥の経営史的研究』東洋経済新報社.
- 森川英正 (1981) 『日本経営史』日経文庫.
- 森川英正 (1996) 『トップマネジメントの経営史』有斐閣.
- 中村青志 (1976) 『わが国大企業の形成・発展過程』産業政策史研究所.
- Nakatani, I. (1984), "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," Aoki, M. ed. *Economic Analysis of the Japanese Firm*, Amsterdam.
- 岡崎竜子・堀内昭義 (1992) 「企業の設備投資とメインバンク関係」『金融研究』11-1.
- 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.
- 岡崎哲二 (1999) 『持株会社の歴史』ちくま新書.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986) "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94, pp.461-488.
- 武田晴人 (1993) 「財閥と内部資本市場」『起業家活動と企業システム』東京大学出版会.
- 横山和輝 (2001) 「1930年代日本企業の役員賞与決定メカニズム」『経済学論集』(東京大学) 67-3.

図 1 企業統治をいかにとらえるか

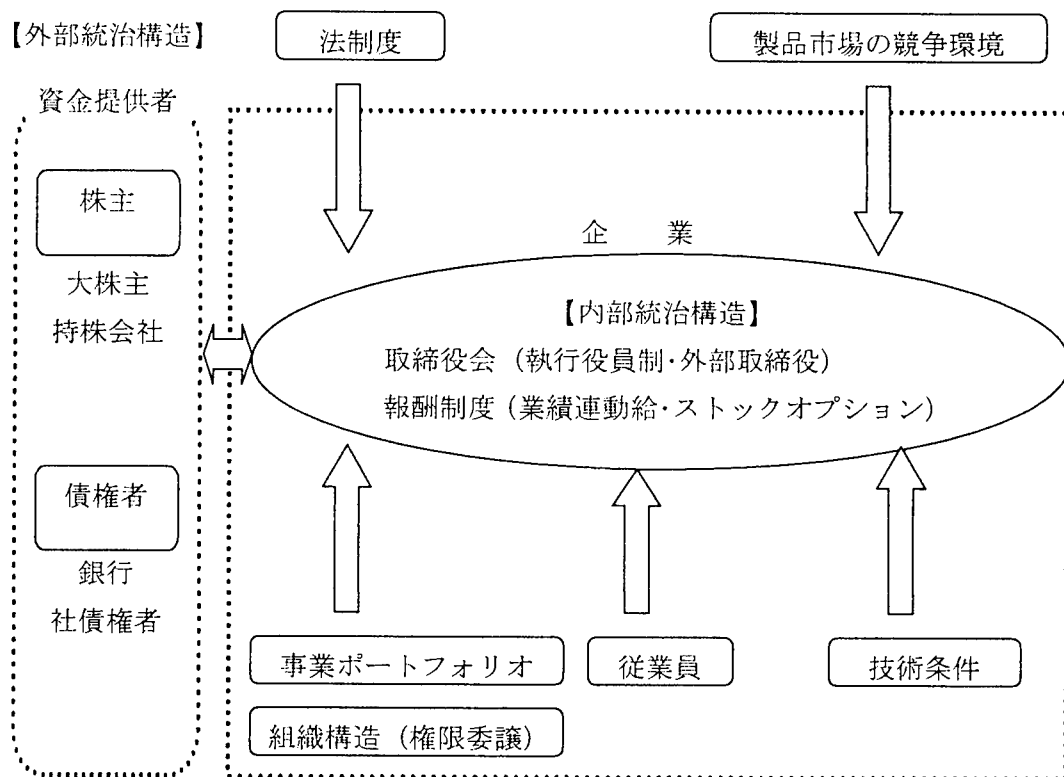
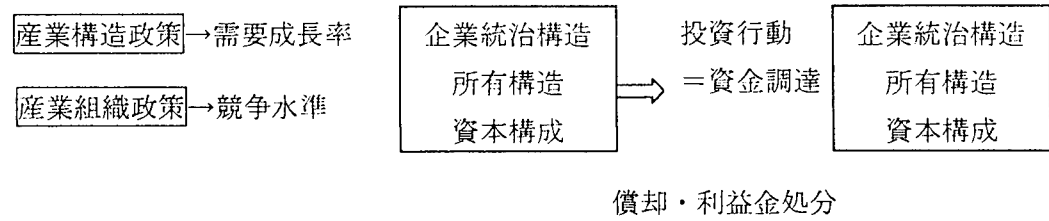


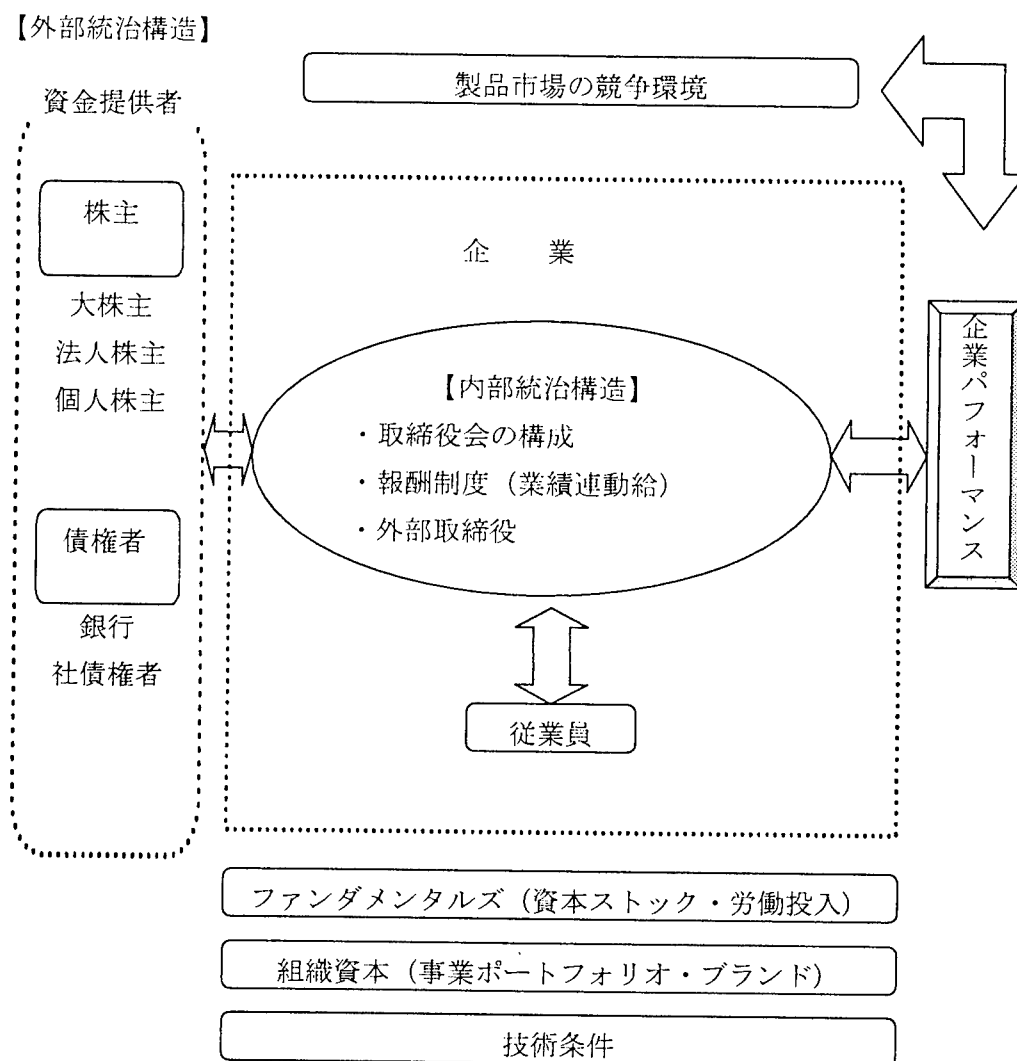
図2 企業統治と投資行動

マクロ環境（総需要・物価水準・賃金水準）



宮島（2004b）

図3 企業統治とパフォーマンス



第1章

役員賞与制度の形成と変容

粕谷 誠

はじめに

戦前期の日本企業の役員賞与については、コーポレート・ガバナンスに関する研究の高まりとともに進展してきた。すなわち非対称情報のもとで、株主(プリンシパル)は経営者(エージェント)といかなる契約を結べばよりよいパフォーマンスが得られるのか、というのは、コーポレート・ガバナンスに関する研究のなかでも重要なテーマの一つだからである。経営者に対してなんらかの業績に連動する報酬を支払うことが、のぞましい契約ではあるが、経営者への監視が弱いといった条件の下では、十分ではないとされている¹。岡崎哲二氏はこうした考え方をいち早く戦前から戦後の日本企業のシステムに関する研究に取り入れ、戦間期の役員賞与の利益との感応度は、戦後のそれよりはるかに高かったことを明らかにしている(岡崎 1993)。また財閥の監視が経営者を規律付け、高いパフォーマンスをもたらしたとしている(岡崎 1999)。横山和輝氏は 1930 年代において、非財閥系企業が業績に応じて高い賞与を支払うというインセンティブ・ペイをおこなっていたのに対し、財閥系ではそうした関係はみられず、モニタリングを通じた経営の規律付けをおこなっていたとし、岡崎説を批判している(横山 2001、2003)。これらの研究は戦間期をその対象としている。有力な企業である財閥企業の多くが株式会社化され、データが入手できるのが 1910 年代以降であることが影響しているであろう。

ところで一方では、江戸時代の商家経営において、奉公人に利益の配当をおこなう制度が広く存在していたことはよく知られており(植村・宮本 1995: 138、安岡 1998: 320)、多くの商家の事例が報告されている。高橋(1975)は「三ツ割」という利益を所有者・奉公人・

¹ コーポレート・ガバナンスに関する研究のサーベイとしては、Hart (1995), Shleifer and Vishny (1997), Tirole (2001)を参照。

内部留保へと分割する方法が、近世から近代へと連続していたことを主張している。

本稿では江戸時代の奉公人への利益分配の制度と明治初期の役員賞与の制度がいかなる関係にあったのかをまず明らかにする。その際には、役員ではない職員・工員への賞与との関係についても明らかにする。ついで明治初期に形成された役員賞与の制度が戦間期にいたるまでにどう変化していくのかを明らかにする。第一次世界大戦期には工員層へも賞与や退職金が支払われるようになり、戦後の日本的経営の制度が形成されはじめる時期とされているが、役員賞与とこれらの制度との関連についても言及することとしたい。また公開株式会社とオーナーの完全所有にあって株式会社となっていなかった財閥系企業とでは、「役員賞与」のあり方が異なっていると考えられるので、両者を対比しながら明らかにしていきたい。

1. 江戸時代の雇用と賞与

江戸時代の多くの商家において賞与が支払われていたことは広く知られているが、その内容は商家によってさまざまであり、賞与総額の算出方法、各人の賞与額の算出方法、各人の賞与が支出可能となる時期、賞与の支給対象などが異なっている。このうち賞与総額の算出方法とは、賞与の総額が各期にいかに決定されるかについての区別である。賞与が経費として支出されるのか利益処分として支出されるのか、については、江戸時代の商家が店主の個人経営であり、法人税なども存在しないことから、経費か利益処分かにはそれほど明確な区別はないともいえるが、利益の定率と定められているとか、利益が計上されないと賞与も支払われない、などの区別は存在する。しかし江戸後期には多くの商家において利益の一部を店員に配当する制度が採用されたといわれており、有名な商家の事例では、利益処分として支出されているが、たとえ利益処分であっても利益額にかかわらず一定額が賞与にあてられる場合と利益の一定割合が賞与にあてられる場合とがある。次の各人への支払時期とは、賞与総額が決算期ごとに決定されたとして、その金額が各人に分配されるものとされないものとの区別である。前者は、賞与支給総額を当期における各人の業績、各人の職位、各人の給与などに応じて分配するものであり、後者は総額を積立金勘定などに繰り入れるのみで、各人への分配をおこなわないものである(すなわち各人への支払金額は確定しない)。第三の各人の賞与が支出可能となる時期とは、かりに毎決算期の

賞与総額が各人になんらかの方法で分配されたとして、それが決算期ごとに各人が引き出すことが可能なのか、それとも退職まで引き出すことができないのか、に関する区別である。また退職時に支払われる場合では、いわゆる元手銀として支払われる場合と別の何らかの基準で算出される元手銀とは別個に支給されるケースがある。最後の賞与の支出対象とは、賞与が支配人などの上位役職者に限られるのか、すべての(かなり広汎な)店員に及ぶのか、などに関する区別である。

… 表1 about here …

江戸時代の有名な商家の賞与について、以上の基準に従ってまとめたのが表1である。まず総額の算出方法であるが、何らかの形で利益処分とされていることは鴻池家を除いてほぼ共通している。ただし賞与総額が利益の一定割合に定められているとイメージされがちであるが、利益額との関係が明示されていないものもある。次に各人への分配については、各人への分配があるケースがほとんどである。もっとも総額が利益に連動していても、各人への分配額が定額であるケースがあり、基金となっていることもあることには注意が必要である。第3に支出可能時期については、各決算期であることはまれで、多くの場合、退職時に可能となっている。このうち退職時に表1記載の賞与金とは別に退職金(元手銀)が支給されていることが確実なのは、三井家のみである。最後に支給対象であるが、各店員が対象となるケースとともに役付き手代や支配人が対象になるケースも多かった。

江戸時代の商家の賞与は、利益の一部として(利益の一定割合であることもかなり多い)、各人へ何らかの方法にもとづいて分配されるものであるが、支給対象が上位職階のものに限られることも多く、支出可能時期は退職時である(元手銀として支給されることも多い)というものであった、とひとまず要約することができよう。確かに各人の支給額は店の利益となんらかの関係を持つのであるから、今日のいわゆるボーナスと共通する性格を持つといえるが(ボーナスも会社の収益状況によって支給額が変動する)、退職時に一括支給されることを重視すれば、退職金(元手銀)の金額が勤務中の店の利益となんらかの形で連動しているシステムであった、と評価することも可能であろう。退職金額が利益額と連動し、その分の引当金が積み立てられるのであれば、そうでない場合に比べて支払可能性のリスクは小さいことになる。退職まで支給を遅らせた方が店員の在職期間中の忠誠を確保しやすいが、遠い将来の元手銀はインセンティブになりにくいというデメリットがあるのを、各期に支給する形態をとったり、利子付きで預かったりすることによって、埋め合わせようとしているとも解釈できよう。また上位役職者に支給が限定されるケースが多いのであ

るが、プロフィット・シェアリングの場合、支給対象者が多いほど努力のインセンティブとなりにくいことを考慮すれば、対象者を限定して、努力水準を向上させようとしていると解釈でき、今日のボーナスの支給対象者が極めて多く、経営側とのリスク・シェアリングとしての性格を強く持っていることと異なっていると考えられ、むしろ執行役員を含めた役員賞与に近いと解釈することも可能である²。

表 1 に掲出されている商家は、すべて商業・両替業を営んでいた。したがって雇用されている奉公人はモノの生産に従事しているわけではなく、今日の職員に近い存在であり、長期雇用を期待されていた³。もちろんすべての奉公人が実際に長期にわたって雇用された訳ではなく、店の都合で解雇されるケースや自ら退職していくケースも多かった。離職率は雇用された直後が高く、徐々に低下していった。それでは工員に近い存在であるモノの生産に従事していた労働者はいかなる賞与を受け取っていたのであろうか。江戸時代にモノの生産に従事した労働者としては、大工などの職人が思いつくが、職人の経営は小経営であったので、大量の労働者を雇用し、制度化された賞与を支給していたとは考えられない(横田 1985)。ここではモノを生産する労働者を雇用し、マニファクチュアの形態をとっていた醸造業—酒造業と醤油醸造業—を検討対象とする。醸造業においては、蔵で清酒・醤油の醸造にかかわる蔵人と原料の仕入・製品の販売などに従事する店の奉公人とが異なる雇用条件の下にあり、後者の方が雇用期間が長く、酒造業では奉公人に別家が認められていたことも確認しうる(白鶴酒造 1977、中山 1981、1982、油井 1980、Fruin 1983: 45)。奉公人の数は少なかったようであるが、基本的に店の奉公人はこれまで考察してきた商家における奉公人と同質のものであると判断してよからう。

ついで蔵人について検討することとする。酒造業では醸造期間が冬季に限定されていたため、灘においては、杜氏に率いられた同村出身の出稼ぎ農民が集団として蔵に入り、労働をおこなった。杜氏より下の頭以下の蔵人の賃金も店主が日割り計算で算定しており、その意味では直接雇用の形態をとっていたが、杜氏を介して賃金の前貸がおこなわれるなど(前貸の返済が滞ると杜氏に責任が生じる)、杜氏の蔵人の雇用に対する影響力は強く、

² 三井家の退職金は、ほぼ勤続年数と職位に連動していた。各人が退職時に受け取る賞与金の総額も利益が一定とすれば、ほぼ勤続年数と職位に連動する。なぜ相似た性格を持つ賞与と退職金を退職時に別々に支給していたのかを説明するのは難しいが、賞与は勤務中に自由に使えるものではなかったが、前借りが可能であったこと、退職金は在職中の店の利益金額と直接連動するものではなく、しかも明文化された支給規定がないことにみられるように、あくまで主家からの恩恵・慈恵として給与されるものであると観念されていたこと、などが説明要因となるであろう。

³ 三井家の事例では、賄いに従事する労働者は別体系であり、男頭などを除けば雇用期間は短かった(西坂 1990)。これらの存在は、醸造業の蔵人と対比して理解できるかもしれない。

間接雇用の性格が強かった。また伏見では口入屋が労働請負業者として機能していた(柚木 1965: 139-159)⁴。醤油醸造業はほぼ一年を通じて醸造がおこなわれており、通年で蔵人は労働に従事した。野田では、蔵人の賃金その他の事務は、就労を斡旋した口入業者の親分と杜氏が管理し、蔵人についてのいっさいの問題は、親分と杜氏、とくに杜氏が醸造家と交渉して解決したのであり(荒居 1965、Fruin 1983: 47、キッコーマン 2000)、間接雇用の性格が強かった。野田と並ぶ醸造地域の銚子では、ヒゲタの例では杜氏も蔵人も直接雇用であったが(油井 1980)、ヤマサの例では、醸造家が雇用をおこなうものの、蔵人の雇用については、口入業者や杜氏が強い影響力を保持しており、やはり間接雇用の性格が強かった(林 1990: 183)⁵。酒造は年間の雇用期間が 100 日程度で、毎年蔵人は春になると居村へ帰っていった。また醤油醸造の雇用は通年であったが、勤続期間は短く、銚子の例では 3 年未満のものが 70%であった(林 1990: 157、油井 1980: 35)。手当としては、酒造は杜氏から末端まで各人同額の看板料・心付けが支給されており、醤油醸造では各人に同額が支給される手当と格差をもって支給される手当があったが(柚木 1965: 140、林 1990: 166)、いずれにせよ利益の分配という性格のものではなく、文字通りの心付けか直接的な生産能率刺激的手当だったようである。醸造業の蔵人は、商家奉公人の雇用・賞与のあり方とは全く異なる待遇を受けていたのであり、生産に従事する労働者にとって、長期雇用や利益の分配はおこなわれていなかった。江戸時代の雇用と賞与は、このような二重のシステムによって運営されていたのである(Fruin 1983)。

2. 役員制度と賞与の形成とその変化

2-1 公開株式会社

明治初期の会社制度について、国立銀行制度の果たした役割は大きい。国立銀行は日本初の株式会社であり、はじめて近代的な会社制度を採用したという意味で画期的であったが、それにとどまらず、日本全国に 150 ほどの国立銀行が設立されており、近代的な会社制度が全国的に普及していくうえでも大きな役割を果たしたといえる(粕谷 2000)。しかも国立銀行条例とともに、国立銀行成規が定められており、国立銀行成規には、創立証書の

⁴ 地主の営む小規模な酒蔵では小作人が蔵人になることもあった。

⁵ 竜野の円尾家では、店の奉公人と推定される頭役が日雇労働者を直接指揮しており、野田や銚子と異な

雛形や定款の雛形が収められていた。1891年に商法が公布されるまでは、国立銀行条例および付属の創立証書雛形・定款雛形が会社設立のよるべきモデルとされたことは想像に難くない¹⁶。

1876年改正国立銀行条例および定款雛形の特色の一つは、条例第14条において、頭取・取締役・支配人・書記方・出納方・計算方・簿記方・その他の役員を選任し、その職制権限・進退および頭取・取締役の交代の手続きを制定するよう定められ、さらに定款雛形第27条において、「当銀行ノ役員ト称スルモノハ左ノ如シ」とした上で、

取締役 何人

内

頭 取 一人

副頭取 何人(若シ之アラハ)

支配人 何人

書記方 何人

出納方 何人

計算方 何人

簿記方 何人

(銀行ノ適宜ニヨリ此他役員ヲ設クルモノハ右ニ準シテ此ニ掲クヘシ)

と、会社の取締役(＝雇用者)のみならず(監査役については規定していない)、支配人以下の職員(＝被雇用者)までも規定していたことである(明治財政史編纂会 1905: 152、187)。会社定款とは、出資者の間で、会社のあり方について規定するものであるから、被雇用者について、しかもその職務分担と人数にまでふれていることは、異例である。というのもしこれを厳格に適用するとしたら、銀行員の採用や退職さらには職務分担の変更があっただけで、定款を変更しなければならないからである(実際に人数を規定した銀行がどれほどあったかは明らかではないが)。こうした規定がなぜおかれたのかについて、明らかにすることはできないが、条例や各種の雛形が国立銀行を設立する際に最低限必要なことを定めるというよりは、国立銀行を設立し、それが軌道に乗るようにという、指導的な側面を強く帯びていたためと考えられる。さらに注目すべきは、雇用者である取締役と被雇用者である支配人以下の職員が、おなじ「役員」というカテゴリーに収められ、ひとつの序列に

る労働慣行が存在していた(中山 1981、1982)。

¹⁶ いうまでもなく有限責任制は法的には実現していなかった。

位置づけられていたことである⁷。実際の定款がこの雛形に沿っていたことはいうまでもない。

国立銀行がどのようなガバナンスの体制を志向していたのか明らかではないが、「銀行ノ結構」（『銀行雑誌』第11号、1878年10月発行、日本銀行調査局1957b: 92-94）という記事では、イギリスの株式銀行が、取締役会が衆議の上、行務について決議し、行務の役員（現在の執行役員）である支配人がその決議を執行する体制にあり（常勤の委託取締役＝managing director を選任することもあり、その場合は支配人とともに銀行事務を取り扱う）、アメリカの国立銀行が、行務の役員でありかつ取締役である頭取が存在するが、割引・貸付という重要業務については取締役会が決定し、頭取が専決できない体制であったのに対し、日本では頭取が重要事項を決定するが、取締役会がその決定を制限せず、取締役会が機能していないと述べている。国立銀行はアメリカのナショナル・バンクをモデルとしており、ガバナンスの体制も頭取が執行をおこなうという点で、アメリカ的な体制を志向していたといえるが、支配人がおかれ、執行権限を持たされている点では、イギリス的でもあり、両者の中間ともいえる。また一般の取締役が、頭取と支配人の間にあり、おなじ「役員」として序列づけられていることは、ここで指摘されているイギリスの銀行にもアメリカの銀行にもない独自の点といえる。

定款には職種別に分類されていた役員ではあるが、第一国立銀行においては、職種とともに、頭取を一等とし、末端の職員を等外二等とする、階層的な序列によっても分類されていた⁸。この階層的な序列においても、取締役は頭取に次ぐ二等にランクづけられ、支配人以下は三等以下にランクづけられ、一つの等級による序列の上に位置づけられていた。さらに月給も等級によって決められており、等級が上なほど月給が高かった（ただし支配人である三等と本店副支配人・支店支配人である四等が、二等の取締役より月給が高い）。こうした給料制度がとられた理由については、官僚の給与システムの影響を受けたなどいろいろな要因が想像できるが、「手代雇入方」（『銀行雑誌』第13号、1878年12月）が、職員の嫉妬を招かないように、一定の規則にもとづいて給与を支給すべきことをと、その規則として、世界的に新参者は古参者より給料が低いのが普通であるとした上で、毎年か

⁷ 「日本国立銀行事務取扱方」（『銀行雑誌』第1号、1877年12月）、「銀行役員ノ事」（同第3号、1878年2月）においては、銀行の事務で分業体制を確立することが必要であると説かれており、大蔵省は国立銀行に整然とした分課の体制を構築することを求めている。こうした要請も被雇用者を定款にのせたことの背景に存在していたものと思われる。

⁸ 「第7回半期実考課状」による（日本銀行調査局編1957a所収）。

ならず昇給させる方法、等級に一定の給与を割り当てる方法、両者の折衷として等級のなかで一定年限は順次昇給し、それ以後は昇等しない限り、給料が上昇しない階級法の3つをあげ、階級法の採用を薦めていたことと関連があるものと思われる。

さらに「手代雇入方」は、銀行の業績に応じて給料を定めることがよいとしていた⁹。しかし階級法を採用すれば、こうしたことはできない。そこで導入されたと考えられるのが、職員に銀行の利益に応じて賞与を支払うという方法である¹⁰。第一国立銀行は、純益金が資本金の10%を超えた場合には、純益金の17%を頭取・取締役・支配人以下の職員に「配当」すべきことを定めていた(頭取・取締役・本店支配人は、月給10円を1株とし、純益金の5%を分配する)¹¹。そして1876年には、等外二等まで月給に応じて賞与を分配することに改められた¹²。

国立銀行(およびその模範としての第一国立銀行)は日本最初の株式会社として設立されたが、「役員」という用語の対象、その序列と給与、利益分配などにかなり特色があることが確認された。そして多くの会社の定款は、こうした今日からするとかなり特異なこれらの特徴を引き継いでいたのである。従業員の等級については、ほとんど情報が得られないので、利益分配による賞与と「役員」という用語の範囲がどう規定されているのか、について定款を調査した(表2および表3)¹³。商法が施行されるまでは、定款に職員が規定されている会社が40社中33社を占め、8割を超えていた。ところが興味深いことに、そこで規定されていたのは、職員止まりであって、工員について規定していたのは、わずかに2社にとどまっていた。同様のことは「役員」という用語の範囲についてもあてはまり、工員を含む会社はほとんど存在しなかった。また賞与について言及する会社も多く、第一国立銀行と同じく、利益の一定割合と定めている会社も半数を超えていた。さらに「役員賞与」などとして職員にも賞与が支給される会社が、32社に及んでいたのに対し、工員にまで支給されたのは、5社にとどまった。国立銀行および第一国立銀行のモデルとしての意

⁹ 年少の銀行員の給料が安いこと、給料支払いの3方法、給料支払いには銀行の業績に応じるべきことは、ギルバート『銀行実験論』に紹介されていた(渋沢青淵記念財団1955:623)。階級法を勧めているのは、『銀行雑誌』である。

¹⁰ 東京為替会社の「利益金の配分」(三ツ割)としている事例は、受取利息を積立金・会社諸雑用諸月給・利益配分とすることを定めているものであり、収益状況に応じてコストを支払うことを想定している事例である(高橋1975:122)。

¹¹ 「第一国立銀行利益金配当定則」(日本銀行調査局1957a所収)。利益率が3%から10%の場合は、賞与率が引き下げられ、3%未満の場合は、株主の集会で決定されることになっていた。

¹² 「第一国立銀行第八回株主集会決議之件々」渋沢青淵記念財団竜門社1955所収。

¹³ 明治期の会社制度と定款については、Chakepaichayon(1981、1982)、宮本・阿部(1995)、高田(2000)を参照。

味は大きかったのではないかと考えられる。

--- 表 2,3 about here ---

取締役と職員は連続的に考えられ、「役員」をなすと観念されていたが、工員はそうは観念されていなかったのであり、江戸時代の観念とそれほど異なっていない。また職員へ利益の分配をおこなうことも江戸時代の慣習に共通する側面がある。国立銀行および第一国立銀行のこうした制度に、江戸時代の観念・慣習の影響をみいだすことは可能である。しかし国立銀行制度はアメリカの事例をもとに、官僚が導入を試みていたものであり、その運営にあたってはシャンドというお雇い外国人が大きな役割を果たしていた。また『銀行雑誌』などは、職員の雇用や給料の支払方法などについて、外国の事例も参照し、それを吸収しようと試みていた。さらに江戸時代の利益分配は、必ずしも利益の定率であったわけではなく、また退職時に元手銀として渡されるものであり、決算期ごとに渡されるものではなかった。従って国立銀行や第一国立銀行の制度に、江戸時代の影響が色濃く表れる必然性はないし、江戸時代の制度がストレートに反映しているわけでもない。銀行の経営を安定させるためには、給与の一部を銀行の利益と連動させた方が有利であるという「合理的」理由からも賞与の存在は説明可能である。以上のことから国立銀行に典型的な明治前期の賞与が、江戸時代の制度の影響をうけて生成したということには、否定的たらざるを得ない。また取締役と職員が連続的に理解されていた点については、イギリスでは特に取締役と職員の間に深い溝があったから、外国の影響を見ることは困難であろう。やはり銀行の経営を軌道に乗せるために、職員組織を整備したい、という当局の考え方が背景にあったのであろう。ただし賞与の対象、取締役と連続する従業員の範囲の定め方という問題(すなわち工員は区別するという考え方)については、「合理的」な説明を与えることは困難であり、江戸時代の観念が反映していたのではないかと考えられる。

商法は会社について規定しているが、当然ながら、被雇用者である職員・工員や利益処分については何もふれていない。そのため商法施行以降の定款で、職員について規定しているものは、ほとんどなくなってしまう(表 2)。また賞与が職員にまで支払われているとみなしうる会社の割合も商法施行前の 4 分の 3 から 5 分の 1 に激減してしまうのである。しかも取締役・監査役に支払われるようになった賞与の割合も利益の定率であるものの割合は減少し、決算の状況に応じて変更できるものが増加していた。また「役員」という用語が、取締役から職員までを含むことは稀になり、むしろ取締役(および監査役)をさすという今

日の用語法がほぼ定着したのである(表 3)¹⁴。法律の規定の変更でここまで急激に内容が変化するのであるから、商法施行前の特色も単にモデルとなっていた国立銀行の例に多くの会社が従っていただけであり、とくに社会的・経済的根拠があったわけではなかった、と考えることが可能であり、これまでの考え方とも整合的である(取締役と連続して観念されたのが職員止まりであったという点を除けば)。

しかし国立銀行というモデルに従って支出されていた職員への賞与が、商法の会社規定の変更によって、すぐに消え去ったとは考えがたい。商法の制定はそれまで支払っていた賞与を支払わなくてよくなる理由とは考えられないからである。職員への賞与を定款に記載しなくなったということであろう。そこで 1910 年代から 20 年代について、会社の利益処分について、1912 年、1919 年、1926 年の 3 年(あるいはそれに近い年度)の営業報告書が得られる企業 63 社について検討したのが表 4 である。役員賞与とされているものの内容が明記されていないケースがほとんどであるが、営業報告書の役員・社員・雇員・使用人・従業員(者)などの用語法からみて、ほとんどが取締役(および監査役)への賞与であると判断される。単に賞与金と記載される例も 1910 年代に半減した。1910 年代までは従業員(その多くは職員)へ賞与を支払っているケースがなお 1 割程度残っていたが、1920 年代にはきわめて例外的なものとなっており、定款にとどまらず、実際の利益処分でも職員にまで賞与を支払うことはなくなっていた。したがって職員への賞与は、費用として計上されるようになったものと考えられる(これには税制も影響していたであろう)¹⁵。ところが戦前期の営業報告書の損益計算書の記載は、一般に貸借対照表よりさらに簡潔であり、支出項目として賞与などが明示してあることは少なく、費用として賞与が支出されても、それを確認することはできなくなることがほとんどである。しかし第一次世界大戦期には、労働運動の高揚によって、役付工員からさらにはヒラ工員にまで賞与が支払われるようになったといわれており、職員のみならず工員に対しても、その支給額は職員と比較すると少ないものであったが、賞与が支払われることが一般化していった。(昭和同人会 1960、鍵山 1977)。すなわち取締役は利益処分で賞与を受け、支給額に格差はあるものの、職員と工員は費用として支出される賞与をうけるようになったのである。

… 表 4 about here …

従業員の賞与に代わって利益処分に多くみられるようになったのが、退職給与基金・恩給

¹⁴ 同じ時期に生じた「社員」という用語の意味の劇的な変化については、馬場(2001)を参照。

¹⁵ 倉敷紡績は所得税が増徴された 1899 年にそれまで利益処分で支出していた賞与をコストとして支出す

基金・職工扶助基金などへの繰り入れである。退職給与基金・恩給基金等はその内容が明らかである。職工扶助基金などと称されているものは、死傷病者と遺族へ支給される手当の基金への繰り入れを意味するものと思われるが、工場法によって常時 15 人以上を雇用する工場に支給が義務づけられるようになった。主たる対象は工員層であったものと考えられる。職員への恩給等は 1912 年でもすでに 5 分の 1 ほどの会社で繰り入れられていたが、1919 年には 2 倍の 5 分の 2 の会社で繰り入れられるようになっている。解雇手当とは異なる今日の意味での退職金の始まりは 1897 年に施行された「三井使用人恩給内規」とする説がある(藤林 1956)。その当否は確かめようがないが、近代的企業で退職金が制度化されてくるのが、19 世紀末頃ということであろうか。三井の使用人恩給内規は明らかに職員を対象としている(粕谷 2002)。表 4 では、工員への恩給等は支給が確認される会社数が少ないが、1912 年から 1919 年への増加率は職員へのそれよりも高かった。さらに職員・工員への恩給等が同一の項目によって繰り入れられている例が急増していた。1920 年代には職員・工員への恩給等の繰り入れをおこなう会社数が減少していくが、会社の業績が悪化し、繰り入れを停止せざるを得なかったという要因も作用していたように思われる。1920 年代には 3 分の 2 の会社で、恩給基金等が支出されていたのである。工員の退職金は第一次世界大戦期以降支給されるようになったといわれているが、工員の支給額は職員のそれよりはるかに少なかった(昭和同人会 1960)¹⁶。戦間期には、支給額には格差があったが、職員・工員ともに退職金を支給されることが一般的となったのである。

なお賞与が費用として計上されるようになった理由として、税金の存在を指摘したが、恩給等は利益処分で基金に繰り入れられているケースがなお多い。この理由は、退職給与基金への繰り入れの時点では損金算入が認められず、基金から現実に退職給与を支給した時点で損金算入が認められていたためである(中村 1936)¹⁷。利益処分でラウンドナンバーの金額(5,000 円や 10,000 円など)が基金に繰り入れられていることが多いが、このことは各人へ支払うべき債務額を集計して引き当てるといった処理をおこなっていなかったことを示すといえよう。それでも支払いを確実にこなえることを示すため、一定程度の金額を基金に繰り入れていたのであろう。ただし収益状況が悪化して、基金への繰り入れを停

るようになった(武田 1986)。

¹⁶ 昭和同人会(1960: 170 頁)では、職員の退職金が第一次世界大戦後に各企業に採用されるとしているが、これは広く普及した、という意味であろう。

¹⁷ 表 4 で恩給等を支払う会社の減少の要因として、経営悪化による繰り入れの停止を指摘したが、それとともに基金への繰り入れをやめ、退職金の支払時点で費用計上する企業が増加したことも要因として考えられる。

止しても、任意の基金であるから、退職時点で退職金を支払いさえすれば、問題がなかったのである¹⁸。

戦間期には、役員賞与は取締役(および監査役)への賞与となった。また職員と工員との間には、賞与や退職金の支給額に歴然とした格差が存在していたが、取締役によって雇用されるという点では共通になり、また金額に格差が歴然としており、工員の賞与には能率刺激的な要素がかなり含まれていたにせよ、とにかくそれらが支給されるようになったという点においては、両者の距離は縮小している、といえよう。

三重紡績・東洋紡績を事例にこれまでの論点を確認していく¹⁹。三重紡績は1886年に有限責任三重紡績会社として設立され、商法施行にともない1893年三重紡績株式会社となったが、1914年に大阪紡績と合併して東洋紡績となった。創立時の最大株主伊藤伝七は委員(取締役)で支配人をおこなっていた。技術者の斎藤恒三は当初技術長に就任したが、1891年にはやくも委員に就任した(西村 1970)。同社の創立の際の定款・営業規則等は、大阪紡績のものをモデルとしており、また会社の事務について渋沢栄一の指導を受けていた(「第六回定式臨時株主総会要件録」1889年)。大阪紡績は国立銀行の制度の影響を受けていたから(粕谷 2000: 131)、三重紡績は国立銀行の影響を強く受けることとなった。

--- 表 5 about here ---

ところが同社は「役員」という用語で、取締役と職員を一括するということはなかった。1886年の定款で職員は、傭員とされて規定されていたが、委員と連続的には規定されておらず、別個の章立てで規定されていた。この形式は1891年の定款にも引き継がれたが、1893年以降の定款に職員は規定されなくなった。また工員は一貫して定款には規定されず、営業規則、職工取扱規則などで規定されるにとどまった。次に賞与であるが(表 5)、1886年には利益の2%が委員(取締役)の賞与に、8%が職員・工員の賞与に分配されることが定められていた。利益の定率というスタイルがとられているが、取締役の取り分が少なく、さらに職工にまで利益処分で賞与が支払われる(ただし実際には能率刺激的に運用されていた)という点で特異であった²⁰。商法が施行されると配分割合はわからなくなるが、利益

¹⁸ 1936年の退職積立金及退職手当法によって、常時50人以上雇用の工場・鉱山の事業者と労働者はそれぞれ賃金の2%を積み立てること、事業者はそれを各人別の積立金とすることを義務づけられるようになり、同時に積み立て時点で損金算入が認められるようになった。

¹⁹ 紡績企業の職員層については、米川(1994)が詳しく考察しており、「役員」という用語の範囲についての指摘など、本稿は多くを学んでいる。富士紡績の事例については、日本労働協会(1960)を参照。

²⁰ しかも当初は委員は無給であった(取締役支配人には給与が支給)。1893年に取締役と監査役の報酬が決定された。

処分の形で職員・工員の賞与が支払われていたことは確実である。ところが1899年の新商法施行による改正によって、賞与の配分について定款に記載がなくなり、また賞与金の名称も単に「賞与金」とされたため、その支給対象は明らかでなくなった。しかし1905年には役員・職員・工員が賞与の支給対象であることは明らかであるから、1899年以降1904年までも同じ対象に支給されていたことは間違いなかろう。しかし1907年以降は、その理由は明らかではないが、職工が賞与の支給対象から外されたようである。と同時に、職員に恩給が支給されることとなり、その基金の積み立ても開始された。

定款上の職員の規定では、取締役と被雇用者の間に境界が設けられていたが、工員にまで賞与が支給されるという点で、職員と工員の距離は近かったといえる。このことは同社が工員を直接雇用し、しかも当初は等級制的な賃金形態をとり、熟練が上昇するごとに昇格させていこうとしていたことと無縁ではあるまい。営業報告書には、当初は職員のみならず、職工の等級別の人数がかなりのスペースをとって記載されていたのである。しかし1907年以降、工員は賞与の対象からはずれた。記載は次第に簡略化されていったとはいえ、1907年まで営業報告書に職員・工員的人数が記載されていたのに、1908年以降記載されなくなるのは、単なる偶然ではないと考えられる。ただし1905年より慰労積立金が「重役使用人職工賞与金及慰労積立金」などとして賞与金と同一の項目で積み立てられはじめており、工員が賞与の対象となくなかったことにそれほど大きな変化はなかったものと考えられる。なお賞与金の利益金に対する割合は、1899年以降一貫して10%の定率であり、定款に記載はなくなったが、利益の一定比率という原則が厳格に守られていた。

大阪紡績と合併して東洋紡績が成立すると、役員賞与という名称に変更された。この対象が取締役・監査役であろうことは間違いなが、その利益金に対する比率は4%となり、三重紡績よりはるかに低い数字となっている。もちろん合併によりすべてのルールが変更になっているが、三重紡績時代に取り締役が得た賞与の割合は、10%よりかなり低かった可能性もあろう。1931年に大阪合同紡績と合併すると、役員賞与が利益の一定割合という原則はなくなった。

最後に役員賞与と定額の報酬との関係について3つの事例を報告しておく。あらかじめ定められている報酬が、業績によって変動する役員賞与と比較して、どの程度の水準にあったのか、換言すれば、役員の総収入に占める役員賞与の比率がどの程度の水準にあったのか、は取締役にいかなるモチベーションを与えるかに大きくかわるからである。しかし営業報告書で役員の報酬と賞与の双方が継続的に記載されている例は、それほど多くな

く、表 4 の 63 社のうち 3 社にとどまった。業種も業種内での企業規模もバラバラで確定的なことはいえないが、事例として報告する。

まずは三十四銀行の例である(図 1)。同行は大阪に本店を持つ銀行で、五大銀行に次ぐ資産規模があり、1933 年に山口銀行・鴻池銀行と合併して三和銀行となった。同行は報酬とともに賞与も極めて安定的であり、かつ賞与の方が報酬よりはるかに巨額であった。同行の利益と役員賞与の当期利益に対する比率(賞与率)を比較すると(図 2)、1920 年代(特に半ばまで)は両者が逆の動きをしており、賞与を一定化しようとしていたことがうかがえる。しかし昭和恐慌期には、利益が低下するとともに賞与率も引き下げられ、その後は両者ともほぼ横ばいとなった。1920 年代の安定的な賞与は意図した結果だったのであるが、利益が上昇するなか、賞与が上昇することに対する抑制圧力が存在していたのであろう²¹。

--- 図 1 about here ---

次は新潟の地場電力会社である新潟水力電気の例である(図 3)。同社は 1912 年までは利益の 10%を役員賞与としていたが、以後は利益の 5%という定率であった(1919 年から 1920 年は例外)。当初は役員賞与は報酬とほぼ同じか、せいぜい 2 倍程度であったが、1920 年代に同社の利益が急増すると役員賞与も急増していった。公益産業であるが、役員賞与を抑える動きはなかったことになる。

--- 図 2 about here ---

最後は日本煉瓦製造の例である(図 3)。同社は表示期間中償却前利益の 10%を役員賞与としていた。1920 年代前半は利益も好調で、賞与は報酬よりはるかに巨額であったが、会社の業績が不振になると賞与は激減し、ゼロとなることも多かった。1930 年代半ばに業績が回復してくると報酬と賞与はほぼ等しくなった。製造業ではこうした業績による収入の大きな変動はごくありふれたことであったと推察され、賞与は役員の動機付けとして大きな役割を果たしていたと思われる。

--- 図 3 about here ---

2-2 財閥企業

ついで財閥企業の役員賞与について、三井と三菱を事例として検討する。まず三井についてであるが、江戸時代の賞与についてはすでにふれたので、ここでは明治以降について

²¹ 大蔵省は 1924 年から銀行の減配を指導していたが(辺 2004)、役員賞与が増加しなかったことと関連があるかもしれない。

考察する²²。三井家は明治に入り、それまでの呉服業・両替業から官金取扱業務に主要な業務を移し、三井組を設立したが、その三井組が 1876 年に三井銀行に改組された。三井銀行は無名会社という組織形態であり、いわば無限責任の株式会社であったが、三井家とともに三井銀行の従業員も出資していた。三井銀行と同時に三井物産が設立されたが、三井物産は三井武之助・三井養之助を社主としていた。三井銀行と三井物産は銀行と商社で、工員は存在しないから、工員と職員の間の格差という問題は存在しない。1888 年に落札した三池炭礦は 1892 年に三井鉱山合資会社に引き継がれるが、鉱山会社には、職員と鉱夫という格差が存在しており、鉱夫に利益処分の賞与が支給されるということではなかった。三井鉱山は第 8 期(1915 年下期)より利益処分で鉱夫救済資金を計上しており、すでに検討した公開株式会社とほぼ同じ時期に、鉱夫関係の資金を計上していた。ここでは三井銀行と三井物産の賞与について考察する。

三井は三野村利左衛門の指導のもと近代的な銀行の設立を目指していたのであるが、同時に第一国立銀行の最大株主であり、また井上馨・渋沢栄一などから経営の指導を受けていたため、三井銀行の制度は第一国立銀行の制度の影響を強く受けていた。その影響は役員賞与のあり方にもみられる。三井銀行は当期利益金のうちから積立金、「総役員配当金」などを控除した残額を株主に配当することとしていた。このうち「総役員配当金」は利益金から積立金などを控除した金額の 2 割とされていたが、「役員」とは従業員のことであり(株主によって選出される頭取なども含む)、「総役員配当金」総額を各員の給料の年額 10 円を 1「株」として分配することとされていた(ただし最末端の従業員はこの「配当」にあずかることはできず、「配当」の端数の分配を受けるのみであった)。この方法は 1876 年の第一国立銀行の賞与支払の方法に極めて近いが、三井組では 1874 年から給与の 10 円を 1 株としており、どちらがどちらかの影響を受けたとは即断しがたい。しかし江戸時代の三井では、利益連動の賞与を受けるのは役付手代のみであり(表 1)、支給対象が大幅に拡大されており、第一国立銀行の利益処分の方法の影響なしに、三井銀行の制度が成立したとは考えられない。

三井銀行では、末端に近い層まで利益連動の賞与が支払われるようになったのであり、今日的な意味での役員賞与と従業員の賞与は一体化していた。また賞与の分配の基準は、出勤日数をのちに考慮に入れるようになったが、月給を基準としており、当該期になんらかの方法で努力や貢献を測定して、それに報いることで勤労のインセンティブを高めよう

²² 三井の明治期の賞与については、粕谷(2002)による。

とするものではなかった。国立銀行と同じく固定的な賃金支払のリスクを回避するという側面が強かったといえる。もちろん利益が上昇すれば、賞与も増加するので、利益を増加させるインセンティブが組み込まれているが、賞与金額と月給額はほぼ比例するので、上位役席者ほどそれが強い、というわけではなかった。

三井物産においては、利益の10%が社長の益田孝、5%が副社長の木村正幹、10%が従業員に分配されることになっていた。このほか顧問のロバート・アーウィンが利益の10%、元締という職位に昇進した馬越恭平らも利益の2.5%の賞与を受けていた。三井物産でもかなり末端の従業員まで賞与が支給されており、月給額がその分配の基準に用いられていたようであるが、社長、副社長、顧問、元締は別扱いであり、利益をあげる強いインセンティブをもっていた経営者として、一般従業員とは異なるカテゴリーに属していたといえる。

1893年に商法が施行されるのにもとない三井銀行・三井物産は、三井家が全額出資する合名会社に改められたが、その前後から両社とも賞与のあり方が変化していき、1896年に重役賞与の制度が、また翌年に従業員の賞与(使用人賞与)の制度が実施されることで制度的に安定した。重役賞与は、三井銀行・三井物産・三井鉱山など三井直営の企業が各社の利益の1割を持ち寄ってプールし、あらかじめ定められた各重役の個数に従って分配するという制度である。三井物産が三井銀行の2倍の利益をあげても、三井物産の重役Aの個数と三井銀行の重役Bの個数が同じであれば、同額の賞与となる²³。したがって各重役は、三井全体の利益を協調して増加させることを期待されていたといえる。三井各社は高利益をあげており、賞与金額は巨額になり、固定給よりはるかに巨額であった(表6)²⁴。これに対して各従業員の賞与金額は、月給×勤務日数×掛け率という算式にもとづいて決定された。最後の掛け率決定のメカニズムは明らかではないが、業績によって每期変動するものではなかったようであり、業績を加味する余地はあったが、それに連動するものではなかった。したがって賞与そのものが勤労のインセンティブとなる余地は乏しく、固定給のリスクを回避する機能の方が強いものとなっている。さらに役席者や特別功労があった者に特別賞与が支給されていたが、特別賞与金額のかなりの部分が月給によって説明可能であり、これもまた賞与そのものが月給と別のインセンティブ体系をもっていたわけではなかつ

²³ この個数がいかに定められたのかは明らかではないが、企業の格、企業のなかでの各重役の序列などが考慮されていたものと思われる。

²⁴ また同じ会社の重役でもトップの経営者と次位の経営者の間には、大きな格差が存在していたが、これはトップ経営者のモチベーションを維持するためのものであったという解釈も可能である。

った。このように重役賞与・使用人賞与・特別賞与という制度では、業績連動の賞与を受領する重役が、他の従業員とは異なる報酬体系のもとにおかれることになったのであり、三井物産の賞与のあり方に近いものであがったといえよう。

重役賞与を三井各社で共通計算する制度は、1909年に三井合名会社が設立され、傘下会社が株式会社となっても続けられ、各社の役員が共通計算の対象となった(小倉 1990: 145)。株式会社となったことにともない傘下各社は営業報告書を刊行することとなったが、三井銀行・三井物産・三井鉱山の各社とも役員賞与の金額が利益の 10%となっていないケースが多い。この理由は必ずしも明らかではない。三井物産の 1918 年下期決算では、重役賞与金額を利益の 1 割である 2,121,800 円と算定し、そのうち 350,000 円を差し引いた 1,771,800 円を控除して利益金を算出し、そこから役員賞与及交際費 500,000 円を計上している²⁵。役員賞与が 35 万円、交際費が 15 万円ということなのであろうが、問題は 177 万円の扱いである。すなわち実際に役員賞与共通計算のプール勘定に 212 万円を拠出したのであるが、あまりに巨額で社会的非難を浴びることをおそれ、対外的には 35 万円プラス交際費 15 万円と公表したのか、それとも 212 万円という数字は賞与としてあまりに巨額であり、三井銀行・三井鉱山の数字ともバランスがとれない(同期の三井銀行の役員賞与は利益の 10%で 34 万円、三井鉱山の役員賞与・交際費は利益の 10%で 75 万円)から社内に利益を留保し(これも秘密留保なのであろうが)、35 万円のみをプール勘定に拠出したのか、二つの解釈が可能だからである。ところが 1919 年上期の公表された役員賞与金額(三井銀行のみ交際費を含まない)とその利益に対する割合は、三井銀行 65 万円(10%)、三井物産 35 万円(4%)、三井鉱山 77 万円(10%)であり、三井物産は利益金額に対する賞与金額の比率が極端に低く、その結果賞与にあてるべき金額の絶対額も他の 2 社より少なくなっていた。他社とのバランスという観点からみると理解しがたい数字であり、三井物産の公表数値が操作されている可能性が高いように判断される。であるとすると他の 2 社で賞与金額の利益金額に対する比率が 10%より低い決算期は同様の操作をおこなっている可能性があり、公表決算数値には信をおきがたい、ということになるが、決定的な証拠があるわけではなく、史料のさらなる精査が必要である²⁶。

1919 年 7 月に三井銀行が株式を公開し、外部の取締役・監査役を選任すると、役員賞与

²⁵ 「大正七年上半季下半季損益概算表」(三井文庫所蔵史料 物産 320-6)。

²⁶ 三井物産からは役員賞与のプール勘定に 212 万円が拠出されたが、そのうち当期に実際に賞与として分配されたのは 35 万円であったのに対し、三井銀行と三井鉱山ではプール勘定に拠出された金額をそのまま公表数値とした、という解釈も成り立つ。

のプール計算は実施できなくなり、各社が独自に役員賞与を支給するようになった(小倉 1990)。各社の営業報告書によってその後の役員賞与金額と役員賞与金額の利益金に対する比率(役員賞与率)をみると、両者とも変動するようになり、役員賞与率を一定に保とうという姿勢はなくなつたと判断される。また役員賞与率は 10%を下回ることがほとんどとなり、役員賞与率の引き下げがおこなわれた。三井銀行の株式公開と外部重役の選任を主導した池田成彬が、重役賞与が過大であるという認識を持っていたことも影響していたであろう(坂本 1977: 231)。三井物産の益田孝との契約からはじまった定率の重役賞与という仕組みは大きく変化した。役員賞与率と役員賞与金額が逆の動きをすることも珍しくなくなり、役員賞与金額が一定化される傾向も見られるようになったと考えられるが、三井各社間で役員賞与についてなんらかの調整がおこなわれたのか否かを含めて、役員賞与の決定メカニズムについては、さらなる検討が必要である。

明治前期の三井銀行と三井物産では、同じ利益の一定割合で賞与の総額が決められ、末端に近い従業員まで月給を基準に分配されるという点では共通していた。しかし三井銀行では無名会社という形態をとったことにみられるとおり、国立銀行制度の影響が強く、経営者と被雇用者との間が連続的で、賞与の支払いも同じ基準でおこなわれていたのに対し(職員のかなりの人数が出資者でもあった)、三井物産は三井一族が社主であり、利益の一定割合という賞与を受け取る経営者に経営をゆだねており、経営者と一般職員とは異なるシステムのもとにあった。1896 年の重役賞与の制度は、基本的に三井物産の仕組みを三井各社に広げたものであり、経営者層がはっきりと姿を現したのであった。1919 年の共通計算廃止後も利益処分から賞与を受け取る経営者と費用としての賞与を受け取る職員との境界は明確であった。

ついで三菱における役員賞与について検討する。三菱は海運会社として始まったが、海運事業を日本郵船に譲渡した後は、三菱社を中心に造船業・鉱業などに多角化を進めた。そして商法の施行をみると 1893 年に三菱合資会社が設立されたが、三井と異なり、三菱合資会社が三菱の事業をすべておこなっていた。三菱合資会社が持株会社となるのは、1917 年の三菱造船株式会社の独立以降であり、直営の事業部門の独立は 1919 年の三菱銀行の設立をもってほぼ終了する。三菱は多数の工員・鉱夫を雇用していたが、利益処分の賞与を受け取るということはなかった。三菱造船は第 1 期決算(1918 年上期)から第 6 期(1920 年下期)まで職工幸福増進基金を、第 4 期以降は職員や工員の退職手当基金を利益処分で支出しており、また三菱鉱業は第 2 期(1919 年上期)から退職手当基金を利益処分で支出して

いた。公開株式会社の動向とほぼ一致していたといえる。ここでは三菱において役員賞与がいかに形成されたのかを職員の賞与と対比しながら考察していく。

三菱の創業者の岩崎弥太郎が合本主義に反対で、合本主義をとなえる渋沢栄一と不仲であり、丸の内の払い下げで対立したことは有名である。その影響か、国立銀行の制度の影響は三井に比べて弱いようである。三菱も社員を等級に分け、等級別に給料を決定する制度を採用していたが、1883年2月に廃止している(『三菱社誌』第10巻22、以下巻数とページ数のみ10巻22のように略記する)。三井銀行が等級制を最終的に廃止したのは1897年であるから、早いといえる。さらにそもそも三菱の「月給表」の等級は「社員」につけられるものであり、社長である岩崎弥太郎がこの等級に位置づけられていたとは考えがたい²⁷。所有者＝雇用者と被雇用者との間の区分は厳格であったといえる。

三菱の賞与制度については不明の点が多いが、『三菱社誌』からうかがわれる限りで検討しておく。三菱の賞与で長く続けられた賞与は、年末(歳末)手当と中元手当である²⁸。年末手当は、1879年12月に海陸日本人社員一同に対して月給の2割を支給したのが最初のものである(6巻548)²⁹。年末手当はほぼ同じ支給割合でほぼ毎年支給されたが、1888年に支給割合が月給の全額に引き上げられた(15巻251)。1895年からは本社使用人については従来のままであったが、場所限傭員については、勤怠によって月給以内の金額が支給されるように改められ、査定が入るようになった(2巻89)。一方中元手当であるが、1897年6月に物価高騰を補う趣旨で出された臨時手当が(4巻184)、翌年も支給され、1899年に中元手当として恒常化したものと思われる(6巻334)。支給金額・基準などは年末手当と同一であった。1900年代初頭までの三菱の賞与は、本社使用人すなわち職員・技術者についてみれば、月給の1ヶ月分が半年ごとに支給されるというものだったのであり、査定もなく、業績との関連も存在しなかったのである。また経営幹部と末端の職員層も同一基準の賞与が支給されており、重役賞与のようなものは存在していなかった。

1905年12月に年末手当の制度が大きく変更される(中元手当は変更なし)。第一に支給対象者が各場所(各支店・鉱山など)正副長を除く本社使用人と場所限傭員に限定された。

²⁷ 西南戦争に際しての賞与も、岩崎弥太郎から岩崎弥之助に支給してはいるが、弥太郎自身には支給されていない。

²⁸ 三菱の賞与については鈴木(1994)、鈴木(1995)、中西(2003:474-485頁)が『三菱社誌』にもとづき制度を紹介しているのであわせて参照のこと。

²⁹ 1876年4月に年末賞与支給を決定しているが、ここで紹介されている制度は、精勤賞与であり(3巻154)、これは1895年12月に廃止された皆勤賞与と考えられ(2巻90)、年末手当とは異なるものとする。また西南戦争に際し、1877年12月に賞与が支給されたが、これはあくまで臨時的なものであった(4巻552)。

第二に支給方法も変更され、本社使用人は、各場所に割り当てられた金額(翌年から各場所の人員の月給支給額の4ヶ月分とされた)を、各人の勤怠により分配される(ただし月給1ヶ月分は保証)ことになり、はじめて査定が導入されたのである。場所限傭員等は各自の月給の1月半の金額を最高に査定に従って、支給されることとなっている(12巻832)。年末手当の支給総額は大幅に引き上げられ、査定が導入されたことになるが、どのように査定がおこなわれたのかに関しては不明である。一方年末手当の対象から外された各場所の正副長(翌年にはさらにその他の特別待遇を受ける者も追加)という幹部職員には、「賞与金」が支給されたが(1906年12月、13巻912)、その金額等は秘密にされていたようであり、『三菱社誌』にも一切その内容が明らかにされていない。ところが三菱の最高幹部である莊田平五郎については、伝記に断片的ながら受領した賞与金額が記載されているので、それを表7に掲げた。1876年の賞与がいかなる制度のものなかは判然としない。1879年と1880年については、年末手当の規則は月給の20%であるから(1880年は25%)、兩年の賞与金額は過大である。ただし兩年とも年末手当支給の際に、別段賞与はこの限りではない、と断っており、別段賞与が支給された可能性もある。注目されるのは1906年以降である。月給の20倍程度の賞与が支給されており、年末手当の支給水準をはるかに超えている。これが幹部従業員に支給された「賞与金」にあたると推定して差し支えないであろう。しかも1906年から1908年にかけて、三菱合資会社の利益金が減少すると賞与も減額されており、利益の動向に感応的であることが推定されるが、1910年は三菱合資の利益が減少しているにもかかわらず賞与は増加しており、利益連動の性格はそれほど強くなかったと考えられる。1905年において、幹部職員の「賞与金」は、それ以下の職員の年末手当と別体系のものになったが、利益連動賞与とはならなかったのである。中元手当の制度はそのまま残されているのであるから、莊田は6月には月給の1ヶ月分の中元手当を支給され、12月に表7の賞与金額が支給されたと考えることができる³⁰。三菱財閥の最高幹部であった莊田平五郎の賞与金額は、1899年の中上川や益田の5分の1程度という「つつましい」ものであったと考えられる³¹。

³⁰ 当然受け取るべき年末手当・中元手当は伝記に記載されず、特別なもののみが記載されているのかもしれない。

³¹ ただし表7の注に示したとおり、巨額の一時金が退職にあたり支給されている。三井の重役が退任にあたり、どのような手当が支給されたのかについては、明らかにされていない。また日本郵船など他の会社の役員に就任しており、そこで賞与等を受けていたと考えられるが、それがどう扱われていたのかも明らかではない。なおこの時期には、「特別賞与金」が支給されていたが、その内容については一切不明である。

--- 表 7 about here ---

ただし 1913 年の特別待遇者は、管事 1 名(南部球吾)、理事 8 名(銀行部長三村君平など)、賛事 35 名(門司支店長三宅川百太郎など)、主事 43 名(神戸支店副長瀬下清など)、合計 87 名に及んでおり(20 巻 1625)³²、「賞与金」の対象者は、三井の重役賞与よりはるかに広く、管事と末端の主事とでは支給額に大きな開きがあったと推察されるものの、経営トップ層を賞与の上で別のカテゴリーとした、というものではなかった。こうした性格を反映してか、1917 年に年末手当の制度は再度改正される。主事以上(すなわちそれまで特別待遇者として「賞与金」を支給されていた幹部職員)は月給の 6 倍以内、それ以下の職員は月給の 4 倍以内で、場所限傭員等は給料月額の 2 倍以内で、勤務状態に応じて査定されて年末手当が支給されることとなった。ただし董事以上の役にある者と理事の職にある者は査定されず、全額(すなわち月給の 6 倍)が支給された(24 巻 4005)。1917 年末において董事は 4 名、管事は 8 名であり、賛事であり理事の職にあった者が 5 名(査業部理事 3 名、営業部専務理事 1 名、鉱山部専務理事 1 名、理事代理は除外した)であり(24 巻 4226)、合計 16 名であったから、査定なしで年末手当を受ける者は、経営の最高幹部であったことになる。経営の最高幹部は別扱いとなったが、会社の利益金との連動は一切みられないという点は共通であった。1917 年 10 月には三菱造船と三菱製鉄が株式会社として独立しているが、分系会社の重役がいかなる賞与を受領するのかについては何もふれられていない。ところが 1918 年の年末手当は、管事の役にある者、専務理事もしくは分系会社取締役の職にある者は、査定を受けずに年末手当を受領するとされており、分系会社の取締役は幹部職員として別体系とされ、三菱合資の幹部職員と同じ扱いをされていたことがわかる。このことは、有名な 1918 年 5 月の「分系会社ト合資会社トノ関係取極」(25 巻 4487)において、分系会社の取締役・監査役が本社在籍とされていたことと照応している。

さらに 1920 年の年末手当では、参事(1918 年 5 月に董事・賛事・主事が参事となった、25 巻 4470)以上の者には給料月額の 2.5 倍以内、それ以下の職員には給料月額に 2 倍以内で、准員(旧来の場所限傭員)等は給料月額の 1.5 倍以内で、査定をへて支給するとされた。このとき本社参与・分系会社取締役・監査役には査定せずに全額を支給としている。また本社総理事・常務理事および分系会社取締役・監査役にして重役報酬を受ける者には、年末手当を支給しないとしている。1919 年 12 月に三菱合資会社職制が制定され、総理事・

³² 管事は職名であると同時に役名(今日の用語では資格に近い)であり、理事・賛事は役名であった。1916 年 8 月に管事も役名に純化するとともに、三菱合資の各部の部長を廃止し、専務理事・理事をおいた(23

常務理事・参与がおかれることになったが(26 巻 4964)、1920 年末には総理事は、木村久寿弥太・江口定条(ともに役名は管事)の 2 名、常務理事は青木菊雄・江崎一郎(ともに役名は参事)の 2 名、参与は大石広吉ら 5 名(すべて役名は参事)であった(27 巻 5386)。分系会社取締役・監査役にして重役報酬を受ける者とは何をさすのか明らかではないが、1920 年 6 月に制定された使用人退職手当特別内規(27 巻 5224)では、三菱合資会社の総理事・常務理事・参与となったとき、分系会社の取締役会長・常務取締役となったとき、分系会社の取締役または監査役であると同時に当該会社の場所長格以上の職務を担任したとき、の 3 つの場合には、使用人退職手当を支給されるとしていることから、おそらく会長・常務・場所長格以上の職務を担当する取締役・監査役をさす者と思われる。この重役は、使用人退職手当を受領して使用人としての身分を脱し、重役報酬を受け、年末手当は支給されない。これに対し三菱合資の参与は使用人退職手当を受領して使用人としての身分を脱しているが、年末手当は支給される(ただし査定は受けない)。残念なことに総理事・常務理事の報酬については不明であるが、分系会社取締役・監査役が受ける重役報酬とは、年俸であり、毎月 12 分の 1 を支給されるものであった(27 巻 5237)。三菱合資在籍であるから、重役報酬の金額は合資社長が決定すると考えられるであろう(報酬を経費として支出するのが分系会社なのか合資会社なのかは不明であるが)。総理事・常務理事も同様であったと考えられるから、総理事・常務理事・分系会社の一定以上の取締役・監査役がうける賞与については、不明であるということになる。

総理事らの賞与について参考となると考えられるのは、分系会社が重役賞与を計上しはじめるのが、会社設立直後からではない、という事実である。三菱造船は第 1 回決算(1918 年上期)に賞与金を計上した後、第 5 期まで計上せず、第 6 期(1920 年下期)以降恒常的に重役賞与を計上している。また三菱鉱業は第 4 期(1920 年上期)、三菱商事は第 10 期(1923 年上期)から重役賞与を計上しはじめている。三菱商事は戦後恐慌後に赤字を計上するので、重役賞与が計上できなかったという要因もあるが、恐慌前に利益をあげているときにも重役賞与を計上していない。これに対し、従来から独立性が強かった三菱銀行は第 1 期(1919 年上期)から重役賞与を計上している。重役賞与を計上しはじめる時期がきちっとそろっているわけではないので、あまり強い根拠とはならないが、年末手当の制度が改定される前の 1919 年末までは、分系各社(三菱銀行を除く)とも重役賞与を計上する必要がなかったが、1920 年以降各社が重役賞与を計上するようになり、それを賞与として受領するようになっ

巻 3130)。

た、と解釈できるであろう。各社の重役賞与がそのまま各社の重役の間で分配されたのか、三菱合資在籍とされているのであるから、なんらかのかたちでプールされていたのか、については、判断する材料を持たない。ただし 1938 年 2 月の「三菱社分系各会社間関係事項取扱内規」(昭和 12 年 1413、昭和期には三菱社誌に巻数が付されないので年号を記す、以下同じ)においても、分系各会社取締役・監査役の賞与・退任慰労金(役員としての退任慰労金)・年金の金額を決定する場合には、三菱社社長(三菱合資会社は株式会社三菱社に改組されていた)と打ち合わせることが義務づけられていたから、賞与金額を各社独自に算出していたとは考えられず、その基準は不明ながらなんらかの調整がおこなわれていたと考えられる。三菱合資の総理事・常務理事がいかなる賞与を受けていたのかは全く不明である³³。

三菱においては、当初は完全に月給と比例する賞与が支給されており、いわば盆・暮の餅代といったものであった。1906 年以降は一般職員の賞与に査定が導入されるとともに、幹部職員の賞与が一般職員のそれとは異なる基準で支給されるようになったが、1917 年には、最高幹部には査定がつかず、支給額が多いという相違をもつ同じ制度の賞与に改訂されており、1906 年以降 1916 年までの幹部職員賞与と一般職員賞与との間に、支給基準などに大きな違いがあったとは考えがたい(庄田は例外的だったのかもしれない)。事業部門が分系会社として独立すると、1920 年に分系会社の取締役・監査役は、年俸を支給され、利益処分のなかから賞与を支給されるようになったが、その支給額の決定には合資会社社長が強く関与していた。以上の通り三菱には、三井にみられたような、あるいは初期の公開株式会社にみられたような、利益の一定割合を賞与として支給する、という発想はほとんどみられず、合資会社社長が各職員の能力・努力等を査定し(一般職員については場所長などがこれを代行)、賞与を与えていた。分系会社の取締役は、一般職員から完全に分離された「経営者」として合資会社社長から経営の委任をうけるという色彩が強くなったものの、

³³ 使用人の賞与について簡単に補足しておく。中元手当は 1918 年 5 月にその支給額が本社使用人について 2 ヶ月に引き上げられたが、査定はおこなわれていない(25 巻 4483)。ところが 1920 年 6 月からは、年末手当と同じ基準で支給されることになり、二つの手当は一本化された(27 巻 5216)。主事以上の幹部職員についてみると、それまでは年末手当が月給の 6 倍以内(査定付き)と中元手当が月給の 2 倍であったのに対して、年末手当・中元手当ともに月給の 2.5 倍以内(査定付き)と、支給割合が引き下げられている。恐慌後の物価下落への対応という意味が強かったものと思われる。さらに 1917 年 11 月には特別年末手当が支給され(24 巻 4005)、以後特別中元手当とともに、半期ごとに支給されていった。これは課長・場所長以下の本社使用人に対して支給されるもので(翌年の特別中元手当から場所限備員にも支給)、各課や場所に 1 ヶ月の給料総額を割当て、使用人を技能・成績によって 4 つのランクに分類して、賞与を割り当てるものであった。これも物価高騰への対処という性格が強かったのであるが、1920 年 11 月に年末賞与と改称され(27 巻 5269)、恒常化した(翌年 6 月には中元賞与として支給)。こうして年末手当・年末賞与、中元手当・中元賞与が支給されていたのであるが、1929 年 11 月からは、年末慰労金、中元慰労金として統合された(昭和 4 年 284)。残念ながらその支給基準等は不明である。

その権限・責任は大きい、合資会社社長の「使用人」として一般職員と連続しているという色彩もまた残っていた、といえよう。これが三菱の「社長専制主義」と親和的であることはいままでもない。

おわりに

明治初期の国立銀行は、取締役と職員を「役員」として把握しており、定款にも会社の構成員として明記していた。さらに政府は銀行の経営安定のために、「役員」への報酬の支払額が会社の収益状態に応じて決定されることを勧めていた。その結果、「役員」へ利益の一定割合を「役員賞与」として分配する制度が採用された。この「役員」というとらえ方や「役員賞与」の仕組みは、多くの会社に採用されていった。江戸時代にも利益の一部を奉公人に分配する仕組みは広く採用されていたが、利益の定率であるか否か、いつそれが支払われるか、といった点で、国立銀行の制度とは異なっており、直接的な影響を及ぼしたとは考えがたい。ただこうした会社の構成員のとらえ方が、製造業に及んだ場合でも、取締役と連続的に考えられているのは、職員止まりであり、工員まで定款に規定されている例は極めて少なかった。この点は江戸時代の醸造業経営の慣行と大きな相違はなかったといえる。しかし第一国立銀行の影響を受けたと考えられ、しかも女工も直接雇用であった三重紡績では、工員まで賞与の対象であった。ただしそれは能率刺激的に運用されており、直ちに今日の賞与の直接の前身であったわけではない。

商法施行によって国立銀行制度のモデルとしての役割は終わりを告げた。その結果「役員」は取締役・監査役をさすようになり、職員は定款からほとんど姿を消す。また利益処分で職員も含めて「役員賞与」が支払われることもなくなっていったし、利益の一定割合を賞与に回すという定款の規定もなくなっていった。しかし三重紡績のように例外的にその制度を続けていった例もあるし、多くの企業では費用として賞与が支出されていった。工員層はとくに紡績業では、日露戦争期からさまざまな労務施策の対象となっていくが、第一次世界大戦期には、退職手当金や職工保護資金などが利益処分で支出されることが増加していったと考えられる。

財閥系企業では、三井が益田孝の請負経営に近かった三井物産の制度が全三井企業に適用され、少数の重役のみが会社利益の1割を取得するという重役賞与の制度が採用された

のに対し、三菱では、会社経営にあたる経営者層が独自の賞与制度で処遇されるようにはなかなかならず、分系会社の独立をまたねばならなかった。独立後も三井のような利益の定率の賞与という制度は採用されなかった。これが三井同族が経営者の監視をあまりせず、報酬をパフォーマンスに連動させていたからであるという説明は、三井営業店重役会には三井同族も参加し、細かい経営上の事項をチェックしており、また三井合名成立後も三井各社の取締役会には三井同族が入って経営の事項についてチェックし、一定以上の案件については、三井合名の審査が取締役会での最終決定前におこなわれていたことを考えると、説得力があるとはいえず、さらなる考察が必要である。

第一次世界大戦後は、公開株式会社も三井財閥も利益の一定割合の役員賞与、という慣行・制度はなくなっており、あらたに分系会社が独立した三菱財閥とともに、それぞれのプリンシパルとエージェントの諸力のなかで賞与額が決定されていった。こうした賞与の決定メカニズムについては、さらなる計量的な分析が必要である。

参考文献

- 荒居英次 (1965) 「醤油」 児玉幸多編『体系日本史叢書 11 産業史Ⅱ』山川出版社.
- 馬場宏二 (2001) 『会社という言葉』大東文化大学経営研究所.
- Chakepaichayon, Vichan (1981,1982) 「明治初期の会社企業(1, 2) —81 社の定款分析—」『大阪大学経済学』第 31 巻第 1 号、第 32 巻第 1 号.
- 大丸二百五十年史編集委員会編 (1967) 『大丸二百五十年史』大丸.
- 江頭恒治 (1965) 『近江商人中井家の研究』雄山閣.
- Fruin, W. Mark (1983) *Kikkoman: Company, Clan, and Community*, Cambridge, Mass. and London, Harvard University Press.
- 藤林敬三 (1956) 『退職金と年金制度』ダイヤモンド社.
- 白鶴酒造株式会社社史編纂室編 (1977) 『白鶴二百三十年の歩み』白鶴酒造.
- Hart, Oliver (1995) "Corporate Governance: Some Theory and Implications," *Economic Journal*, 105, pp.678-89.
- 林玲子編 (1990) 『醤油醸造業史の研究』吉川弘文館.

- 辺英治 (2004)「わが国における銀行規制体系の形成と確立—1920年代を中心に—」『歴史と経済』第182号.
- 鍵山整充 (1977)『賞与と成果配分』白桃書房.
- 粕谷誠 (2000)「近代企業の移植と定着」石井寛治・原朗・武田晴人編『日本経済史1 幕末維新期』東京大学出版会.
- 粕谷誠 (2002)『豪商の明治』名古屋大学出版会.
- キッコーマン株式会社編 (2000)『キッコーマン株式会社八十年史』キッコーマン株式会社.
- 北島正元 (1962)『江戸商業と伊勢店』吉川弘文館.
- 明治財政史編纂会編 (1905)『明治財政史 第十三巻 銀行(二)』丸善.
- 宮本又郎・阿部武司 (1995)「明治の資産家と会社制度」宮本又郎・阿部武司編『日本経営史2 経営革新と工業化』岩波書店.
- 中村継男 (1936)『退職積立金及退職手当法解説』税務懇話会.
- 中西洋 (2003)『日本近代化の基礎過程—長崎造船所とその労資関係: 1885~1903年—』東京大学出版会.
- 中山正太郎 (1981)「竜野醤油醸造業円尾家の雇用労働について—文化・文政期の大福帳より—」『明石工業高等専門学校研究紀要』23号.
- 中山正太郎 (1982)「醤油醸造業における雇用労働—竜野円尾家文書より—」『明石工業高等専門学校研究紀要』24号.
- 日本銀行調査局編 (1957a)『日本金融史資料 明治大正編 第3巻』大蔵省印刷局.
- 日本銀行調査局編 (1957b)『日本金融史資料 明治大正編 第6巻』大蔵省印刷局.
- 日本労働協会調査部 (1960)『わが国労務管理士の一様相(Ⅱ) —富士紡における利潤分配制度—』日本労働協会調査部.
- 西川産業編 (1966)『西川四百年史稿本』西川産業.
- 西村はつ (1970)「三重紡績会社」山口和雄編著『日本産業金融史研究 紡績金融篇』東京大学出版会.
- 西坂靖 (1990)「大店の奉公人の世界」高橋康夫・吉田伸之編『日本都市史入門Ⅲ 人』東京大学出版会.
- 小倉信次 (1990)『戦前三井銀行企業取引関係史の研究』泉文堂.
- 岡崎哲二 (1993)「企業システム」岡崎哲二ほか編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社.

- 岡崎哲二 (1999)『持株会社の歴史』筑摩書房.
- 坂本藤良 (1977)『日本雇用史 上 ―学歴と出世の物語―』中央経済社.
- 沢田謙・荻本清蔵 (1947)『富士紡績株式会社五十年史』富士紡績.
- 渋沢青淵記念財団竜門社編 (1955)『渋沢栄一伝記資料 第4巻』渋沢栄一伝記資料刊行会.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 70(2), pp.737-83.
- 昭和同人会編 (1960)『わが国賃金構造の史的考察』至誠堂.
- 鈴木孝明 (1994)「明治・大正期三菱合資会社の人事政策」『大東文化大学紀要 社会科学』32号.
- 鈴木孝明 (1995)「大正・昭和期三菱合資会社の人事政策」『大東文化大学紀要 社会科学』33号.
- 高橋久一 (1975)『三ツ割』制度の史的考察』宮本又次編『上方の研究 第3巻』清文堂出版.
- 高田あづみ (2000)「明治前期会社組織の充実と渋沢栄一」『渋沢研究』13号.
- 武田隆二 (1986)「倉敷紡績の利益処分案の変遷」神戸大学経営学部 80 周年記念論文集編集委員会編『会計制度の展開』千倉書房.
- Tirole, Jean (2001) "Corporate Governance," *Econometrica*, 69(1), pp.1-35.
- 上村雅洋・宮本又郎「経営組織と経営管理」安岡重明・天野雅敏 (1995)『日本経営史 1 近世的経営の展開』岩波書店.
- 宿利重一 (1932)『荘田平五郎』対胸舎.
- 安岡重明 (1998)『近世商家の経営理念・制度・雇用』晃洋書房
- 横田冬彦 (1985)「職人と職人集団」歴史学研究会・日本史研究会編『講座日本歴史 5 近世 1』東京大学出版会.
- 横山和輝 (2001)「1930 年代日本企業の役員賞与決定メカニズム」『経済学論集』67(3).
- 横山和輝 (2003)「株主―経営者間のインセンティブ・メカニズム―1930 年代日本企業の役員賞与分析―」『オイコノミカ』40(1).
- 油井宏子 (1980)「銚子醤油醸造業における雇用労働 ―ヒゲタ田中家文書を中心として―」『論集きんせい』第4号.
- 柚木学 (1965)『近世灘酒経済史』ミネルヴァ書房.
- 米川伸一 (1994)「明治期大紡績企業の職員層」米川伸一『紡績業の比較経営史研究 ―イ

ギリス・インド・アメリカ・日本一』有斐閣.

表1 江戸時代の賞与

家	時期	総額算出方法	各人への分配	支出可能時期	支給対象	出典
西川家	1789	店の利益の3分の1	あり	各期	各店員	西川産業 [1966] 39
西川家	1802	店の利益の3分の1	あり	退職時	各店員	西川産業 [1966] 39
大丸	1743以降	元方から本家に払われる家料の3分の1	不明	退職時	不明	大丸 [1967] 99
大丸松原店・紅店	?	店延金の3分の1 (3貫目限度)	不明	不明	各店員	大丸 [1967] 100
大丸	?	元方から大元方への功納のうちから	あり (一人2貫150目)	退職時に元手銀として	烈頭以上? (注1)	大丸 [1967] 101
長谷川家 (元手銀割付・加増金) (注4)	元禄	利益の分配 (注2)	あり	退職時 (注3)	支配人	北島 [1962] 599
長谷川家 (役金) (注4)	1799	年20両	あり	退職時	支配人	北島 [1962] 601
中井家相馬店 (出精金)	?	利益の一部	あり	不明	支配人	江頭 [1965] 868
中井家 (賞詞)	?	利益の一部	なし	退職時	不明 (支配人クラスか)	江頭 [1965] 868
鴻池家 (催合銀)	1719	80貫目の利子	あり (各人毎年200目)	退職時	各店員	安岡 [1998] 208
鴻池家 (褒美銀)	1719	なし (各人へ個別支給)	あり	退職時	勤方よい手代	安岡 [1998] 283
鴻池家 (世話料)	?	なし (各人に定額支給)	あり	不明	支配人	安岡 [1998] 324
三井家 (年褒美)	寛政	なし (各職位に定額支給)	あり	退職時	下級店員	粕谷 [2002] 229
三井家 (割銀)	寛政	3年に1度利益の15%程度	あり	退職時	役付手代	粕谷 [2002] 229

(注1) 烈頭とは入店16年で達する役職。

(注2) 支配人 (差次買出役) に元手銀を貸付け、利益を元手銀に応じて渡す。

(注3) 退職時に支配人の勤続年数と功労に応じた加増金が与えられる、特別加増金もあり。

(注4) 長谷川家の元手銀割付、加増金、役金などは支給されないことが多い。

表2 定款規定の特徴

年	総数	職員規定	うち取締役ととも に職員規定	工員規定	賞与割合			賞与	
					厳格	ルース	賞与に言及	職員にも支給	工員にも支給
1873-1891	40	33	24	2	22	2	11	32	5
1893-1907	48	4	3	0	16	16	5	11	3

(出典) 各社定款。

(注) 賞与割合で、厳格とは、利益のX%という形式で、ルースとは、利益のX%以上Y%以下という形式で規定されているもの。賞与に言及とは、何らかの形で賞与についてふれているもの。

表3 役員という用語

年	取締役（監査 役含む）～職	取締役 （監査役	職員	その他	なし	計
1873-1891	27	4	3	1	5	40
1893-1907	4	28	1	1	14	48

(出典) 各社定款。

(注1) 8個の取締役（監査役を含む）には、推測した7個を含む。

(注2) 職員には、技師長などの上級職員しか含まないケースも含む。

表4 賞与と恩給基金等の支出

	賞与なし	役員と従業員賞与	賞与金	役員賞与	職員恩給等	工員恩給等	工職恩給等	不明恩給	恩給等支払会社数
3年共通63社									
1912	8	7	16	32	12	5	4	1	18
1919	5	6	8	44	24	15	17	5	47
1926	10	2	5	46	19	4	20	2	40
3年共通製造採取37社									
1912	5	6	8	18	8	5	3	0	12
1919	3	5	4	25	13	13	16	1	31
1926	8	2	4	23	8	4	17	0	24

(出典) 各社営業報告書など。

(注1) 恩給等とは、退職給与基金、恩給基金、扶助基金など。

(注2) 同一の会社で職員恩給等・工員恩給等・工職恩給等・不明恩給を重複して支給しているケースもある。

表5 三重紡績・東洋紡績の賞与

- 1886創業
利益の13%が賞与。
その3/13が委員、2/13が臨時慰労積立金、8/13が支配人以下賞与＝傭員（職員）と職工に配布。
傭員と職工の賞与は、勤惰を鑑別して給与する。
- 1891改正
賞与金 7/100～10/100というように裁量の余地を作った
配分割合は24/100、16/100、60/100と若干手直し
実際は利益の8%
- 1893改正
賞与金の割合はかわらず、職工にまで配られたが、その割合は明記なし。
実際は利益の9%
- 1899改正
それ以前は職工までが支給対象であったことが定款から確実だが、ここからは支給対象が不明。
賞与が費用化している（税制の影響）が、実際は利益の10%という定率。
- 1905～1906
重役使用人職工賞与金及び恩給積立金とされ、職工に支給されていることは確実。
1905年の営業規則で使用人とは職員のことであることが判明する（ただし別に雇員が存在）。
職員に恩給が支払われることも営業規則に明記されている。
- 1907～1914
重役使用人賞与金恩給（積立金）とされ、職工が明記されなくなる。
- 1914＝東洋紡績の成立
役員賞与と称される。実際には減価償却と役員賞与を含めた金額の4%が算出。
1916からは社員恩給資金・職工保護資金が利益処分で留保されている。
- 1931＝大阪合同紡績と合併
利益の4%の役員賞与という原則が崩れる。
比率としてはより小さくなり、率変動するようになった。
- （出典） 三重紡績『営業報告書』、「定款」、「営業規則」などから作成。

表6 三井の重役賞与と月給（1899年下期）

	所属企業	固定給 (A) (円)	賞与 (B) (円)	(B)/(A)
益田孝	三井物産	3,600	42,980	11.9
中上川彦次郎	三井銀行	3,600	42,980	11.9
団琢磨	三井鉱山	3,000	18,420	6.1
上田安三郎	三井物産	3,000	12,280	4.1
朝吹英二	三井呉服店	3,000	12,280	4.1
渡辺専次郎	三井物産	3,000	9,210	3.1
高橋義雄	三井呉服店	3,000	9,210	3.1
波多野承五郎	三井銀行	3,000	9,210	3.1

（出典） 三井文庫〔1980〕 606および三井文庫所蔵史料 追2021。

（注） 固定給は月給を6倍して算出。

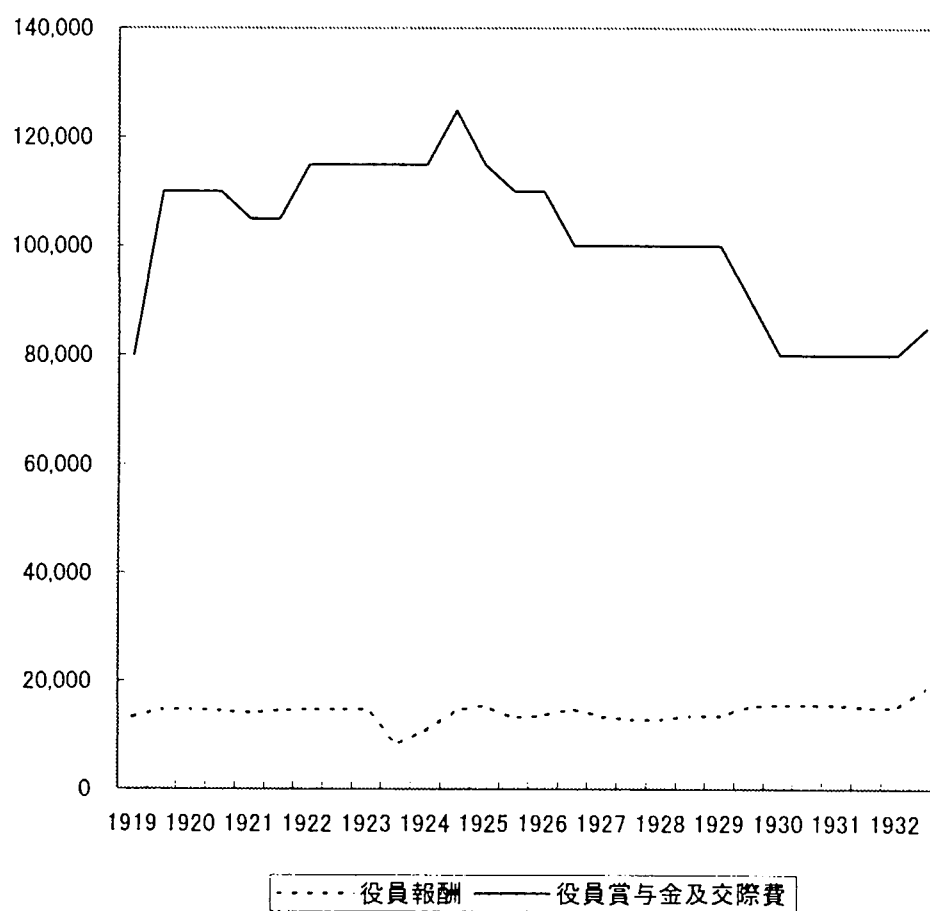
表7 荘田平五郎の賞与

(単位：円)			
	賞与	月給	三菱合資利益金
1876	100	90	—
1877	350	125	—
1879	200	350	—
1880	400	400	—
1884	689	...	—
1906	15,000	600	3,010,772
1907	13,000	600	2,692,311
1908	11,000	600	1,748,300
1909	15,000	600	1,445,383

(出典) 宿利[1932]および『三菱社誌』各年版。

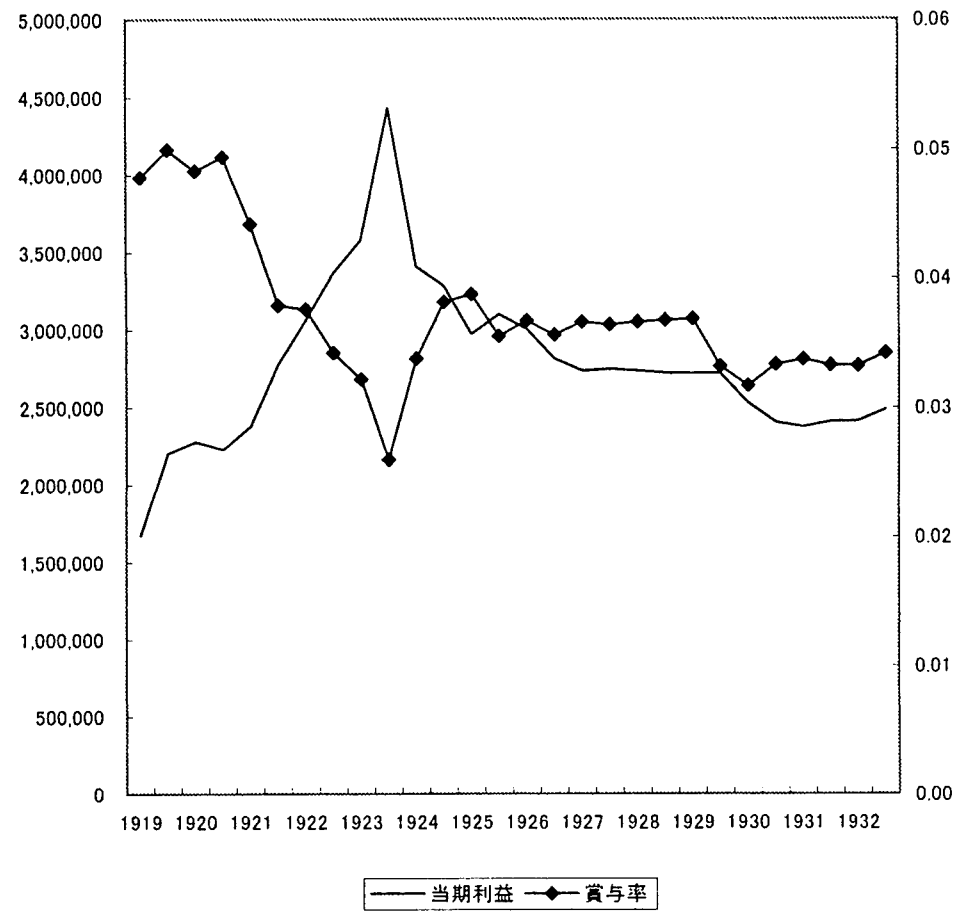
(注1) 1877年は西南戦争に際しての賞与。

円 図1 三十四銀行の役員報酬と役員賞与

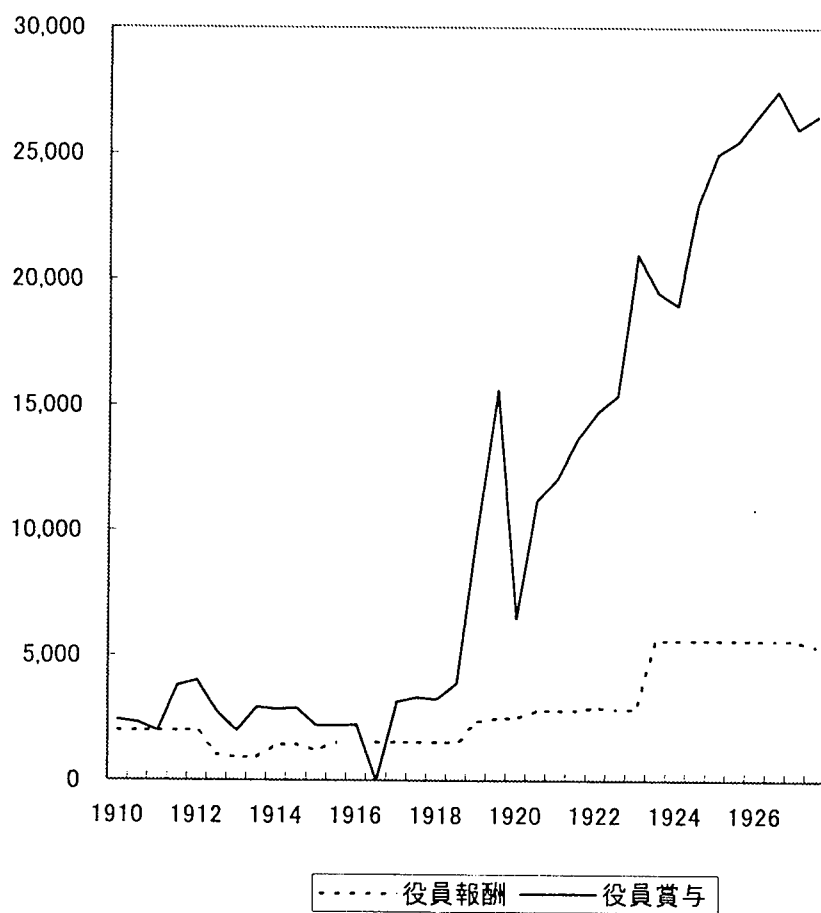


円

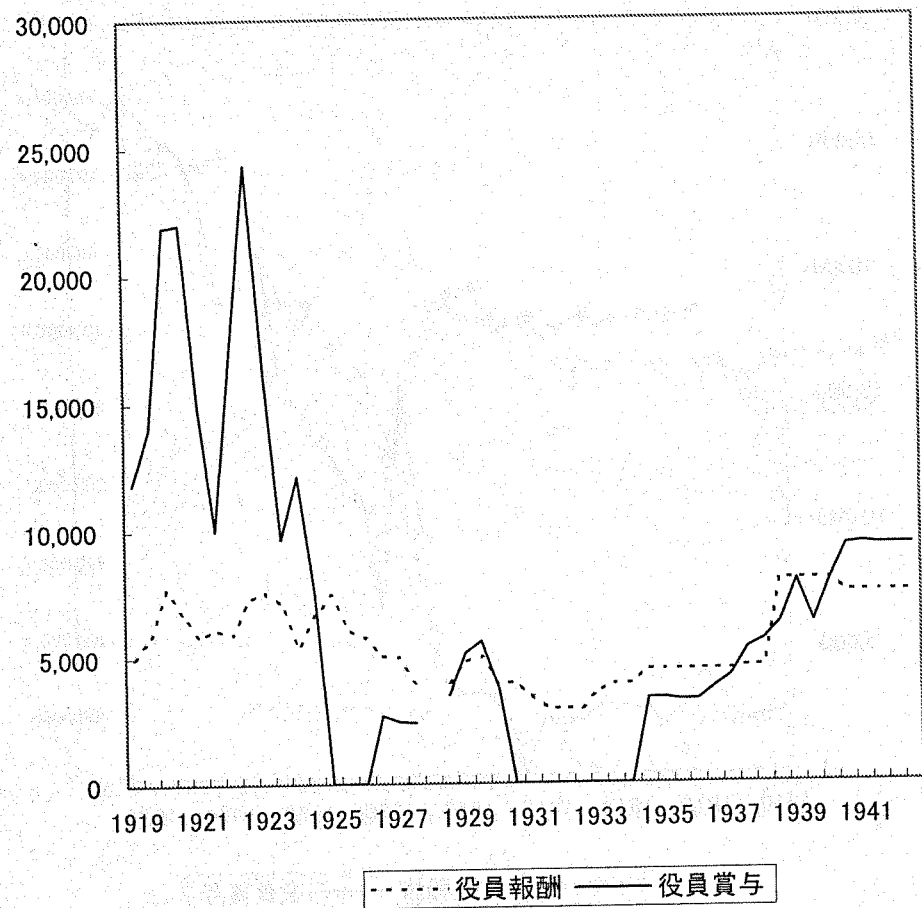
図2 三十四銀行利益と賞与率



円 図3 新潟水力電気の役員報酬と役員賞与



円 図4 日本煉瓦製造の役員報酬と役員賞与



第2章

製糸業における企業成長

— その財務的基盤と規律づけの構造 —

花井 俊介

公文 蔵人

1. 課題

本稿では、戦前期における郡是製糸のデータを定量的・定性的に分析することを通じて、次の2つの課題に対するアプローチを試みる。

i. 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、資金的な基盤（財務的基盤）および経営的な規律づけに着目して明らかにする¹。本稿では製糸業における望ましい成長企業の事例として郡是製糸株式会社（1896<明治29>年設立、京都府、以下では郡是なし郡是製糸と略記）を取り上げる。郡是製糸が片倉製糸などの諏訪系大製糸企業と同様に、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ろう。したがって、少なくとも結果的にみて、戦前期に郡是製糸は望ましい成長を遂げたと考えることができる。

なお、図1に示すように、本稿では、企業成長を設備投資の拡大（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律づけたファクターとしては、株式の所有構造、債権者の利害を取り上げる。また、設備投資の意思決定は投資資金の調達を前提としており、この資金調達の具体的なあり方が、本稿で分析する成長の資金的（財務的）基盤の問題と位置づけられる。

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が、本稿ではこの点は取り扱わない。経営者の能力という問題は重要であるが、客観的な計測・分析が困難であり、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。

--- 図 1 about here ---

また、図示したように、成長の資金的基盤は、成長に対する経営的な規律づけにも影響を与える。投資資金は自己資本と負債によって調達されるが、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づける諸条件自体を変化させるからである²。

ii. 郡是製糸と類似した条件下（設立時期、資本規模、製品市場等）にありながらも、必ずしも順調な企業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、両社の所有構造や資金的基盤等の相違について比較・検討する。この作業は、製糸企業の成長条件について、われわれが郡是の事例分析から導き出した仮説の有効性を検証するという意味をもつ³。

具体的な分析に入る前に、簡単に郡是製糸について説明しておきたい。郡是は、明治中期の 1896（明治 29）年、波多野鶴吉によって京都府何鹿郡綾部町に資本金 9 万 8000 円

² 望ましい企業成長を可能にした条件としては、本稿で取り上げた投資の意思決定に加えて、投資が行われた後の調整過程も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…」の好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、結果として良好な資本の循環を実現したか否かに依存すると考えられる。このことは、結果として投資の有効性が明確化する時点と投資が行われた時点とが時間的に相違していること、またこの間に経営者は行った投資を成功に導くために追加投資を含む様々な事後的調整を行いうることを意味する。したがって、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ものであり、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となると考える。本稿で取り上げる郡是製糸の場合、戦前期における設備投資の拡大（＝成長）は分工場の設置を中核として達成された。そこで、われわれは設置された分工場が「一人前の郡是工場」（郡是内部で平均的な収益性を達成した時点で「一人前」の工場と評価する）に成長するまでを投資の事後的な調整過程とみて、その間に行われた調整策とその成果について現在検討を進めている。その報告については他日を期したい。

³ 製糸業史研究の最新の成果である中林（2003）との関係で本稿の含意を簡単に述べておく。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・販売組織の形成→高収益率→高成長」という枠組みで展開されている。中林の貢献は、最適な組織の形成と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」の関係について独自の緻密な分析を試みた点にある。しかし、高収益と高成長との関係について言えば、中林はこれを自明の事柄とみているためか、ほとんど検討がなされていない。確かに高い収益率は高い成長率の前提となるが、収益の社外流出の可能性等を考慮すれば、高収益が必ず高成長に結びつくとは限らない。すでに、諏訪系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）、高収益と高成長を結びつけた投資の意思決定過程をさらに究明する必要がある。本稿は、石井が指摘し、中林が不問に付し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が介入しうる余地は残されている。

で設立された。社名が示すように、何鹿郡の是として蚕糸業の振興をはかることが会社設立の目的であった。

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）との協調を当初から標榜していた点である。同社の場合、養蚕農家に株式を引き受けてもらうことによって、製糸企業と養蚕家が利害共同体関係に立つことを実現しようとした。すなわち、低繭価のために養蚕農家の利益が損なわれた場合には、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、株主である養蚕農民にはその分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、また10株未満の零細株主が株主数全体の95%に及んでいた⁴。

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（明治33）年にパリ万博で金牌を受賞するなど、優等糸の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も認められ、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（大正3）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⁵。

2. 製糸企業の成長構造 — 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）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

⁴ 『グンゼ株式会社八十年史』（1978年、以下『八十年史』と略記）、pp.71-72。

⁵ 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〕および同社のすぐれた社史（『郡是製糸六十年史』＜1960年、以下『六十年史』と略記＞、『八十年史』、『グンゼ100年史』＜1998年、以下『100年史』と略記＞）を参照。

伸びを示した。少なくとも 1930（昭和 5）年まで郡是製糸は成長企業であり続けたのである。

--- 表 1 about here ---

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、第Ⅰ期）3.1 倍、第一次世界大戦期・戦後ブーム期（1916・20 年、第Ⅱ期）12.5 倍が際だって高い。したがって、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 つのピーク期を確認できると同時に、第 1 のピークが正確には 1910 年（明治 43）ではなく、12 年（大正元）頃まで続いていたことも判明する⁶。

--- 図 2 about here ---

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、分工場を増設を核として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。

2-2 設備投資の財務的基盤

(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（明治 44）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少な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（昭和 5）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⁷。

⁶ 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）であったと考えるができる。

⁷ 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、大戦期の 14 年度以降に急速に成長したといえる。

--- 表 2,3 about here ---

(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 年度前後を境に変化したことが示唆されている。

--- 表 4 about here ---

1915（大正 4）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、15～20 年度（大戦期・戦後ブーム期）には、大幅な増資（詳しくは後述）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%以下に急落した。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 年と 1915～30 年の 2 期に分けて累計すれば（同表の右 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）が一挙に 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 期に分けた累積額（同表の右 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、大戦期を境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路線が選択され、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る。

そこで郡是の配当性向をみると（表 5）、草創期を除いて 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。

--- 表 5 about here ---

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大きな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、株主や債権者の経営者に対する何らかの規律づけが存在したのであるか。

(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り、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、負債の導入により補填される。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補填と運転資金に利用されと考えられる。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、その企業が倒産することはあり得ない。しかし、自己資本余裕金が潤沢に存在せず（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、必要な負債導入ができなければ、倒産の危機に直面することになる⁸。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、倒産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

⁸ 損失補填のための応急的措置としては、負債導入以外に増資もありうる。しかし、増資の場合、臨時株主総会の開催など手続きに一定の期間を要する。したがって、増資を緊急措置として利用するのは、不可能ではないが、困難であると考えられる。また、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、増資や負債導入はそれだけ容易になり、倒産リスクは低下する。とはいえ、増資や負債により必要十分な資金調達を行いうる保証はないので、倒産リスクはゼロにはならない。

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）、Ⅰ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、損失が負債導入で処理されたこと、Ⅱ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（明治 40）～1914（大正 3）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 年をはさむこの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ある。急速な設備投資の拡大が自己資本のバッファー機能を弱め、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ー機能（余裕度）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ー機能を低下させ、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（資本金）も動員した自己資本の充実策が固定比率の抑制に寄与したと想定できるであろう。

--- 図 3 about here ---

これらの観察は、大戦期を境に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、資本金依存度の拡大であった。

（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―

ⅰ．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（大正3）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、アンダーライン…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、「事業と資本との均衡」を維持しつつ「徐々に事業を拡張」する路線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、郡是の成長路線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る。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⁹。

⁹ 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、拡大路線自体が否定されたわけではない点に注意する必要がある。

ii. 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、適切な行動であったといえる。規律づけが行われた 1914（大正 3）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 月に勃発した第一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。殊に当会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だけは免がる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。

（アンダーライン…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（大正 3）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【注】。一方この間に、郡是は二度の臨時株主総会（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（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。増資は融資の決定に大きく関わっていたと想定されるからである。

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も本工場担保に加えて重役個人保証と神栄生糸¹⁰による保証を条件に付け加えるなど、勧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、勧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向上させた。勧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と考えられよう。この結果、増資と融資の実現が時期的に重なったのである。

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。勧銀借入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円をファイナンスするために不可欠であった。郡是は増資と勧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に危機における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路線への転換を余儀な

¹⁰ 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。

くされていた。倒産の危機は、郡是経営陣に安定拡大路線に転換する必要を痛感させ、自律的にも転換を進める重要な契機となったといえる。

(3) 成長構造の変容

i. 継続的成長と所有構造の設計

1914（大正 3）年度の経験は郡是に安定成長路線への転換を強く促す契機となったが、成長路線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、郡是はつねに能動的に対応しつづけた。例えば、すでにみたように、第一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路線の転換ではなく、ビジネスチャンスの減少に規定されていた。

こうした継続的な成長は、自己資本の増大に支えられていた。負債導入で固定資産への追加投資を行うこと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ー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¹¹。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（大正 4）年度以降は自己資本のバッファー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、大戦下で日本の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。郡是の損益も 1915（大正 4）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のである。

¹¹ 郡是の企業規模や安定性（収益性）、また非上場企業であったこと等を考慮すると、少なくとも第一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『八十年史』による。

… 表 6 about here …

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。

冒頭で簡単に触れたように、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（大正 3）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【注？】。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、少なくとも第一次大戦を迎えるまで、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¹²。

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（大正 5）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津山を含む岡山県内取引養蚕家に引き受けられたとみられる¹³。

1918（大正 7）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・福知山の二社は郡是重役により設立された。

1920（大正 9）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

¹² 大戦前（1914 年 3 月末）の郡是株保有状況をみると、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（『六十年史』p.616）。

¹³ 岡山県内における引受株数は 1571 株で、公募分の 22%を占めた。

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いつてよい。

ii. 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（大正 6）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（購辦資金融資…引用者）の金が回収できないところへもって来て、経営者に変動でもあったら大変だと思って、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いって、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って、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、というようなこといって弁解にこれ勉めた挙句、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¹⁴。

（アンダーライン…引用者）

テイクオーバーを試みたとされる大和屋という大阪の株屋の詳細については不明である。しかし、1917 年 3 月末（大正 5 年度末）の郡是株主名簿によると、第 1 位と第 3 位を新たに登場した大阪在住の大株主が占めていた点が注目される。大阪在住の大株主とは筆頭株主の大崎三四郎（3117 株、比率 7.8%、大阪市東区今橋）と第 3 位の柏野幸太（1263

¹⁴ 岩井良太郎『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、1955 年、p.194（羽間乙彦執筆）。

株、比率 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¹⁵。さらに注目されるのは、翌 18 年 3 月末（大正 6 年度末）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、加藤の証言と平仄が合う。

既述のように、郡是は 1916（大正 5）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%にすぎなかったから、テイクオーバーの危機には至っていない¹⁶。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よる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¹⁷。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。

iii. 所有構造の変化と企業成長

すでにみたように、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、

¹⁵ 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。

¹⁶ 1917 年 3 月末時点で、大株主（上位 10 位まで）中の郡是関係（郡是重役・取引関係者）と推定される者の合計株式は 3941 株、所有比率 9.8%で大崎・柏野の 11%と拮抗しており、養蚕家株主も郡是サイドと考えられるので、この時点ではまだテイクオーバーの危機は生じていないと考えられる。

¹⁷ 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（『100 年史』p.87）。なお、『八十年史』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（p.144）。株主の地域的な分布については資料が得られていないが、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ら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つであろう。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、その点の検討は今後の課題としたい。

この過程と並行して配当性向も上昇していった。これは一面では、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反映していた。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<大正 8>年度）における空前の黒字決算（払込資本金の 3 倍超）と大增資計画の存在を承けて一挙に加速された。1920 年の大增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¹⁸。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』¹⁹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為に製糸株の売放しは大いに慎まねばならぬことである。

養蚕家株主から都市部株主へという流動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²⁰。

こうした加速的な株式所有構造の流動化は、以下の 2 つの回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（大正 6）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、配当に対して非感応的な点にあった。波多野鶴吉は、養蚕家株主について「こ

¹⁸ 『六十年史』 pp.616-623。

¹⁹ 『何鹿郡実業月報』 9 月 15 日号（『100 年史』 p.131）。

²⁰ 1925 年 8 月 6 日場長会での発言（『100 年史』 p.130）。

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発展せしめるつもりだから」と述べている²¹。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的性格は、「一株主」（一株株主）という株式所有規模の零細性²²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（大正9）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²³。

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。

3. 関西製系の投資行動と統治構造

3-1 関西製系の概要

優等系製系経営の成長性格差を、統治構造の相違で説明するためには、①経営規模、②

²¹ 『八十年史』p.108。

²² 『八十年史』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%を占めていた（p.71）。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。

²³ 『六十年史』p.622。

マーケティング²⁴の初期条件が同様であることが望ましい。そこで分析に先立ち、低成長企業の事例としてとりあげる関西製糸の概要を説明する。

関西製糸は、地元養蚕家中山武平²⁵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 年に設立された。中山が株式会社形態を採用した動機は、「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」²⁶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。では、その後の経営活動、投資行動ではどのような差異が生まれたのだろうか。

表 7 は、関西製糸と郡是製糸の経営規模に関するデータを示している。設立年度の設備釜数は、関西製糸がわずかながらに少ないが、製糸業はスケールメリットが大きく効く産業ではなかったから有意差があるとは言えない。むしろ、資金的規模は関西製糸が郡是製糸を大きく上回っており、関西製糸の方が好条件にあった。設立当初は関西製糸のほうが優位、少なくとも同様であったと言えよう。

--- 表 7 about here ---

輸出生糸の大半は横浜市場で現物取引されるが、優等糸製糸家のうち、さらに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。郡是製糸は 1902 年度からスキナー商会と一手取引の先約定を締結した。これによってマーケット情報と安定的な需要が確保され、成長に大きく貢献したことは知られている²⁷。関西製糸は、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」²⁸行っており、以後この方針を踏襲している。約定先の需要程度や一手取引であったかなどについては不明なので、郡是製糸と全く同一条件であったとまでは言えない。ただそれでも、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・確実性が保障されたのであり、その限りにおいて郡是製糸と同様な条件にあったと言えよう。

以上のように、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間に決定的な格差があったとは言えない。しかしながら、表 7 に示したように本稿対象期間の

²⁴ 本研究の前提は、ビジネスチャンスが同一であることだが、優等糸という製品用途レベルのドメインのみでは同一とはいえない。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。

²⁵ 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。

²⁶ 『安濃町史』通史編 1990 年より。

²⁷ 石井前掲書ほか。

²⁸ 関西製糸株式会社『第拾回営業報告書』1905 年より。

最終年度である 1930 年度には、経営規模に十倍程度の差がついた。そこで以下では、前節を受け、製糸経営の所有構造・統治構造・パフォーマンスの分水嶺となった 1915・1916 年度で二期間に分け、各期間における関西製糸の投資行動と統治構造の特徴を、郡是製糸と比較しながら検討し、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。

3-2 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・パフォーマンスに関する各種指標を示している。まず、第Ⅰ期指標 A 及び B にはそれぞれ格差を認めうる。関西製糸は郡是製糸に比べると第一次大戦以前から成長性が低かった。同期における関西製糸の設備投資の中心は、繰糸釜・緒数の増加とそれに伴い必要となる汽缶・工場建物などの増設であり、工場の増設は行われていない²⁹。一社一工場の体制は、有力優等糸製糸家であっても第一次大戦以前は一般的であったから、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、郡是製糸との格差は大きく縮小している。同期における関西製糸の設備投資の中心は、製糸工場の買収・新設、繰糸釜の増設、蚕種製造所設置であった³⁰。第一次大戦期から 1920 年代前半にかけて、有力優等糸製糸家は複数の工場を設置し、経営規模の拡大をはかった。大戦期以降の関西製糸の成長性の上昇と拡大形態の変化は、同時期における優等糸製糸家の設備投資の特徴をあらわすものと言える。

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ってもたらされた側面が大きい。しかしながら重要なのは、同じ市場環境において、一方が低下ないし停滞的な傾向を示したのに対し、一方が上昇傾向を示したということは、それぞれの経営内部に投資活動に対して異なるベクトルが働き始めたことを意味する。関西製糸では、投資促進的な方向へ統治構造が変化したと考えうる。

--- 表 8 about here ---

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、統治の方向性としては、第一次大戦期を境として、経営者の投資活動を支持す

²⁹ 関西製糸株式会社『営業報告書』当該各期より。

³⁰ 高岡製糸株式会社 1916 年買収、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『三重蚕糸業史』2001 年）。

るものになっていったと言える。では、このように投資活動が低調な場合、どのような統治上の問題が想定されるであろうか。第一は、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存在しない場合が考えうる。経営者が必要な投資活動を怠っているにもかかわらず、経営者を交代させるシステムが作動しなかったパターンである。第二は、経営者の投資計画に所有者の利害が攪乱的に作用し、投資活動が抑圧される場合である。そこで、次項では資金の調達と運用状況の検討をとおしてこの問題を考察する。

3-3 資金調達と運用

第Ⅰ期すでに高い成長性を実現していた郡是製糸は、自己資本の範囲内ではあるが資本金を上回る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。まず、指標Cによると、関西製糸の固定資産は資本金の範囲内であるばかりでなく、資本金にかなり残余が存在する。つまり、資本金の相当額が運転資金として運用されていたことになる。そして、指標Dとの差がほとんどないということは、資本金以外の自己資本が少なかったということであるから、自己資本の蓄積が極めて低調であったことになる。

第Ⅱ期に入ると、前述のごとく投資活動が積極化するが、それでも郡是製糸が資本金一杯の固定資産を有していたのに対し、関西製糸は依然として資本金に残余があり、資本金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。指標Dは、わずかに上昇しているが、指標Cに比べるとその程度ははるかに低い。これは、関西製糸が設備投資のペースを上回るペースで増資したからにほかならない。この時期の関西製糸は郡是製糸と同様、設備投資資金を増資に求めたのである。

以上のように、全期間を通して、資本金の残余と自己資本の低蓄積を関西製糸の特徴として認めうる。そこでまず、資本金を運転資金として運用した財務的な結果を確認する。

第Ⅰ期指標Eをみると、関西製糸は極端に低く、年度末には社外負債がほとんど存在しない。問題は、それが資本金の残余金によるものなのか、その他の自己資本によるものなのかということである。指標Fをみると自己資本のうち半分は資本金である。前述した自己資本の低蓄積、積立金の増加が低調であったことをあわせて考えると、社外負債の圧縮は、資本金から固定資産を差し引いた残余金の寄与が大きかったといえる。

設備投資が積極化する第Ⅱ期になると、社外負債比率は上昇し³¹、資本金の残余金の寄

³¹ 1927年度から関西製糸の期末は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月ごろであるから、社外負債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

与程度は低下することとなった。とはいっても、社外負債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。従って、この時期の社外負債の圧縮は、積立金など資本金以外の自己資本の寄与程度が高まったことになる。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にふりむけるという投資行動はとっておらず、資本金の残余金は流動性の確保に寄与し続けた。

以上より、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、年度末における社外負債の圧縮効果を持ち、資本構成に流動性の高さをもたらしていたと言える。しかし、その程度は設備投資活動の積極化により低下傾向にあり、資本金を設備投資資金として運用しうる条件、あるいはそうさせる圧力が作用し始めたのである。

では、資本金を運転資金として運用し、社外負債を圧縮、かつ、資本構成の流動性の高さを確保することは、経営上の判断であったのだろうか。それとも、経営者の努力水準の低さの結果にすぎないのだろうか。次に、この点を考察する。

年度末の流動資産の充当にあたり、自己資本のうち事前にその使用を確実に予定しうるのは、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。更に注目すべきは、設備投資によって残余金が減少すると、その後積立によって合計額を回復させていることである。これは、単に結果的にそうになっていたのではなく、意図的に6万円前後の金額を維持していたと考えるのが妥当である。6万円という金額の意味は別として、資本金の残余金の存在は、経営上の判断であったと言ってよかろう。一定額の流動性資金の確保を前提とし、そのために内部留保が必要かつ可能な金額を考慮して、資本金から設備投資資金を捻出していたのである³²。

--- 表9 about here ---

ところで、内部留保を低く抑えつつ自己資本に一定額の余裕を確保し、かつ、設備投資を行う方法としては、増資を行いそれと同じ比率で設備投資すればよい。しかし、関西製糸は営業第二期に資本金第二回徴収を行い7万5千円から満額の10万円になって以降、第I期は増資していない。後に見るよう、この時期同社の所有構造は集中度が極めて高かったから、大株主が増資を承諾すれば増資の総会決議は困難ではなかった。むしろ問題だったのは、大株主を納得させるための経営実績であり、投資家から見て関西製糸が投資

期末決算で評価され、次年度の経営行動が規制されるから、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、利益金処分後の流動性は低下しつつあったことになる。

魅力に欠けていたことであつたと思われるが、これについては次項で検討する。

次に第Ⅱ期であるが、表 10 は関西製糸と郡是製糸の増資時機における、固定資産の増大と資本金の剰余金との関係を示している。前節で明らかなごとく、郡是製糸はこの時期大規模な増資によって投資資金を調達しており、固定資産額は資本金額の近辺で維持されるようになっていた。この場合、増資の時機は固定資産額が資本金を上回る、つまり剰余金がなくなってからである。これは、コストとしての配当金を考慮したうえでの行為であつたと考えるのが妥当であろう。

一方、関西製糸は固定資産が資本金未満の状態で増資している。しかも、1918・21・24 年度の場合、同年度の固定資産額は前年度の資本金未満である。つまり、増資しなくても、設備投資は資金的には可能であつたことになる。にもかかわらず、増資したのは一定の剰余金を確保することが目的であつたと思われる。したがって、第Ⅱ期における資本金の剰余金は、経営的な判断によるものであり、この時期の関西製糸は、投資家・大株主にとって投資魅力が増幅していたことになる。

--- 表 10 about here ---

以上のように、全期間を通して関西製糸は、経営的な判断により資本金に剰余金を確保できる範囲内に設備投資を抑制していた。その効果は、社外負債の圧縮であり、流動性の確保であつた。では、こうした投資行動はどのような志向性によるものであつたのか。

製糸経営破綻の直接的原因は、購繭資金として借り入れた運転資金の債務不履行であつたことは周知である。また、第一次大戦期以降は設備投資資金を銀行借入によって賄い、その債務不履行によって経営破綻した事例もある³³。資本金を運転資金として運用することは、配当率と短期借入金の利率との関係において、コスト的に有利であつたとは思えないが、返済義務がなく、その限りにおいて経営破綻を直接的に引き起こす可能性がない。大株主重役は、経営規模の急速な拡大と引き換えに経営の存続・安定性を選択したのである。

そうするとここで問題となるのは、負債圧縮効果を持つのは資本金のみでなく、積立金などの自己資本も同様であり、むしろ、配当の必要がないという点においてコスト的には積立金のほうがベストである。そこで次に、蓄積状況、それをまず規定するとともに投資家の意思決定＝増資の実現を規定する収益性、配当について検討する。

³³ 海野福寿「山十製糸株式会社の経営」(『横浜開港資料館紀要』第一号 1983 年)。もっとも山十の場合、各工場による無秩序な運転資金の調達も経営破綻の一因であつた。

3-4 収益性・配当・蓄積状況

第Ⅰ期指標G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。その原因として考えうるのは、低収益と社外流出（配当・役員賞与）である。まず、指標Hを見ると関西製糸と郡是製糸の収益性格差は歴然としており、倍以上の差がついている。利益金処分の意思決定以前の問題として、関西製糸の低蓄積を規定したのは、まず収益性の低さであった。しかし、収益性が低くても社外流出を抑え、内部留保を高くすれば、一定の蓄積は可能となる。

そこで次に、指標Iで社外流出の状況を検討すると、関西製糸は郡是製糸の倍以上の社外分配率であり、利益金処分において過半を社外分配している。その際、指標Jによると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、まずは収益性格差によるが、配当圧力が極めて高かったため、蓄積できなかったと言える。蓄積を犠牲にして配当性向を高めたが、収益性に規定され、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るものであり、資金調達上のマイナスになったであろう。

以上より、第Ⅰ期の関西製糸は低い収益力・高い社外分配圧力→低蓄積・低配当・増資不可→設備投資不可→低収益という悪循環にあったと言える。

第Ⅱ期になると関西製糸は積立金の蓄積が進行している。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、むしろ社外分配率は上昇しており、配当率は郡是製糸を上回っている。同期の関西製糸は投資源泉を郡是製糸同様、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言える。

にもかかわらず、蓄積が可能であったのは、収益性が改善したからである。同期の関西製糸の収益性は上昇し、郡是製糸と有意差がない。格差がなくなったひとつの理由は郡是製糸の低下によるが、市場環境は同一なのだから、関西製糸の経営者の努力水準が高くなり、かつ、投資活動を支持・促進するベクトルが働き始めたためといえるだろう。

以上三項をまとめると、全期間を通して関西製糸では、配当圧力が極めて高く、自己資本の蓄積にマイナスに作用した。所有者は経営規模の拡大という意味における成長性より、経営の存続・安定性を志向し、債務を極力回避するため自己資本の流動性の確保に傾注した。そのため、投資活動に対し第Ⅰ期は抑圧的で、設備投資は低調となった。ところ

が、第Ⅱ期には収益性と配当率は改善され、所有者の圧力は投資活動を支持・促進する方向性を持っていた³⁴。そこで次項では、投資活動を規定した所有構造と統治構造の特徴について考察する。

3-5 所有構造と統治構造

表 11 は関西製糸と郡是製糸の所有構造の推移を示している³⁵。郡是製糸は第一次大戦期以降の増資過程で、上位集中度が大きく低下した。また、経営者が企業家波多野鶴吉社長から元支配人の片山金太郎専務に交代したことに象徴されるように、内部昇進者が重役を占めるようになり、重役陣の株式所有比率も大きく低下した。所有の分散化と専門経営者の台頭によって特徴づけられる所有構造とトップマネジメントが形成された。しかしその反面、テイクオーバーの潜在的脅威にさらされ、投資活動が抑圧されたのは前節で明らかとなっている。以上を踏まえ、関西製糸の所有構造と統治構造の変化とその帰結を分析する。

第Ⅰ期に相当する第一次大戦直前の 1913 年度まで、上位集中度および重役陣の所有比率は一貫して大きく上昇している。そのさい、重役陣の所有比率の伸びが上位集中度の伸びを上回っている。関西製糸の重役数は、創業年度は 5 人であったが、1898 年度に 4 人になってから、同期は人数の変更はない。この間における株式所有の上位集中とは、重役陣への集中であり、重役は大株主に占められ、株式所有を基盤にその支配力は増強していったと言えるだろう。

創業以来、一貫して重役の地位にあり、役付取締役を勤めたのは、設立有力メンバーである川喜田四郎兵衛・小島惣右衛門と中山武平であった。そこで、これら三者ならびにそれぞれの関係者・関係機関も含めた所有状況を確認すると、いずれも、所有比率を上昇させている。さらに、中山と川喜田・小島の所有比率の差は大きく、一時はその格差が拡大する傾向にあった。株式の上位集中・重役陣への集中とは、川喜田・小島への集中であった。従って、取締役会において川喜田・小島は中山に対し、役職上のみならず、株主総会

³⁴ 所有者が設備投資を支持・促進したことでパフォーマンスが改善したのか、パフォーマンスの改善によって所有者は設備投資を支持・促進するようになったのか、いずれを起点とすべきか極めて重要だが、現時点では第Ⅱ期に相互規定的な循環が形成されていたことを指摘するにとどめたい。

³⁵ 表 11 の各年度を設定したのは以下による。1896 年は創業年度。1901 年は前年の恐慌によって郡是製糸では株式移動を伴う経営権の交代があった。1913 年は第一次大戦の直前。1917 年は大戦勃発による不況で没落した経営の買収・合併が盛んに行われた 1916 年の翌年。1920 年は第一次大戦直後であり、1920 年代の優等系製糸家のビジネスチャンスの出発点。1927 年は 1920 年代後半の投資ピークの出発点。

における議決権の強さを背景として³⁶、圧倒的に優位な地位にあったと考えうる。

--- 表 11 about here ---

以上のように、当該期における関西製糸には、川喜田・小島の両大株主重役の利害を、設備投資などの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。では何故、大株主重役は投資魅力に欠ける同社株を買い集めたのであろうか。また、関西製糸における大株主としての利害とは、具体的にどのようなものだったのだろうか。

関西製糸が、初配当を記録したのは営業第5期にあたる1899年度であるが、その後は1905年度まで無配であった。創業3ヶ年度は欠損であったし、1900年度の欠損23000円を消却したのはようやく1905年度であった³⁷。つまり、関西製糸の創業10ヶ年度は、繰り越し損失を抱え込み、事実上利益を生まない極めて不安定な状況にあった。そのような中で、川喜田・小島は株式を買い進めたことになる。両者にとって、関西製糸の破綻は所有株式の価値が消滅するという株主一般に共通する危機だけだったのだろうか。

製糸経営が、購繭資金の大部分を生糸売込問屋と地方銀行から借り入れていたことは周知である。関西製糸の場合、資本金の残余金を運転資金として運用していたから、購繭資金の他人資本への依存程度は、製糸経営一般より低かったことはまちがいない。問題は、借入金の有無とその借入先である。損益計算書には、每期支出として利子が記録されている。関西製糸には長期性の負債は全期間存在しなかったから、これは繭購入のための借入金の利子であったと言える³⁸。では、どこから調達していたのであろうか。これを確定しうる物証はないが、川喜田が関西製糸地元の百五銀行の頭取、小島が取締役であったことから類推すると、同行であった可能性は極めて大きい³⁹。とすれば、両大株主の行動はデフォルトリスクへの対応であり、支配力を強化しその後の回復過程における監視を容易ならしめるための行為であったと言える。

こうした理解に立てば、利益を計上しほぼ每期配当しうようになった1908年度から

³⁶ 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る（『関西製糸株式会社定款』1896年）。しかしそれでも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。

³⁷ 関西製糸株式会社『営業報告書』当該各期より。

³⁸ 関西製糸株式会社『営業報告書』当該各期より。

³⁹ 百五銀行については、馬場一雄『百五銀行沿革史』-復刻版-1979年を参照。関西製糸の横浜出荷先は横浜生糸合名会社であり、同社に委託してアメリカ機業家と先約定を締結していた（関西製糸『営業報告書』当該各期）ので、問屋金融はありえない。また、横浜生糸合名会社は1901年度以降、製糸金融から撤退し、輸出業務に専業化した（石井前掲書）。従って、関西製糸が製糸金融を受けられる機関は、通常は銀行、特に地方銀行しかありえない。

第一次大戦直前に至るまで投資活動が低調であったのは⁴⁰、債権者としての利害が前面へ出た結果であったといえる。自己資本を購繭資金に運用すれば、相場の変動によって価格割れが発生しても、債権を回収しうる可能性は高いからである。デフォルトリスクの軽減策が、投資活動を抑圧したのである。

だが、設備投資が低調であった原因を、所有者かつ債権者である大株主重役にのみ帰すのは、必ずしも適切ではない。購繭資金の借入金利は一般市中金利に比べると高率で、製糸経営の利潤を大きく圧迫していたことは周知である。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、他人資本に依存していた郡是製糸より、その分コストが低減したはずである。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、借入金の運用効率が低かったため、自己資本によるコスト低減部分が相殺されてしまったことになる⁴¹。大株主重役は経営的安定性のため自己資本の流動性を確保したが、それは経営者にとっては同時に返済圧力から解放されることを意味するから、結果として経営者の努力水準が低下してしまったと考える。流動性が過度に存在していたと評価できるだろう。

以上のように、関西製糸の場合、創業期における経営的な不安定性は、大株主重役が同時に債権者であったため、デフォルトリスクと認識された。そこで、彼らは成長性より安定性を志向し、自己資本の流動性の確保に勤め、投資活動を抑制した。しかし、それが過度な流動性を生むこととなり、そのため経営者の努力水準が低下し、設備投資は更に低調、収益性も低水準で推移した。こうした、統治構造の悪循環は、第Ⅱ期には変化した。

関西製糸は 1917 年度の初増資以降、新株発行を伴う増資を行っている。新株発行に際しては、株主割当・役員割当も行われたが、一部は公募であった。そのため、株式の所有構造は分散化の方向へ動き始めた。表 11 によると、上位集中度は明らかに低下しているが、より注目すべきは、重役陣の所有比率が上位集中度を上回るペースで低下していることである。

第Ⅱ期同社の重役は大幅に増員され、常時十人程度で推移した。また、川喜田・小島所有比率が重役陣の所有比率に近いから、増員でメンバー入りした取締役の所有比率は低かった。従って、重役一人当たりの株式所有比率はかなり低下したといえる。では、株主と

⁴⁰ 関西製糸株式会社『営業報告書』当該各期より。

⁴¹ 厳密には、関西製糸と郡是製糸の借入金利を比較しなくてはならない。しかし、中林前掲書が示したように、金融的条件が生産実績の反映であるとすれば、金利格差の存在は、資本効率、資金運用の効率性に各差があったことを意味している。

して、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、どのように変化したのであろうか。

この時期は、双方ともに株式所有比率を低下させている。しかし、川喜田・小島の低下に比べると中山はそれほどでもなく、1917年度から1920年度の中山は実質変化がない。このことは、中山が株主割当のみならず、役員割当や買い増しによって意図的に比率を維持したことを意味している。その結果、中山と川喜田・小島の格差は縮小傾向にあり、取締役会において中山がイニシアティブを発揮しうる可能性が高まった。同期における投資活動の積極化は、こうした所有構造の変化に支えられていたといえるだろう。しかし、これをもって中山が経営を支配したとまではいえない。

関西製糸は1923年度に100万円から公称280万円に増資したが、それに先立ち1922年11月に大株主協議会を開催し増資について諮問している⁴²。現株主に資金的負担をかけ、所有構造に変化を及ぼす増資については、依然として大株主の事前の了承が必要であった。これは、株主総会でなお大株主が実質的に支配力を行使する可能性があったことを意味している。大株主は、経営の安定性を基調としつつも、配当圧力によって経営者中山を規律付け、設備投資による収益性の向上へと向かわせた。

では何故、大株主重役は、自己資本の流動性の低下、その意味においてデフォルトリスクを冒して、投資活動を支持したのか。設備投資によって自己資本の残余部分が圧縮され、流動性が低下するということは、運転資金の他人資本への依存度が高くなる。その際、調達先の選択が問題となるが、債権者が同時に関西製糸の経営陣であるとすれば、他の金融機関より情報の非対称性は緩和されているから、資金は供給されやすく、調達しやすい。関西製糸は、経営規模の拡大に伴う運転資金の需要のうち相当部分を、百五銀行で賄っていた可能性が極めて高い。債権者は、債権の保全・回収のみならず、貸付機会の拡大に利益を見出し始めたといえるだろう。

以上は、なお実証が必要であるが、第一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から、そうした製糸金融の流れからすれば、妥当性の高い推測といえる。とすれば、他人資本の導入は経営者に返済圧力をかけることになるから、この経路においても収益性の改善を促すことになる。過度な流動性が解消されたことによって、経営者の努力水準が引き上げられたのである。

⁴² 関西製糸株式会社『営業報告書』当該各期より。

3-6 まとめ

関西製糸の統治構造で一貫しているのは、大株主による規律付けである。大株主重役は、投資活動に対し第一次大戦以前は抑圧的、以後は支持・促進的な圧力を経営者にかけた。この行動差を生んだのは、債権者として債権の保全・回収のために製糸経営の安定性を志向するか、貸付機会の拡大を目指し製糸経営の成長性を支持するか、という債権者としての利害であった。ただし、自己資本の流動性を確保し、他人資本への依存を極力回避するという基調は変わらなかった。大株主による規律付けの実態は、債権者による規律付けであった。

こうした大株主による統治は、次の様な回路で企業パフォーマンスを決定した。設備投資の規模は、自己資本の流動性に規定されていた。そのため、投資抑制的であった第一次大戦以前は流動性が過度に生じ、経営者の努力水準を引き下げることとなり、収益性は低迷した。一方、第一次大戦以後は設備投資の積極化に伴う流動性の低下と運転資金の他人資本への依存程度の上昇が、経営者に返済圧力をかけることとなり、より効率的な資本運用による収益性の改善を迫った。資本構成の変化が、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言える。

以上のような関西製糸の投資行動と統治構造は、優等系製糸家一般に妥当しうるだろうか。特に、原料調達上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は、統治構造上の問題として捉えなおすことが可能だろうか。優等系製糸家は「資力豊か」とされており、その「豊か」とは、自己資本に基づく製糸金融での問屋金融への依存程度の低さであった。本事例から明らかなように、流動性の存在は同時に経営者の努力水準にマイナスに作用するから、収益性の低下を通じ成長抑制効果をもつだろう。また、優等系製糸家の社会的出身階層は資産家・地主であったから、製糸経営の大株主兼任重役は銀行経営者でもあった場合が想定される。債権者として、関西製糸の大株主重役と同様なビヘイビアはありうる。従って、関西製糸の事例は、優等系製糸家の投資行動を解明するモデルとして、一定の有効性を持ちうる。

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)『各務謙吉伝・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』第 1 号.
- 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』.
- 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)「繭特約取引の形成と展開」『土地制度史学』第 118 号.
- 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』第 24 号.
- 馬場一雄 (1979)『百五銀行沿革史』復刻版.
- 三重県 (2001)『三重県蚕糸業史』.

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	7,036,884	8,994,600	10,713,220	12,511,114
増加率 (%)	100.0%	163.1%	100.0%	170.8%	100.0%	305.3%	100.0%	94.1%	100.0%	124.8%	100.0%	127.8%	100.0%	116.8%
設備金数 (金)	168	168	168	317	365	1,089	1,181	1,725	2,224	5,662	6,004	6,474	7,426	10,076
成長率 (1896年=1)	1.00	1.00	1.00	1.89	2.17	6.48	7.03	10.27	13.24	33.70	35.74	38.54	44.20	59.98
購備数量 (トン)	36	101	94	232	282	1,072	1,453	2,177	2,839	7,584	8,514	13,539	15,892	21,851
倍率 (1896年=1)	1.00	2.81	2.61	6.44	7.83	29.78	40.36	60.47	78.86	210.67	236.50	376.08	441.44	606.97
主な設備投資の動向	新設工場棟業(96)													
	84金増釜(04) 本工場玉糸部(05) 中原式乾繭機(05)													
	本社借地の買収(08) 本工場86金増釜(09) 口上林工場(06) 中上林工場(06) 佐治工場(07→廃止09) 安栗工場(09→18山崎) 萩原工場(09→22福知山合併) 萩原工場(10) 岡部工場(10) 和知工場(10)													
	<織物部廃止>(11) <本工場火災>(13) 重事部設置(15) 日置工場(12→12宮津) 城崎工場(12→19江原) 八鹿工場(14)													
	中原式乾繭機(16) 帯川式乾繭機(16) <辰井工場火災>(20) 京都出張所(20) 津山工場(16→17移転新設) 梁瀬工場(17) 竹田工場(17→20梁瀬合併) 美濃工場(17) 養父工場(18) 成松工場(19) 福知山工場(20) 舞鶴工場(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) 重種会社買収(23) 横浜出張所(23) 神戸出張所(23) 御庄川橋系機(24試験設置) 宇島工場(22) 今市工場(新設22) 三成工場(22)													
	<奥丹波震災>(27) 広谷達磨糸工場(28) 醸造工場(28) 大田工場(25) 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 5)													
	(工場増設 3)													
	(工場増設 11)													
	(工場増設 3)													
	(工場増設 8)													

(出所) 郡是製糸各期営業報告書、『郡是製糸十年史』年表より作成。

(注1) 固定資産増加率は、期間の最初の年度を100%として算出。

(注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、他工場への合併を示す。

(注3) 設備投資の新設・買収工場はゴシックで、設備の減少が推定される出来事は括弧を付してタイリックで示した。

表2 郡是製糸の資金運用 (1896-1930)

年 度	1896	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907
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
原 資 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
損失補填 (C)	6,201	6,200	3,186	0	1,079	0	0	0	0	0	0	97,214
使 途 計	14,131	7,710	16,479	40,679	28,100	58,954	64,362	67,541	85,864	115,998	148,501	94,467
A - C = D	20,332	13,910	19,665	40,679	29,179	58,954	64,362	67,541	85,864	115,998	148,501	191,681
D / B	-3.391	-951	6,520	24,836	12,377	23,558	27,620	26,741	27,752	35,820	80,099	-60,673
	19.4%	11.0%										39.1%
年 度	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919
自己資本余裕金 (A)	113,537	3,596	71,467	-31,349	15,066	19,195	48,603	937,053	1,066,115	819,964	1,405,929	7,058,714
負債 (B)	110,140	292,991	261,897	517,766	334,571	439,847	781,013	259,690	616,658	1,828,775	2,560,646	969,253
原 資 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	8,027,967
損失補填 (C)	29,390	15,883	14,028	30,667	26,543	0	303,838	146,697	-1	-2	-2	0
使 途 計	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	8,027,967
A - C = D	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	8,027,967
D / B	84,147	-12,287	57,439	-62,016	-11,477	19,195	-255,235	790,356	1,066,116	819,966	1,405,931	7,058,714
		4.2%		12.0%	3.4%		32.7%					
年 度	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	
自己資本余裕金 (A)	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)	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	
原 資 計	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	
損失補填 (C)	3,394,413	-2	-1	1	-1	143,802	2,866,630	0	1	-3	-2	
使 途 計	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	
A - C = D	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	
D / B	4,156,096	5,339,363	4,714,528	5,845,186	11,095,446	7,727,494	5,313,599	8,201,906	10,406,684	9,132,025	8,700,419	

(出所) 郡是製糸各期営業報告書より作成。

(注1) D=A-C がマイナスとなった場合、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。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。
(注2) D/B は、負債の内、損失補填に利用 (負債固定化) された部分の割合。

表3 郡是製糸における自己資本の動向 (1896—1930)

(単位：円)

年 度	1896	1900	1905	1910	(1913)	1915	1920	1925	1930
自己資本 (利益処分後)	18,298	47,751	92,533	243,881	(317,542)	987,008	10,568,428	16,018,227	20,234,201
(成長指数)	1.0	2.6	5.1	13.3	(17.4)	53.9	577.6	875.4	1,105.8
(期間成長率)	-	2.6	1.9	2.6	(1.3)	4.0	10.7	1.5	1.3
期間増加額 A	-	42,954	77,332	348,812	(135,813)	1,202,517	16,918,151	11,058,314	12,317,877
期間減少額 B	-	19,704	32,551	197,464	(62,151)	459,425	7,336,643	5,438,425	8,101,903
増減 A - B	-	23,250	44,781	151,348	(73,662)	743,092	9,581,508	5,619,889	4,215,974

(出所) 郡是製糸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。

(注2) 成長指数は1896年の自己資本額を1として算定。

(注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。

表4 郡是製糸における自己資本の増減要因 (1896-1930)

		(単位: 円、%)					
年 度		1896～1900年	1901～1905年	1906～1910年	1911～1915年	1916～1915年	
(増 加)							
資本金 (増資、追加払込)		7,350 17.1%	17,150 22.2%	71,000 20.4%	142,500 11.9%	238,000 14.2%	
株式発行プレミアム収入		0 0.0%	0 0.0%	3,300 0.9%	0 0.0%	3,300 0.2%	
利益金		35,604 82.9%	60,182 77.8%	274,512 78.7%	1,060,017 88.1%	1,430,315 85.6%	
計 (A)		42,954 100.0%	77,332 100.0%	348,812 100.0%	1,202,517 100.0%	1,671,615 100.0%	
(減 少)							
配当		12,250 28.5%	13,720 17.7%	26,650 7.6%	79,500 6.6%	132,120 7.9%	
貸与		173 0.4%	6,581 8.5%	8,175 2.3%	11,430 1.0%	26,359 1.6%	
積立金からの給付		0 0.0%	0 0.0%	544 0.2%	3,990 0.3%	4,534 0.3%	
損失補填 (当期・繰越損失)		7,281 17.0%	0 0.0%	113,095 32.4%	334,505 27.8%	454,881 27.2%	
その他 積立金からの払込		0 0.0%	12,250 15.8%	49,000 14.0%	30,000 2.5%	91,250 5.5%	
共済組合補助金		0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	
前社長追贈		0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	
計 (B)		19,704 45.9%	32,551 42.1%	197,464 56.6%	459,425 38.2%	709,144 42.4%	
A-B		23,250 54.1%	44,781 57.9%	151,348 43.4%	743,092 61.8%	962,471 57.6%	

年 度		1916～1920年	1921～1925年	1926～1930年	1931～1935年	1916～1935年	
(増 加)							
資本金 (増資、追加払込)		6,812,487 40.3%	1,723,335 15.6%	2,918,303 23.7%	3,579,990 32.2%	15,034,115 29.2%	
株式発行プレミアム収入		2,295,840 13.6%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	2,295,840 4.5%	
利益金		7,809,824 46.2%	9,334,979 84.4%	9,399,574 76.3%	7,535,106 67.8%	34,079,483 66.3%	
計 (A)		16,918,151 100.0%	11,058,314 100.0%	12,317,877 100.0%	11,115,096 100.0%	51,409,438 100.0%	
(減 少)							
配当		3,142,430 18.6%	4,939,953 44.7%	4,686,650 38.0%	4,910,551 44.2%	17,679,584 34.4%	
貸与		349,000 2.1%	175,000 1.6%	230,000 1.9%	170,000 1.5%	924,000 1.8%	
積立金からの給付		35,800 0.2%	179,669 1.6%	318,622 2.6%	535,369 4.8%	1,069,460 2.1%	
損失補填 (当期・繰越損失)		3,394,413 20.1%	143,803 1.3%	2,866,631 23.3%	6,925,616 62.3%	13,330,463 25.9%	
その他 積立金からの払込		285,000 1.7%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	285,000 0.6%	
共済組合補助金		80,000 0.5%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	80,000 0.2%	
前社長追贈		50,000 0.3%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	50,000 0.1%	
計 (B)		7,336,643 43.4%	5,438,425 49.2%	8,101,903 65.8%	12,541,536 112.8%	33,418,507 65.0%	
A-B		9,581,508 56.6%	5,619,889 50.8%	4,215,974 34.2%	-1,426,440 -12.8%	17,990,931 35.0%	

(出所) 郡是製糸各期営業報告書より作成。

(注) 比率は総増加額を100%として算定。

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	8,831	12,656	8,731	12,533	44,423	-
処 社外流出	-	-	-	9,800	-	3,185	3,185	1,581	7,100	5,250	12,850	-
うち	-	-	2,450	9,800	-	3,185	3,185	-	4,900	2,450	7,350	-
配当	-	-	45.7%	38.9%	-	22.9%	26.5%	-	31.0%	13.8%	12.8%	-
(配当性向)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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
処 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	4,900	-	14,400	-	3,000	24,000	-	52,500	196,000	82,063	174,999	2,689,368
配当	4.7%	-	19.9%	-	6.1%	23.7%	-	6.8%	30.7%	35.2%	31.7%	39.6%
(配当性向)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	
処 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	-	990,498	707,499	602,459	1,935,631	703,866	-	1,405,995	1,405,995	937,330	937,330	
配当	-	54.0%	51.4%	74.2%	34.8%	811.2%	-	41.9%	38.0%	60.1%	62.6%	
(配当性向)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
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) 郡是製糸各期営業報告書より作成。

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

(注2) -は実績なし。

表6 郡是製系の資本金推移 (1896-1930)

年	月	日	増資(払込額)	資本金	払込資本金	備考
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
1935	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	第二郡是合併
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		8,798,333	現金払込
1927	2	14	333,300	20,666,600	9,131,663	第三郡是合併
1927	3	25	2,585,003		11,716,625	現金払込

(出所) 『八十年史』巻末統計p12-3より作成。

(注) ゴシックは実質増資、それ以外は追加払込。

表7 関西製糸と郡是製糸の経営規模

	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	168	1177	10076
払込資本金／公称資本金（万円）	7.5／10	2.4／9.8	172／280	1171.6／2000
固定資産（万円）	3.1	2.1	144.7	1251.1
総資産（万円）	8.1	3.5	265.5	2753.9

（出所） 関西製糸株式会社『営業報告書』各期、郡是製糸株式会社『営業報告』各期、『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

	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	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 社外負債÷使用総資本×100の期間平均	10.6	51.0	22.9	30.1
F (資本金－固定資産)÷自己資本×100の期間平均	50.1	-28.8	13.8	0.6
G 積立金÷自己資本×100の期間平均	8.3	36.6	31.7	31.1
H 自己資本利益率の平均（利益年度のみ）	14.8	31.4	17.8	18.7
I 社外分配率（配当年度のみ）	66.8	29.4	73.3	56.4
J 配当性向（配当年度のみ）	56.3	19.3	62.2	54.1
K 配当率の平均（配当年度のみ）	7.1	13.7	28.2	22.3

(出所) 関西製糸株式会社『営業報告』各期、同社『決算広告』各期（『伊勢新聞』当該日）、郡是製糸株式会社『営業報告』各期より作成。

(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単年度当の平均値。小数第二位切捨て。関西製糸は1916年度の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。第Ⅱ期郡是製糸指標Jはタコ配を行った1925年度を除いて計算。関西製糸の年度末は1926年度までは3月、1927年度からは12月、郡是製糸の年度末はすべて3月である。

表9 関西製系における自己資本金の流動性の状況

(単位：円)

年度	固定資産 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 - 2に同じ。

表10 関西製糸・郡是製糸の増資と設備投資の状況

(単位：千円)

年度	関西製糸			郡是製糸		
	A 実質資本金	B 固定資産	A - B = 資本金残余	A 実質資本金	B 固定資産	A - B = 資本金残余
1916				612	523	89
1917	168	104	64	890	928	-38
1918	300	160	140	1719	1731	-12
1919	475	362	113	2243	3091	-848
1920	825	717	108	7074	6412	662
1921	909	778	131	7074	7028	46
1922	1000	1006	-6	7074	7836	-762
1923	1450	1157	293	8798	8493	305
1924	1720	968	752	8798	7820	978
1925	1720	1153	567	8798	8994	-196
1926	1720	1368	352	11716	10713	1003
1927	1720	1350	370	11716	11135	581
1928	1720	1337	383	11716	10933	783
1929	1720	1392	328	11716	11928	-212
1930	1720	1447	273	11716	12511	-795

(出所) 表 - 2に同じ。

表11 関西製糸・郡是製糸の所有構造の推移

		(単位：%)					
年 度		1896	1901	1913	1917	1920	1927
上位（十位）集中度	関西製糸	22.1	36.7	53.6	50.0	41.0	27.3
	郡是製糸	31.4	29.5	34	17.3	23.2	19.4
重役陣の所有比率	関西製糸	11.2	16.7	36.1	40.8	32.9	16.8
	郡是製糸	26.9	19.5	24.9	6.1	12.6	6.4
川喜田四郎兵衛・小島惣右衛門及び関係者・関係機関		7.5	21.7	34.7	31.4	20.2	15.9
中山武平・中山武雄		1.4	2.5	6.3	6.8	7.0	4.7
その格差（倍）		5.3	8.6	5.5	4.6	2.8	3.3

(出所) 表 - 2に同じ。

(注) 小数第二位切捨て。

(参考) 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～

図 1 郡是製系の成長分析に関するフレームワーク

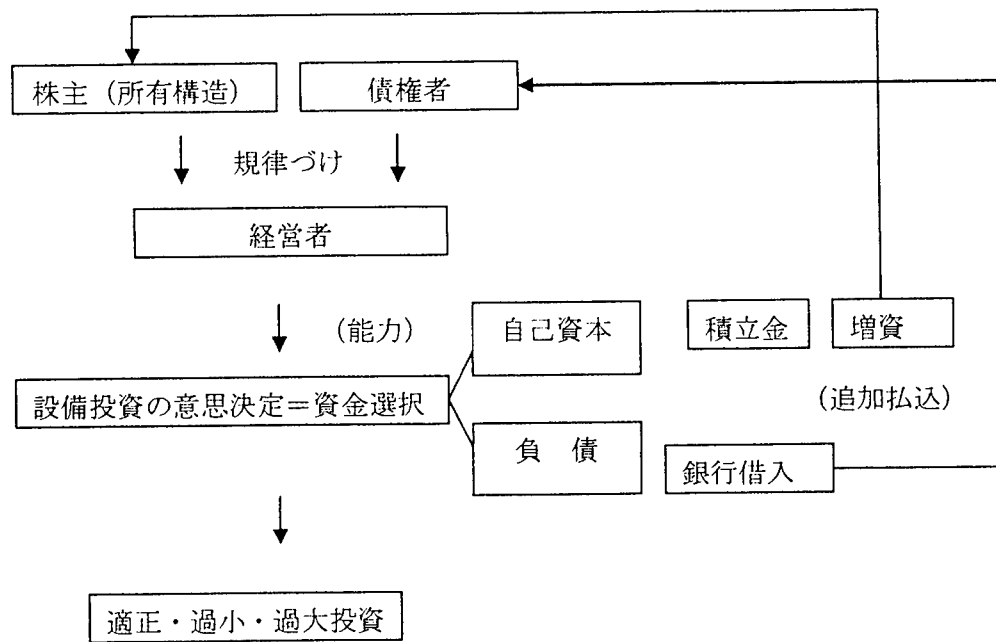


図2 郡是製系の固定資産成長率（1897-1930年）

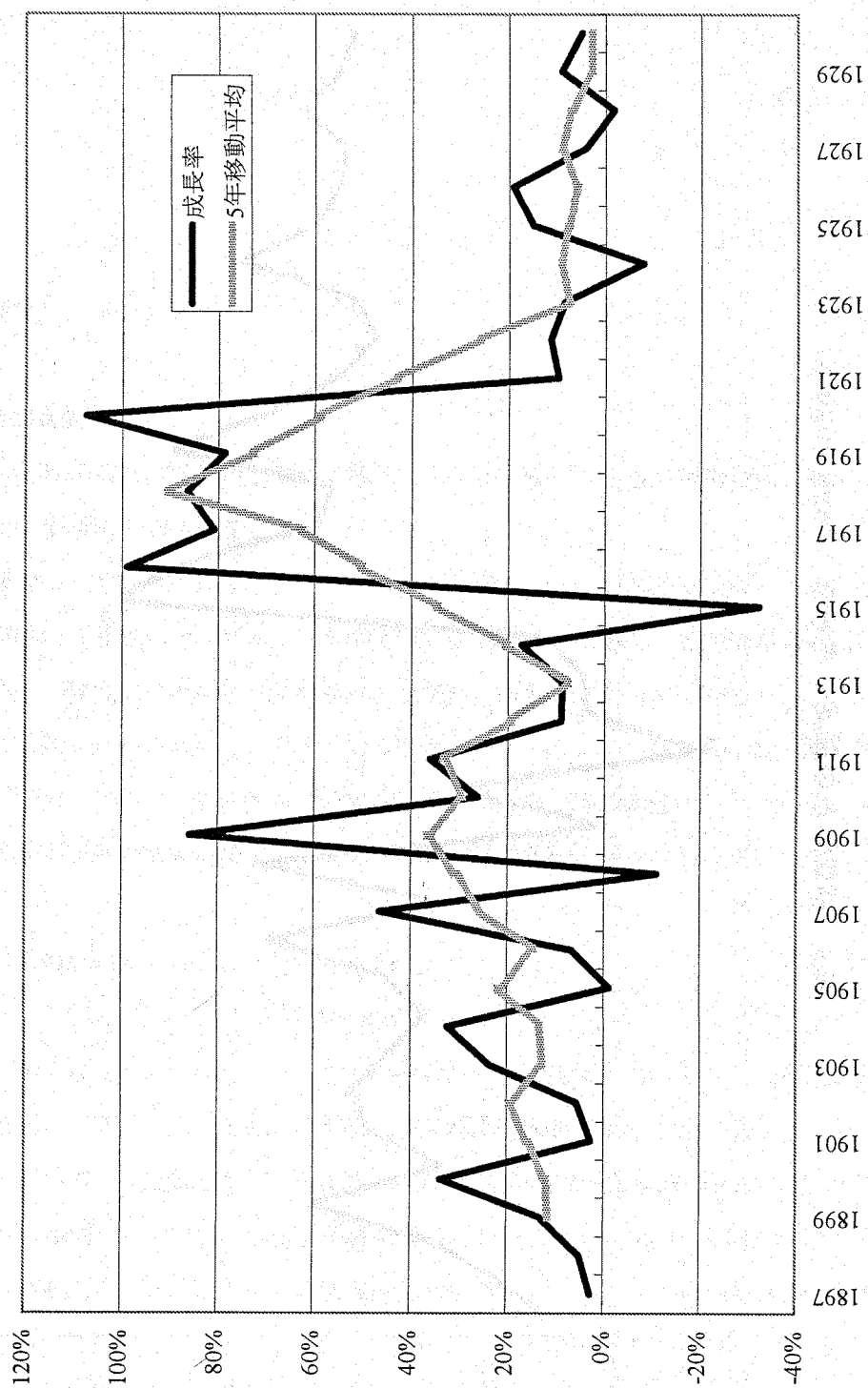
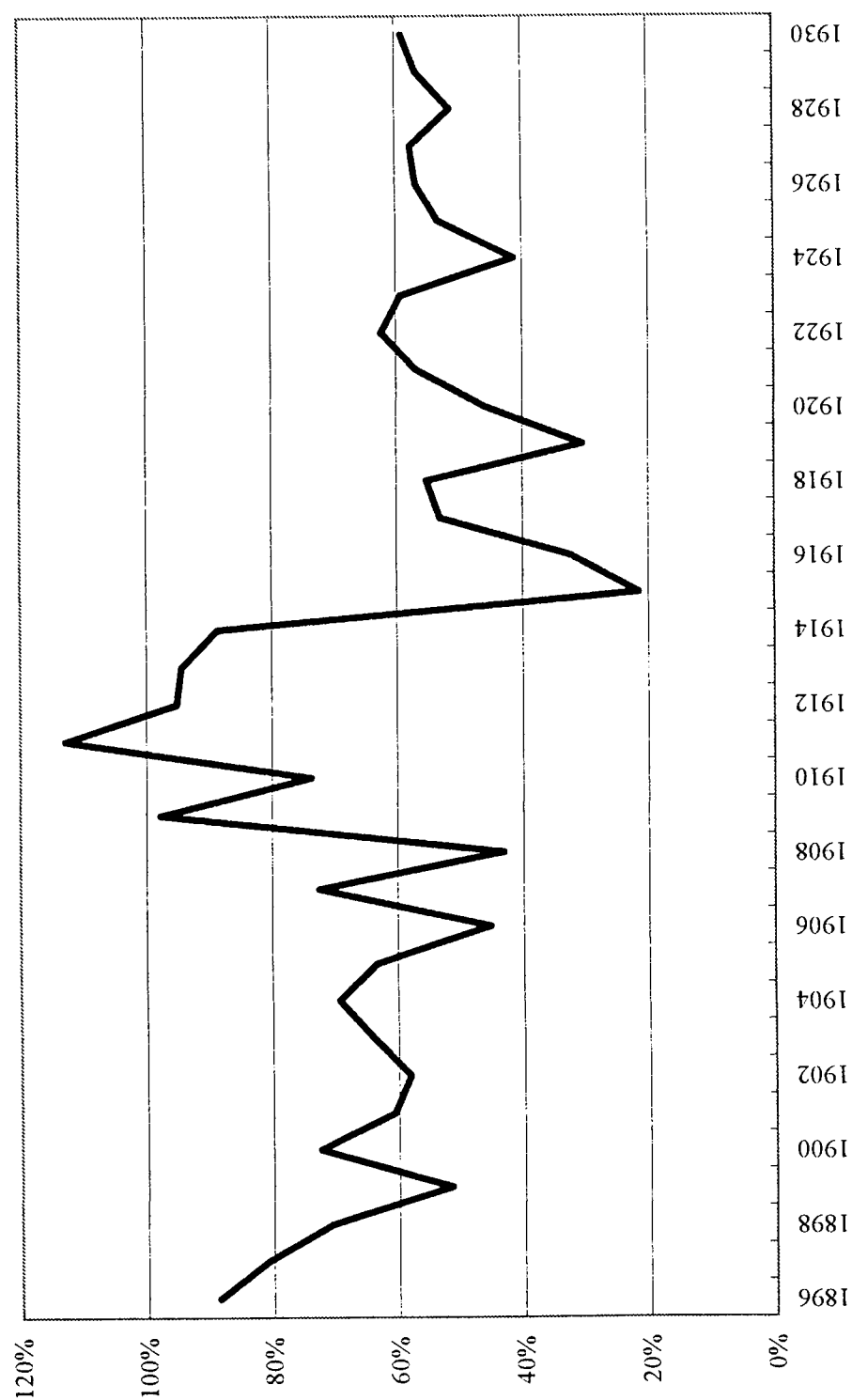


図3 郡是製糸の固定比率推移（1896-1930年）



第3章

企業統治と投資行動：綿糸紡績業を事例として

渡辺 純子

1. はじめに

1-1 本稿の課題

本稿では、戦前期日本の綿糸紡績業を事例として取り上げ、企業の投資行動に対する企業統治構造の影響について分析する。

綿糸紡績業は、戦前期日本のリーディング・インダストリーであるとともに、高い国際競争力を獲得した産業の一つである。その背景には、資本・労働などの生産要素から見た比較生産費上の優位性のほかに、技術革新や生産性・経営効率の上昇を実現するためのさまざまな工夫や仕組みが存在した。そうした諸要因の一つとして、企業統治の問題を考えることができる。つまり、各企業の企業統治構造は、当該企業の業績（パフォーマンス）のみならず産業全体の投資水準や成長にも影響を及ぼす重要な条件の一つとして想定される。

このことを概念的に示したのが、図1である。

--- 図1 about here ---

産業発展を支えるのはミクロレベルでの企業成長（企業規模拡大）であり、産業発展はその集計概念としてとらえることができる。企業成長に影響を与えるのが投資である。個別企業レベルでの高い投資水準や人的資源の投入が、企業成長＝企業規模拡大につながる。さらに、投資に影響を与えるのが企業の戦略的意志決定すなわち投資決定である。そして、投資決定を財務面から支えるものが資金調達面でのファイナンスの方法や償却政策、利益金処分などの財務政策である（これらは、株式市場という企業外部のマーケットの影響も受ける）。企業統治構造は、これらのプロセス全般に対して影響を与える要因（原因）の一つであるが、同時にそれは企業規模拡大の結果、変化することもあり得るという意味で、

フィードバック構造を持っている。

以上のような問題意識から、本稿では、図1の矢印の因果関係を明らかにすることを試みる。ただし、本稿で実際に検討の対象としたのは、このうち主に(1)から(3)までの領域であり、資金調達についても割愛した。また、全体として分析が不十分であり、因果関係が十分に明らかにされているとは言い難いが、この論考を足がかりとして、今後の研究につなげたいと考えている。

1-2 先行研究

ここで改めて、先行研究との関連を整理することによって、本稿の課題や意義について確認したい。

近年、戦前期日本の企業統治についての関心が高まり、財閥系企業と並んで、非財閥系企業の代表格とされる綿糸紡績企業についても注目されるようになった。岡崎哲二(1993)、宮本又郎・阿部武司(1999)がその代表的なものである¹。

また、「企業統治」という概念は用いられていないものの、山口和雄編著(1970)や高村直助(1971a、b)のような古典的大著においても、この観点から見て示唆に富む多くの諸事実が明らかにされている。

さらに、米川伸一(1997)でも企業統治研究につながるいくつかの重要な論点が提示されており、興味深い。同書では、イギリスやアメリカ、インドとの国際比較を通じた日本の綿糸紡績業の特徴として、次の(1)～(4)が指摘されている。(1)「新工場建設と企業吸収の両者を通じて、大紡績企業が比較を絶する複数単位企業(multiple unit firm)として発展したこと」、(2)「先発有力企業が「現在にいたるまでつねにその地位を維持し続けた」こと(これは「有力企業による弱小企業の吸収という事実とかわりがあり」、「大企業は一般に企業吸収に際し必要とされる経営集権化(consolidation)に成功した」)、(3)「大紡績企業」が「海外工場経営、産業内多角化ばかりか、企業によっては異種産業への多角化に、第2次大戦前にすでに一步を踏み出していた」こと。概して、(4)「紡績企業が現代企業(専門的経営者と近代的組織)に成長できたのは、世界中で日本だけのように思われる」²。このような日本の綿糸紡績業の個性的な特質の解明にあたって、米川は、「企業の

¹ 宮島英昭(2004:刊行予定)でも、日本企業全般を対象に、この問題について本格的な検討を試みている。本稿作成の過程では、宮島氏より多くの有益なご教示を賜るとともに、同上書の草稿を参考にさせていただいた。

² 米川伸一(1997) p.5.

成長と戦略」という観点から、さらにいくつかの問題を示唆しているが、その中でたとえば「経営者層と経営者チームにおける意志決定のメカニズム」「企業レベル、つまりマネジメントの問題」といった企業統治研究につながるような論点も提示している³。

しかし、研究史全体を総括すれば、綿糸紡績業の企業統治に関する問題の解明はまだ緒についたばかりであり、とくに投資行動を企業統治との関連で分析した研究は少ない。前出の岡崎哲二（1993）は財閥系企業と比較するかたちで非財閥系企業を一括して論じたものであるし、宮本又郎・阿部武司（1999）は第一次大戦前の大阪紡績（東洋紡績の前身）のみをケース・スタディとしたものである。

さらにいえば、この2論文ではまったく対照的な企業像が示されている。前者は、紡績企業を含む非財閥系企業一般を「株主主権の古典的な資本主義的企業」として性格規定し、「大株主が直接、経営陣に参加することによって経営陣をモニターしていた」⁴と特徴づけているのに対し、後者で強調されている事実は、第一次大戦前後の時点で大阪紡績においては専門経営者が取締役会を掌握し、「経営者企業」へ発展していたということである。後者は明らかに前者の批判というかたちをとっている。

以上のように相異なる見方をどのように整合的に理解し、把握するかが問題になる。このことと関連して、A・D・チャンドラーの学説をベースに、戦前から戦後にかけて日本でも「経営者企業」化が進展しつつあったことを主張する森川英正（1996）は、戦前に関してはその「過渡期」とであると位置づけており、この見方も一つの手がかりとなりそうではある。ただし、同書は日本企業全般を対象としたものであり、紡績企業に関して深く掘り下げた検討を行っているわけではない。いずれにせよ、より実証的かつ本格的な分析が必要となろう。

本稿では、本共同研究プロジェクトにおいてデータの整備が完了した紡績企業40数社のうち10数社程度をとりあげ（対象期間は1914年から1937年まで）、企業の統治構造と投資行動に焦点をあてて検討を行う。

2. 統治構造の特徴

³ 米川伸一（1997）p.64。ただし、これらの点については「いずれも別稿で考察される」としており、同書での具体的な分析はなされていない。

2-1 取締役会の構成

日本の工業化を牽引した綿糸紡績業では早くから株式会社制度が普及していたことはよく知られている。戦間期の紡連加盟企業は 70 社前後あったが、その中のごく一部の零細な業者をのぞけば、中小紡績企業も含めて大半が株式会社形態をとっていた。企業統治の研究が前提としているのは株式会社制度であるから、この点からいえば、事実上ほとんどすべての紡績企業が分析対象となりうる。そして、株式会社制度の特質は、資本の証券化、有限責任制度、重役制度にあり、取締役会はその重要な構成要素の一つである。以下ではまず、紡績企業の統治構造を、取締役会の構成、株式所有の分散度などの観点から整理する。

表 1-a は、各社の取締役会の構成を見たものである。同表では、『人事興信録』や各社社史などの記述資料から「専門経営者」と判定される人物を表中 A 欄にカウントし、A 欄が 50%以上になった企業を「経営者企業」と定義している（表中の太枠を参照）。

--- 表 1 about here ---

この表 1-a から読み取れる統治構造上の特徴を、3 点にわたって指摘する。

第 1 に、東洋紡績、鐘淵紡績、大日本紡績の 3 大紡をはじめとする大紡績企業では、第一次大戦後の 1921 年時点においてすでに、いわゆる専門経営者が取締役会を掌握するという点で「経営者企業」化しているということである。先行研究や他の多くの記述資料も含めて考えると、3 大紡では第一次大戦前から所有と経営の分離が進み、専門経営者が投資の意志決定のイニシアティブを握る「経営者企業」型の統治構造となっていたといえることができる。

第 2 に、それ以外の中小紡績企業の多くは、取締役会に占める専門経営者の数がごく少数であり、その代わりに大株主が常勤・非常勤の形で取締役会メンバーの大部分を構成する「個人株主企業」⁵に該当する。

個人株主企業の経営形態は、日本の綿糸紡績業の勃興期に見られた古典的なパートナーシップの性格を継承していると見ることができる。この経営形態にはメリット、デメリットの双方が想定されるが、一般的には、取締役会内に常勤・非常勤のかたちで存在する大株主が、利益金処分を通じて（内部留保を犠牲にして）高配当を要求し、長期的視野に立った経営や投資行動とは相反するような近視眼的ないしは攪乱的な影響を及ぼすという点

⁴ 岡崎哲二 (1993) pp.99,103 より引用。

⁵ 前出の岡崎哲二(1993)の用語では「株主主権の古典的な資本主義的企業」となるが、このプロジェクト

メリットのほうが強調される。

ただし、経営者企業と個人株主企業との中間に位置するような企業もあり、両タイプの区分は必ずしも截然とはしていない。

第3に、日東紡績、岸和田紡績、倉敷紡績、豊田紡織のように、大株主と経営者とが同一と想定される企業であっても（法人の持株会社を含む）、上述のような個人株主企業とは異なる特質をもつと考えられる企業群も存在する。一概にはいえないが、これらの企業では経営者＝大株主が企業家精神を持ち、状況によっては投資に積極的であった。この意味で、単に配当を目的とする行動をとる「個人株主企業」とは区別して考える必要があり、前掲表 1-a では「企業家型企業」としている。

以上のように、戦間期には確かに「経営者企業」が存在するものの、同時にそれ以外のタイプの企業も多く存在していることが確認できる。前掲表 1-a 最下欄（各期合計）の数値に示されるように、全体のトレンドとしては、きわめて緩慢しか「経営者企業」化は進んでいない。ないしはあまり進んでいないとさえ見ることができる。

2-2 株式所有の集中度

次に、表 1-b の検討に移ろう。

従来から指摘されているように、他産業と比較すると、紡績企業の株式所有の集中度は概して低いが、その中でも経営者企業のそれは一段と低いということがわかる。経営者企業では、株式所有の分散とともに、所有と経営の分離が進むが、このことはまさに企業統治の問題（エージェンシー問題）が生起しうることを意味している。2.1 で見たように、経営者企業においては、取締役会内における大株主の関与はほとんどなく、専門経営者がイニシアティブを掌握している。このため、大株主が経営の攪乱要因となることはほとんどない。ただし、株式所有の集中度が低いという特性から、株式市場の圧力を受けやすいことは想定される。このことには経営の規律が確保されるというメリットもあるが、いずれにしても経営者企業では、ある程度、株式市場を念頭に置いて——つまりその意味で株主にも配慮しながら——財務政策を行わなければならなかった可能性がある。この問題については、投資行動と関わるため、3.で改めて考察する。

他方、個人株主企業では、株式所有の集中度はかなりバラツキがあるものの、経営者企業と比較すると比較的高い。

では暫定的に「個人株主企業」と総称している。

また、企業家型企业では、80～90%というようになかなり高い株式保有比率を持つ大株主が存在する。豊田紡織の豊田一族、倉敷紡績の大原孫三郎が典型的であり、日東紡績と岸和田紡績の場合は大株主一族が所有する法人が筆頭株主となっている。このことの持つ意味については、一概には論じられないが、投資との関連で後にふれる。

以上のように、株式所有の集中度の点から見ると、経営者企業、個人株主企業、企業家型企业の間にはかなりの違いがあることが確認できる。

2-3 規模との相関

ちなみに図 2-a、図 2-b に見るように、専門経営者の比率および株式所有の集中度は、企業規模（ここでは設備規模を指標にとっている）とある程度の相関関係があると解釈することもできる。

--- 図 2 about here ---

サンプル数が少ないという制約はあるが、図 2-a からは、企業規模（設備規模）が大きくなるほど、専門経営者の割合が高くなる（すなわち「経営者企業」化する）ことが読みとれる。少なくとも、図 2-a の右上方（東洋紡績・鐘淵紡績・大日本紡績）と左下方（和泉紡績・相模紡績・足利紡績）については、規模との相関関係で説明できそうである。設備規模ないしは工場数が増えるということは管理的な組織も肥大化するということであり、これは A・D・チャンドラーの学説、ないしはチャンドラーの学説を独自の観点から整理して「経営者企業の発展」のトレンドを導き出した前出の森川英正の指摘と一致している。なお、ここには掲載していないが、払込資本金を指標にとっても同じような相関が読みとれる。

しかし他方、図 2-a においても、真中部分にはややバラツキがあり、全体として偏差は小さくない。従って、規模との相関だけでは説明できない部分も依然として残されている。

図 2-b の 3 大株主集中度では、ある程度の逆相関は読みとれるものの、バラツキはよりいっそう大きい。

規模との相関・逆相関だけで説明できない部分についてはどのように解釈するのか、そこにはガバナンスの違いが影響しているのか。あるいは、規模との相関・逆相関がある部分はどのように解釈するのか——企業規模が大きくなればなるほど、経営者企業化するというような傾向が読みとれるのか否か——といった問題は依然として残されている。

上述の問題を本稿では保留とせざるを得ないため、諸要因の因果関係が十分に明らかと

はなっていないが、次節では、企業統治構造上の特徴（ガバナンス特性）と投資行動との関係に焦点をあて、いくつかの事例をもとに考察する。

3. 投資行動の特徴

3-1 綿糸紡績業全体の投資動向

まず、綿糸紡績業全体の動向を把握するための手がかりとして、戦前期の当該産業について最も包括的な投資推計を行っている『長期経済統計』⁶を利用する。ここでの推計値を用い、紡績企業全体の投資額（フロー）を時系列で集計し、その推移を図 3-a に示した。また、本共同研究のデータ・ベースに所収されている企業の財務諸表を利用して、粗投資・純投資を算出した結果、ほぼ同様の動きが確認できる（図 3-b）⁷。

--- 図 3 about here ---

図 3-a ではいくつかの山と谷を読みとることができるが、前出の『長期経済統計』でもこれに関連して、次のような説明が与えられている⁸。

第 1 は、第一次大戦期の落ち込みである。第一次大戦期に入ると未曾有の好況が訪れるが、綿糸紡績業の資本ストック成長率は、投資財制約により、あまり大きな高まりを見せない。当時、紡績・織物設備は輸入に依存しており、その輸入が大戦のためストップしたからである。

第 2 は、1920 年代初頭の投資の高まりである。第一次大戦期に投資財制約が存在したために、綿糸紡績業では、一般の経済活動が不況期に入った 1920 年代初期にむしろ資本ストック成長率が高まるという特徴があった。

第 3 に、1920 年代については、新技術の導入による生産、中国への綿紡績工場の進出の 2 点に注目する必要があることが指摘されている。1890 年頃から後、日本では、綿糸生産の比較優位性が失われつつあり、それを補うために一つには新技術の採用が進められ、もう一つには賃金コストが安く、綿糸生産において比較優位性を持つようになった中国へ、

⁶ 藤野正三郎・藤野志朗・小野旭（1979）p.100 表 7-32 などを参照。

⁷ 齊藤直氏が算出した。ただし、図 3-a と図 3-b とでは、対象企業のカバレッジは異なっている。

⁸ 藤野正三郎・藤野志朗・小野旭（1979）p.9（藤野正三郎氏執筆）。本文中に紹介する説明は、直接には図 3-a とは別の推計（純資本ストックの成長率）に関するものであるが、ほぼ同様に当てはまるものとして引用した。

日本の綿紡績工場が進出したと解釈されている。

以上のような指摘もふまえて、日本の綿糸紡績業における投資のクリティカルな局面を整理すると、次の4つのフェーズに着目できる。

- (1) 第一次大戦期の低投資。当該期には未曾有の利益が計上されているが、それが投資に回されないとすれば、この時期の利益金処分はどのように行われていたかが問題となる。
- (2) 1920年代前半における国内投資・対中国投資（在華紡）。第一次大戦期に生じた莫大な利益との関係を検討する必要がある。
- (3) 1920年代後半～30年代前半にかけての綿業内部の投資（ハイドラフト化などの合理化投資を含む）および人絹など他の繊維への多角化投資。『長期経済統計』は綿業の生産統計のみを基礎としているため、紡績企業の多角化投資すなわち人絹業などへの投資については示していない。これについては、個別企業レベルの財務データ（『営業報告書』の財務諸表）の有価証券投資額を多角化投資と仮定して算出することにしたい。
- (4) 1930年代後半の投資の急激な伸び。ただし、これについては、『長期経済統計』においても説明はなく、本稿でも十分に検討できなかった。このため、本稿でもその内容にはほとんど踏み込めていない。

3-2 個別企業の投資動向

前掲図 3-a、図 3-b は、綿糸紡績業全体の投資を集計的にとらえたものであるが、個別企業ベースではどのような動きを示すのか。つまり、投資の山は、既存の大紡績企業の追加投資によるものなのか、それとも中小紡績企業などの新規参入や退出などによってもたらされたのかという疑問が発生する⁹。

以上の点について、ここで若干の考察を行ってみたい。

表 1 は、大日本紡績連合会『綿糸紡績事情参考書』を利用して、設備規模成長率を算出したものである。本稿の対象からすれば、観測期間の開始を 1914 年とすべきであるが、ここでは暫定的な作業として 1923 年から開始している。また、ここでいう設備規模成長率の定義は、観測期間の各期の設備（各種紡機を単純に合計したもの、および織機）の対

⁹ これと関連して、藤野正三郎・藤野志朗・小野旭（1979）p.36 では、(1) 総体的に見ると、連合会加盟企業は、（カルテルが存在するにせよ）競争的な生産物市場で活動していたこと、(2) 労働市場も比較的競争的であった可能性があること、(3) 恒常的に新企業の参入、非効率企業の脱落があったことなど、興味深い指摘をしている。

前年増加率を単純平均したものであり、景気循環や初期条件などの影響は度外視している。このため、中小紡績ほど過大評価されるというバイアスがあり、異常値と考えられるような数値も出ている。以上のような点で制約はあるが、当該企業が存続した期間について、ある種の成長と停滞の動向を大まかに示していると考えられる。こうした仮定に基づき、表2では成長企業と停滞企業の2グループに分類した。

--- 表2 about here ---

ここから読み取れることをいくつか取り上げると、次のようになる。

第1に、観測期間に設備規模を増大させていた企業（成長企業）は、東洋紡績、大日本紡績、鐘淵紡績の3大紡のほか、大部分は大紡績企業であるが、中には工場数が非常に少ない中小紡績企業も存在する。つまり、成長企業にはある程度多様なタイプの企業が含まれていると考えられる。停滞企業についてどのように解釈するかは大きな問題であるが、ある見方をすれば、成長率こそ停滞しているものの、新規参入時には（産業全体としての）投資の山の形成に寄与していたことになる。そうした停滞企業を含む諸企業が新規参入し、また退出することによって——参入・退出の時期については観測期間の欄を参照——産業全体としての投資のダイナミズムを形成していたと見ることができよう。

それでは、ここに分類した成長企業と衰退企業はガバナンス特性でいえばそれぞれどのようなタイプの企業であるのか。成長企業のグループの上方には、経営者企業が位置している。他方、観測期間に退出した企業——被合併と廃業の両方を含む——の多くは中小紡績企業であり、ガバナンス特性でいえば個人株主企業である。このことが示唆するのは、こうした個人株主企業のような企業統治は、相対的に経営効率が低かったということである。

これらの点を踏まえたうえで、以下では、ガバナンス特性ごとに個別企業のケースを取り上げ、投資の動向について検討する。

先に見た投資の山には、各企業共通の特徴も見られるが、投資水準、投資先、および投資の時期には相異点も多い。図4では、経営者企業、個人株主企業、企業家型企業のうちからいくつかの企業をピックアップし¹⁰、各期の投資動向を示した。ここに示されるように、投資（粗投資・純投資、および多角化の動向を見るための有価証券投資）の水準やトレンドは各社各様である。

¹⁰ 選定方法にはとくに明確な基準はないが、ここでは暫定的に、共同研究のデータベース作成の進捗状況や社史などの記述資料が利用可能であるか否かという観点からピックアップした。今後は、より多数の企

この相異をもたらした要因としては、各企業の持つ経営資源や技術的な条件の違いのほか、本稿の問題関心からいえば、投資決定に対する企業統治構造の影響が考えられる。

(1) 経営者企業

まず、経営者企業の代表例として、東洋紡績について検討する。

図 4-a は東洋紡績の投資動向を内部資金との関連で見たものである。ここでいう「内部資金」は次のように定義される。まず、財務諸表上の「償却高」と「社内留保」を合わせたものを「内部資金フロー」とする。さらに、こうしたフロー値だけではなく、ストック値として、財務諸表上の「現・預貯金」の動向も参考値として掲げる。これら 2 つを合わせたものを「内部資金」と考える（以下、他の企業についても、この定義は同様）。

--- 図 4 about here ---

図 4-a でまず注目される点は、1920 年代における高水準の現・預貯金である。第一次大戦期の利潤の一部が現・預貯金のかたちで蓄積されたものと考えられる。20 年代初頭の財務諸表を見ると、総資産の約 4 割もが現・預貯金となっている。また、東洋紡績——あるいは東洋紡績を含む 3 大紡——は概して、他の多く企業と比較して、内部資金フローの水準も圧倒的に高い。

しかし、1915-19 年の投資水準は、第一次大戦期の投資制約にも規定されて、それほど高くない。現・預貯金のみならず、内部資金フローをも下回る水準であった。

そして、1920 年代以降になると、東洋紡績の投資は内部資金フローの制約を越えたものとなっている。また、内部資金フローが減少した 1930 年代にも、内部資金フローの動向とは非感応に、安定的な投資が行われた。

以上を要するに、東洋紡績では、第一次大戦期に蓄積された豊富な内部資金を背景に、各期間を通じて積極的な投資が行われたが、その投資のあり方は利益や内部資金フローとは非感応で、(後述のようにとくに他のタイプの企業と比較した場合)安定的であったと見ることができる。

このことを別の角度から確認してみよう。

図 5-a は、東洋紡績の利益金処分（株主配当金＋役員賞与金＋社内留保）を示したものである。ここではあえて、通常の利益金処分の上に償却高を表示し、先述の定義の「内部資金フロー」の水準がわかるようにしてある。

業について同様の分析を試みたい。

--- 図 5 about here ---

第 1 に注目されるのは、東洋紡績では、株主配当金の総額が 1920 年代、30 年代を通じてほぼ一定（もしくは安定的）であることである。この期間中、東洋紡績では、合併による増資などにより株主数は増加し¹¹、企業規模は拡大している。それにもかかわらず配当総額が一定であるということは、配当が抑制的に行われていたことを示唆しており、実際、当該期間に配当率は 30% から 18% へ引き下げられていた¹²。東洋紡績のような経営者企業では、取締役会内において大株主の圧力を受けることがほとんどなく、専門経営者がイニシアティブを握っている。こうしたガバナンス特性を前提として、配当総額を抑制することが可能になったと考えられる。

もっとも、前述のように、経営者企業では株式所有が分散的であるために、株式市場の圧力を受ける可能性はある。しかし、この時期の大紡績企業の資金調達、たとえば増資は、資本市場での新規の株式発行よりはむしろ合併によるものが多かった。新規発行を行う場合でも、生産過程および流通過程での高利潤を背景に、紡績企業は他産業と比べて相当高い配当率を維持していたため、株式市場に配慮しながら配当政策を進める必要性はそれほどなかったと考えられる。これにより、利益に非感応な配当総額が実現されていたと推測される。

このことは、他企業と比較して高位かつ安定的な償却高の計上にも当てはまる。

以上のように、東洋紡績では、配当総額を一定に抑制することによって、内部資金フローの水準を高めていたと考えられる。そして、このように確保された年々の内部資金フローが蓄積されて高い水準の内部資金ストックとなり（前掲図 4-a 参照）、これが第一次大戦期の高利潤とあいまって、投資の原資となった。第一次大戦期の高利潤についても、配当として社外流出せずに、内部に蓄積されたことが重要である。

そして、1920 年代の在華紡への投資や 20 年代後半～30 年代の人絹への多角化投資（図 4-a の有価証券投資の動きを参照）、さらに 30 年代の綿業内部での投資は、この内部資金を原資にしていたと考えられる。

(2) 個人株主企業と企業家型企业

以上のような投資行動のあり方は、個人株主企業あるいは企業家型企业とは異なる経営

¹¹ 1921 年:10,236 人、1928 年:9,519 名、1933 年:14,358 名、1937 年:14,340 名である。

¹² 1921 年:30%（普通 12%、特別 18%）、1928 年:25%、33 年:18%、1937 年:18%である。

者企業の特徴なのであろうか。

個人株主企業の場合、理論的に想定されるのは、経営者企業とは対照的に、投資よりも配当を選好するということである。つまり、取締役会内の大株主が長期的視野に立った投資とは相反するような近視眼的な財務政策——たとえば、内部留保を犠牲にした高配当——を要求する可能性がある。

もっとも、個人株主企業の場合は、第一次大戦期の利益金の水準自体が経営者企業と比較するとそれほど高くはなく、1920年代、30年代の内部資金も潤沢ではない（和泉紡績を事例とした図4-b、和歌山紡績を事例とした図4-cを参照）。そのなかでも、第一次大戦期の利益金処分に着目すると、和泉紡績では償却高・社内留保が一定である一方で、利益の増加分を株主配当金に充ててあり、社外流出させている（図5-b）。また、ここでは1924年以降のデータしかないが、24年から29年までの和歌山紡績は利益金の大半を株主配当金に充てており、それが1930年代における財務の破綻をもたらしているとも考えられる（図5-c）¹³。低位かつ不安定な投資政策がここから読みとれる。

他方、企業家型企業の事例として、倉敷紡績について見てみると（図5-d）、配当が利益と非感応である時期と感応的である時期とが混在し、1930年前後の財務政策には極端な変化が見られる。これは、1920年代における同社の投資政策とその失敗、損失処理と関係しているが、ここでは立ち入らない。

以上、分析は不十分ではあるが、個人株主企業および企業家型企業の投資政策のあり方は、経営者企業のそれとは異なるパターンを示すことが示唆された。

3-3 償却行動

最後に、各企業類型別の投資行動の特徴を把握するために、投資に関連する一つの指標として、償却に関するいくつかの指標を見てみたい¹⁴。

先に内部資金フローと投資との関連を検討した際に明らかとなった特徴は、償却行動にも見いだすことができる。

表2-a、表2-b、表2-cの分析結果に見られるように、経営者企業の償却は高い水準であり、なおかつ各期の業績や景気とは非感応で安定的である。他方、これと対照的に、個人

¹³ 1930年代に和歌山紡績の株主配当金が激減し（もしくはゼロとなり）、社内留保が増えたのは、必ずしも同社の財務政策のあり方が変わったわけではなく、繰越損失金の処理に伴うものであると推測される。ただし、この点については、もう少し掘り下げた検討が必要である。

¹⁴ 関連のデータとして、本報告書 pp.169-198（齊藤直氏執筆）を参照。

株主企業は低い水準で安定的ではない。また、企業家型企業の場合、全体としての水準は必ずしも低くはないが、変動が大きいのが特徴である。以上のことは、第5章（齊藤直氏執筆）での計量分析の結果でより明確に示されている。

4. まとめ

本稿で検討し、明らかにしたことは、以下のとおりである。

まず冒頭で検討した先行研究との関連で総括するならば、たしかに戦前期日本の綿糸紡績業においては、両方のタイプ——経営者企業と個人株主企業——が存在する。「経営者企業」への発展のトレンドが綿糸紡績業全体として明らかにあるのかといえば、それほど明瞭ではない。

本稿での検討結果から、ある程度結論的にいえることは、少なくとも東洋紡績、鐘淵紡績、大日本紡績の3大紡に代表される経営者企業には、企業成長におけるガバナンス面での優位性が存在するであろうということであり、それが当該企業の高位かつ安定的な投資行動を支えていたということである。こうした投資行動が企業の継続的な成長につながったと考えることができる。

さらに、経営者企業だけではなく、他のタイプの企業の成長が、産業全体の発展のダイナミズムとどのように関わっているのかという問題が重要である。本稿では、この点について十分に明らかにすることはできなかったが、たとえば、企業家型企業は安定的ではないものの、状況によっては積極的な投資行動をとっていたことが示唆されている。また、投資が低位かつ不安定的と見られる個人株主企業でも、その新規参入と退出は、別の成長企業への資源の移転や産業全体の発展にとって何らかの意味を持つであろうことも示唆されている。

他方、本稿はまだいくつもの残された課題を抱えている。

第一に、退出の原因がガバナンスの問題に起因するものなのかどうかは、必ずしも実証できていない。個別企業レベルでのデータの提示や説明は割愛したが、経営者企業に近い企業でも、合併されるものもあれば、個人株主企業でも成長している企業はある。

第二に、企業統治というファクターをあえて組み込まなくても、前掲表2に見られるように、単純に企業規模・設備規模とも相関で説明できそうな部分もある。図 2-a、図 2-b

からは、企業規模・設備規模との相関・逆相関がガバナンス特性を決定するともいえそうであるが、真中の部分のバラツキは大きく、説得的な説明はまだなし得ていない。

要するに、経営者企業以外の部分はまだ不明な点が多く、十分に説明できていないのである。

また、仮に中小企業の経営効率が相対的に劣ったものであるとした場合、経営効率が低いにもかかわらずこうしたタイプの中小紡績が存続し、あるいは新規参入し、一部は経営拡大をしえた理由は何かということが問題になる。これについては、製品セグメント化やカルテルなどの外生的な要因も考えられよう。

いずれにしても、戦前日本の綿糸紡績業における企業成長や産業発展のダイナミズムを描き出すためには、さらなる分析が必要である。今回の研究を手がかりに、今後の課題としたい。

参考文献

- 岡崎哲二 (1993)「企業システム」岡崎哲二・奥野正寛編『シリーズ現代経済研究 6 現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社.
- 高村直助 (1971a)『日本紡績業史序説 上』塙書房.
- 高村直助 (1971b)『日本紡績業史序説 下』塙書房.
- 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 (近刊) .
- 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』Vol.48, No.3-4, March 1999.
- 森川英正 (1996)『トップ・マネジメントの経営史 経営者企業と家族企業』有斐閣.
- 山口和雄編著 (1970)『日本産業金融史 紡績金融篇』東京大学出版会.
- 米川伸一 (1997)『東西紡績経営史』同文館.
- 藤野正三郎・藤野志朗・小野旭 (1979)『長期経済統計 11 繊維工業』東洋経済新報社.

図1 産業発展のメカニズム

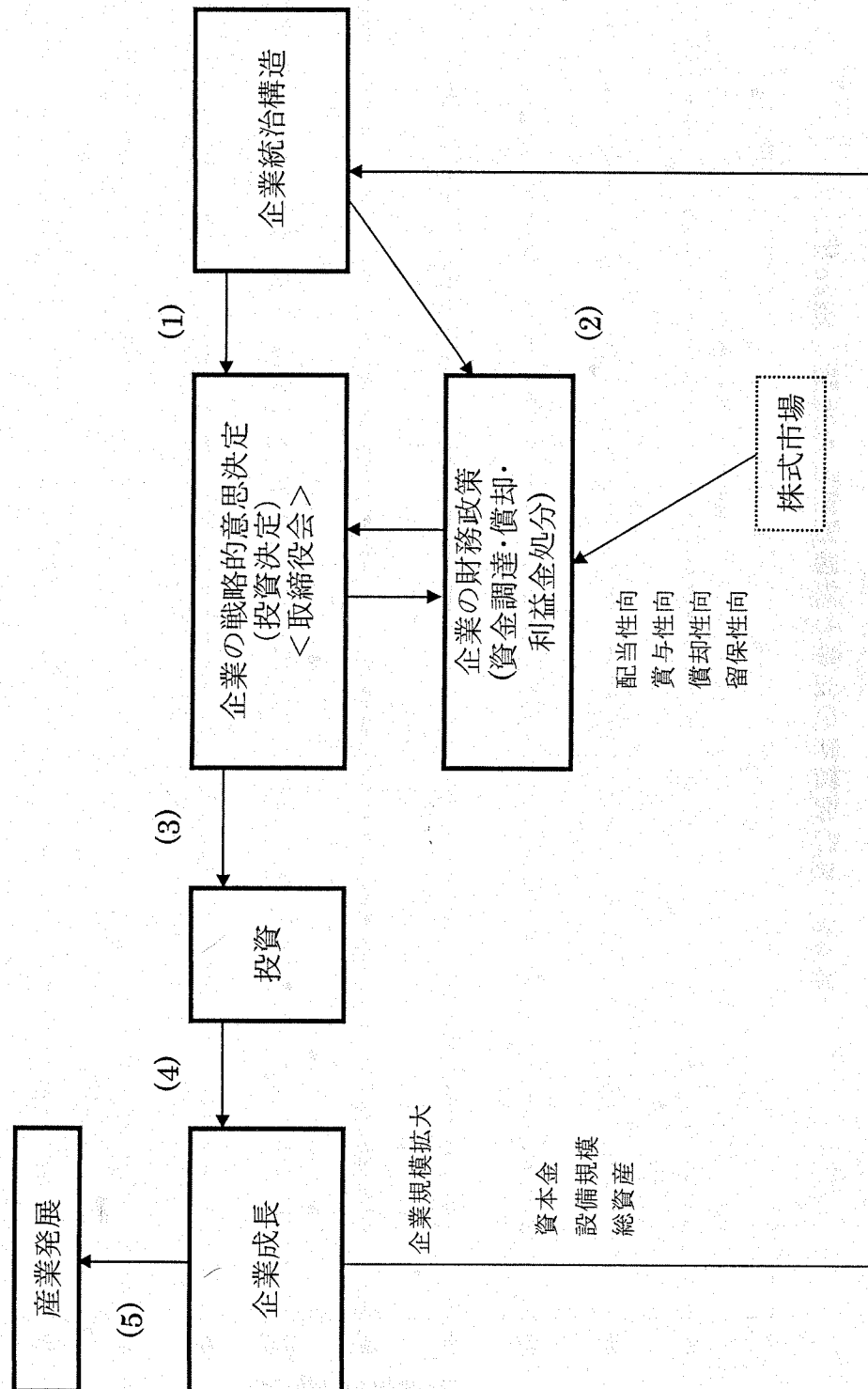


図2-a 専門経営者の比率と設備規模との相関：1928年

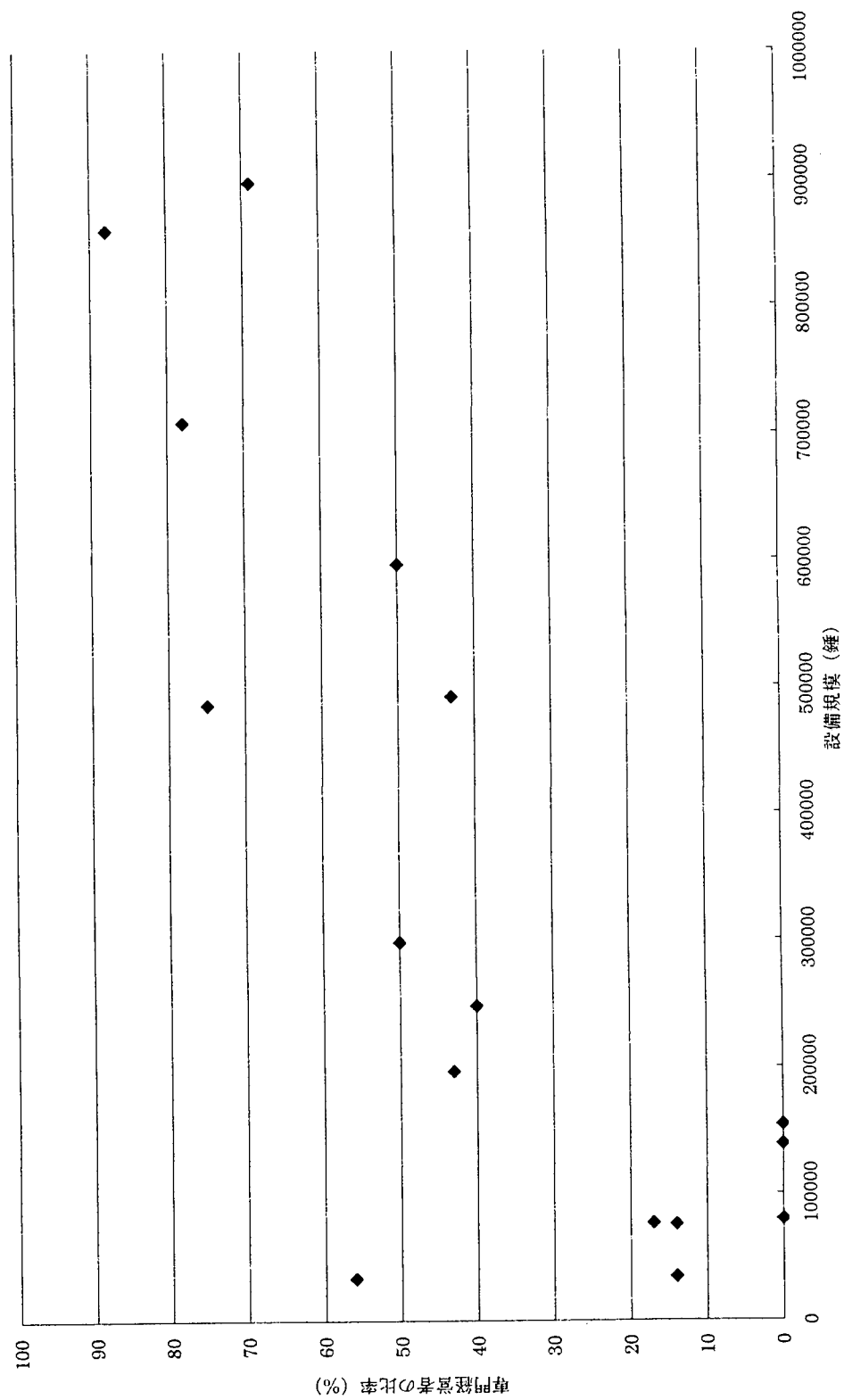


図2-b 3大株集中度と設備規模との相関：1928年

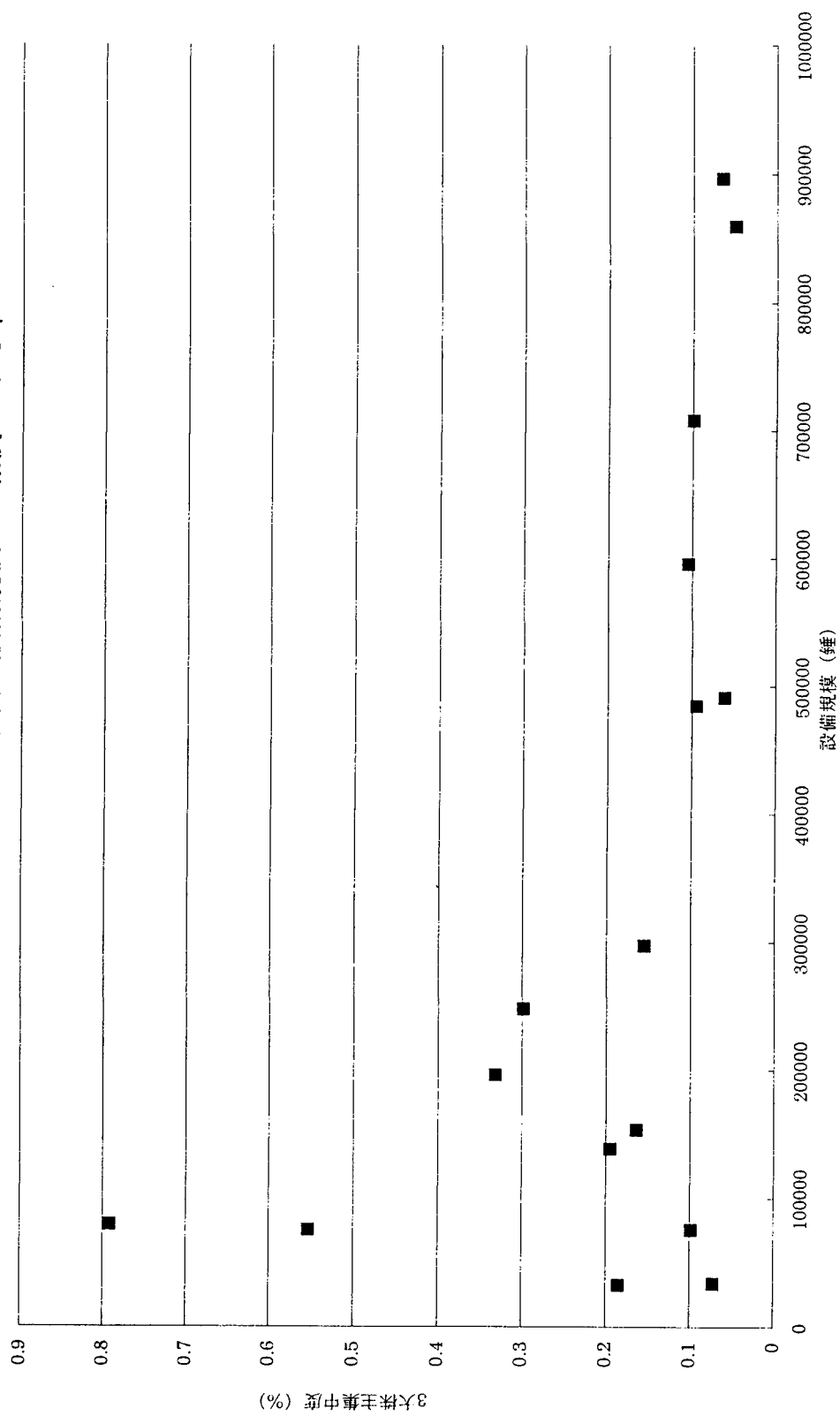


図3・a 『長期経済統計』の投資推計：綿糸紡績業

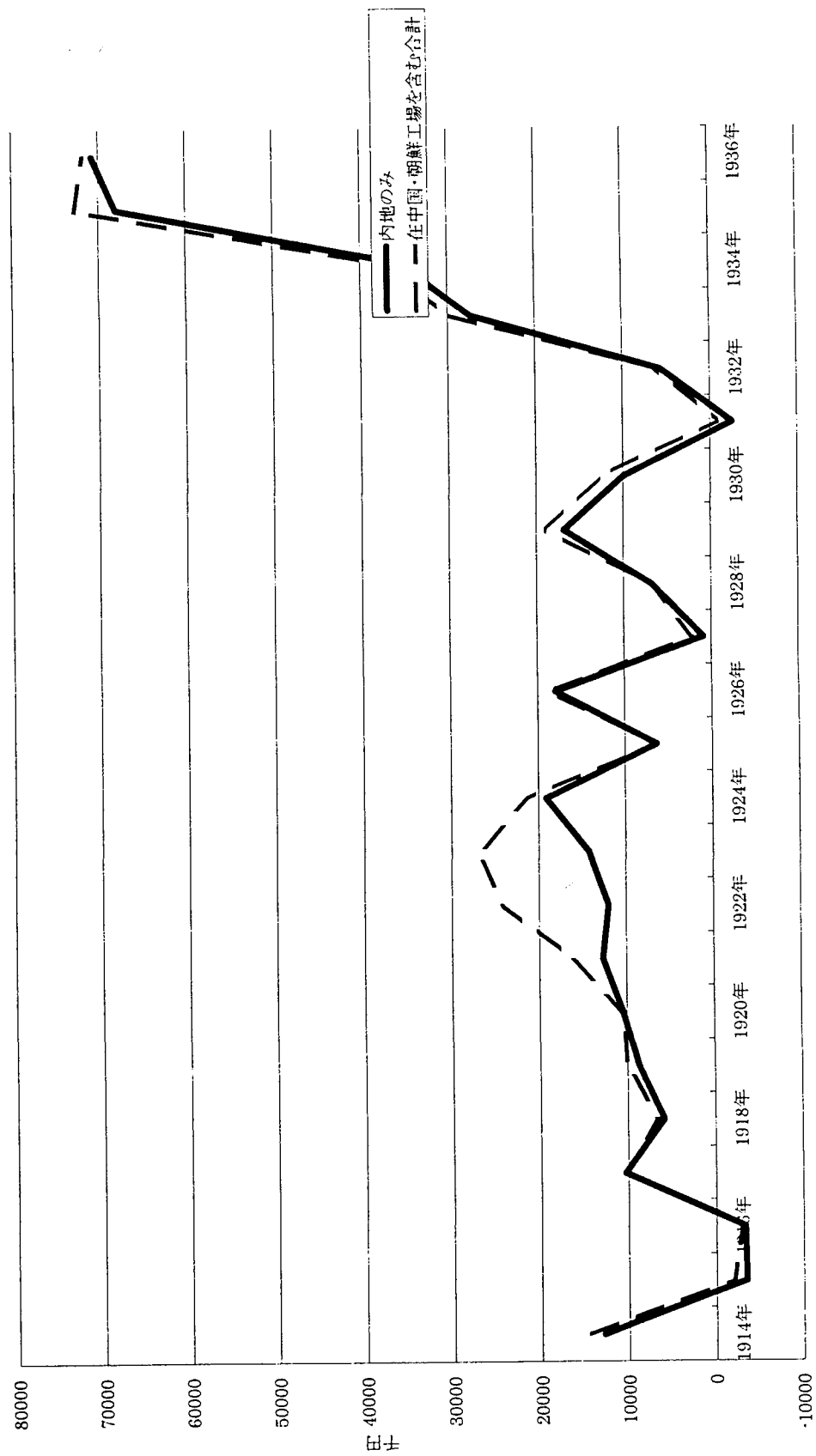


図3-b 粗投資と純投資

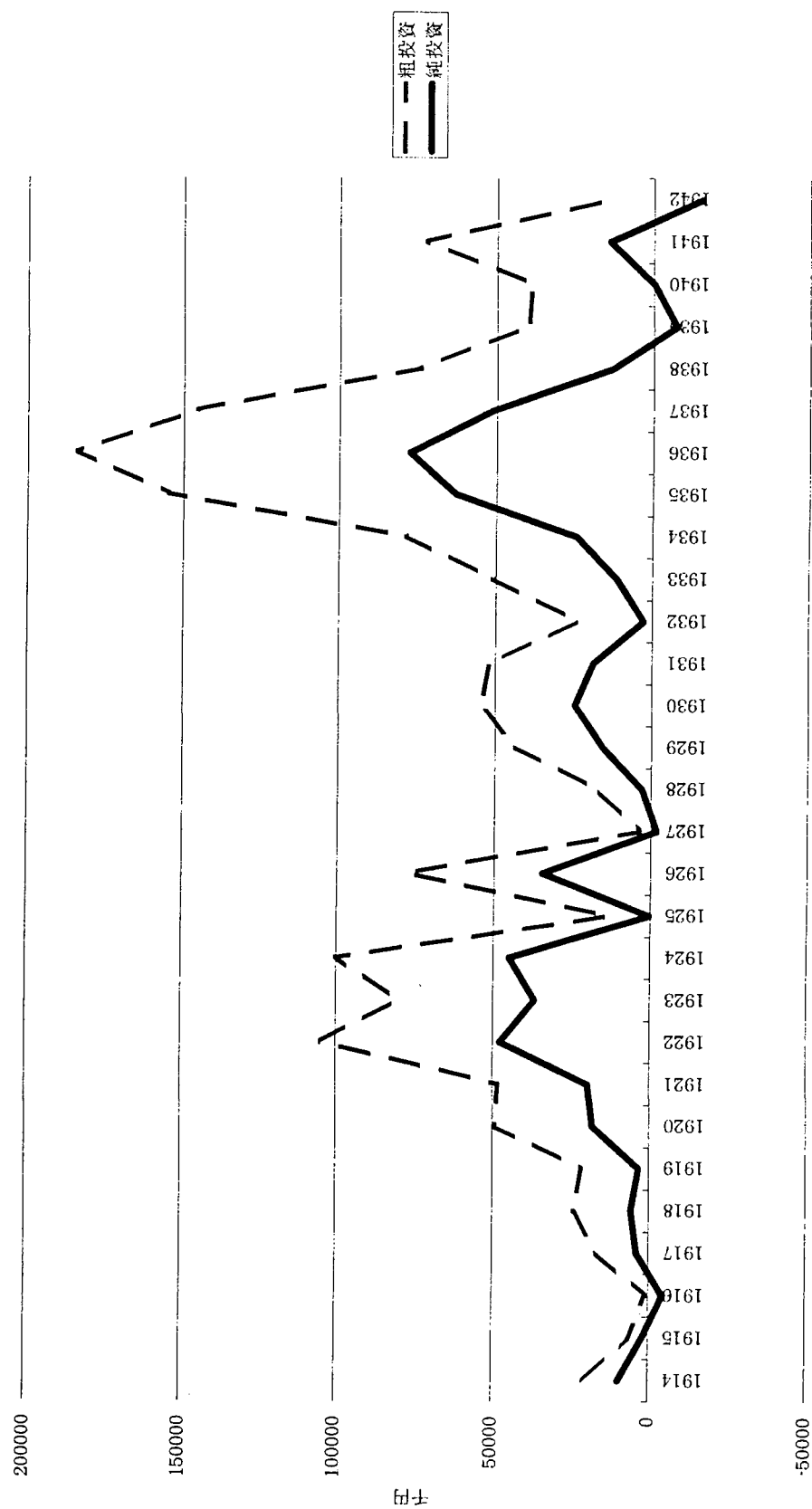


図4-a 東洋紡績

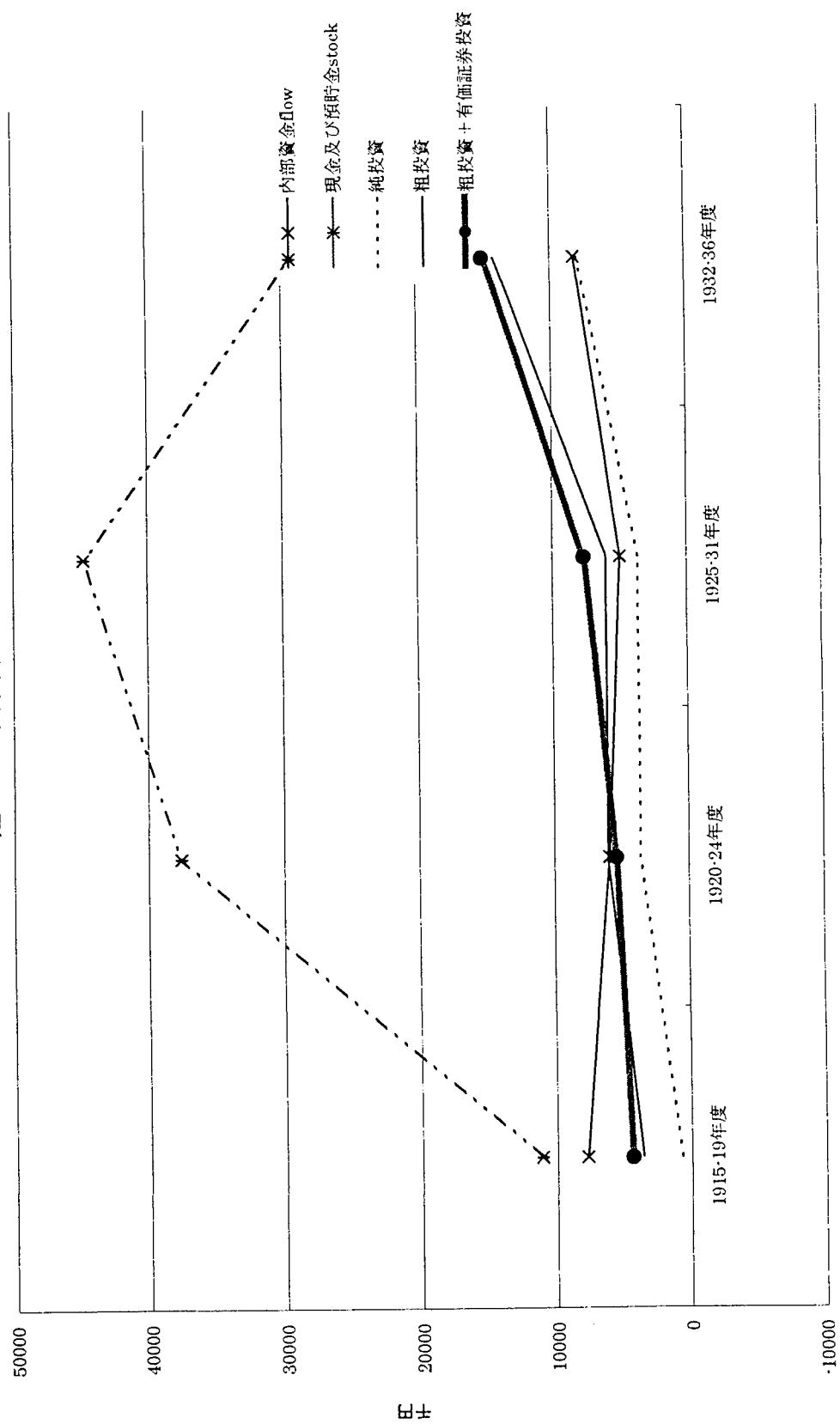


図4-b 和泉紡績

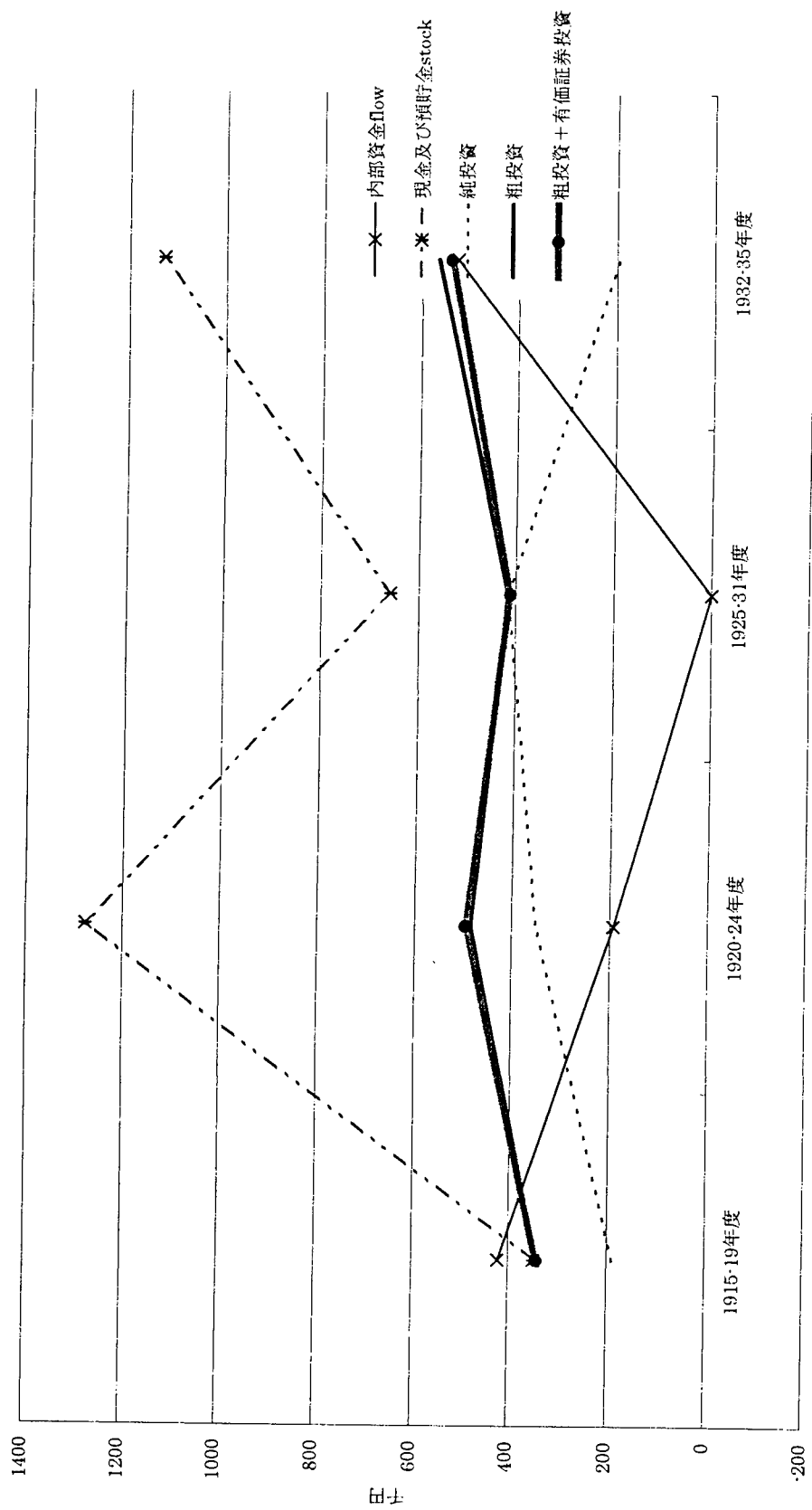
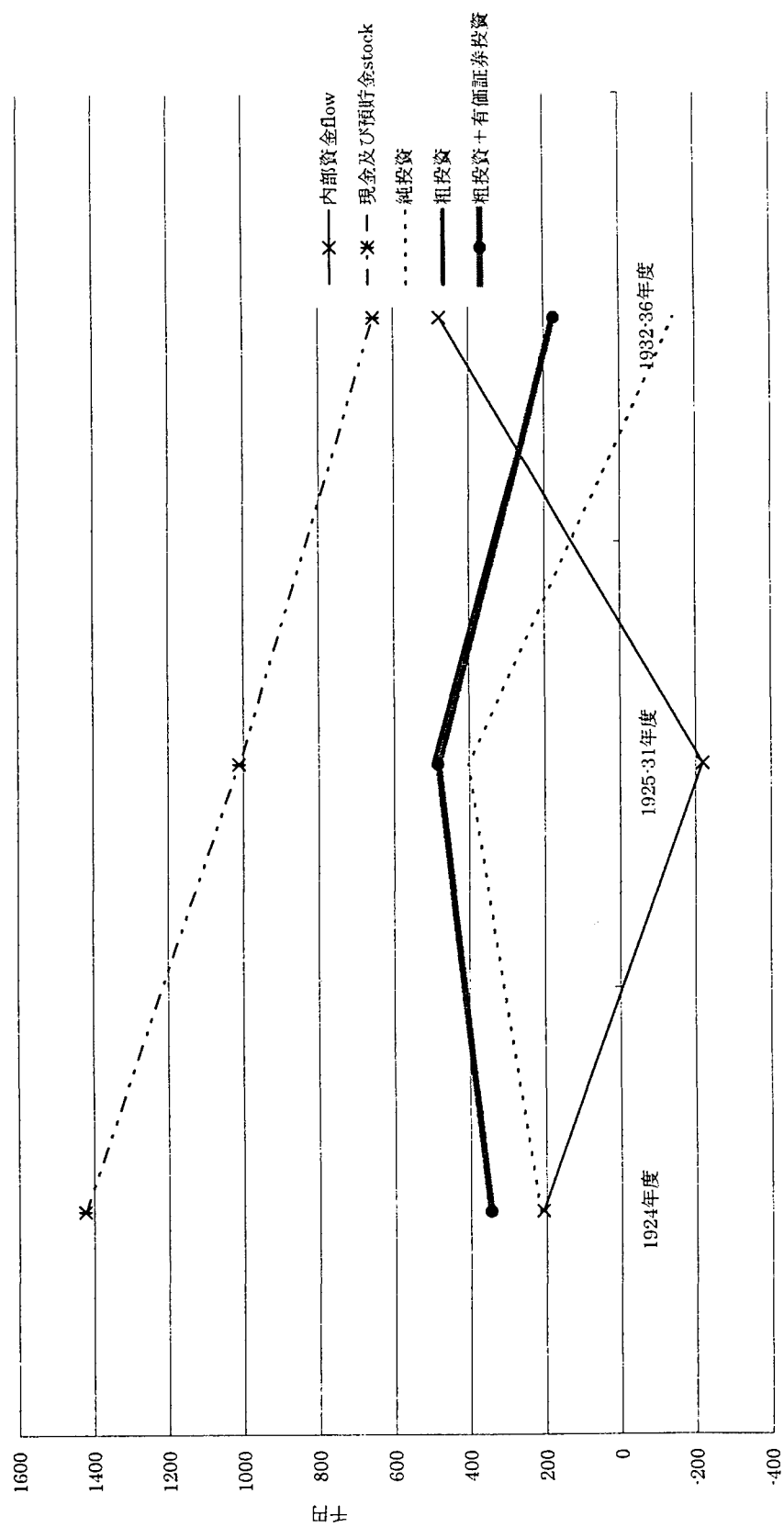


図4-c 和歌山紡織



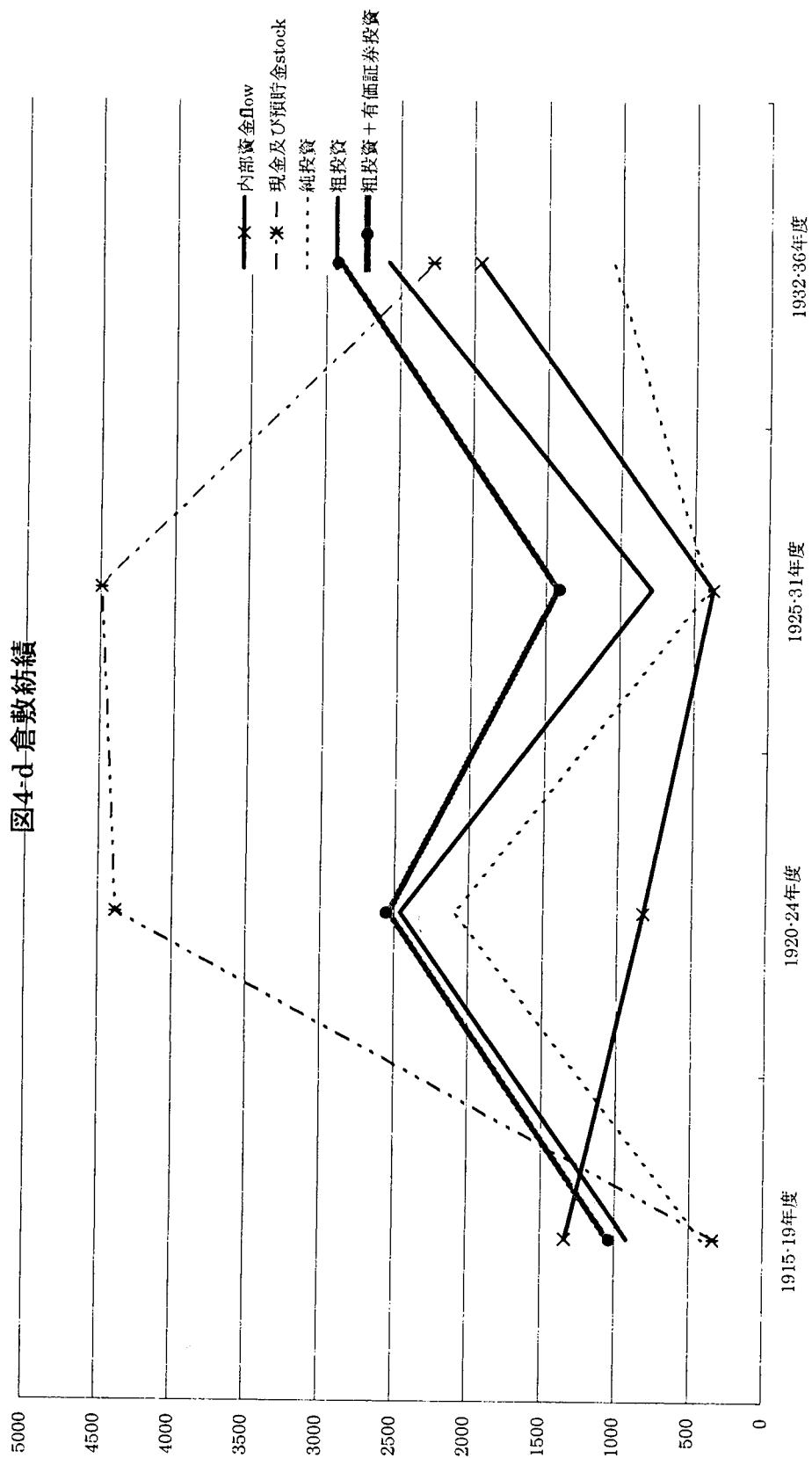


图5-a 利益金処分：東洋紡績

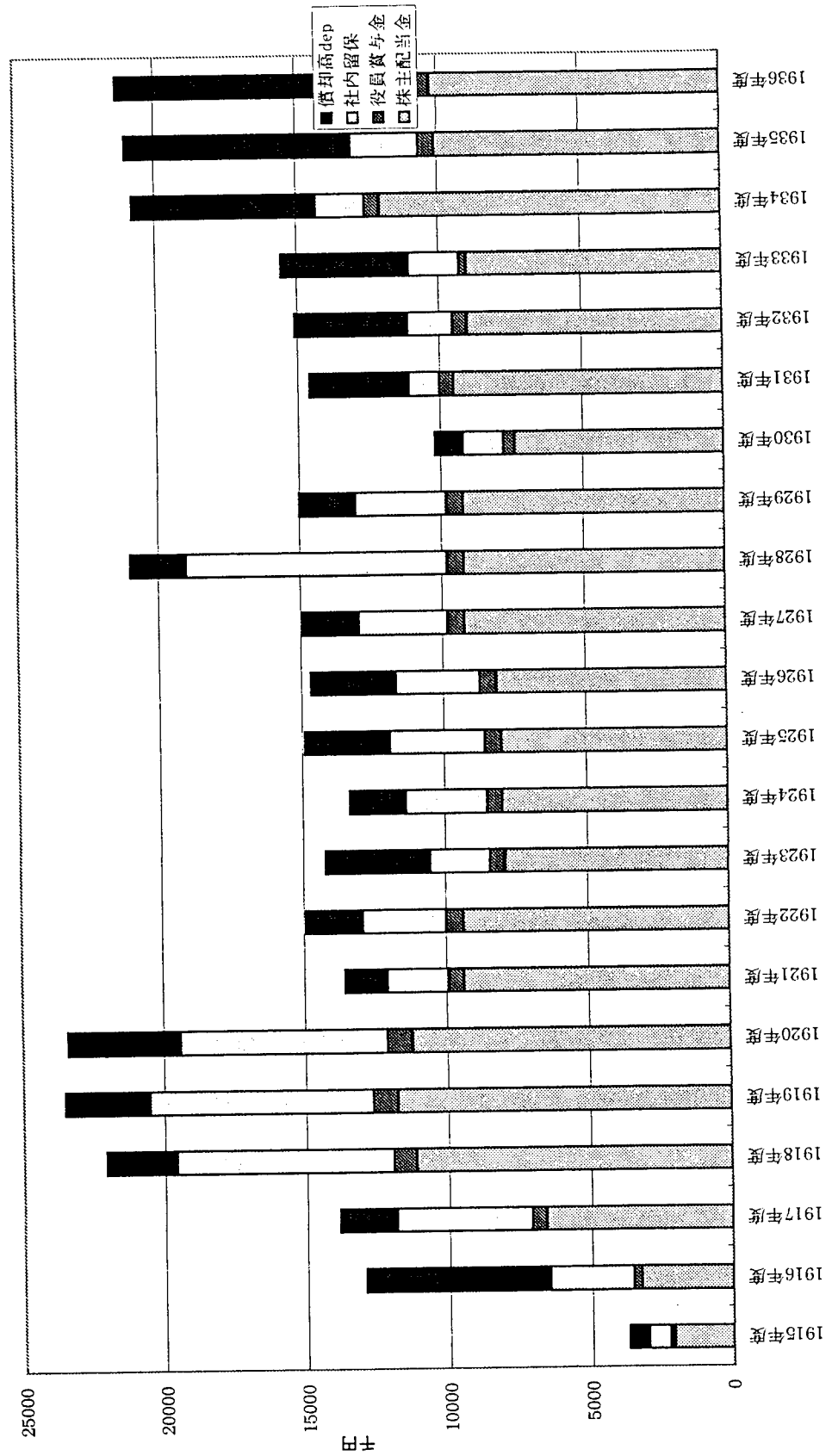


図5-b 利益金処分：和泉紡績

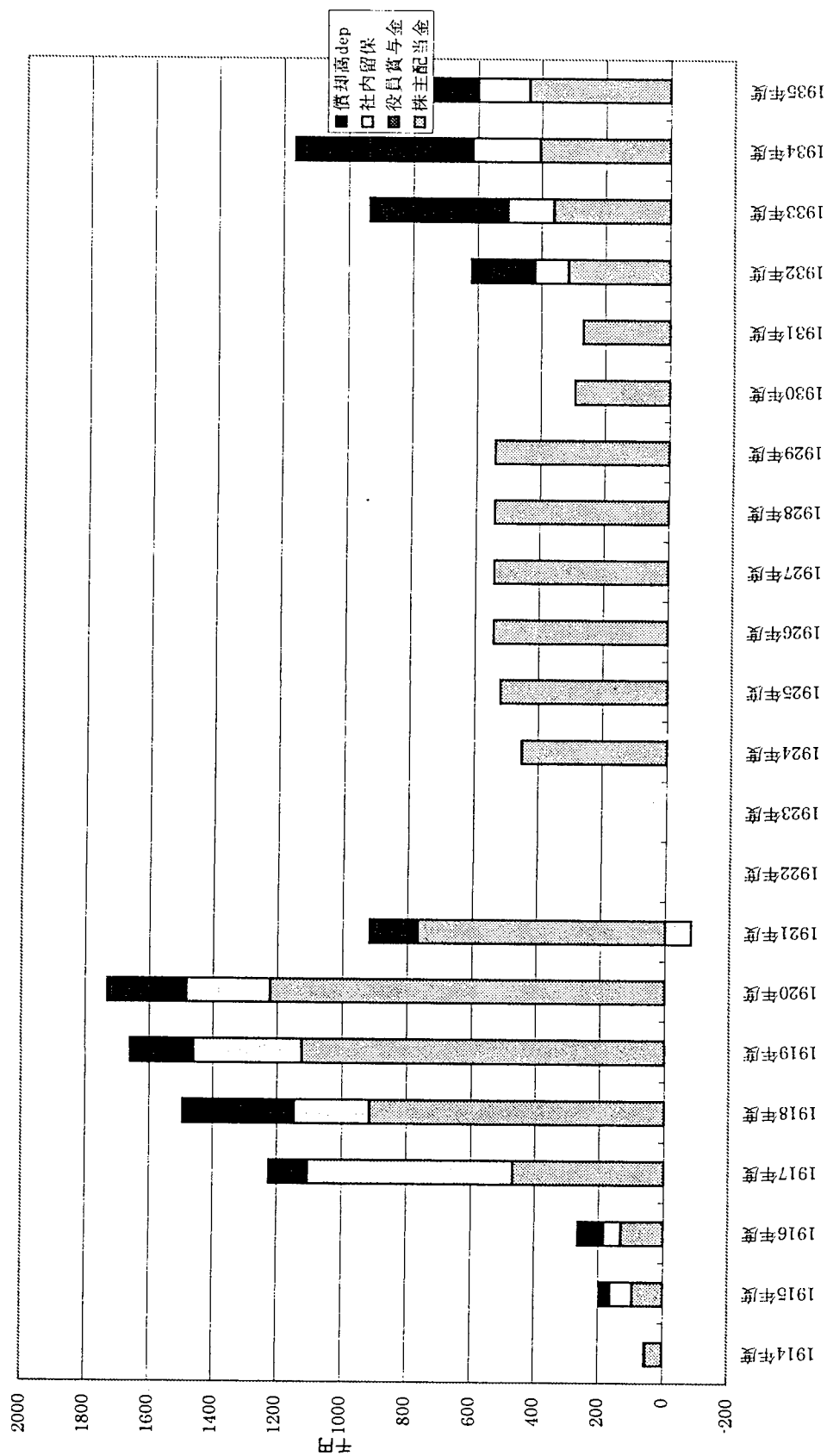


图5-c 利益金処分：和歌山紡織

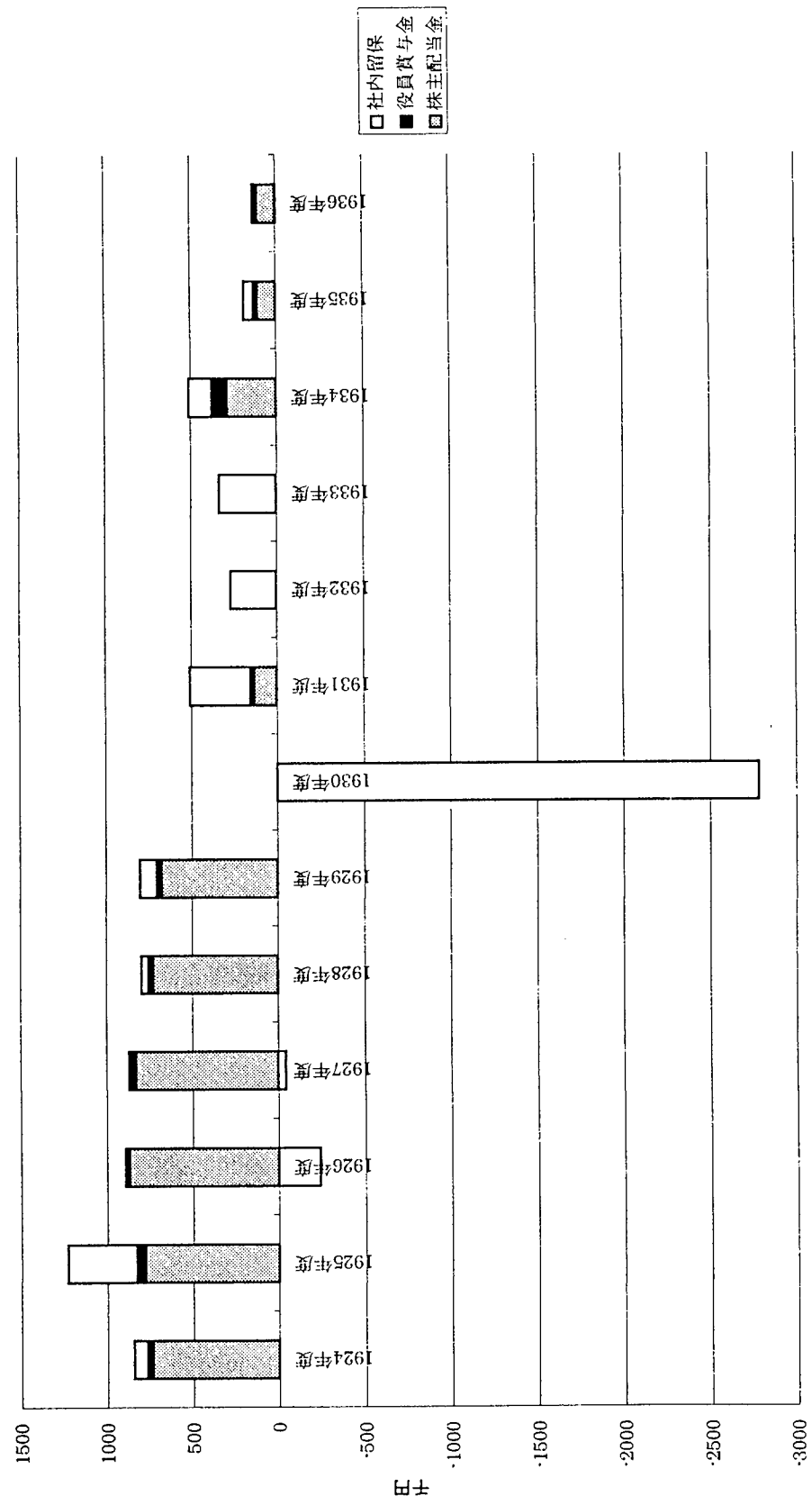


图5-d 利益金処分：倉敷紡績

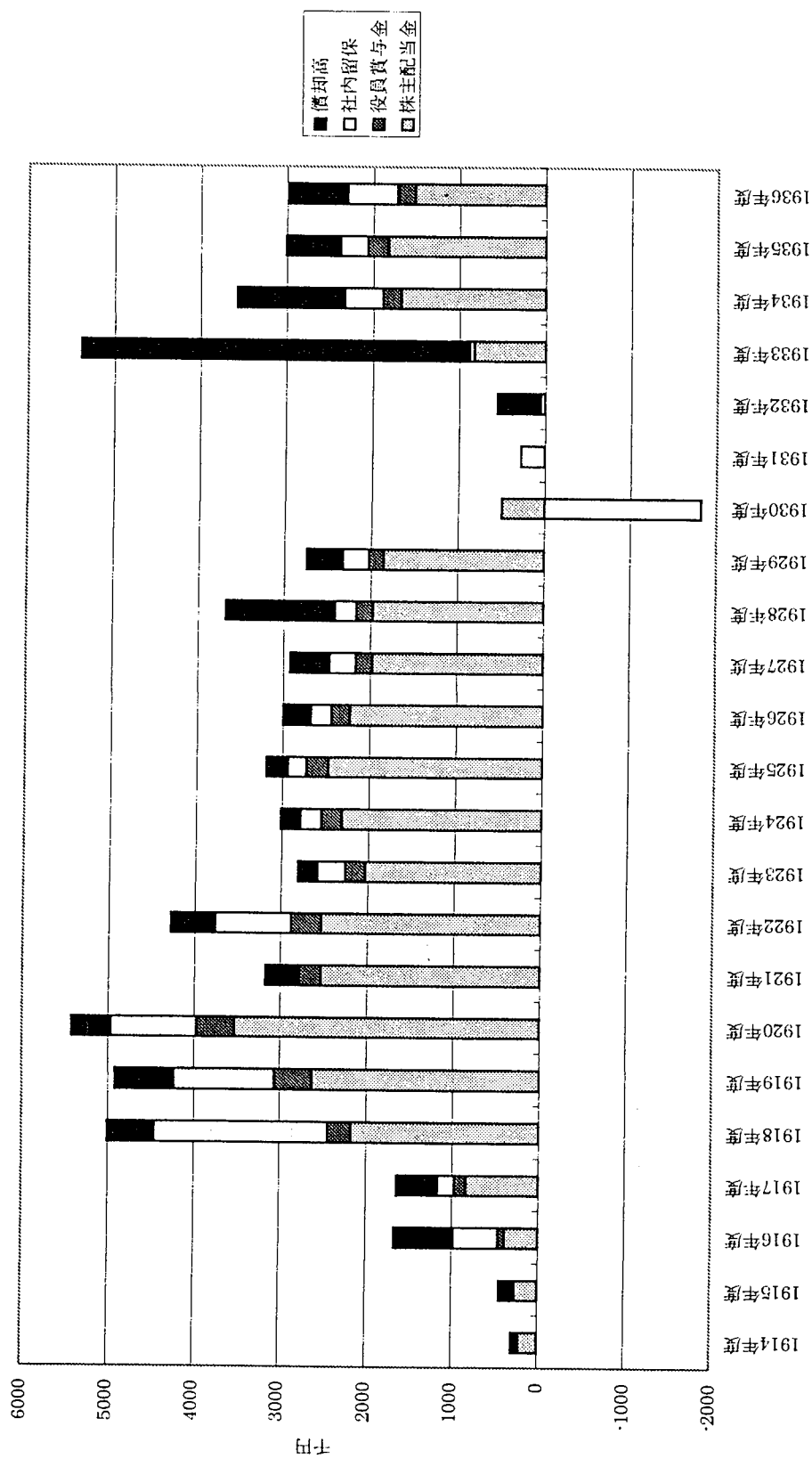


表1-a 取締役会の構成

		(単位:人%)					
		1914年	1921年	1928年	1932年	1937年	
株主 主 大 日 本 鉄 道 株 主 会 議	東京紡績	A	7 (78%)	7 (80%)	6 (71%)	8 (78%)	
		B	0 (0%)	1 (13%)	1 (14%)	1 (12%)	
		C	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	
		D	2 (22%)	0 (0%)	1 (14%)	1 (12%)	
	合計	9 (100%)	8 (100%)	7 (100%)	8 (100%)		
	理研紡績	A	6 (67%)	7 (78%)	7 (78%)	6 (66%)	
		B	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	
		C	2 (22%)	2 (22%)	1 (11%)	1 (11%)	
		D	1 (11%)	0 (0%)	2 (22%)	3 (33%)	
	合計	9 (100%)	9 (100%)	9 (100%)	9 (100%)		
大日本紡績	A	7 (54%)	9 (64%)	8 (75%)	8 (83%)		
		B	3 (23%)	3 (21%)	2 (25%)	1 (17%)	
		C	0 (0%)	1 (7%)	0 (0%)	0 (0%)	
		D	3 (23%)	1 (7%)	5 (35%)	0 (0%)	
	合計	13 (100%)	14 (100%)	8 (100%)	8 (100%)		
	日清紡績	A	0 (0%)	4 (29%)	6 (76%)	4 (57%)	
		B	4 (27%)	5 (38%)	1 (13%)	1 (13%)	
		C	1 (4%)	2 (14%)	1 (13%)	1 (14%)	
		D	2 (29%)	3 (21%)	0 (0%)	1 (14%)	
	合計	7 (100%)	14 (100%)	8 (100%)	7 (100%)		
富士瓦斯紡績	A	6 (60%)	6 (60%)	2 (29%)	2 (29%)		
		B	3 (30%)	3 (30%)	2 (29%)	3 (43%)	
		C	1 (10%)	2 (20%)	0 (0%)	0 (0%)	
		D	0 (0%)	0 (0%)	3 (43%)	2 (29%)	
	合計	10 (100%)	10 (100%)	7 (100%)	7 (100%)		
	内外紡	A	4 (44%)	5 (55%)	4 (40%)	4 (50%)	
		B	3 (33%)	1 (11%)	3 (30%)	1 (13%)	
		C	1 (11%)	1 (11%)	1 (10%)	1 (13%)	
		D	1 (11%)	2 (22%)	2 (20%)	2 (25%)	
	合計	9 (100%)	9 (100%)	10 (100%)	8 (100%)		
大塚合資紡績	A	4 (44%)	3 (43%)	-	-		
		B	1 (11%)	1 (14%)	-	-	
		C	1 (11%)	1 (14%)	-	-	
		D	3 (33%)	2 (29%)	-	-	
	合計	9 (100%)	7 (100%)	-	-		
	堀島紡績	A	2 (33%)	2 (40%)	0 (0%)	0 (0%)	
		B	3 (50%)	3 (60%)	3 (75%)	3 (60%)	
		C	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (20%)	
		D	1 (17%)	0 (0%)	1 (25%)	1 (20%)	
	合計	6 (100%)	5 (100%)	4 (100%)	5 (100%)		
結城紡績	A	0 (0%)	2 (25%)	2 (25%)	2 (25%)		
		B	1 (17%)	2 (25%)	2 (25%)	2 (25%)	
		C	3 (50%)	3 (38%)	2 (25%)	2 (25%)	
		D	2 (33%)	1 (13%)	2 (25%)	2 (25%)	
	合計	6 (100%)	8 (100%)	8 (100%)	8 (100%)		
	足利紡績	A	1 (14%)	1 (17%)	1 (17%)	1 (20%)	
		B	2 (29%)	2 (33%)	2 (33%)	2 (40%)	
		C	4 (57%)	3 (50%)	3 (50%)	2 (40%)	
		D	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	
	合計	7 (100%)	6 (100%)	6 (100%)	6 (100%)		
和泉紡績	A	1 (17%)	0 (0%)	-	-		
		B	3 (50%)	3 (50%)	-	-	
		C	1 (17%)	1 (17%)	-	-	
		D	1 (17%)	2 (33%)	-	-	
	合計	6 (100%)	6 (100%)	-	-		
	船橋紡績	A	1 (14%)	1 (20%)	-	-	
		B	3 (43%)	2 (40%)	-	-	
		C	3 (43%)	2 (40%)	-	-	
		D	0 (0%)	0 (0%)	-	-	
	合計	7 (100%)	5 (100%)	-	-		
和歌山紡績	A	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)		
		B	4 (67%)	4 (67%)	4 (67%)	4 (67%)	
		C	1 (17%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	
		D	1 (17%)	2 (33%)	2 (33%)	2 (33%)	
	合計	6 (100%)	6 (100%)	6 (100%)	6 (100%)		
	豊田紡績	A	0 (0%)	1 (17%)	3 (43%)	3 (43%)	
			B	3 (100%)	5 (83%)	3 (43%)	3 (43%)
			C	0 (0%)	0 (0%)	1 (14%)	1 (14%)
			D	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
		合計	3 (100%)	6 (100%)	7 (100%)	7 (100%)	
日東紡績		A	0 (0%)	0 (0%)	2 (25%)	2 (22%)	
		B	4 (57%)	5 (63%)	1 (13%)	1 (11%)	
		C	0 (0%)	4 (50%)	4 (50%)	4 (57%)	
		D	2 (29%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	
合計		6 (100%)	9 (100%)	9 (100%)	9 (100%)		
厚和田紡績	A	3 (43%)	3 (60%)	3 (60%)	3 (60%)		
		B	4 (57%)	3 (50%)	3 (50%)	3 (50%)	
		C	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	
		D	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	
	合計	7 (100%)	6 (100%)	6 (100%)	6 (100%)		
	倉敷紡績	A	3 (43%)	4 (60%)	3 (38%)	2 (33%)	
		B	3 (43%)	3 (38%)	3 (38%)	2 (33%)	
		C	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (17%)	
		D	1 (14%)	1 (13%)	1 (13%)	1 (17%)	
	合計	7 (100%)	8 (100%)	8 (100%)	6 (100%)		
各 株 主 の 合 計	A	43 (60%)	54 (43%)	39 (37%)	39 (46%)		
	B	21 (24%)	40 (32%)	41 (39%)	27 (33%)		
	C	7 (8%)	20 (16%)	17 (16%)	16 (19%)		
	D	16 (17%)	12 (10%)	19 (18%)	16 (19%)		
	合計	86 (100%)	126 (100%)	113 (100%)	97 (100%)		

(資料) 三菱合資会社資料課「本邦事業成績分析」、各社「営業報告書」、「人事興隆」(第7版・第8版・第11版)、各社社史、その他の記述資料。

(注1) A = 専門経営者 ※家庭・履歴等から判断した。

B = 大株主かつ常勤取締役(原則として10大株主リストの中に含まれる者。但し簿資料の掲載内容により8-12大株主リストのケースもある)。

Aの者を除いてカウントしている。

C = 非常勤取締役(大株主である場合も多い)。

D = その他、ないしは不明。

(注2) 監査役・相談役は含まない。会長は含む。

(注3) 専門経営者の比率が50%を超える場合は、ゴシック体で表示した。

(注4) 作業作業が未定の箇所は空欄。この表記は、当該年次に当該企業が存在しないため、数値が得られないことを示す。

(注5) 同略(1993) p.104,表4.4の作業方法を参考にした。ただし、数値のカウント方法は両方とも異なる。

表1-b 株式所有の集中度

(単位: %)

		1914年	1921年	1928年	1933年	1937年	備考
経営者企業	東洋紡績	1 3 10 筆頭	3.5 6.2 11.4 三重伊藤(名)	2.5 4.9 11.0 伊藤傳七 (取締役)	1.6 3.9 9.3 伊藤傳七 (取締役)	1.4 3.9 9.9 三重伊藤(名)	
	瀧川紡績	1 3 10 筆頭	7.3 16.3 25.6 三井合名	5.3 9.9 18.8 三井合名	6.3 9.3 15.2 三井合名	10.4 20.3 32.9 第一生命	
	大日本紡績	1 3 10 筆頭	2.4 6.0 14.5 竹尾商店	2.9 6.4 14.5 大日本紡績興業	2.9 6.9 14.6 大日本紡績興業	2.0 4.8 12.9 帝国生命	
	日清紡績	1 3 10 筆頭	4.4 9.7 18.0 川崎貯蓄銀行	3.7 9.4 21.7 川崎貯蓄銀行	2.8 8.1 20.3 中島伊平 (監査役)	3.1 8.8 21.8 岡田正四郎 (取締役)	
	富士瓦斯紡績	1 3 10 筆頭	5.2 10.8 20.5 日比谷新次郎(取締役)	5.1 10.4 17.6 日比谷新次郎(取締役)	6.1 9.6 16.9 日比谷平左衛門 (会長)	4.3 10.8 18.7 明治生命	
	内外紡	1 3 10 筆頭	8.2 19.2 40.5 阿部彦太郎 (取締役)	8.2 18.5 38.1 阿部彦太郎 (取締役)	6.1 15.4 31.6 川部利兵衛 (取締役)	3.0 14.2 29.2 中野合資	
	大塚合同紡績	1 3 10 筆頭	4.8 9.7 17.8 山口玄洞	2.1 6.0 13.1 竹中商店			
	福島紡績	1 3 10 筆頭	16.2 31.8 49.0 野村合名	12.2 29.8 41.9 野村合名	12.5 29.0 42.9 野村合名	12.8 26.3 40.3 野村合名	1928年: 7大株主
	錦旗紡績	1 3 10 筆頭		10.3 16.4 23.2 八木與三郎	6.5 14.6 28.7 大平生命	3.8 9.4 21.2 江商	1928年: 7大株主
	足利紡績	1 3 10 筆頭		4.2 7.2 14.6 近藤友次郎	2.5 5.0 11.2 松本良彦	11.2 14.3 21.1 興羽紡績	
	和泉紡績	1 3 10 筆頭		4.6 9.8 18.2 宇野亮一 (取締役専務)	8.6 16.0 28.4 宇野亮一 (取締役社長)		
	相模紡績	1 3 10 筆頭		31.3 55.3 72.4 日比谷新次郎 (取締役社長)	30.7 54.8 73.5 日比谷平左衛門 (取締役社長)		
	和歌山紡績	1 3 10 筆頭		3.9 8.6 19.5 竹中源助 (取締役)	2.2 6.2 16.8 森久兵衛	3.0 8.3 20.1 南俊一 (専務)	
	豊田紡績	1 3 10 筆頭		40.8 79.1 98.0 豊田佐吉 (取締役社長)	20.7 52.8 83.5 藤野合資	21.5 53.6 80.9 豊田利三郎 (取締役社長)	
企業家企業	日東紡績	1 3 10 筆頭		90.8 93.3 94.4 片倉製絲紡績	91.1 93.4 94.8 片倉製絲紡績	38.9 45.0 55.8 片倉製絲紡績	1928年度: 8大株主
	岸和田紡績	1 3 10 筆頭		23.4 33.1 43.8 寺田合名會社	21.3 31.0 43.1 寺田合名	21.3 28.2 39.3 寺田合名	1928年: 9大株主
	倉敷紡績	1 3 10 筆頭	12.6 16.4 24.1 大原孫三郎 (取締役社長)	12.0 15.5 22.2 大原孫三郎 (取締役社長)	12.0 16.2 23.1 大原孫三郎 (取締役社長)	11.2 14.2 21.0 大原孫三郎 (取締役社長)	

(資料) 三菱合資会社資料課『本邦事業成績分析』、各社『営業報告書』、『人事興信録』(第7版・第8版・第11版)、各社社史、その他の記述データ。

(注1) 1、3、10の欄はそれぞれ、最大株主・3大株主・10大株主の累積集中度を表す。

(注2) 筆頭は筆頭株主を表す。

(注3) 旧株と新株の区別はせず、合計して算出した。

表2 成長企業と停滞企業

成長企業	創立年月	観測期間		工場数	増数 対前年度成長率	増数 対前年度成長率
東洋紡織	大正3.6	1923年上期	1936年下期	29~48	3.6%	1.8%
鍾淵紡織	明治20.5	"	"	26~27	3.1%	1.8%
大日本紡織	明治22.6	"	"	22~24	4.1%	5.0%
倉敷紡織	明治20.12	"	"	11~14	4.6%	3.8%
富士瓦斯紡織	明治29.3	"	"	6~10	4.4%	3.4%
福島紡織	明治25.8	"	"	8~9	3.9%	3.9%
日清紡織	明治40.1	"	"	5~9	4.6%	8.3%
厚和田紡織	明治25.11	"	"	7~8	4.0%	2.9%
近江帆布	明治30.4	"	"	6~8	4.6%	35.6%
兵庫紡織	明治44.2	"	"	4~7	3.0%	0.3%
藤原商店	大正1.10	"	"	3~6	6.8%	4.3%
松島織物	大正1.9	"	"	4~6	6.3%	1.7%
読者紡織	大正16.3	"	"	3~5	11.1%	-0.8%
日出紡織	明治45.6	"	"	3~4	4.8%	-
辻紡織	大正10.2	"	"	3~4	6.2%	3.8%
天満織物	明治20.3	"	"	1~4	16.4%	1.6%
大阪東大紡織	明治45.4	"	"	1~4	10.6%	9.0%
名古屋紡織	大正7.3	"	"	3	3.2%	7.8%
内外織	明治20.9	"	"	2~3	5.6%	0.1%
長崎紡織	大正1.12	"	"	2~3	4.0%	0.0%
内海紡織	大正2.9	"	"	1~3	14.2%	-4.6%
豊田紡織	大正7.1	"	"	1~3	7.7%	7.2%
吉見紡織	大正3.1	"	"	2	5.2%	1.3%
出雲製織	大正9.1	"	"	1~2	7.4%	37.8%
松太織布	大正6.2	"	"	1~2	7.0%	1.0%
小濱武林起業	明治36.4	"	"	1	1.3%	4.8%
幸田紡織工場	大正1.12	"	"	1	3.4%	-
佐野紡織	大正9.12	"	"	1	8.6%	0.9%
大阪紡織	大正8.9	"	"	1	5.4%	5.4%
和歌山染工	大正6.10	"	"	1	12.3%	-3.9%
鹿児島紡織	大正6.2	"	1923年下期	1	0.0%	0.0%
金澤紡織	大正6.5	"	1925年下期	1	23.3%	-
大興紡織	大正10.10	"	1926年下期	1~2	50.0%	-
紀伊織布	明治43.3	"	1931年上期	2	20.0%	1.6%
養井紡織	大正7.3	"	"	1	2.2%	6.8%
天機紡織	大正9.6	"	1934年下期	1~2	6.9%	-1.8%
高山紡織	大正10.10	1923年下期	1933年下期	1~3	5.1%	16.7%
和泉紡織	明治45.4	"	1935年上期	1~2	6.7%	0.0%
愛知織物	大正6.6	"	1936年下期	2~3	8.2%	-0.8%
日清紡織	大正9.2	"	"	1	2.8%	-
三光紡織	大正8.12	"	"	1	7.4%	2.4%
三豊紡織	大正15.6	1927年上期	1933年上期	1~2	16.4%	-
正織	明治13.5	"	1936年下期	1	2.7%	2.9%
宇部紡織	大正7.6	"	"	1	51.6%	-
川崎紡織	昭和2.6	1927年下期	"	1	6.3%	-
平田製網	大正7.2	"	"	1	12.2%	-
堀井紡織	大正15.12	1929年上期	1933年上期	1	3.1%	-
森田紡織	昭和4.7	1930年上期	1936年下期	1~6	29.6%	18.7%
中央紡織	昭和4.3	"	"	1	13.0%	-
東洋紡織	昭和6.2	1930年下期	"	1	9.5%	-
昭和紡織	昭和6.10	1931年下期	"	2	3.3%	-
津島紡織	昭和5.4	"	"	1	10.9%	-
若林製糸紡織	大正9.4	1934年上期	"	1	31.6%	-
厚澤紡織	昭和9.8	1934年下期	"	1~2	124.0%	-
森紡織	大正8.11	"	"	1	23.1%	-
大町紡織	昭和10.8	1936年上期	"	1	183.3%	-

停滞企業	創立年月	観測期間		工場数	増数 対前年度成長率	増数 対前年度成長率
松岡紡織所	不明	1923年上期	1923年上期	不明	不明	不明
三興紡織	大正8.10	"	1923年下期	1	0.0%	-
日メソリヤス	大正6.5	"	"	1	0.0%	-
玉置織布	大正8.1	"	1924年下期	4	0.0%	2.8%
東洋紡織	大正7.7	"	"	2	0.0%	-25.2%
山陽紡織	大正7.11	"	"	1	0.0%	-
清津紡織	明治45.3	"	1926年下期	3	3.6%	-0.1%
佐賀紡織	大正5.12	"	1927年上期	1	0.0%	-
山陽紡織所	大正8.12	"	1929年下期	1	0.0%	-
大阪各号紡織	明治33.1	"	1930年下期	11~13	0.6%	1.7%
相模紡織	大正6.11	"	1935年下期	1~2	13.2%	-50.0%
大阪織物	明治39.11	"	1936年下期	1	1.8%	2.1%
泉州織物	明治41.1	"	"	3~4	1.9%	-0.7%
和歌山紡織	明治26.3	"	"	3~8	1.7%	1.0%
半田織行	大正4.2	"	"	1	1.4%	-
福山製糸紡織	大正6.7	"	"	2	2.3%	-
近藤紡織所	大正6.12	"	"	1~2	1.7%	1.5%
三興紡織所	大正2.2	1923年下期	1924年上期	1	0.0%	-
大和田紡織	大正5.1	"	1935年上期	1~2	0.7%	-2.1%
帝國製糸織物	明治40.2	"	1936年下期	1	0.4%	1.6%
内外紡織	大正8.12	"	"	1~2	5.6%	16.7%
足利紡織	大正8.12	"	"	1	0.6%	0.2%
昭和紡織	昭和10.12	1935年下期	"	3	0.0%	-0.2%

(備考) 大日本紡織連合会『綿糸紡織事情参考書』第四十一次(大正十二年上半期)一第六十八次(昭和十一年下半期)但し、第五十二、五十三、五十九次は欠。

(注1) 原則として紡織加盟企業が対象。但し、上記資料に紡織未加盟企業としてデータが記載されている場合は対象に含める。下記の企業は除外した。

1期目のみのデータのため計測不可能: 関西紡織、三興紡織所、今治紡織

合資会社・合資会社であるため除外: 山本紡織所(留)、明治紡織(留)、(留) 龍田紡織工場、山本カタン糸(留?)、猪名川染織所(留?)、

(留) 栗原紡織所、富多(名)。

在外企業であるため除外: 朝鮮紡織(在朝鮮)、東洋紡織(在朝鮮)、京城紡織(在朝鮮)、鍾淵紡織(在朝鮮) 全南工場(在朝鮮)

(注2) 下記の企業については、未入力。

東京紡織、東洋モスリン、大東紡織、東京モスリン紡織、森林紡織、旭紡織、モスリン紡織、柏原紡織、東洋染色紡織、又新紡織、北島紡織所、宇部紡織、市川紡織所、協和紡織、廣島紡織、大正紡織、上毛モスリン、山本綿線紡織、淀川紡織、豊田押切紡織、豊田式織機、向毛製織、海東紡織、愛知紡織、山陽紡織、松島織物、森織物、金城興業、東洋紡織、彦名紡織。

(注3) 大阪東大紡織は昭和6年上半期から明治紡織。

(注4) 対前年成長率は、観測期間の各期の対前年成長率を単純平均した数値。

(注5) 増数は、リング、ミュー、撚糸機の増数を単純に合算して算出した。

表2-a 償却・内部留保比率

年度	経営者企業			個人株主企業												企業家型企業			年次平均
	東洋紡績	鐘淵紡績	大日本紡績	富士瓦斯紡績	日清紡績	内外綿	岸和田紡績	福島紡績	大阪合同紡績	錦華紡績	足利紡績	和泉紡績	相模紡績	和歌山紡績	豊田紡績	日東紡績	倉敷紡績		
1915	0.38	0.42			0.43	0.02		0.48	0.42			0.32					0.27		
1916	0.66	0.47		0.50	0.43	0.49		0.54	0.56			0.61					0.67		
1917	0.48	0.52		0.45	0.47	0.51		0.38	0.55			0.30	0.23				0.41		
1918	0.46	0.50		0.45	0.55	0.62		0.32	0.38			0.45	0.27				0.46		
1919	0.46	0.52	0.45	0.52	0.62	0.58		0.43	0.42			0.24	0.71				0.34		
1920	0.48	0.38	0.42	0.30	0.39	0.57		0.50	0.26			0.31	0.11				0.27		
1921	0.27	0.43	0.24	0.28	0.21	0.48		0.29	0.02			0.42	0.00						
1922	0.33	0.28	0.28	0.43	0.25	0.47		0.31	0.45			0.00	0.00				0.33		
1923	0.36	0.25	0.10	0.77	0.97	0.43		0.27	0.31			0.00	0.00				0.20		
1924	0.36	0.38	0.36	0.43	0.33	0.32	0.20	0.31	0.46			0.00	0.29	0.16			0.16		
1925	0.43	0.30	0.39	0.44	0.32	0.31	0.15	0.40	0.46			0.00	-0.02	0.39			0.14		
1926	0.41	0.22	0.26	0.08	0.18	0.20	-0.19	0.25	0.28			0.00	-0.35	-0.35			0.19		
1927	0.34	0.24	0.29	-0.90	0.26	0.21	0.19	0.22	0.31	0.43	0.95	0.00	0.27	-0.01	0.53	0.00	0.26		
1928	0.34	0.25	0.33	0.38	0.40	0.39	0.20	0.26	0.30	0.49	0.97	0.00	0.70	0.09	0.58	0.67	0.39		
1929	0.35	0.25	0.31	0.37	0.40	0.51	0.23	0.37	0.33	0.56	0.40	0.00	0.12	0.17	0.53	0.85	0.26		
1930	0.23	0.23	-0.06	1.00	0.30	0.49	0.69	-0.12	-0.20	1.37	1.00	0.00	0.00	1.00	0.02	0.40			
1931	0.32	0.29	0.38	0.73	0.53	0.46	0.48	0.44		0.54	0.96	0.00	0.00	0.83	0.08	0.56	1.00		
1932	0.37	0.38	0.48	0.47	0.52	0.33	0.49	0.50		0.70	0.92	0.49	0.69	1.00	0.15	0.84	1.00		
1933	0.40	0.48	0.57	0.54	0.51	0.44	0.65	0.63		0.70	0.80	0.61	0.72	1.00	0.23	0.83	0.75		
1934	0.39	0.48	0.57	0.57	0.56	0.43	0.60	0.65		0.72	0.62	0.65	0.70	0.60	0.49	0.71	0.43		
1935	0.49	0.41	0.60	0.51	0.50	0.44	0.40	0.43		0.54	-0.17	0.50	0.00	0.74	0.27	0.76	0.32		
1936	0.49	0.41	0.69	0.45	0.46	0.48	0.36	0.43		0.49	-0.48			0.75	0.20	0.80	0.42		
平均	0.40	0.37	0.37	0.42	0.44	0.42	0.34	0.38	0.33	0.65	0.60	0.23	0.23	0.49	0.31	0.64	0.41		
標準偏差	0.09	0.10	0.18	0.35	0.17	0.14	0.25	0.16	0.19	0.27	0.53	0.25	0.32	0.44	0.21	0.27	0.25		
変動係数	0.23	0.28	0.49	0.85	0.40	0.33	0.72	0.43	0.58	0.41	0.88	1.07	1.38	0.91	0.67	0.42	0.61		
1921・1932年度																			
平均	0.34	0.29	0.28	0.37	0.39	0.38	0.27	0.29	0.27			0.08	0.14	0.36	0.32		0.39		
標準偏差	0.05	0.07	0.14	0.47	0.21	0.11	0.25	0.15	0.21	0.35	0.23	0.18	0.30	0.48	0.26	0.32	0.33		
1915-20/33-37年度																			
平均	0.47	0.46	0.55	0.48	0.50	0.46	0.50	0.48	0.43	0.61	0.19	0.44	0.39	0.77	0.30	0.78	0.43		
標準偏差	0.08	0.05	0.10	0.08	0.07	0.17	0.14	0.10	0.11	0.11	0.62	0.16	0.31	0.17	0.13	0.05	0.16		

(注) 償却・内部留保比率=(償却+内部留保) / (償却+純益金)

表2-b 償却率

年度	経営者企業			大日本			富士瓦斯紡績	日清紡績	内外綿	岸和田紡績	福島紡績	大阪合同紡績	個人株主企業				企業家型企業			年次平均
	東洋紡績	鐘淵紡績	大日本紡績	富士瓦斯紡績	日清紡績	内外綿	岸和田紡績	福島紡績	大阪合同紡績	錦華紡績	足利紡績	和泉紡績	相模紡績	和歌山紡績	倉敷紡績	豊田紡績	日東紡績			
1915	0.03	0.03		0.02	0.02	0.03		0.08	0.10			0.03			0.11			0.05		
1916	0.30	0.06		0.02	0.08	0.05		0.14	0.29			0.07			0.12			0.13		
1917	0.12	0.13		0.03	0.18	0.13		0.21	0.63			0.11			0.19			0.19		
1918	0.13	0.17		0.08	0.26	0.18		0.27	0.19			0.23			0.23			0.17		
1919	0.14	0.19	0.13	0.08	0.31	0.21		0.18	0.24			0.11	0.00		0.14			0.16		
1920	0.17	0.16	0.00	0.06	0.12	0.28		0.12	0.18			0.12	0.00		0.05			0.11		
1921	0.05	0.19	0.00	0.02	0.10	0.25		0.08	0.10			0.06			0.09			0.09		
1922	0.06	0.08	0.00	0.07	0.05	0.28		0.07	0.12						0.04			0.09		
1923	0.08	0.09	0.00	0.01	0.01	0.09		0.05	0.07						0.02			0.05		
1924	0.05	0.10	0.03	0.02	0.02	0.05	0.07	0.06	0.10			0.00	0.00	0.02	0.02			0.04		
1925	0.07	0.08	0.04	0.02	0.04	0.03	0.18	0.08	0.11			0.00	0.00	0.03	0.02			0.05		
1926	0.07	0.03	0.04	0.01	0.01	0.02	0.04	0.03	0.05			0.00	0.00	0.01	0.02			0.03		
1927	0.04	0.03	0.03	0.00	0.03	0.02	0.04	0.02	0.07			0.00	0.00	0.01	0.03			0.02		
1928	0.04	0.04	0.03	0.02	0.05	0.04	0.04	0.02	0.06	0.05	0.00	0.00	0.00	0.01	0.07	0.07	0.06	0.04		
1929	0.04	0.04	0.03	0.02	0.06	0.05	0.06	0.05	0.06	0.07	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.12	0.06	0.04		
1930	0.02	0.02	0.02	0.00	0.02	0.04	0.02	0.02	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.01		
1931	0.07	0.02	0.03	0.04	0.07	0.04	0.09	0.04		0.03	0.00	0.00	0.00	0.02	0.01	0.03	0.03	0.03		
1932	0.06	0.04	0.04	0.03	0.09	0.04	0.08	0.05		0.11	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	0.08	0.04	0.05		
1933	0.06	0.04	0.05	0.04	0.10	0.05	0.11	0.11		0.08	0.04	0.06	0.06	0.05	0.23	0.09	0.04	0.08		
1934	0.09	0.05	0.05	0.05	0.10	0.06	0.12	0.16		0.19	0.05	0.09	0.09	0.05	0.07	0.08	0.06	0.09		
1935	0.09	0.04	0.08	0.05	0.09	0.07	0.07	0.08		0.09	0.01	0.05	0.03	0.02	0.04	0.08	0.09	0.06		
1936	0.09	0.03	0.09	0.03	0.06	0.09	0.04	0.08		0.07	0.00			0.02	0.07	0.08	0.11	0.06		
平均	0.09	0.08	0.04	0.03	0.09	0.10	0.07	0.09	0.15	0.08	0.01	0.05	0.01	0.02	0.07	0.07	0.05	0.07		
標準偏差	0.06	0.06	0.03	0.02	0.08	0.09	0.04	0.07	0.15	0.05	0.02	0.06	0.03	0.02	0.07	0.03	0.03	0.05		
変動係数	0.72	0.75	0.89	0.72	0.91	0.90	0.59	0.72	1.00	0.67	1.30	1.21	1.91	0.71	0.94	0.39	0.60	0.88		
1921-1932年度																				
平均	0.05	0.06	0.02	0.02	0.05	0.08	0.07	0.05	0.07	0.05	0.01	0.01	0.00	0.02	0.03	0.07	0.04	0.05		
標準偏差	0.02	0.05	0.02	0.02	0.03	0.09	0.05	0.02	0.04	0.04	0.01	0.02	0.01	0.01	0.03	0.04	0.02	0.02		
1915-20/33-37年度																				
平均	0.12	0.09	0.07	0.05	0.13	0.12	0.09	0.14		0.11	0.03	0.10	0.03	0.04	0.13	0.08	0.08	0.11		
標準偏差	0.07	0.06	0.04	0.02	0.09	0.08	0.04	0.06		0.06	0.02	0.06	0.04	0.02	0.07	0.01	0.03	0.05		

(注) 償却率=償却/前年末固定資産

表2-c 償却効率

年度	経営者企業				← ←				→ →				個人株主企業				企業家型企業			
	東洋紡績	鐘淵紡績	大日本紡績	富士瓦斯紡績	日清紡績	内外綿	岸和田紡績	福島紡績	大阪合同紡績	錦華紡績	足利紡績	和泉紡績	相模紡績	和歌山紡績	豊田紡績	日東紡績	倉敷紡績			
1915	0.06	0.01		0.02	0.02	0.01		0.09	0.11			0.07					0.05			
1916	0.29	0.02		0.01	0.05	0.02		0.14	0.21			0.14					0.06			
1917	0.07	0.03		0.02	0.08	0.03		0.08	0.14			0.09	0.00				0.04			
1918	0.06	0.02	0.01	0.03	0.06	0.03		0.10	0.04			0.14	0.00				0.02			
1919	0.05	0.02	0.01	0.03	0.05	0.03		0.04	0.05			0.06	0.00				0.02			
1920	0.06	0.01	0.00	0.02	0.01	0.04		0.02	0.04			0.07	0.00				0.01			
1921	0.04	0.03	0.00	0.01	0.02	0.05		0.03	0.04			0.07					0.02			
1922	0.04	0.01	0.00	0.03	0.02	0.04		0.03	0.06								0.01			
1923	0.06	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02		0.05	0.04								0.01			
1924	0.04	0.02	0.03	0.01	0.01	0.01	0.00	0.05	0.06			0.00	0.00	0.01			0.02			
1925	0.06	0.01	0.04	0.02	0.02	0.01	0.01	0.07	0.07			0.00	0.00	0.01			0.02			
1926	0.06	0.01	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.03	0.04			0.00	0.00	0.00			0.03			
1927	0.04	0.01	0.04	0.00	0.02	0.01	0.01	0.02	0.05	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06		0.04			
1928	0.04	0.01	0.05	0.02	0.04	0.01	0.01	0.04	0.06	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.03	0.10			
1929	0.05	0.01	0.05	0.01	0.04	0.02	0.01	0.07	0.06	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00	0.10	0.02	0.02			
1930	0.03	0.01	0.03	0.00	0.02	0.02	0.01	0.03	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00			
1931	0.10	0.01	0.07	0.06	0.08	0.03	0.04	0.09		0.03	0.00	0.00	0.00	0.03	0.05	0.02	0.05			
1932	0.11	0.01	0.08	0.05	0.09	0.02	0.04	0.13		0.08	0.03	0.10	0.06	0.04	0.11	0.02	0.14			
1933	0.11	0.01	0.10	0.04	0.07	0.02	0.04	0.20		0.04	0.05	0.17	0.06	0.03	0.08	0.02	0.41			
1934	0.13	0.01	0.09	0.04	0.06	0.02	0.04	0.22		0.05	0.05	0.19	0.06	0.03	0.06	0.02	0.13			
1935	0.14	0.01	0.13	0.04	0.05	0.02	0.02	0.12		0.03	0.01	0.11	0.02	0.01	0.08	0.03	0.08			
1936	0.14	0.01	0.17	0.03	0.04	0.03	0.02	0.13		0.02	0.00		0.02	0.01	0.08	0.04	0.15			
平均	0.08	0.01	0.05	0.02	0.04	0.02	0.02	0.08	0.03	0.03	0.02	0.06	0.01	0.01	0.08	0.02	0.07			
標準偏差	0.06	0.01	0.05	0.02	0.03	0.01	0.01	0.06	0.05	0.02	0.02	0.06	0.02	0.01	0.02	0.01	0.09			
変動係数	0.72	0.48	0.97	0.68	0.65	0.49	0.74	0.70	1.58	0.58	1.38	1.02	1.93	1.10	0.27	0.49	1.37			

(注) 償却効率=償却/収入

第4章

明治期鉄道業における企業統治と企業金融¹

中村 尚史

はじめに

本稿の主たる目的は、明治期の鉄道業を事例として、日本の企業体制(enterprise system)を歴史的に分析するための予備的考察を行うことにある。

工藤章は企業体制を大企業を中心とする企業内部および企業間の関係、企業—政府間関係の総体と定義した上で、戦後日本の企業体制の最大の特徴を、所有に対する経営の優位と、疑似共同体的な労使関係に求めている。そして、そのような「経営の優位」や疑似共同体的労使関係の形成と変容の過程を解明することで、高度成長、バブル経済、1990年代の長期停滞という戦後日本経済の三つの局面を、企業体制の側から首尾一貫した論理で説明しようとした(Kudo 2003)。

このような問題提起を前提として、本稿では戦前期の企業体制を、とくに明治期鉄道業における所有と経営の問題に注目しながら概観することにした。戦前期の状況を考えることは、国際比較と同様に現代における日本の企業体制を正確に把握するために不可欠の要素である。ところが戦前期の日本企業に関する従来の研究は、企業内部、企業間関係、企業—政府間関係といった個々のサブシステムごとに行われる傾向があり、「企業体制」としての体系性は乏しかった。また 1880 年代に銀行や鉄道、紡績の分野で産声をあげ、産業革命の過程で急速に社会全般に普及した企業体制が、第一次世界大戦期の急拡大と変質を経て、両大戦間期にいたるという戦前期日本の企業体制の全体的な歴史も、一貫した視点で再検討する必要がある。

以上の問題意識をふまえて、本稿ではまず、最近、とくに議論が活性化している企業統

¹ 本稿の作成に際して、齊藤直氏(早稲田大学)から、エージェンシー問題等の理論的枠組みについて貴重なご教示を頂いた。記して深く感謝の意を表したい。

治構造(corporate governance structure)に関する研究に絞って研究史をサーベイする。その上で、今後の企業体制研究が進むべき方向性を議論し、最後に筆者の主たる研究領域である鉄道業を事例に、明治期の企業統治と企業金融について簡単な見取り図を描いてみたい。

1. 最近における戦前期企業統治研究

企業統治の問題を株主と経営者ないし使用者と労働者の関係、企業と銀行の関係などに分解して考えれば、戦前期に関するその研究蓄積は膨大な数に上る。株主と経営者の関係に絞っても、財閥については安岡(1970)、森川(1980)から岡崎(1999)、粕谷(2002)に至る膨大な研究史²が、また非財閥系企業については山口(1970)、伊牟田(1976)といった先駆的な研究が積み上げられている。そのうち前者においては、所有と経営の分離、専門経営者(salaried manager)の台頭、財閥本社による傘下企業の統轄といった問題が重要な論点であり、後者では株主層の形成、株主議決権のあり方、取締役の機能などが議論された。

ところが近年、制度的補完性とそれがもたらす複数均衡を重視する比較制度分析の枠組みを用いた企業統治構造論が登場し、これらの問題を包括的に議論する必要性が認識されることになった。ここではその動向を代表する岡崎哲二の議論を紹介し、さらにそれに対する諸批判を検討することで、企業統治に関する歴史的研究の現在を考えてみよう。

岡崎哲二は、1920～30年代における日本企業の所有構造、統治構造、インセンティブ・システム、従業員、銀行の役割などを検討した上で、戦前期企業システムの特徴として以下の三点を指摘した(岡崎 1993: 138・139)。

1. 有力な株主となってガバナンス機能を果たすインセンティブをもつ大資産家が多数存在し、彼らは財閥系であれば財閥本社による統括、また非財閥系であれば大株主の取締役会への参加という方法で、企業に対する有効なモニタリングの仕組みを構築していた。
2. 銀行は企業金融、とくに長期の企業金融に対して大きな役割を果たしておらず、企業のモニタリングにおいても大株主の機能を補助するにとどまった。
3. 従業員の企業に対する定着度は低く、また企業経営に対する労働者の発言権を保証

する制度の発展は極めて限定的であった。

さらに岡崎は、株主の強い発言権が企業に速やかな雇用調整をおこなう経営政策を採用させ、逆に労働者が企業に深くコミットメントしていなかったことがその摩擦を小さくするというような「制度間の相互補完」を指摘する(岡崎 1995: 474)。そして戦前期の統治構造が「アングロ・サクソンの」(岡崎 1993: 139)ないし「古典的な株主主権に近い」構造(岡崎 1995: 452)であったと主張した。その上で、このような古典的な企業統治構造が、戦時および戦後復興期の統制経済の過程で全面的な変容を受け、戦後の日本的な企業システムに作り替えられたとしている。

このような岡崎説に対して、日本経済史・経営史の分野では、大別すれば次の3つの方面から批判が出た。まず第1の批判は、1980年代以降、両大戦間期から戦後への連続面を重視した日本企業史像を作り上げてきた橋本寿朗によるものである。同氏は岡崎の戦間期企業システムに対する史実認識が随所で誤っていることを指摘し、それにもとづく「アングロ・サクソンの」という性格規定についても否定的な見解を示した(橋本 1997)。さらに橋本の批判を前提として、宮島英昭は、岡崎と同じマイクロデータを用いた計量分析の手法によって企業統治構造を分析し、現代日本の企業システムが戦時経済統制よりむしろ占領期のアメリカナイゼーションに強い影響を受けた点を強調した(宮島 1996: 47-49)。

事実認識に対する批判を中心とする橋本らに対して、橘川武郎および武田晴人は、より理論的なレベルでの批判を展開した(第2の批判)。まず橘川は、比較制度分析が引き出した「制度変革に経済、企業は従う」という命題に強く反発し、制度をも変革する企業のダイナミズムを重視すべきことを主張した(橘川 1997: 31-32)。武田もまたその分析枠組みがダイナミズムを説明する論理を欠いていることを批判し、静態的な企業統治構造の性格規定だけでは歴史研究の方法論にはならないとした(武田 2002: xxiii)。

また第3の批判は、石井寛治に代表される産業革命期の研究者から寄せられた。石井は、岡崎が両大戦間期の分析をもとに戦前期日本経済のイメージをつくっている点を批判し、とくに第一次世界大戦以前の金融システムについての明確な認識の必要性を強調している(石井 1999: 2-7)³。「戦前期」と言いながら、第一次大戦前の時期についての実証的研究が

2 財閥史研究の動向については Nakamura(2002)を参照。

3 この点については、橋本(1997)もまた「単純に戦前の日本は直接金融であったと特徴付けて、戦後とは異なってアングロ・サクソンのであったとするのは、20年代における間接金融システムの麻痺という特殊な歴史的条件を的確に捉えていない」からであると述べており、1920年代の特異性を強調するとともに、暗に第一次大戦前の企業金融システムの重要性を指摘している(橋本 1997: 20)。

ない点は、岡崎説の重大な弱点の一つである。その原因の一つは、マイクロデータにもとづく計量分析という方法にある。企業データの整備が進んだ戦間期に比べて、第一次大戦前の時期は企業の統治構造や所有構造などを計量的に把握することが著しく困難である。そのため個別的な事例研究の持つ重要性は、戦間期に比べても格段に高くなる。しかし岡崎は、そのような事例研究の積み重ねという方法をとらず、むしろ当該期の企業システムを取って分析の枠外において議論を組み立てたと思われる。この点について、石井は「現象的な数値と一般的な理論への安易な寄り掛かり」(石井 1999: 551)という表現で、強く批判している。

以上、岡崎哲二の企業統治論とそれに対する諸批判を検討した。そこから今後、戦前期企業体制の研究を進める上で必要な課題がいくつか浮かび上がってきた。まず第1に、19世紀末から20世紀初頭の研究を進める必要性が指摘できる。岡崎氏のやや極端な戦前期企業統治構造論の原因は、石井(1999)が指摘するように第一次大戦前の分析不足にある。そこで明治期を中心とする研究の深化が今後、期待される。また第2に、事例研究の積み重ねの重要性を強調したい。その意味で参考になるのが、粕谷誠の三井研究であろう。

粕谷(2002)は、三井同族(株主)と重役(従業員)、さらには政府首脳のような外部者が企業統治をめぐる対抗しあいながら、三井財閥の基礎が出来上がっていく過程を描いた興味深い文献である。粕谷の一次史料を駆使した分析によって浮かび上がってきた明治前期の三井像は、銀行、物産ともに不良資産の処理に追われ、結果として出資者である同族の発言力が増すという形で、一種の株主反革命が起きていたというものであった。従来、森川(1980)が回顧録などを用いて指摘してきた三井同族の経営への介入を、「(同族は一筆者注一)経営の危機や重大な方針の決定に際しては、当事者能力がどれほどあったかは別として、大きな影響力を行使できた」(粕谷 2002: 279)という形で、実証的に確認したことの意味は大きい。さらに「所有者である同族の絶対性を前提に、その付託を受けて誤りなく経営を遂行する有能な専門経営者として中上川を招聘した」(同書: 74)という指摘は、三井銀行の改革で有名な中上川彦次郎があくまで代理人(agent)として、所有者である同族から経営を委任されていたことを示唆している。このような観点から見れば、安岡重明が指摘した「専門経営者の能力が高いときには、三井同族の発言権は弱くなり、専門経営者の力が弱いときには、同族の発言権が強くなるという関係」(安岡 1998: 229)は、依頼者(principal)―代理人(agent)関係によって説明可能ということになる。そしてその結果、従来、日本の財閥の特徴と言われてきた「所有に対する封じ込め」(橘川 1996: 92)という議論や、財閥

家族・同族と専門経営者との関係を「近代的契約ではなく、臣従に近い関係であった」⁴(安岡 1998: 138)とみる見方が、見直しを迫られつつあるといえよう。

このように企業統治論をふまえた実証密度の高い事例研究の進展は、戦前期の企業統治に対する通説的な見方に、一定の修正を加えうると思われる。しかし残念なことに、三井財閥のような一次史料に恵まれた事例は必ずしも多くなく、戦前期の企業統治の実態を経営の内部資料を用いて解明することは極めて困難である。そのため外部から企業統治を観察できる他の方法を考える必要があろう。その一つの試みが、次に紹介する経営紛争の研究である。

2. 明治期鉄道企業の企業統治と経営紛争

— 1899 年における九州鉄道の経営紛争 —

経営紛争とは、企業統治の主導権をめぐり、株主と経営者もしくは株主相互間で激しい対立が生じる現象を指し、場合によっては労使間や企業・地域社会間の紛争も包摂する。経営紛争は多くの場合、株主総会をその対決の場とすることから経営内部の諸問題が部外者にも明確になる。その意味で、株主と経営者との関係を動的に分析する際に、貴重な素材といえる。株式市場が未発達で、市場を通した企業統治の調整が必ずしも円滑でなかった第一次大戦前の日本において、経営紛争は非財閥系企業を中心にしばしば勃発した。なかでも所要資本金額が莫大で、かつ公益事業的な色彩が強かった鉄道企業の紛争は、社会的な影響が大きかったため、新聞、雑誌などで大々的に取り上げられ、世間の耳目をあつめた。

以上の点をふまえ、ここでは事例として 1899 年における九州鉄道の経営紛争を取り上げてみよう(図 1)。九州鉄道は、1886 年 6 月、福岡、熊本、佐賀三県(後に長崎県が加入)を中心に発起され、88 年に政府から年利 4%の利子保証付きの免許状を得て設立された。同社は、日本鉄道に次ぐ規模を有する幹線鉄道会社であり、その計画路線(門司・八代間、鳥栖・佐世保、長崎間、小倉・行橋間、宇土・三角間)は北部九州全域にまたがっていた。さらに 1897 年 4 月、筑豊産炭地域に線路網を構築していた筑豊鉄道と合併して以降は、運炭

4 安岡重明は、さらに「出資者は経営者を解雇する権利は持っていたが、それを行使したことはほとんどない」(安岡 1998: 138)と述べ、安田からの結城豊太郎の「退職」などを数少ない例外としている。

鉄道としての性格を強め、1907 年の鉄道国有化により消滅するまで足掛け 20 年間、最大規模の鉄道会社としての地位を維持し続けた。しかし広大な沿線地域と、莫大な資本金を有する九州鉄道では、会社の支配権をめぐる様々な利害が錯綜し、設立時から経営紛争が絶えなかった(中村 1998: 第 2 部)。積極的な設備投資の是非をめぐる争われた 1899 年の経営紛争もまた、その中の一つである。

この紛争では、社長・仙石貢の積極的な設備投資政策の是非をめぐる経営者側と反対派株主が真っ向からぶつかり合い、中央の新聞・雑誌が連日、両者の主張と動向を報道する騒ぎになった(東條 1985)。事の発端は、1899 年 7 月、九州鉄道の経営内容に不満をもつ一部の株主(改革派)が、①経営の非効率、②資金計画の杜撰さ、③役員賞与の過多などによる利益・配当の減少を批判した意見書を同株主、報道機関などに送付し、経営側に対して臨時株主総会の開催を求めたことにあった。それに多くの株主が賛同し、一時は全株数 60 万株のうち 24 万 9000 株以上を改革派がおさえたとされる。一方、経営者側は経営の内容を詳細に公表し、一般株主に対して弁明するとともに、取締役会が中心になって水面下で株主総会対策の多数派工作を行った。その過程で、三菱、三井といった中央財閥や炭鉱業で財をなした筑豊の地方財閥は経営者側を支持したが、東京、熊本などの鉄道投資家、銀行家などは改革派として経営側を激しく攻撃した(東條 1985: 21-22)。紛争は、同年 10 月に元老・井上馨の調停でようやく終息にむかい、結果的に社長をはじめとする経営者の入れ替えといった事態には至らなかった。しかしこの事件は、次の点で当該期における企業統治の特徴をよく表している。

--- 図 1 about here ---

まず第 1 に紛争の発端が利益率・配当率の低下にあったことからわかるように、明治期の株主は基本的に配当に敏感であった。株式市場が未発達で容易に株式の売り抜けができない地方株主はもちろんのこと、東京や大阪の株主もまた株式担保金融との関係で高配当・高株価を必要としていた。岡崎哲二も指摘したように確かに戦前の日本では株式を通じた資金供給が企業金融の中で重要な位置を占めていた(岡崎 1993: 100)。しかしその株式発行のあり方は株式市場における公募ではなく、縁故を利用した私募が中心であり、さらに株式の分割払込制と株主割当による増資が一般的であった。もちろん証券市場は成立していたが、先物取引がその中心であり、現物の取引は場外において、やはり縁故を通じて行われることが多かった(野田 1980: 269-270)。そのため株式の売却には多大なコストがかかり、投資の見返りに不満をもつ株主は、無言での退出より、積極的に声を挙げることを選

択したと思われる。さらに株主の多くは払込途中の株式を担保に銀行から資金を借り入れていたため、株価が下がると銀行から追証を求められた。そのため株主は、株価に影響を及ぼす配当の動向にも敏感になった⁵。

第2に、上記の命題には重大な例外があった。それは財閥の存在である。銀行からの借り入れに頼らず、自己資本によって大規模な株式投資を行い得る財閥は、高配当による短期的な利得よりも、企業の持続的な発展によって得られるであろう長期的な利益を重視した。さらに単なる株主としてだけでなく、炭鉱業をはじめとする産業資本として利用者の側からも鉄道会社に関与していた彼らにとって、仙石社長による積極的な設備投資は、家業の発展のために歓迎すべき経営方針であった。このように当該期の株主には、自己資本のみによって株式投資を行う大規模な資産家と、銀行からの借入金に依存しながら株式投資を行う比較的小規模な資産家という2つのタイプが存在した。この紛争において改革派として経営者側を攻撃したのは、このうち後者のタイプであり、取締役会にも参加している前者のタイプは基本的に経営者側を支持した。しかし1900年になっても財閥系資本家の持株比率は、せいぜい全株式の18.5%⁶に過ぎず、残りは株価と配当に過度に敏感な中小資本家が占めていた。しかも株主総会における大株主の議決権は、「所有株数九株以下ハ之ヲ有セス拾株ヲ壹個トシ拾壹株以上百株マデハ拾株毎ニ壹個ヲ加ヘ百壹株以上ハ貳拾株毎ニ壹個ヲ加ヘ貳百個ヲ極度トス」（『九州鉄道株式会社定款』第6章 議決権 第39条）という小株主保護の規定によって制限されていた。この規定によれば、3,900株以上の大株主は、一律200個の議決権しか行使できなくなり、極めて不利であった⁷。従って多くの中小株主が団結すれば、本稿で紹介したように、経営者を震撼させるような活動が可能になったのである。

また第3に、経営紛争への参加者が、経営者と大株主だけでなく銀行をも含み込んでいた点が重要である。この紛争で熊本の銀行家は単なる大株主としてだけでなく、熊本県における他の株主の代理人としても行動した。例えば臨時株主総会の開催請求にさいて、九州商業銀行頭取・上羽勝衛は50人の株主から計34,285株分の委任状をうけている（東條

5 なおこのような株式担保金融に支えられた株式募集のあり方を、単純な直接金融と規定することはやはりできない（石井1999）。さらに中小の資産家における株式担保金融の実態については、中村（2003）を参照。

6 三菱、三井、住友といった中央財閥と、安川、麻生、貝島といった筑豊地域の地方財閥の合計値。出典は『九州鉄道株式会社株主氏名表』。

7 このような事態に対応するため、最大株主である三菱（計91,574株）は持株を、岩崎家（久弥56,188株、弥之助20,762株）だけでなく、今村清之助3,000株、川添清麿、中村万蔵、植松京、堀久太郎各2,000株、千明鶴吉1,500株、関正路900株、瀬下清500株というように、ダーミーを用いて分散させていた（中村2001: 111）。

1985: 21-22)。この点は、当該期の企業統治をめぐる経営者と銀行との関係を考える際、重要なヒントを与えている。つまり株式担保金融を前提とすると、銀行は自己資金による購入株式にとどまらず、融資している株主が所有する株式の動向にも注意を向けざるを得ない。企業の倒産や株価の低迷は、とくに資産規模が小さい中小株主に打撃をあたえる可能性が高かったことから、銀行は自らの不良債権の増加を抑えるためにも、企業のモニタリングを強めざるを得なかった。とりわけ熊本県のように優良な投資先に乏しい地方の場合、担保株式銘柄が片寄る傾向⁸があり、その企業の盛衰が銀行にとっても重要な意味をもっていた。そのため彼らは、役員派遣を含めた企業への積極的な関与を行い、企業の統治構造の重要な担い手の一人とならざるを得なかったのである。

最後に、株主と経営者との関係についても、言及する必要がある。この紛争の一方の当事者である社長・仙石貢は、鉄道局出身の技術者であり、三菱の後援をうけて九州鉄道の社長に就任した人物である。従って彼は、大株主の依頼をうけた代理人(agent)として、経営実務にあたっていたといえる。しかし資本規模が大きい鉄道企業は、三菱といえども単独で支配できるものではなく、経営者は一部の依頼人(principal)のみを相手にした経営を行うわけにはいかなかった。それを象徴的に示すのが、経営者側が財閥系大株主の支持を得たにもかかわらず、自力でこの経営紛争を収束させることができず、最終的に政府高官の調停を必要とした点である。株式の分散は経営者の自立を促し、所有と経営の分離を促進するといわれるが、この事例では株式の分散が企業の統治構造を麻痺させ、政府高官の介入を招いたことになる。明治期の経営者たちは、このような不安定な企業統治構造の中で、異なる指向性をもつ株主を相手に、難しい企業運営を強いられていたのである。

3. 企業統治と資金調達問題

— 九州鉄道の負債選択 —

次に、以上で検討した九州鉄道の企業統治構造が、経営紛争後における同社の経営行動に、どのような影響を与えたのかについて、1901年から1904年にかけて取締役会の最大の懸案であった設備投資資金の調達問題(600万円社債募集問題)を事例として検討してみ

⁸ 事実、熊本県で最大の銀行であった第九銀行は、九州鉄道株を抵当として多額の貸出を行っており、あまりにも株式担保貸付の比重が高いため、日本銀行も警告を発していたという(東條 1985: 25)。

たい。

井上馨の調停によって漸く経営紛争を終息させた九州鉄道経営陣は、1900年以降、紛争の再発を防止すべく、経営システムの改革に取りかかった。まず1900年4月に開催された通常株主総会において、「私設鉄道株式会社ニ新商法ヲ適用スルノ日、将ニ近キニアラントス、仍テ同法ノ精神ニ則リ、又業務ノ必要ニ応シ」という理由で、総会議決権の1株1票制への移行を中心とする定款の改正を行った。これは井上の仲裁意見の中で、「株主ノ権利ハ商法ノ原則ニ基キ一様ナラシムヘシ」⁹と指摘されたことを受けて、総会議決権を制限していた条項を削除し、「本定款ニ定メナキモノハ法令ノ規定ニ従フ」¹⁰として新商法(1899年6月施行)の「各株主ハ一株ニ付キ一個ノ議決権ヲ有ス」¹¹という規定への準拠を定めたものである。その結果、大株主の議決権制限が撤廃されることになり、九州鉄道の企業統治をめぐる力関係は、大株主に有利になった。

しかしながらこのような会社制度の改訂が、直ちに筆頭株主=三菱の支配権確立に結びついたわけではない。もちろん表1が示すように、1900年以降も九州鉄道の社長は、一貫して三菱から派遣されていた専門経営者である仙石貢であった。しかし一方で、1901年3月末における三菱の九州鉄道株所有高は120,043株であり、これは九州鉄道の総株数の14.7%に相当するに過ぎない。そしてこの持株比率は、同年9月の豊州鉄道合併、翌2年2月の唐津興業鉄道買収にともなう増資によって、さらに12.2%へと低下した(表2)。しかも表3から1902年3月段階における10大株主の構成をみると、10大株主によるシェアも18%に過ぎず、仮に彼らが連合したとしても絶対的な支配を行える可能性は低かった。また取締役会における比重は小さくなったとはいえ、福岡、熊本、佐賀、長崎といった沿線各県の利害代表者である商業会議所会頭や銀行役員も、監査役として経営への監視の目を光らせていた(表1)。

…表 1,2,3 about here …

ところで、1890年代後半以降、筑豊炭鉱業の急速な発展をうけて、九州鉄道にとっての石炭輸送の重要性は益々大きくなっていった。図2が示すように、1900年度に石炭を中心とする貨車収入が客車収入を凌駕して以降、貨車収入の比重は、全営業収入の55~60%を

9 『九州鉄道株式会社調査報告書』(1900年2月)40頁。

10 「九州鉄道株式会社定款改正議案」5頁(『熊谷文書』2130-1、福岡県地域史研究所所蔵)。

11 「商法」第162条。なお本条には「十一株以上ヲ有スル株主ノ議決権ハ定款ヲ以テ之ヲ制限スルコトヲ得」という但し書きがついており、従来の九州鉄道の定款が商法違反であったわけではない(博文館編輯局編『改正増補 帝国六法全書』1899年9月、27頁)。

占めるようになった。さらに図3が示すように、石炭の輸送密度は1900年から1901年にかけて極めて高い水準にあり、炭鉱側は慢性的な輸送停滞に悩まされるようになったのである(中村1997: 239-240)。

… 図2,3 about here …

筑豊炭鉱業の持続的な発展が見込める以上、石炭貨車の増備を中心とする設備投資を行い、筑豊地域における石炭輸送力を強化することは、九州鉄道にとって戦略的な重要性をもっていた。そのため仮に仙石社長が三菱の代理人でなかったとしても、同社経営陣と、筑豊地域に炭鉱をもつ三菱や住友、三井、安川(明治鉱業)といった大株主の利害は、この点で一致し得たと思われる。ところが筑豊地域での集中的な設備投資は、産炭地以外の沿線地域にとってはメリットがなく、また炭鉱業関係者以外の株主からみると、短期的に配当率の低下が生じる可能性がある点で、歓迎されるべきものではなかった。加えて運炭支線の建設は、もし炭鉱側が操業を止めれば無駄な投資となり得る特殊的資産であるため、長期間の輸送契約を結ぶなど慎重な対応が求められるべき投資であった。従って設備投資の受益者である炭鉱資本家が、鉄道会社のトップマネジメントを掌握しているという状態は、炭鉱にとっては好都合でも、鉄道会社にとっては不必要な設備への投資が行われる可能性(利益相反の可能性)が否定できないということになる。そのため一般株主が、産炭地における新規の設備投資を目的とした増資に対して消極的になることは、容易に予想できた。一方、経営紛争を経験したばかりの九鉄道経営陣にとっても、前述した不安定な企業支配のもとで、新規増資の承認を株主総会から取り付ける自信はなかったといえよう。

このような状況の下で、1901年10月に臨時株主総会を開催した九州鉄道は、「現在ノ株金中」から流用という形で、資金調達問題を先送りしたまま、1年半の間に計600万円の輸送力改善のための設備投資を行うことを決定した¹²。この設備投資の内容は、停車場新設・拡張費、黒崎・折尾間複線費、車輛費、貝島専用鉄道買収費、若松・小竹間レール敷替費等であり、その大半が筑豊地域に関係するものであった。1902年上期から1903年上期にかけて、未払株金の流用と一時借入金を原資として行われたこの設備投資¹³によって、筑豊地域における石炭輸送力は増大し、輸送停滞の緩和にも一定の効果があった。例えば90万円の車輛費で新造された8トン積み石炭貨車500台によって、図3が示すように1902年下期には、石炭の輸送密度が大幅に低下した。

12 『明治三十四年十月二十八日 臨時株主総会決議』熊谷文書2142-2。

13 『九州鉄道株式会社定時臨時株主総会決議要領』(1902年4月28日)熊谷文書2123。

しかし資金調達問題を先送りしていた以上、九州鉄道はどこかでそのツケを支払わねばならない。そこで 1902 年になって、同社経営陣は、600 万円の社債募集という形でその問題の解決を図ろうとした。ここで彼らが増資ではなく、社債を用いた資金調達を行おうとした背景には、1898 年 10 月の臨時株主総会において、1000 万円以内の社債は、年利 5%以内の場合、役員会の判断で発行できるという議決が行われていたという事情があった(福岡県 2003: 1200)。大株主の意向が受け入れられやすい役員会限りで資金調達問題を解決できる点こそが、同社経営陣が社債による資金調達を選んだ理由であった。その意味で、一定の限度内における社債発行(=負債)は、増資に比べてエージェンシー・コストが低いと見なされたのである。

ところが実際には、年利 5%以下での社債発行は難しく、1902 年になっても資金調達の目途は立たなかった。このため、経営側は仕方なく、1903 年 4 月の通常株主総会に年利 7%での社債発行の件を付議することになる。ところが折しも南清らが首唱する山陽鉄道と九州鉄道の合併問題が浮上し、九州鉄道の株主の一部もこれに迎合する動きを見せたことから、株主総会は再び紛糾することになった。そして今西林三郎¹⁴を中心とする合併派株主は、以下の 4 点を掲げて九州鉄道経営陣を批判した¹⁵。

- ① 本期利益の減少
- ② 建設費の過多
- ③ 仮出金の増加
- ④ 筑豊地方の運炭支線への過剰投資

このうち①と③の批判は、利益率の低下に極めて敏感で、経営の効率化を求める当該期株主の特徴であり、九州鉄道に固有の問題ではない。しかし②と④については、同社の一般株主が経営陣の石炭輸送関係投資への傾斜に対して強い懸念をもっていたことの反映と見なすことができる。ただしこのような懸念を表明してみたものの、先に設備投資の許諾を与えていた以上、株主総会としても資金調達自体を否決することは出来ず、結局は金利条件を付して 600 万円の社債発行を認めることになった¹⁶。さらに合併運動が、三菱を中心とする大株主¹⁷と沿線地域¹⁸の強い反対をうけて、早々に頓挫した¹⁹ことから、経営側は

14 大阪三品取引所理事長、1903 年 3 月末現在 851 株を所有。

15 「九州鉄道総会の始末報告」『鉄道時報』1903 年 5 月 16 日。

16 「明治三十六年四月二十八日 臨時株主総会決議」『参照第二号』熊谷文書 2142-2。

17 「岩崎渋沢両男の九州山陽合併反対」『鉄道時報』1903 年 5 月 2 日、20 頁。

18 「九州山陽非合併の声」『門司新報』1903 年 4 月 23 日。

19 「九州山陽合併案撤回」『鉄道時報』1903 年 5 月 16 日、9 頁。

総会を無事乗り切ることができた。

--- 表 4 about here ---

その後、経営側は、表 4 が示すように一時借入金で急場を凌ぎながら、内外社債発行の時期をはかっていたものの金利条件が合わず、日露戦争中の 1904 年下期になって、1300 万円の増資を行うことで、この問題はようやく解決することになった²⁰。このように結局、社債ではなく増資によって資金調達を行うことになった背景には、①予定金利を 5%から 7%に引き上げたにもかかわらず社債の発行が円滑に行えなかった、②日露戦争の勃発によって石炭の輸送密度が再度上昇をはじめた(図 3)ことから、追加的な設備投資が必要になり、所要資金が大幅に増加した、③1000 万円を超える社債発行については再度、株主総会で承認をうける必要があり、さらに巨額の資金を調達する手段としては社債よりも増資の方が株主の了解を得やすいという事情があったと推察される。とくに③については、利払いによって配当原資が減少することを恐れた株主が、総会で巨額の社債発行に強く反対する可能性があった。

以上の点から、当該期の九州鉄道経営陣は資金調達手段の選択に際して、コストが少ない順に、①内部資金、②社債(1000 万円以下・年利 5%以下)、③増資、④社債(1000 万円以上、年利 5%以上)という序列を考えていたことがわかる。しかし実際には、年利 5%どころか、7%での起債もままならず、経営者側は設備投資に反対する株主の説得という高いコストを支払ってまでも、増資に頼らざるを得なかった。従って、現実的な長期資金調達のエージェンシー・コストは、内部資金<増資<負債という関係にあったと考えられる。表 4 が示すように、当該期における九州鉄道の自己資本比率が一貫して 90%を超える高い水準を維持し、さらに自己資本の大半が払込資本金によって調達されていた理由の一つも、この点に求められるといえよう。

このように、明治期の鉄道企業では、大株主だけでなく中小株主もまた株主総会を通じて、経営に対して積極的な発言を行い、時としてそれは経営者の戦略的行動を制約することがあった。もちろん、荷主であり、大株主でもある炭鉱業者が、代理人を取締役会に送り込むことによって、トップマネジメントに強い影響力を保持しているという九州鉄道の企業統治構造を考えると、彼らのモニタリングは大株主の専横を牽制し、経営者の規律付けを行うことで、利益相反を防ぐという役割を果たしていた可能性もある。しかし 1900

20 『明治三十七年十月二十七日 臨時株主総会議案』熊谷文書 2142-3。

年代の九州鉄道では、線路・車輛の改良不良が常に問題となっていた²¹ことから、一般株主の強いモニタリングが過小投資を招き、同社の再生産構造に負の影響を与えていたことが推察される。企業統治構造の不安定さから新規設備投資だけでなく、更新投資さえもままならないという状況は、公益事業としての性格が強い鉄道にとって、一企業のレベルを超えた深刻な問題であった。このような事態を打開すべく、九州鉄道の経営者は日露戦争による輸送需要増大で営業成績が向上した 1904 年以降、配当性向を低めに抑えて内部留保を厚くすることを試みる(表 4)。しかしその後、1906 年 3 月には鉄道国有法が可決し、九州鉄道は、他の主要鉄道企業 16 社とともに国有化されてしまった。そのため、筑豊地域などにおける輸送力強化問題の最終的な決着は、鉄道国有化後に持ち越されることになったのである(中村 1997: 242-245)。

結びにかえて

以上、明治期の企業統治構造を九州鉄道の経営紛争とその設備投資への影響を手がかりとして概観してきた。その結果、以下の点が明らかになった。

まず第 1 に、明治期の銀行が株式担保金融を前提として、長期の企業金融に対して重要な役割を果たしていた点が指摘できる。銀行は単なる大株主としてだけではなく、株式担保金融の対象である中小株主の代理人としても行動した。株式の分散が進んでいた当該期の非財閥系企業においては、持株比率の点で中小株主が重要な存在であった。そのため彼らの代理人である銀行は、企業統治においても重要な位置を占めたのである。

第 2 に、明治期の企業統治では、必ずしも大株主による支配が貫徹していなかった点が指摘できる。本稿でみたように、同じ株主であっても、自己資金によって継続的な投資を行いうる階層と、株式担保金融を用いて銀行資金に依存して株式投資を行っている階層とでは、企業に対する利益が相反する場合が生じた。しかも中小株主に多い後者のタイプが、銀行などをコーディネーターとして団結した場合、大株主の議決権を制限する制度²²もあ

21 この点について、『九州鉄道株式会社小史』(1904 年 6 月、同社総務課)は、「線路ノ建築保存等ニ就テハ鋭意改良進歩ヲ謀リ之ヲ昔時ノ線路ニ比スレバ大ニ安固ヲ加ヘタルヤ論ナシト雖モ、未タ之ヲ以テ十分ト為スヲ得ス」(同書 55 頁)と述べている。

22 旧商法時代の株式会社において、大株主の議決権を制限する例は多くみられた。この点については、伊牟田(1976)を参照。

って、株主総会において大株主の議決権を上回る大勢力になり得たのである。このような不安定な企業統治構造のもとで、経営者はこの両者間の調停に苦慮したが、逆にその不安定さが大株主の支配を弱め、専門経営者の地位と役割を相対的に上昇させた点も見逃せない。この点が、経営者としての適正を持つ人材の不足と相まって、20世紀初頭の日本において早くも経営者企業(managerial enterprise)を登場させる要因となったのである²³。

第3に、経営紛争後の九州鉄道における資金調達手段とエージェンシー・コストの関係を検討した結果、以下の点が明らかになった。1900年前後の九州鉄道では、筑豊炭鉱業の急成長をうけて、産炭地域における運炭支線の建設や改良工事と、そのための資金調達が不可欠となった。ところが同社では、株主からの高配当要求によって未処分利益の90%以上が配当として社外に流出していたため(表4)、内部資金による設備投資は難しく、負債もしくは増資によって社外から資金を調達する必要があった。しかし当該期の九州鉄道では、一般株主と経営者との間に深刻なエージェンシー問題が発生していたことから、株主総会の承認を必要とする増資や1000万円以上の負債による資金調達は、経営者にとって高いエージェンシー・コストが必要であった。そのため、当初、資金調達手段として、株主総会の承認を必要としない1000万円以下の負債(年利5%以下の社債)が選択される。ところが実際の金利が、起債の条件であった5%以下より高くなってしまったために、結局、株主総会の承認が必要になり、設備投資の是非をめぐって再び総会が紛糾することになった。そして1903年4月、ようやく株主総会で年利7%での社債(600万円)発行を認められたものの、資金調達に手間取っている間に追加的な設備投資が必要となり、今度は所要資金が1000万円を超える見込みになった。その結果、総会に再度、資金調達問題を付議する必要が生じた経営者側は、ついに社債発行を断念し、増資によって資金を調達することになる。資本市場の未発達もあり、社債による資金調達が円滑に行えないという状況の下で、最終的に九州鉄道の経営者は、設備投資に反対する株主の説得という高いコストを支払ったとしても、増資による資金調達を行わざるをえなかった。

以上で検討した明治期における企業統治や企業金融の特徴は、確かに戦後のものとは大きく異なる。しかし一方で、その内実はアングロサクソン型との類似性もまた乏しいといえよう。それはやはり、厳しい資源制約のもとで企業体制を構築せざるを得なかった後発工業国に特有の現象といえる。従って、戦前期の企業体制の国際比較を行うのであれば、英米との比較よりむしろ後発国との比較の方が有意義であると思われる。その意味で、内

23 日本における経営者企業発生論については、森川(1996)を参照。

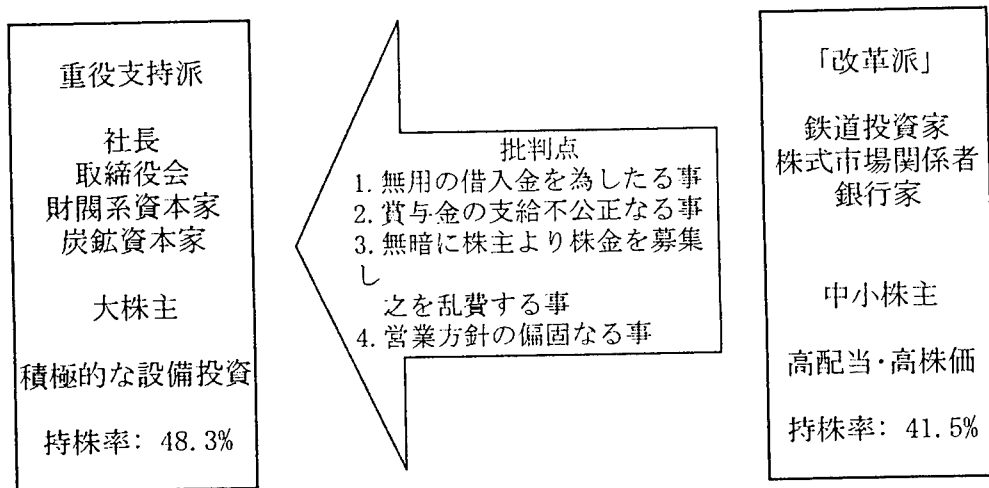
部資金<負債<増資という、通常、想定される資金調達手段とエージェンシー・コストの関係と違い、九州鉄道の経営者が内部資金<増資<負債という序列で資金調達手段を選択した点は、奥田・斉藤(2003)が検討したフィリピンの事例とも一定の類似性を有しており、興味深い。資本市場が未発達で外部からのガバナンスが弱い発展途上国の場合、負債の調達コストが増資のそれより高くなるという奥田・斉藤の指摘(奥田・斉藤 2003: p.115)は、明治期鉄道企業の資金調達を考える上でも示唆的といえる。

参考文献

- 福岡県 (2003)『福岡県史 近代通史編 産業経済 I』福岡県.
- 橋本寿朗 (1997)「現代日本経済史研究の焦点」『社会科学研究』第 49 巻第 1 号、pp.1-33.
- 伊牟田敏充 (1976)『明治期株式会社分析序説』法政大学出版局.
- 石井寛治 (1999)『近代日本金融史序説』東京大学出版会.
- 粕谷誠 (2002)『豪商の明治』名古屋大学出版会.
- 橘川武郎 (1996)『日本の企業集団』有斐閣.
- 橘川武郎 (1997)「戦後経営史の新視角」『経営史学』第 32 巻第 2 号、pp.27-40.
- Kudo, Akira (2003) "Japanese Enterprise System: Introduction," Discussion Paper for ISS-Workshop.
- 中村尚史 (1997)「炭鉱業の発達と鉄道企業」高村直助編著『明治の産業発展と社会資本』ミネルヴァ書房、pp.225-249.
- 中村尚史 (1998)『日本鉄道業の形成』日本経済評論社
- 中村尚史 (2001)「明治期三菱の有価証券投資」『三菱史料館論集』第 2 号、pp.69-134.
- 中村尚史 (2003)「地方資産家の投資行動と企業勃興」『経営史学』第 38 巻第 2 号、pp.27-58.
- Nakamura, Naofumi (2002) "The Present State of Research on Zaibatsu: The Case of Mitsubishi," *Social Science Japan Journal*, 5-2, pp. 233-242
- 森川英正 (1980)『財閥の経営史的研究』東洋経済新報社.
- 森川英正 (1996)『トップマネジメントの経営史』有斐閣.
- 宮島英昭 (1996)「財界追放と経営者の選抜」橋本寿朗編『日本企業システムの戦後史』東

- 京大学出版会、pp.43-108.
- 野田正穂 (1980)『日本証券市場成立史』有斐閣.
- 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、pp.97-144.
- 岡崎哲二 (1995)「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展」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、pp.437-484.
- 岡崎哲二 (1999)『持株会社の歴史』ちくま新書.
- 奥田英信・斉藤純 (2003)「エージェンシー・コスト・アプローチによるフィリピン企業の資金調達構造の分析」『開発金融研究所報』第 16 号、pp.111-133.
- 武田晴人 (2002)「はしがき」石井寛治・原朗・武田晴人編『日本経済史 3 両大戦間期』東京大学出版会、pp. v・x x iv.
- 東條正 (1985)「明治期鉄道会社の経営紛争と株主の動向」『経営史学』第 19 巻第 4 号、pp.1-35.
- 山口和雄編 (1970)『日本産業金融史研究 紡績金融編』東京大学出版会.
- 安岡重明 (1970)『財閥形成史の研究』ミネルヴァ 書房(1998 年増補版).
- 安岡重明 (1998)『財閥経営の歴史的研究』岩波書店.

図1 九州鉄道経営紛争における対立の構図



(出典) 東條1985、3～7頁より作成。

図2 九州鉄道㈱の営業収入の構成比

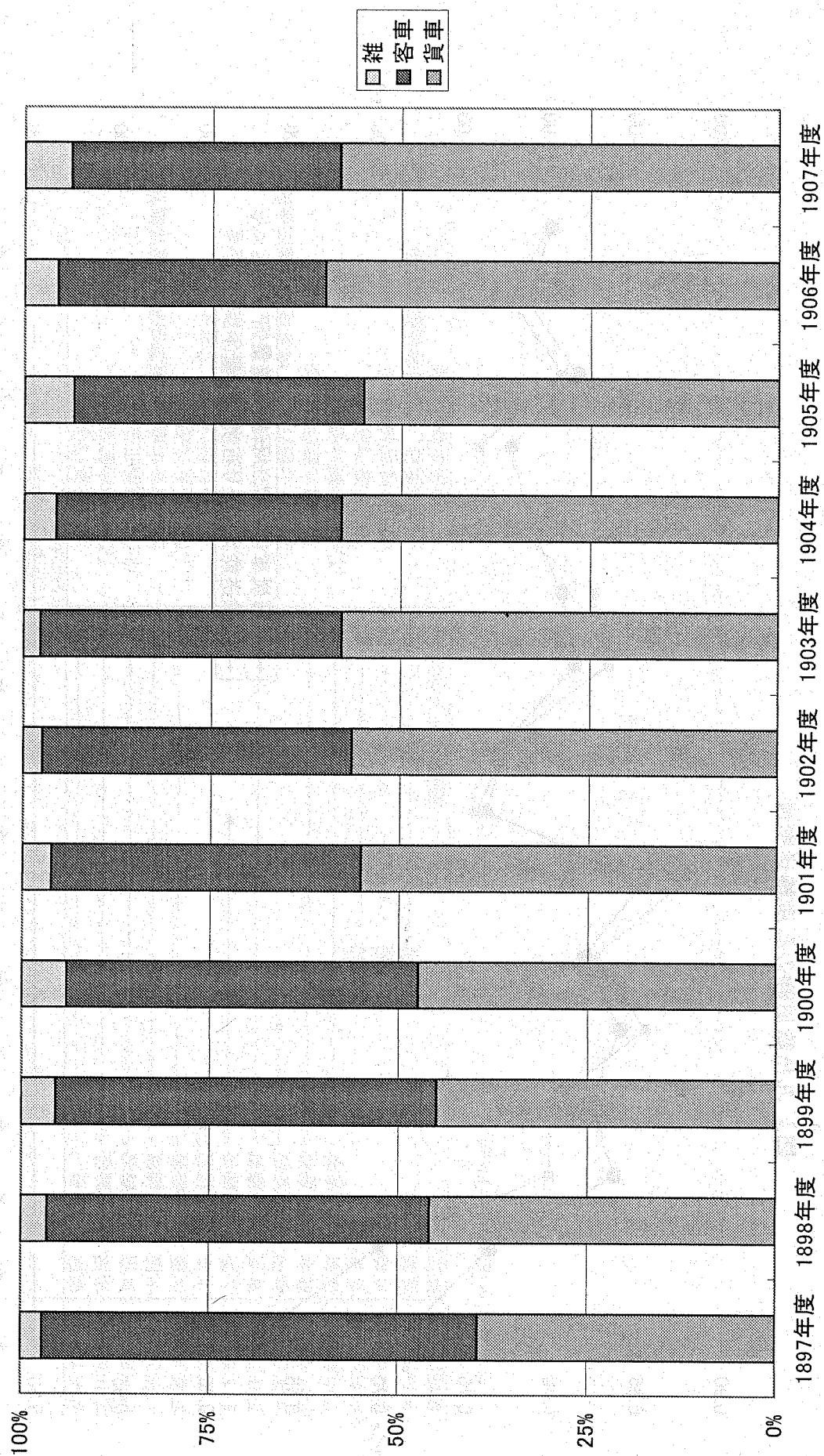


図3 九州鉄道(株)の石炭輸送密度

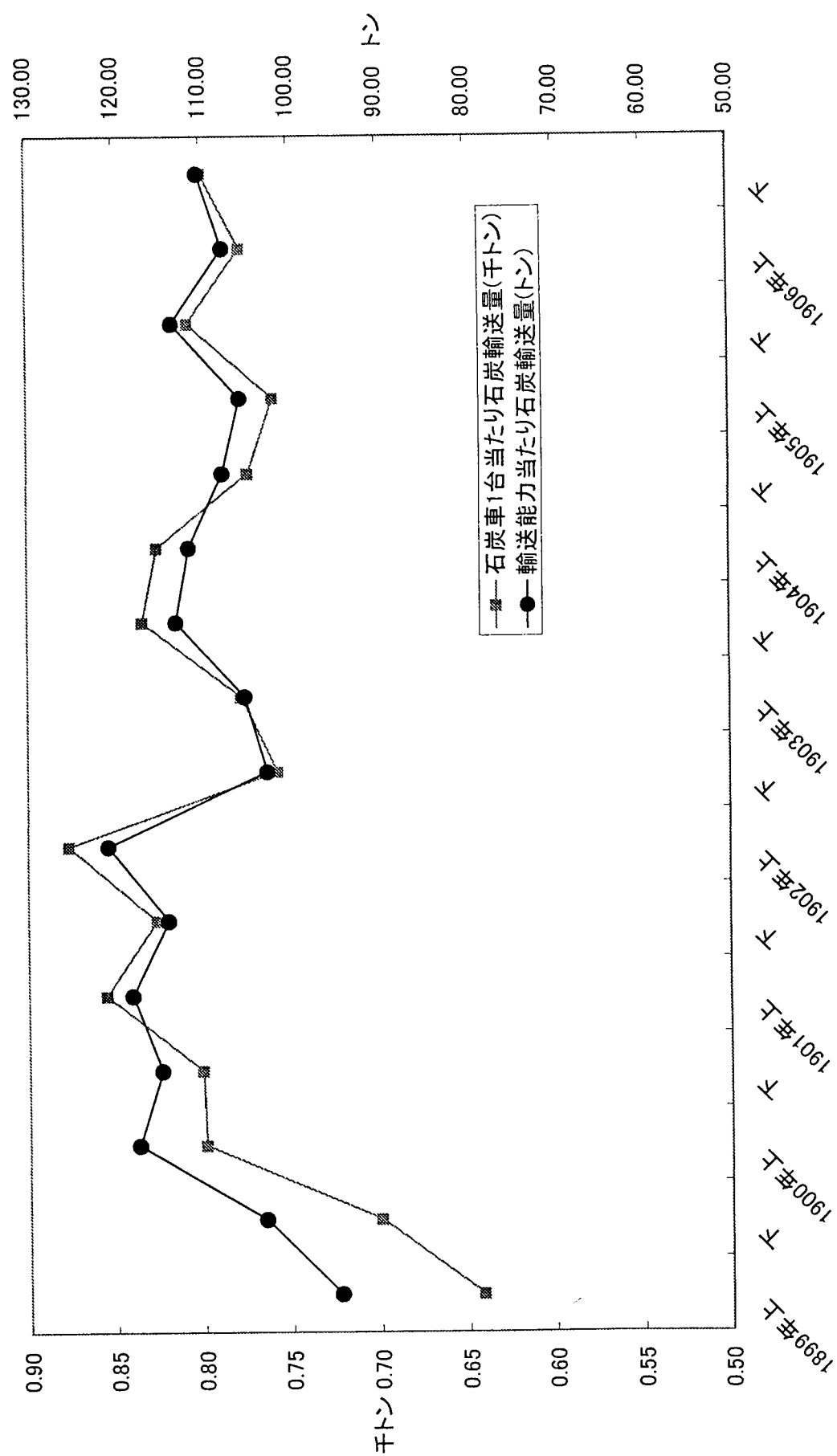


表1 九州鉄道㈱役員の推移

	住所	1901年下	1902年下	1903年上	1903年下	1905年上	1907年上	持株数 (1902年)	備考
仙石貢	福岡	社長						275	三菱代理人
安川敬一郎	福岡	取締役						7,259	明治鉱業
原六郎	東京	取締役						2,250	横浜正金銀行
片岡直輝	大阪	取締役						200	前日本銀行大阪支店長、大阪瓦斯社長
伊庭貞剛	大阪	取締役						539	住友代理人
今村清之助	東京	取締役	→						今村銀行頭取、三菱名義人
松本重太郎	大阪	取締役			→			2,834	百三十銀行頭取、山陽鉄道会長
浜田市助	東京	取締役						1,655	前日本銀行検査局長、島津家々令
小河久四郎	福岡	監査役	→					211	十七銀行頭取、博多商業会議所会頭
住江常雄	熊本	監査役						103	第九銀行取締役
伊丹弥太郎	佐賀	監査役						1,006	栄銀行頭取
白石直治	東京				取締役			200	三菱代理人
則元由庸	長崎				取締役			695	長崎新報取締役
太田清蔵	福岡				監査役			944	油問屋、博多商業会議所会頭
草郷清四郎	神奈川					取締役			明治生命監査役

(出典) 九州鉄道㈱『報告』各回。

表2 三菱の九州鉄道株所有

	総株数	株主数	1人当持 株数	三菱持株 数	同持株 率	増資理由(合併・買収その他)
1897年3月	330,000	2,900	113.8	33,634	10.2%	
1898年3月	600,000	3,765	159.4	93,674	15.6%	筑豊鉄道合併
1899年3月	607,000	3,959	153.3	91,574	15.1%	
1900年3月	815,000	5,147	158.3	116,603	14.3%	
1901年3月	815,000	5,087	160.2	120,043	14.7%	
1902年3月	980,000	5,498	178.2	120,043	12.2%	豊州鉄道合併・唐津興業鉄道買収
1903年3月	980,000	5,355	183.0	119,843	12.2%	
1904年3月	980,000	5,563	176.2	119,843	12.2%	
1905年3月	1,240,000	5,683	218.2	146,601	11.8%	筑豊地域への設備投資
1906年3月	1,240,000	6,280	197.5	146,601	11.8%	

(出典) 『公債券勘定帳』MA5811(三菱史料館所蔵)および『九州鉄道株式会社株主氏名表』各回

表3 九州鉄道(株)の大株主(1903年3月末現在)

	氏名	住所	持株数	役員・代理人	備考
1	岩崎久弥	東京	94,879	仙石貢(社長)	新入、鯉田炭鉱
2	岩崎弥之助	東京	18,440		
3	住友吉右衛門	大阪	9,502	伊庭貞剛(取締役)	忠隈炭鉱
4	明治生命	東京	9,330		
5	貝塚卯兵衛	三重	7,950		桑名紡績会長
6	根津嘉一郎	東京	7,556		東京電灯専務取締役
7	住友銀行	大阪	7,402		
8	安川敬一郎	福岡	7,259	取締役	明治鉱業
9	三井銀行	東京	6,879		山野、田川炭鉱
10	松本達夫	東京	6,821		
10大株主計			176,018		
総株数			980,000		
10大株主持株率			18.0%		

(出典) 『九州鉄道株式会社株主氏名表』

(備考) ゴチックは筑豊炭鉱業関係者。

表4 九州鉄道㈱の財務構造

期末営業距離 km	公称 資本金	払込 資本金	積立金	社債	借入金・ 約束手形	興業費	同期中 増加額	営業純 利益金	当期利益 (含補助金)	前期繰越金	未処分 利益	配当金	配当 性向	自己資本 比率	長期 適合率	営業 係数	資本金 利益率	配当率
1897年上	211	16,500	10,640	121	1,500	226	11,886	545	588	8	596	524	88%	86.2%	96.9%	41.0%	10.2%	10.3%
下	282	30,000	17,585	226	1,895	350	18,129	807	863	23	886	827	93%	88.8%	92.0%	48.0%	9.2%	11.7%
98年上	282	30,000	21,128	267	1,867	500	20,456	767	767	22	789	739	94%	92.0%	87.9%	57.0%	7.3%	7.6%
下	315	30,350	24,638	306	1,839		23,519	922	922	7	929	878	95%	91.4%	87.8%	54.0%	7.5%	7.7%
99年上	315	30,350	26,547	352	1,811		27,468	768	808	1	809	764	94%	93.7%	95.7%	64.0%	5.8%	6.0%
下	323	40,750	29,056	390	1,783		28,519	1,010	1,030	3	1,033	951	92%	94.3%	91.3%	56.0%	7.0%	6.8%
1900年上	330	40,750	30,155	441	1,755		29,264	1,151	1,151	26	1,177	1,077	92%	94.6%	90.5%	51.0%	7.6%	7.3%
下	330	40,750	30,221	513	1,727	150	30,495	1,368	1,368	39	1,407	1,209	86%	94.7%	93.9%	49.0%	9.1%	8.0%
01年上	383	47,550	38,325	679	1,699		37,068	1,733	1,733	56	1,789	1,576	88%	95.5%	91.1%	46.2%	9.0%	8.3%
下	390	49,000	41,690	784	1,643		39,365	1,745	1,745	61	1,806	1,687	93%	96.3%	89.2%	48.0%	8.4%	8.4%
02年上	408	49,000	43,767	893	1,615		39,937	1,858	1,858	28	1,886	1,786	95%	96.5%	86.3%	46.1%	8.5%	8.3%
下	413	49,000	43,800	1,006	1,587		42,032	1,691	1,691	3	1,694	1,599	94%	96.6%	90.6%	49.2%	7.7%	7.3%
03年上	417	49,000	43,800	1,108	1,559	1,490	44,131	1,847	1,847	7	1,854	1,752	94%	93.6%	95.0%	45.0%	8.4%	8.0%
下	424	49,000	44,824	1,216	1,531	1,450	45,294	2,026	2,026	6	2,032	1,768	87%	93.9%	95.2%	43.9%	9.0%	8.0%
04年上	428	49,000	45,873	1,317	1,515	900	46,018	2,203	2,203	159	2,362	1,828	77%	95.1%	94.5%	40.1%	9.6%	8.0%
下	446	62,000	47,435	1,443	1,500		49,083	2,309	2,309	398	2,707	1,885	70%	97.0%	97.4%	43.3%	9.7%	8.0%
05年上	452	62,000	48,737	1,686	1,500		49,418	2,358	2,358	477	2,835	2,061	73%	97.1%	95.2%	45.0%	9.7%	8.5%
下	453	62,000	48,739	1,844	1,500		51,073	2,355	2,355	561	2,916	2,193	75%	97.1%	98.1%	49.9%	9.7%	9.0%
06年上	453	62,000	50,296	2,007	1,500		52,074	2,775	2,775	486	3,261	2,501	77%	97.2%	96.8%	44.2%	11.0%	10.0%
下	454	62,000	50,300	2,225	1,500	1,200	54,186	2,449	2,449	510	2,958	2,767	94%	95.1%	100.3%	49.8%	9.7%	11.0%
07年上	454	62,000	51,646	2,348	2,986	2,986	59,387	1,117	1,117	34	1,152	1,144	99%			60.3%	8.7%	9.0%

(出典) 東條1985、第3表及び九州鉄道株式会社「報告」各回。

(備考) 自己資本比率は(払込資本金+積立金)/(払込資本金+積立金+社債+借入金)、営業係数は営業費/営業収入、
 資本金利益率(年率)は営業純利益金/払込資本金×2、長期適合率は(興業費)/(払込資本金+積立金+社債)で算出。
 配当性向は配当金/未処分利益で算出。

第5章

戦間期日本企業の償却行動と企業統治

齊藤 直

1. はじめに

本稿の課題は、戦間期の日本企業における企業統治と企業行動の關係に、償却行動（固定資産の減価償却のあり方）の側面からアプローチする点にある。

商法、証券取引法、財務諸表規則、企業会計原則などの整備により、固定資産の減価償却のあり方に裁量の余地がほとんどない戦後とは異なり、戦間期日本企業の償却行動は、費用計上する（直接償却）か、利益処分の一環として償却準備積立金を積立て、償却を実施する際にそれを取り崩して行う（間接償却）かの選択が企業側にゆだねられ、利益処分に減価償却費を計上する企業すら多く見られるなど¹、多様であった。また、償却の水準についても、高収益を実現している時期には償却を厚く行い、収益が低迷した場合には配当を優先し、償却を抑えるといった不安定性が見られた。そして、1930年代には多くの企業で財務諸表上は固定資産減価償却を費用計上するようになるものの、費用計上する場合でも、償却率がパフォーマンスの良好な期に高くなる（すなわち、業績が悪い期には償却後の利益を確保するために減価償却の水準を低く抑える）企業が多いという傾向は不変であった。このような償却行動の裁量性は、戦間期日本企業に広く見られたのである。

減価償却の実施が固定資産額の減少を通じて財務面を健全にするとともに、長期的な企業経営の安定化をもたらすにもかかわらず、その水準が時系列的に不安定になることは、まずは配当原資を確保することを経営者が優先していることを示す可能性が高い。その意味で、企業がどのような減価償却行動をとるかは、企業統治面からアプローチすべき問題でもある。どのような企業で高位安定的な償却行動が実現していたであろうか。また、裁量的な償却行動が見られたのはどのような企業であろうか。

¹ この場合、貸借対照表上の固定資産額は、直接償却の場合に当期末に減少するのに対して、時期末に減少すると想定される。

こうした問題に接近するため、本稿では戦間期日本の製造業企業を対象に、当時の償却行動がいかなるものであったかを統計的に確認するとともに、当時の代表的な産業である綿糸紡績業を取り上げ、その償却行動に企業統治が与えた影響を分析する。次節以降で触れるとおり、戦間期における日本企業の償却行動を企業統治との関係で本格的に実証した先行研究は存在せず、本研究はその最初の試みと位置付けられる。また、本稿の課題設定を、長期的な視野に立って減価償却を行うか、短期的な視野で株主配当を優先するかを選択問題と読み替えれば、企業経営における時間的視野の長短と企業統治の関係という、より本質的な問題への接近も可能になろう。その意味では、企業経営に対して資本市場からの圧力が強まりつつある、今日の日本経済に対するインプリケーションを得ることも可能な課題設定であるといえよう。

なお、次節以降の構成は以下のとおりである。2 節では、本稿で用いる分析枠組みを提示するとともに、企業統治と企業行動の関係を分析する上で、減価償却に着目することがなぜ重要であるかを説明する。3 節では、償却行動のあり方が法制や会計制度といった制度面の影響を受けることを踏まえ、戦後との比較を念頭に置きつつ、戦間期の減価償却制度について簡単にまとめる。その上で、戦後と戦間期における日本企業の償却行動を概観する。4 節は本稿の中心的部分であり、企業統治が償却行動に与える効果を定量的に分析する。5 節は本稿のまとめにあてられる。

2. なぜ減価償却が重要か

2-1 減価償却に注目する理由

本稿は、企業統治と企業行動の关系到、減価償却行動の側面からアプローチすることを課題としているが、具体的な分析に入る前に、企業統治と企業行動の関係を分析する上でなぜ減価償却に着目することが重要であるかについて、若干の議論を展開しておこう。

そもそも固定資産の減価償却は、長期的な視野に立って行われるべきものである。減価償却は、建物、機械装置、器具備品、車輛運搬具など、使用可能期間が長期にわたり²、かつ時間の経過によってその価値が減価する資産に対して行われるものであり³、それらの資産の取得に要した金額は、使用可能期間の全期間にわたり分割して必要経費として計上さ

² 今日では、耐用期間が1年に満たない資産は短期性の資産とされる。

³ したがって、土地のように価値が減価しない資産は、効果が長期にわたる場合でも減価償却の対象とはならない。

れることになる⁴。すなわち、減価償却とは、償却対象資産の取得に要した金額を、一定の方法によって各年分の必要経費として配分していく手続きに他ならない。そして、こうした効果が長期にわたる資産の評価が明確化するためには、適正な期間損益計算という高度な会計処理が必要になる。

これまで会計史の分野で行われてきた減価償却研究は、主に以上のような意味においての減価償却の重要性を意識したものであった。高寺（1974、1976、1979）、久野（1971・72）などの先行研究は、減価償却の定着の度合いをもって近代的な企業会計制度の成立の指標としているが、そこでは、固定資産の評価の明確化、すなわち適正な期間損益計算の成立が、近代的な企業会計制度に不可欠な要素と考えられているのである。そして、高寺の一連の研究は、減価償却費を損金算入することを認めた 1899 年の所得税法改正を契機として、わが国においても減価償却制度が定着したとしている⁵。一方、会計史研究の文脈においても、その後の戦間期における償却行動を対象とした実証分析は意外なほどに少ない⁶。それは、高寺（1974）も指摘するとおり、商法の整備を受けて、1900 年前後には少なくとも一部の先進的な企業では減価償却が定着したため、上記のような、適正な期間損益計算ができるようになる過程を明らかにすることで、近代的な企業会計制度の成立を把握するという問題意識に立った研究においては、減価償却制度の定着以降の時期を対象とした分析を行う必要性が低下するためであろう。

とはいえ、実際には、4、5 節で見るように、戦間期における日本企業の償却行動は極めて多様であり、すべての企業が長期的な企業経営の観点から見て望ましいと考えられる償却行動をとっていたわけではなかった。むしろ、減価償却が不十分な企業が多数であったと言っても過言ではあるまい。一部の企業で減価償却が定着した後も、十分な償却を行わない企業が相当数残った事実を踏まえれば、経済史・経営史の立場からは、こうした企業間の格差こそ、分析すべき対象ということになる。

固定資産は時間とともに減耗し、それとともに生産能力も低下するが、仮に減価償却の実施が不十分であるとする、生産能力の低下に見合ったペースで固定資産額の減少が進まず、財務内容が徐々に悪化することになる。したがって、必要な水準の減価償却を安定的に行うことは、長期的な企業経営の安定に寄与するという意味で望ましいことになる。

⁴ この固定資産の使用可能期間にあたるものが法定耐用年数であり、今日においては財務省令により定められている。

⁵ 紡績業の例でも、高村（1971）は、この時期に固定資産の減価償却が活発に行われるようになったとしており、高寺（1974）の主張は経済史の分野から見ても違和感のないものであるといえる。

⁶ 例えば、日本郵船を分析した山口（2000）上記の久野（1971・72）の後半部分などは数少ない実証研究である。

ところが、減価償却を十分に行わないことによる財務面の健全性の低下は、必ずしも短期的に現れるわけではない⁷。ゆえに、ここで減価償却と株主配当が代替的であったと仮定した場合⁸、例えば高配当を維持することに対する株主からの圧力が強いような場合に、配当が優先され、減価償却は後回しにされてしまう可能性がある。岡崎（1993）が指摘したように、戦間期の日本企業においては株主の発言力が強かったと考えられ、減価償却よりも配当が優先された企業が多く見られても不思議はあるまい。逆に、株主が投資先企業の事業内容を理解しており、減価償却の重要性を十分に認識しているような企業や、株主代表取締役ではなく専門経営者が経営の中枢を占めるような企業においては、優先的に減価償却が行われると想定される。つまり、償却行動は企業統治との関連で分析すべきものであると考えられるのである⁹。こうした問題意識を踏まえつつ、次項では本稿で想定する分析の枠組みを説明しよう。

2-2 分析の枠組み

企業統治と減価償却その他の企業行動、および長期的な企業パフォーマンスの関係について、本稿の想定する分析枠組みが図1に示されている¹⁰。減価償却はさまざまな経路を通じて企業経営の長期的な安定性に影響を与えられ（図1の①）。

第一の経路としては、減価償却の実施が財務体質を健全化させ、長期的な収益性の向上に結びつく経路が考えられる。具体的には、減価償却の実施により、貸借対照表上の固定資産額が減少し、それが例えば固定比率（固定資産／自己資本）の低下に象徴されるような財務体質の改善をもたらし、長期的な収益性の強化を実現するという経路である。逆に、十分な減価償却が行われないとすると、固定資産の減耗にともなう生産能力の低下に対応

⁷ 例えば、耐用期間が10年の固定資産では、実際の減耗率は10年間均等にはならず、初期の減耗率が低位にとどまるのに対し、耐用期間の後半になると減耗率が逡増すると考えるのが妥当である。

⁸ ここでいう「代替的」とは、限られた利益を株主配当の形で社外流出させるか、減価償却の形で社内に留保するのかが、代替的な利益処分の方法であるという意味において用いている。なお、本稿の後半では、減価償却を費用計上するか、利益処分で行うかが重要な論点となるが、ここではさしあたりそうした区別はせず、償却と配当を同時に決定するという企業行動を想定して記述している。

⁹ なお、償却行動に対する企業統治の影響を評価する際には、税制面への考慮をする必要があるが、この点に関する本稿の立場は3節で言及する。

¹⁰ なお、本稿で主として扱う企業統治→償却行動に関連して、企業統治と企業行動、企業パフォーマンスの関係について実証分析を行った先行研究は以下のとおりである。まず、企業統治がパフォーマンスに与える影響を扱った分析としては、財閥の効果を分析した岡崎（2000）、Okazaki（2001）、Frankl（1999）、および外部大株主や経営者保有比率の効果を分析した宮島・齊藤・尾身（2004）、Miyajima, Omi and Saito（2003）が挙げられる。また、企業統治が投資行動に与える効果については宮島（2004）が分析している。さらに、図1に直接示されているわけではないが、利益処分に注目して、企業統治が役員賞与に与える効果を分析した横山（2001）も、戦間期においては減価償却が利益処分の一環として行われることがいまだ多かったことを踏まえれば、重要な先行研究である。

した、財務諸表上の固定資産額の減額が行われないことになり、長期的には経営の健全性が損なわれることになる。高橋亀吉は著書『株式会社亡国論』の中で戦間期における企業経営の腐敗について論じているが、そこでは企業の業績が長期的に悪化する背景のひとつとして、企業経営が短期的な視野に陥り、十分な減価償却を実施しないことにより、財務内容が徐々に悪化した点を指摘している。こうした経路について本稿で本格的な分析を行うことはできないが、本節の後半部で確認するように、戦間期に発生した企業破綻の多くのケースで、固定資産の多額の評価損を伴っている。これは、不十分な減価償却が長期的な企業経営に大きな問題をもたらすことを示唆するものであろう。

--- 図 1 about here ---

償却行動が長期的な企業経営に影響を与える第二の経路としては、設備投資にかかわる資金調達の経路を挙げることができる。減価償却費を計上すれば企業はその分だけ流動的な資金を保有することができるが、これを設備投資のための原資とし得るのである。こうした資金調達手段としての側面に着目すれば、減価償却は内部資金の一形態であるため、その資本コストは負債（社債発行ないし銀行借入）や増資によるそれよりも割安であると想定される¹¹。したがって、ある規模の設備投資を行うことが決定している場合には、減価償却を行うことは、資本コストを低く抑える効果が見込まれよう。また、内部資金と外部資金のコスト差が大きい場合、外部資金の調達にともなう資本コストが割高であるがゆえに設備投資の水準が内部資金の多寡に制約される可能性がある¹²。その場合、十分な減価償却を行えば、それを行わない場合に比べて、設備投資を望ましい水準に近づけることが可能になると考えられる。実際、戦間期の資金調達における減価償却の重要性についてはいくつかの先行研究が示唆している¹³。

とはいえ、戦間期における大企業の資金調達を包括的に分析した麻島（1995）が指摘しているように、資金調達手段としての減価償却に関する厳密な分析を行うことは困難である。資金源泉としての減価償却は、貸借対照表の負債・資本側（貸方）には現れず、他の資金調達方法との比較も不可能だからである。また、減価償却費を計上すれば企業はその分だけ流動的な資金を保有することができるが、減価償却費が本質的にはすでに取得した固

¹¹ コーポレート・ファイナンスの標準的な理論によれば、経営者ないし既存株主と新資金供給者との間に将来の業績に対する情報に対する格差（情報の非対称性）があり、それに基づく利害対立が生じると、情報面で不利な立場にある外部資金提供者は要求する資本コストを高く見積もることによって防御するので、外部資金調達にともなう資本コストは割高になると考えられる。

¹² こうした制約は内部資金制約と呼ばれる。この場合、実行されるのが望ましい投資プロジェクトが実行されないという過少投資問題が発生することになる。なお、内部資金制約については Fazzari, Hubbard and Petersen (1988) を参照。

¹³ 例えば、化繊産業における山崎（1975）、電力業における橘川（1995）など。

定資産の費用を分割して計上するものであることからわかるように、それが必ずしも新たな設備投資に向かうとは限らない。したがって、減価償却の実施と設備投資にともなう資金調達を一对一に対応させて論じることは不可能である。とはいえ、資金調達方法の決定については、企業行動を分析する上で極めて重要なトピックであることは間違いなく、何らかの分析がなされる必要がある。ここでは、資金調達方法としての減価償却の重要性を指摘するとともに、この点の本格的な分析は別の機会に譲ることにしたい。

2-3 減価償却と企業経営の安定性

さて、以上では、減価償却の実施が、長期的な財務面の健全性を介して企業パフォーマンスに影響を与える経路、資金調達において資本コストの低い内部資金の一形態として新たな設備投資に利用されうる経路、の2つの経路を指摘した。では、実際に、不十分な減価償却しか行わなかった企業で、長期的な企業経営の悪化が見られたのであろうか。とはいえ、こうした関係を本格的に分析するのは難しい。戦前期については経営破綻した企業のデータを入手することが一般的に困難であり、どのような企業が破綻したかを分析するのに足るデータセットを得られないからである。そこで、ここでは、やや傍証的にならざるを得ないが、経営破綻前後の財務データを入手可能な企業を取り上げ、その破綻に多額の固定資産の評価損の発生を伴うことが多かったことを確認することで、十分な減価償却の実施が長期的な企業経営の安定性に対して重要な意味をもったことを示しておこう。

--- 表 1 about here ---

表 1 には、戦間期における経営破綻のうち、固定資産の評価損の発生を伴うケースを掲げている。データの利用可能性により、全ての経営破綻を網羅した上で、そのうちのどれだけの割合が固定資産の評価損の発生を伴っていたかを明らかにするという手順をとることは不可能であるが、戦間期に多額の固定資産の評価損の発生を伴う、多くの経営破綻が見られたことが明らかであろう¹⁴。また、表 1 に現れた経営破綻のケースは、質的にも大きなインパクトを持つものであった。例えば、川崎造船所は、Fruin (1993) による鉱工業上位 200 社リスト (1918 年度) における首位企業であり、三菱造船と並ぶわが国の代表的な造船企業であった。また、日本製粉はわが国で最初の近代的製粉企業であった¹⁵。

¹⁴ なお、固定資産の評価損を伴わないケースのほとんどでは、原料、仕掛品、製品などの評価損を伴っていた。したがって、経営破綻のほとんどのケースで、固定資産であるか否かにかかわらず、貸借対照表上における何らかの資産の水増しがあったことは、ほぼ間違いない。

¹⁵ もちろん、減価償却の実施が不十分であったことのみが、これらの企業の経営破綻の原因であったと主張しているわけではない。なお、川崎造船所が経営破綻に至る過程については、柴 (1980, 1983) に詳しい。また、日本製粉における経営戦略の失敗については由井 (1995)、岡崎 (1999) を参照。

このように、償却行動は長期的な企業経営に対して無視できない影響を与えると考えられるが、本稿では企業統治がこの償却行動に影響を与えると想定する（図 1 の②）。すなわち、本節前半部で指摘したように、減価償却を行わないことによる負の効果は短期的に業績に反映されとは限らないため、高率配当を要求する株主の圧力が強い場合には、長期的な企業経営という視点に立てば十分な減価償却を行うのが望ましいにもかかわらず、配当が最優先される可能性が想定されるのである。

本稿では、こうした償却行動に企業統治が与えた影響を分析することになるが、次節では、具体的な分析に先立ち、まずは減価償却に関する制度面の特性について、簡単にまとめておくことにする。

3. 減価償却の制度的側面

3-1 戦後日本の減価償却制度

戦間期における減価償却制度の特徴を明確にするため、まずは企業の償却行動に裁量の余地が小さい戦後の減価償却制度について概観し、戦間期との比較に供しよう。

戦後の日本企業における減価償却のあり方は、商法や企業会計原則の規定により、裁量性の小さいものとなっている¹⁶。まず、商法においては第 34 条 2 において「毎決算期ニ相当ノ償却ヲ為シ予測スルコト能ハザル減損ガ生ジタルトキハ相当ノ減額ヲ為スコトヲ要ス」とされており、固定資産の減価償却を行うことを義務づけている。そして、具体的な「商業帳簿ノ作成ニ関スル規定ノ解釈」については「公正ナル会計慣行ヲ斟酌ス」ることとされている（第 32 条 2）。ここでいう「公正ナル会計慣行」は、条文の表記からは必ずしも特定の法規を指すものとは断定できないが、わが国において企業会計原則以外にこうした内容を持つ規定を想起するのは困難であり、企業会計原則を指すものと考えてほぼ間違いなからう。

さらに、上場企業については証券取引法が第 5 条で「（有価証券の募集または売出しなどの一引用者）届出をしようとする発行者は、その者が会社である場合においては、内閣府令で定めるところにより、次に掲げる事項（経理の状況など一引用者）を記載した届出

¹⁶ 本節中に引用する条文のうち、戦後に関するものについては、原則として現在（2004 年 4 月）のものであり、過去における条文の表記については、条文の大きな変更があった場合などに限り、必要に応じて言及するととどめる。

書を内閣総理大臣に提出しなければならない」¹⁷18としているが、「内閣府令で定めるところ」とは財務諸表規則を指すと考えられ、ここでは上場企業に財務諸表規則にのっとり財務諸表を作成することを義務づけているものと解釈できる。そして、その財務諸表規則¹⁹では、貸借対照表における固定資産の減価償却累計額の表示方法を示すとともに、同規則に規定されていない内容については第1条で「一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に従うものとする」とした上で、それは同条第2項で「企業会計審議会により公表された企業会計の基準」すなわち企業会計原則をはじめとする一連の会計基準であるとしているのである²⁰。

そして、その企業会計原則においては、固定資産の減価償却について、貸借対照表原則の五の二項に「資産の取得原価は、資産の種類に応じた費用配分の原則によつて、各事業年度に配分しなければならない。有形固定資産は、当該資産の耐用期間にわたり、定額法、定率法等の一定の減価償却の方法によつて、その取得原価を各事業年度に配分し」なければならないと規定しており、定額法、定率法といった償却方法の選択を除けば、裁量性は極めて小さくなっているといえる。

実際に、戦後の数値例からこうした点を確認してみよう。具体的には、好況期である1980年代後半のバブル経済期と、95～96年を除いては景気低迷が続いた90年代をとりあげ、東証1部上場の製造業企業の償却率（固定資産有価償却額／1期前有形固定資産（土地を除く））を計算した。ただし、後にも指摘するように、減価償却のあり方は固定資産の状況に依存するため、償却率の高低、ないし安定度を論じるのであれば、固定資産の規模、内訳等まで吟味する必要がある。しかし、各企業においてそれを行うのは困難であろう。そこで、同一産業に属する企業においては類似の固定資産を有しているものと仮定して議論を進める。表2では、食品、繊維、化学（医薬品を除く）、医薬品、ガラス・土石、鉄鋼、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械の10業種を取り上げ、償却率の水準および企業間の標準偏差を示した。

… 表2 about here …

同表からは、償却率の水準は産業間で異なるものの、各産業での時系列的な推移は非常に安定的であるといえる。また、償却率の企業間における標準偏差は各産業で低い数値となっている。本稿では、同一産業に属する企業においては類似の固定資産を有しているも

¹⁷ 第5条以外にも第7条、第9条第1項、第10条第1項、第24条第1、3、6項に同様の規定がある。

¹⁸ ただし、証券取引法制定当時（1963年）は、引用条文中の「内閣府令」は「大蔵省令」、「内閣総理大臣」は「大蔵大臣」であった。

¹⁹ 正式名称「財務諸表等の用語・様式及び作成方法に関する規則」。

²⁰ 企業会計原則注解、連結財務諸表原則などの基準も同時に含まれる。

のと仮定して分析を進めるが、実際には企業間で保有する固定資産に差異があり、かつ同一産業内においても多角化により異なる種類の固定資産を保有する企業が存在することを併せ考えれば、企業間における償却率の差異は、実際には表2の標準偏差の数値が示唆するよりも小さいと判断することが許されよう。

なお、上述の通り、償却率の時系列的な推移は安定的であるが、1980年代から90年代の不況期にかけて、全体的に低下傾向にあることが目を引く。表2からだけでは明らかにしえないが、収益の低下に対応して償却水準を裁量的に低下させるという行動をとっていた可能性がある。その際にとられた方法としては、例えば、減価償却の方法を定率法から定額法へ変更するということが考えられる²¹。一般的に定額法で減価償却を行った方が、償却率が低くなるためである。こうした点は、今日の日本における企業行動を考える上で興味深い点であるが、本稿の課題からは外れるため、詳細な分析は後日に譲り、さしあたりここではこれ以上深入りしないこととする。

3-2 戦間期日本の減価償却制度

それでは、戦間期の日本における減価償却制度はいかなる特徴を有していたのであろうか。すでに、1899年所得税法において、固定資産の評価減を損金算入することが認められており、例えば紡績業を分析した高村（1971）でも、同法を契機のひとつとして紡績企業において減価償却が定着したとしている。しかし、1899年所得税法が規定したのは、あくまでも実際に発生した「評価減」の損金算入であり、これが規則的な減価償却費の計上に直結すると考えることはできない。また、法制史の立場からの研究である高橋（1962）においても、明治税制においては減価償却費が認められず、資産の評価減を損金として認めていたに過ぎなかったとされている²²。

減価償却費の計上という点においては、1918年に税務官庁内部の執行上の内規として定められた減価償却制度、およびそれを反映した20年の所得税法改正が重要であろう。1918年の減価償却制度は、税務制度上の措置として、企業の計算する減価償却費の損金算入を認める基準であり、具体的内容は必ずしも明らかではないが、高橋（1962）によれば、対象となる固定資産は建物、構築物、船舶、機械、器具、自動車であり、償却方法は定額法と定率法を基本とするとともに、耐用年数については資産種類ごとに定められた個別耐用

²¹ 逆に、裁量的に減価償却を増加させようとするれば、償却方法の定額法から定率法への変更、有税償却の実施、各種の特別償却の実施などの方法が考えられる。

²² ただし、高寺（1974）では、1900年代にはすでに減価償却費の費用計上が行われ、当局も容認していたとされている。

年数が作成された。

一方、1920年の所得税法改正は、源泉課税主義から総合課税主義への転換など、従来の所得税法の構想に大きな変革をもたらすものであり、わが国の所得税法はこの改正によって近代的な性格を有するに至ったと評価される改正であるが、この所得税法改正においては、附属法規である所得税法施行上取扱方心得に損益金の区分に関する指針があり、減価償却費を損金参入した場合に非課税とすることが明示された（大蔵省 1955）²³。また、所得税法改正に対応して、18年の内規を公表する形で耐用年数表も初めて定められた。これは所得税法改正により法人に対する課税方法が整備され、それに対応して法人税の計算方法を整備する必要性が認識され、その一環として固定資産の減価償却に関する計算の明確化、計算方法の統一化を目指したことの表れであった²⁴。なお、この耐用年数表が改正されるのは1937年であるため²⁵、本稿が対象とする戦間期においては一貫して同一の耐用年数表が用いられていたと考えて問題ないであろう。

こうして、減価償却費を損金参入した場合に非課税となることが定められたが、当局のスタンスはあくまでも、減価償却費を計上したときに耐用年数表から算出される上限を超えない限りその損金参入を認めるというものであり、積極的に減価償却費を損金参入することを推奨した、ないしはそれを義務付けたというわけではなかった²⁶。こうしたスタンスは戦間期を通じて不変であり、例えば1927年1月6日通達の主秘第一号通牒（各税務監督庁宛通達）においても、減価償却額の算定方法自体についてはかなり詳細に定められたものの、「法人が資産の減価償却及び評価損を総損金中に計算した場合においては、その目的が計算の基礎を鞏固ならしめるにあり特に脱税の結果を来さない」と認められる程度のものはこれを是認する」方針としたとされていることからわかるように²⁷、企業が損金参入した場合に限りそれを認めるというスタンスは不変であった²⁸。

²³ ただし、減価償却積立金、修繕費積立金などの費目を利益処分で計上した場合、すなわち間接償却を選択した場合には課税されることとされた。

²⁴ 池田（1944）による。

²⁵ 池田同上書によれば、この1937年の第一次改正の後には、戦時経済を背景として、耐用年数を短縮する改正が繰り返された。

²⁶ 池田同上書による。また、戦前期には、商法においても法人に減価償却を義務づける規定はなかった。なお、戦前期の商法については『帝国六法全書』有斐閣書房（1905年）を参照した。

²⁷ 引用文は大蔵省（1955）による。

²⁸ また、1930年代になると、企業改正制度に何らかの基準を作成しようとする動きが現れる。1934年の財務諸表準則が代表的である。そのうちの「損益計算書に関する通則」に含まれる第四號表（工業会社用の標準的な損益計算書の雛形）において、減価償却費は、製造原価計算の割掛費（製品の原価を構成する間接費であり、具体的には、燃料費、電力費、修繕費、減価償却費、給料及び工賃、消耗品等を含む）の内訳として特記されている。すなわち、標準的な財務諸表の標準的な形式として、減価償却費の費用計上を推奨しているといえる。とはいえ、この財務諸表準則にもやはり強制力はなかった。なお、以上の財務諸表準則に関する記述は主に黒澤（1990）による。

ただし、ここから、減価償却費を費用計上すれば法人税上有利になるにもかかわらず、表面的な利益を大きく見せるために利益処分で減価償却を行ったとすれば、それは企業統治上の問題を意味する可能性がある、と強調することは必ずしも適切ではない。池田（1944）が、「法人が利益の処分として減価償却を計上したる場合においても、翌期首に資産価額の減額整理をなしたるものについてはその利益処分の属する事業年度の損金と認めて」税務計算を行うとしているように、あくまでも貸借対照表上の固定資産額が減少しさえすれば、形式上は損金算入であるかどうかにかかわらず、損金と認められるためである。したがって、分析を行う際に、この点を強調しすぎるのは正しくない。とはいえ、減価償却費を利益処分に含めながら、貸借対照表上の固定資産額を減少させるという会計処理がどのようなものであるか想像するのは難しく、そのような処理を実際に行いえたのか大いに疑問である。また、減価償却費を利益処分に計上したうえで貸借対照表上の固定資産額を減少させたとしても、実際に税務当局に損金として認められるかどうかについては一定のリスクが存在したであろう。さらに、最も重要な点としては、減価償却を利益処分で行うことは、そもそも利益が高い期のみに減価償却が行われることを意味するから、償却率が時系列的に不安定になる可能性が高い²⁹。ゆえに、長期的な企業経営の安定性という点から判断すれば、減価償却費を費用計上することが望ましいことは明らかであろう。

3-3 戦間期日本企業の償却行動：概観

それでは、こうした戦間期における減価償却の制度面に関する特徴を踏まえた上で、この時期の日本企業の償却行動を概観しておこう。ここでの視点は、そもそもの程度の企業が減価償却を実施しているのか、減価償却の実施方法は費用計上か利益処分か、償却率、償却性向はどの程度の水準か、といった点にある。

まず、製造業に属する企業のうち、東洋経済新報社『株式会社年鑑』により財務データを利用可能な企業全体を対象として、減価償却行動のあり方を概観しておこう。対象を製造業に限定するのは、固定資産が生産要素としての意味を最も典型的に持つのが製造業であるからである。また、製造業と非製造業では固定資産の持つ意味が異なり、また減価償却のあり方についても非製造業のいくつかの産業では独特の方法が採用されてい

²⁹ もちろん、高い収益が実現された期に集中的に償却を行い、結果として每期一定水準の償却を行った場合と同じだけの累積償却額が実現されれば、事後的には問題はないことになる。しかし、将来的にどの程度の収益が実現するかは事前には確定しえないため、やはり、每期一定程度の減価償却費を計上することが望ましいといえるであろう。

たことを先行研究が指摘していることから³⁰、製造業と非製造業を同一の基準で論じるのは適切ではないと考えるからでもある。なお、ここでは、作業量の制約を考慮して金融恐慌以前の1926年度下期および戦時統制期に入る直前の1936年度下期の2時点について、サンプル各社の償却行動を確認した³¹。両時点における各企業の償却行動の要約が表3に示されている。

--- 表3 about here ---

ここでは、同表から戦間期の償却行動を要約しておこう。まず、減価償却の実施については、1926年に122社中69社(56.6%)、36年には292社中236社(80.8%)が何らかの形で減価償却を実施していた。また、両時点でデータを得られる企業87社に対象を限定すれば、1926年に52社(59.8%)、36年には76社(87.4%)が実施していたことになる。減価償却は戦間期を通じて確実に定着したと考えられる。ただし、三大財閥系の企業については、財務諸表上は減価償却費が計上されていないが、三菱系企業における固定資産会計の先進性を指摘する先行研究を踏まえれば³²、財閥系企業で減価償却が行われていなかったとは考えられず、財務諸表に現れない形で償却が行われていた可能性が高い³³。また、三大財閥系以外の企業においても、財務諸表には減価償却費が登場しないが何らかの形で減価償却を行っていたという可能性も皆無ではない。しかし、こうしたケースを特定することは不可能であるため、減価償却費の計上の有無については参考程度にとどめ、減価償却を行っていた企業に対象を限定し、それらがいかなる方法で減価償却を行っていたかを確認しておく。

--- 図2 about here ---

戦間期の日本企業が減価償却をいかなる方法で行っていたか、すなわち費用計上か、利益処分か、あるいは積立金によるのか、について確認しておこう。とはいえ、戦前期の財務諸表において、費用計上か利益処分かを確定するのは、それほど容易なことではない。財務諸表の形式が企業ごとに異なるとともに、形式上は利益処分明細書に含まれないが、貸借対照表に記載される当期利益金が登場するよりも後で減価償却費が計上されるような、

³⁰ 例えば、鉄道業については固定資産の維持保存に必要な費用(修繕費)を計上し、資産を減価しない、いわゆる取替会計が強制され(高寺1976)、鉱業については3節で触れた1918年の制度において、鉱区に対して、生産高ないし利用高に比例して毎期の減価償却費を計上するいわゆる生産高比例法がとられていた(高橋1962)。

³¹ なお、ここでいう下期とは、早稲田大学で構築中の戦前期企業財務データベースのフォーマットに対応し、9~2月の期間中に決算がある期を意味する。なお、上期・下期をこのように識別するのは、三菱経済研究所『本邦事業成績分析』に対応した措置である。こうしたデータベースの内容については齊藤(2004)およびMiyajima, Omi and Saito (2003)のAppendixを参照のこと。

³² 例えば、高寺(1974)。また、山下(1995)による三菱造船所の分析も参照。

³³ 住友財閥については麻島(1983)を参照のこと。

イレギュラーなケースも多い。この場合、実質的には減価償却費が利益処分で行われていたと考えるべきであろう。こうしたケースも勘案すると、減価償却の実施方法としては、大まかに分類して、図2に示されるような5通りの方法がある。すなわち、①費用計上する、②形式上は費用に含まれないが、貸借対照表上の当期利益金に該当する利益金が損益計算上登場するよりも前に減価償却費が計上されている（表3では便宜上「中間費用」と記載）、③形式上は利益処分には含まれないが、貸借対照表上の当期利益金に該当する利益金が損益計算上登場するよりも後で減価償却費が計上されている（表3では便宜上「中間利益」と記載）、④利益処分で行う、⑤積立金で行う、の5通りである。

表3（パネルA）では、減価償却を5通りに区分し、それぞれの方法を採用していた企業数を掲げている。同表によれば、1926年と36年の両時点でデータが存在している企業においては、減価償却費を費用計上する企業数は増加しているものの、減価償却を実施している企業に占める比率は70%代前半でほとんど変化していない。むしろ、36年にサンプルに加わる企業を含めて考えれば、依然として減価償却を利益処分で行う企業は無視し得ない数に達していると考えられるべきであろう。このように、30年代にかけて減価償却費の費用計上化が急激に進んだとはいえず、減価償却の実施方法における企業間格差はいまだ大きかった。

さらに、減価償却の水準についても確認しておこう。表3（パネルB）には1926年および36年の製造業企業における、償却率（減価償却／1期前固定資産）および「償却性向」（減価償却と償却後の利益の和を仮想的に「償却前利益」とし、それに占める減価償却の比率）³⁴の平均と標準偏差が示されている。同表からは、償却率、償却性向ともに、1920年代から30年代にかけて大きく上昇している様子が窺われる。とはいえ、償却率は36年でも5.7%に過ぎず、表2で示された1980・90年代のそれに比べればはるかに低い。また、償却率の企業間格差については、変動係数（標準偏差／平均）の値が1980・90年代に比べて大幅に高いことから、企業間で減価償却の水準に大きな差異があったことがわかる。

最後に、各企業の償却率の時系列的な推移を確認しておこう。ここでは、1932・36年の5年間を対象とし、その5年間における各企業の償却率の標準偏差を求めた。その結果、5年間一貫してデータを利用可能な160社から算出された標準偏差は2.5%であった。36年における償却率の平均値が5.7%であることを踏まえれば、これは大きな変動であるといえる。それぞれの企業にとって固定資産の持つ意味が大きく変わらないと仮定すれば、償

³⁴ 仮想的に償却前利益を想定し、そこに占める減価償却と配当の関係を論じるという方法論は、例えば、やや古いが細井（1969）など、会計学の分野でも用いられている手法である。

却率の標準偏差の値がゼロに近づくほうが、償却行動の安定性という意味で望ましいということになるが、実際には 30 年代においても償却率が大きな変動を示す企業が多かったのである³⁵。このように、戦間期日本企業の償却行動は、企業間格差が大きいばかりでなく、時系列的にも不安定な場合が多かったといえよう。

4. 償却行動と企業統治：綿糸紡績業の分析

4-1 分析対象の選定

高寺（1974）によれば、1900 年代初頭には、わが国の大企業においても減価償却制度が定着し、紡績業を分析した高村（1971）も、この時期に固定資産の減価償却が活発に行われるようになったとしている。とはいえ、前節で確認したように、その後の戦間期においても償却行動の企業間格差は極めて大きく、さらに、償却率の水準が時系列的に不安定である場合が多かった。こうした償却行動の企業間格差の大きさ、ないし時系列的な償却率の不安定性は、そもそも償却行動が利益処分、とくに株主配当との関係で決まるという面があったことを踏まえれば、企業統治との関係で分析されるべき問題である。そこで、本節では企業統治が償却行動に与える影響を分析する。

具体的には、綿糸紡績業に属する企業を分析対象として取り上げる。ここで敢えて個別産業を取り上げる理由は、理想的な減価償却のあり方は固定資産の内容によって規定されるため、固定資産の内容が均質的であると想定される同一産業に属する企業をサンプルとすることは、企業統治が償却行動に与える効果を分析する上で望ましいと考えるからである。もちろん、同一産業に属する企業でも、固定資産の内容は相当程度異なっている可能性は高いが、複数の産業に属する企業をプールして分析をおこなうのに比べれば、固定資産の内容の差異という問題は遥かに軽微になるであろう。ゆえに、本節では、同一産業に属する企業間では固定資産の内容に大きな差がないと仮定して議論を進める。

また、分析対象産業を綿糸紡績業とすることについては、以下の理由がある。まず、そもそも綿糸紡績業は戦前期の日本におけるリーディング・インダストリーであり、戦間期の日本企業における企業統治と償却行動の分析を行う際に、日本企業の代表的存在として取り上げるに足ると考えるからである。さらに、綿糸紡績業に属する企業には、多様な統治構造を持つ企業が含まれており（渡辺 2003）、企業間の差異を分析するのに適している。

³⁵ これは、昭和肥料において同様の傾向を見出した大塩（1996）、麻島・大塩（1997）とも整合的である。

また、手法上の要請として、企業間比較を含む定量分析を行うに足るサンプル数を得ることができるという利点もある。加えて、綿糸紡績業の産業史における先行研究との関係で言えば、高村（1971）が1900年前後に紡績業大企業において減価償却が定着した点を指摘しているが、下位企業まで視野を広げれば、その後も多様な償却行動が残っており、戦間期の分析を行うことで高村（1971）に新たな知見を加えることも可能になると考えられる。

4.2 実証的推論

本項では、計量分析でテストする実証的推論を提示しておこう。本稿の課題は、企業統治と償却行動の関係を分析することにあるが、戦間期の企業統治構造としては、専門経営者の進出の程度、および資本家型株主による影響力の2点に着目する必要がある³⁶。

従来の経営史の議論では³⁷、先駆的な企業で専門経営者がトップマネジメントの地位に就いた1900年前後から戦間期にかけて、一貫して専門経営者による経営の掌握が進んだ。専門経営者は、その企業内部の昇進者であるか、あるいは当該産業に関する専門的なスキルを身につけている場合が大半であり、こうした専門経営者がトップ・マネジメントに進出することにより、長期的視野に立った経営を行う試みが見られた³⁸。長期的な視野に立った場合、固定資産の内容から適切と判断される水準の減価償却を、収益の変動とは無関係に、安定的に行うという償却行動が採用される可能性が高いと想定される。綿糸紡績業を対象とした先行研究でも、1900年前後における減価償却の定着を指摘した高村（1971）は、それを実現した理由のひとつとして、「従来経営の最高中枢部は、「兼任大株主重役」（別個に本業を経営し、他の諸会社の大株主重役を兼務）によって占められていた会社が多かったが、この時期を画期として、管理職員出の重役が経営の実権を握るという事例が多く見られるようになった。（中略）中枢部のこのような変化は、ある程度長期的な視野に立って利益金処分を行なう傾向を促すことになったと考えられる」と述べているように、専門経営者の進出が減価償却の定着の背景となった可能性を示唆している。また、渡辺（2003）が戦間期の綿糸紡績業を対象として、統治構造に応じた企業の類型化を行い、そ

³⁶ 特に紡績業の場合は、分散した株式所有構造を有する企業も含まれ、小規模株主が企業経営に対してどのような影響を与えるかを分析することには一定の意味があると考えられる。とりわけ、小規模な個人株主は株式担保金融の形で、銀行から投資資金を借入れるケースが多かったため、株価（すなわち担保価値）に敏感であったと考えられる。とはいえ、株式の分散度を示す指標を作成するのは現状では困難であり、この点の分析については他日を期したい。

³⁷ 森川英正の一連の著作（森川1981、1996）や、ヒルシュマイヤー・由井（1977）を参照のこと。

³⁸ 古くは山陽鉄道における中上川彦次郎の事例に至るまで、枚挙に暇がないといえよう。

それぞれの類型における償却行動を事例分析したが、そこでは経営者企業の減価償却が高位で安定的であることを見出している。このように、専門経営者の進出が見られた企業では、減価償却の水準が高く、しかも安定的に行われるという、望ましい償却行動が実現する可能性が高いと考えられよう。

一方、資本家型株主による影響力については、まさに高橋（1930）が当時における企業経営の腐敗の姿として描いているように、長期的な企業経営の安定を阻害する効果を持った可能性が高い。すなわち、資本家型の大株主が、企業経営に対して攪乱的な介入を行い、資産内容が悪化しているのに高配当を要求し、大株主の資格で重役の地位に就くとともに、高額な役員報酬を得るといった行動が見られたのである（森川 1981）。資本家型株主がこうした行動をとる傾向があったとすれば、必然的に減価償却の水準は低くなる、あるいは、株主配当を行い、役員賞与を支払い、それでも余裕がある場合に減価償却を行うといった償却行動が見られる可能性が高いと考えられる。この場合、減価償却の水準は収益に規定されて、不安定になるものと想定されよう。

以上を踏まえ、専門経営者の進出が見られた企業では償却行動が、償却率が高く、かつ短期的な収益性に依存しない安定的なものになるものと想定される。逆に、資本家型株主の影響力が強いと想定される企業においては、償却率が低く、かつ高い収益を実現した期に減価償却が厚く行われるという意味において不安定な償却行動がみられると想定される。これらが、以下の計量分析でテストされる実証的推論である。

4-3 計量分析

本項では、前項で提示した実証的推論を簡単な計量分析により確認する。分析に用いるのは、以下の推計式である。

$$DEPK = F(SIZE, ROA, GOV, GOV \times ROA, YD) \quad (1)$$

ここで、被説明変数の $DEPK$ は償却率（減価償却／前期末固定資産）である。また、説明変数としては、企業規模 $SIZE$ （固定資産の自然体数値）、収益性 ROA （償却前利益／総資産）とともに、企業統治構造を示す変数 GOV を用いる。すなわち、(1)式は企業規模、収益性をコントロールした上で、企業統治上の特性が、償却率の水準、および償却率と収益性の関係にいかなる影響を与えるのかを分析するものであるといえる。なお、 YD は年次ダミーである。以上の変数の基本等計量は表 5 に示されている。

そして、企業統治構造を示す変数（以下、ガバナンス変数）としては、以下の2種類を用いる。第一は、専門経営者の進出の程度を示す変数であり、具体的には、渡辺（2003）と同様に、専門経営者が取締役役に占める比率に着目し、それが50%以上の場合に1をとり、それ以外の場合に0をとるダミー変数 *MANAGER* を用いる。なお、専門経営者か否かの識別については、『人事興信録』などを用いて学歴、職歴などから判断した。第二は、企業経営に対する資本家型株主の影響度に着目するものであり、具体的には外部首位株主が個人であり、かつ、その保有比率が5%以上の場合に1をとるダミー変数 *SHAREHOLDER* を用いる。外部首位株主は経営者、自社株保有会社（東京電燈における東電証券など）、経営者の財産保全会社（馬越恭平と馬越同族、島津源蔵と島津合名など）を可能な限り特定し、それらを除いた株主のうちで最上位の株主とした³⁹。なお、以上のガバナンス変数については、すべての年度について作成することは作業量の制約により不可能であるため、1913、21、28、33年の4時点について作成した。

(1)式の推計においてこれらのガバナンス変数の係数が正であれば、その企業統治上の特性を持つ企業で、償却率が高いということになる。また、戦間期の日本企業においては、収益性が高いほど償却率が高くなることが予想されるが（*ROA*の係数が正）、そうであった場合に、ガバナンス変数と *ROA*の交差項（*GOV*×*ROA*）が正であるとすれば、償却率がその期の収益性に依存するという程度が高まるという意味で、償却行動が不安定であるということになる。逆に、交差項の係数が負であれば、償却率が収益性に影響される程度が低くなるという意味において、償却行動が安定的であるということになる。

推計の対象期間は、減価償却制度が内規として定められた1918年から、日本経済が戦時統制下に置かれる直前の36年までの19年間である。また、サンプル企業は『株式会社年鑑』でデータを利用可能な42社である。対象企業は半期決算を行っているが、季節性を除くとともに、将来的に他産業、ないし戦後期との比較を容易にすることも考慮し、データベースを作成する際に年次データに換算した⁴⁰。また、データセットがパネルデータであることから、分析手法にはパネル分析のうち、固定効果モデル（Fixed Effects Model）

³⁹ なお、経営者の特定については以下の通りである。まず各時点における大株主リスト（原則として上位10位までの株主の氏名、持株数、役員への就任の有無、その役職名）、役員リスト（役職、氏名）を作成した。その上で、大株主の代表や地元の名士などが「顔役」として上位の役職に就任しているケースを『人事興信録』などから極力特定し、それらの人物を除いた上で、原則として役職が最上位である者を経営者とした。

⁴⁰ 具体的には、損益計算書などのフロー・データの場合は上期と下期の数値を足すことで年次の数値とした。また、貸借対照表などのストック・データについては下期末の値を年次のデータとした。なお、決算期については本稿の注27も参照のこと。

ないし変量効果モデル (Random Effects Model) を用いる。両モデルの間の選択については、Hausman の χ^2 検定により、定数項が確率変数にしたがう (変量効果) という帰無仮説が棄却される場合には固定効果モデルを、棄却されない場合には変量効果モデルを採用する。なお、その基準には有意水準 10% を採用する。

4-4 推計結果の検討

(1) 式の推計結果が表 6 に示されている。モデル全体の当てはまりは良好であるといえよう。なお、推計方法の選択については、変量効果を 10% 水準で棄却することができないため、変量効果モデルが採用された。

--- 表 6 about here ---

まず、コラム I は、ガバナンス変数を加えない基本推計の結果である。同推計式では、ROA の係数が 1% 水準で有意に正との結果が得られている。推計結果によれば、ROA の 1% の上昇により、償却率が 0.66% 上昇することになるが、サンプルにおける償却率の平均が 5.6% であることを踏まえれば (表 4)、これは大きな効果であるといえよう。これは、戦間期の減価償却が全体としては収益性に大きく依存するものであった、すなわち、高い収益を実現した期に減価償却を厚く行い、高い収益が得られなかった期には減価償却の実施が不十分になる傾向があったことを示している。また、推計された年次ダミーの係数からは、1920 年代には償却率が低く、30 年代に高くなっていることがわかるが、これは 30 年代に減価償却がさかんに行われたことを指摘した先行研究とも整合的である⁴¹。

次に、ガバナンス変数を加えた推計結果がコラム II および III に示されている。コラム II では、専門経営者 *MANAGER* の効果をテストした結果である。まず *MANAGER* の係数は 10% 水準で有意に正となっている⁴²。これは、専門経営者の進出がみられた企業で、高い償却率が実現されていたことを示している。しかも興味深いことに、*MANAGER* と ROA の交差項 (*MANAGER* × ROA) の係数が有意に負という推計結果が得られた。コラム II の推計結果は、*MANAGER* = 1 の場合に、償却率の ROA に対する感応度が約 3 分の 2 になることを示している。これは、償却率が収益性に依存するという戦間期日本企業に共通の傾向を、専門経営者の存在が緩和していたことを意味する。すなわち、専門経営者

⁴¹ 例えば、前出の山崎 (1975)、橘川 (1995)。ただし、紡績業でこのような変化が見られた背景は明らかではない。例えば、ハイドラフト機の導入が進むなど、紡績業の経営が設備を重視したものになったことが背景にある可能性があるが、その点の検討は今後の課題である。

⁴² この結果は、企業規模 *SIZE* を除いても不変であった。これは、推計結果に示された企業統治の効果が見かけ上のものであり、実際には企業規模による効果を反映しているに過ぎない、という可能性を排除する根拠となろう。

の進出が見られた企業では、短期的なパフォーマンスによらず、一定の償却率を保つ傾向が強かったものと考えられるのである。

一方、コラムⅢは外部個人株主 *SHAREHOLDER* の効果に関する推計結果である。その推計結果は、有意性は下がるものの、*MANAGER* を用いた場合と類似である。これは、上述の実証的推論とは逆の結果であり、一見したところ、資本家型株主は償却行動を望ましくないものにするという関係は見受けられないといえる。とはいえ、コラムⅣに示された *MANAGER* と *SHAREHOLDER* の双方を加えた推計の結果は、*MANAGER* と *ROA* の交差項のみが有意に負になることを示している。以上の結果から、専門経営者による取締役会の掌握は、安定的な償却行動に対して大いに寄与したと考えることができる。

では、専門経営者による取締役会の掌握が進んでいなかった企業において、個人株主の影響力が強かったとすれば、その企業の償却行動はどのようなものになったのであろうか。そこで、*SHAREHOLDER*=1 を満たす企業のうち、さらに専門経営者の比率が 50% に満たない (*MANAGER*=0) 場合に 1 をとるダミー変数 *SHAREHOLDER2* を作成した。その変数を用いた推計結果がコラムⅤに示されている。そこでは、*SHAREHOLDER2* と *ROA* の交差項 (*SHAREHOLDER2*×*ROA*) の係数は 1%水準で有意に正である。これは、個人株主の影響力の強いと想定され、かつ専門経営者による取締役会の掌握が進んでいない企業で、償却率が収益性に感応的になることを意味している。つまり、こうした企業では、短期的に高い収益が実現された場合に償却を厚く行うという意味において、償却行動の不安定性が見られたのである。

以上の結果は、前項で提示した実証的推論とはほぼ整合的であり、戦間期日本企業の償却行動の決定に対して、企業統治が無視しえない影響を与えていたことを示している。長期的には十分な水準の減価償却を安定的に行うことが明らかに望ましいにもかかわらず、それを行わないという企業行動をもたらすような企業統治構造は、長期的な企業経営にとって大きな弊害であった。

ところで、戦間期は企業統治構造の変容が進む時期でもある。すなわち、資本家型株主の地位が後退と軌を一にするように株主の法人化が進むとともに、専門経営者の進出が見られたのである (森川 1981、1996)。この背景としては、本節の分析結果が示唆するように、資本家型株主の影響が強いと想定される企業が長期的な企業経営の悪化に苦しみ、破綻ないしは大規模な経営再建を経験することが多かったのに対し、専門経営者の進出が見られた企業では、長期的な企業経営の安定をもたらすような企業行動が実現された可能性

が指摘できよう⁴³。すなわち、長期的な企業経営の安定を達成できるような統治構造を持った企業が淘汰されずに生存し、結果として、そうした企業統治構造を有する企業の比率が上昇したことにより、企業統治構造の変容が進んだ可能性が示唆されるのである。

5. 結びにかえて

本稿では、戦間期の日本企業における減価償却行動のあり方に関する事実の様式化を試みるとともに、企業統治構造がそれに与えた影響を検討した。分析の結果を要約すれば以下のとおりである。

まず、戦間期の償却行動については、全体として減価償却を実施する企業の比率、減価償却を費用計上する企業の比率はともに上昇したものの、1930年代においても、いまだ償却率の水準は低く、その企業間格差が大きいという特徴が見られるとともに、償却率の時系列的な推移も大きかった。戦間期における日本企業の償却行動は、企業間の差異が大きく、かつ不安定なものであったといえることができる。

そして、こうした前提を踏まえ、企業統治が償却行動に与える影響を分析した。そして償却率を企業規模、収益性、企業統治構造に回帰する推計からは、①そもそも戦間期日本企業の償却率は収益性に強く規定されるとともに、②専門経営者の進出が見られた企業では高水準で安定的な償却行動が見られ、逆に、③個人株主の影響力が強いと想定される企業においては、償却行動が不安定になる傾向がある、という結果が得られた。すなわち、戦間期における日本企業の償却行動に対して、企業統治は重大な影響を与えていたと考えられるのである。

固定資産の減価償却を行うことにより、企業は固定資産を減価させるとともに、手許に流動性を確保することができる。これが、将来的には株主に帰属するものであるとすれば、配当と償却は株主にとって同じ意味を持つはずであり⁴⁴、配当と償却の選択問題は、本質的には株主の時間的視野 (time horizon) に関する問題であると考えられるかもしれない。

したがって、本稿の枠組みを拡張すれば、企業が長期的な視野に立った経営を行うか、あるいは近視眼的 (myopic) な経営を行うか、という選択に対して、企業統治がいかなる影響を与えるかを考察することも可能になると考えられる。今日の日本において、株主の

⁴³ この過程に関する本格的な分析は今後の課題である。

⁴⁴ もちろん、経営者が株主の利害に沿った経営を行わないというリスクがある場合には、必ずしも株主配当と減価償却は同じ意味を持つわけではない。

利害を重視するいわゆるアングロ・サクソンの企業統治の特徴が徐々に強まりつつあるが、株主の利害を極度に重視すれば近視眼的な経営がもたらされる可能性も否定できない。その意味で、本稿の分析からは、企業統治がアングロ・サクソンのものへと変容しつつあるとされる現状に対する一定の知見も得られるものと期待されよう。3 節で確認したように、1990 年代後半において、東証 1 部上場の製造業企業の償却率は全体的に低下傾向にあるが、これが仮に海外機関投資家などの株主の存在が、企業経営に対して短期的なパフォーマンスを高める圧力となり、企業経営が近視眼的な視野に陥った結果であるとするれば、長期的な企業経営の観点からは大きな問題であると言わざるをえない。今日の企業統治をめぐる議論においては、株主の利害を重視するべきであると主張されることも多いが、仮に株主による規律が短期的な業績改善への圧力として機能するとすれば、長期的な企業経営の健全性を阻害する可能性が皆無ではないということは意識されるべきであろう。

参考文献

- 麻島昭一（1983）『戦間期住友財閥経営史』東京大学出版会。
- 麻島昭一（1995）「大企業の資金調達」由井常彦・大東英祐編『日本経営史 3 大企業時代の到来』岩波書店。
- 麻島昭一・大塩武（1997）『昭和電工成立史の研究』日本経済評論社。
- 池田勇人（1944）『税務と減価償却』財団法人大蔵財務協会。
- 大蔵省（1955）『所得税・法人税制度史草稿』調査資料。
- 大塩武（1996）「昭和肥料の設備投資と財務」『明治学院論叢』（明治学院大学）586 号。
- 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。
- 岡崎哲二（1999）『持株会社の歴史』ちくま新書。
- 橘川武郎（1995）『日本電力業の発展と松永安左エ門』名古屋大学出版会。
- 黒澤清（1990）『日本会計制度発展史』財経詳報社。
- 齊藤直（2004）「戦前期企業財務データベースの構築」（科学研究費補助金成果報告書『日本の企業金融・コーポレートガバナンス・経済発展：1900－1955』所収）。
- 柴孝夫（1980）「金融恐慌時における経営戦略の破綻とその整理 ―川崎造船所の場合―」

15-1.

柴孝夫 (1983) 「不況期の二大造船企業 一大正後期の三菱造船と川崎造船所」『経営史学』18-3.

高寺貞男 (1974) 『明治減価償却史の研究』未来社.

高寺貞男 (1976) 「近代会計の導入と定着」由井常彦編『日本経営史講座 2 工業化と企業者活動』日本経済新聞社.

高寺貞男 (1979) 「減価償却会計の導入と定着」高寺貞男・醍醐聡『大企業会計史の研究』同文館出版.

高橋亀吉 (1930) 『株式会社亡国論』萬里閣書房.

高橋誠 (1962) 「日本所得税制の史的構造」『社会科学研究』(東京大学社会科学研究所)

13-6.

高村直助 (1971) 『日本紡績業史序説』(上・下巻) 塙書房.

日本製粉株式会社 (2001) 『日本製粉社史 近代製粉 120 年の軌跡』.

久野秀男 (1971-72) 「日本減価償却生成史の実証研究」『学習院大学経済論集 1-4』7-2、8-1、8-3、9-2.

細井卓 (1969) 『配当政策 第2増補版』森山書店.

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 (近刊).

宮島英昭・齊藤直・尾身祐介 (2003) 「企業統治構造の多様性とパフォーマンス：マイクロデータを用いた計量分析」経営史学会全国大会報告論文 (科学研究費補助金成果報告書『日本の企業金融・コーポレートガバナンス・経済発展：1900-1955』所収).

森川英正 (1981) 『日本経営史』日本経済新聞社.

森川英正 (1996) 『トップ・マネジメントの経営史』有斐閣.

山口和雄編 (1970) 『日本産業金融史研究 紡績金融編』東京大学出版会.

山口不二夫 (2000) 『日本郵船会計史 財務会計篇・豫算原価計算篇』白桃書房.

山崎広明 (1975) 『日本化繊産業発達史論』東京大学出版会.

山下正喜 (1995) 『三菱造船所の原価計算』創成社.

由井常彦 (1995) 「食品企業における成長と革新 ー日本製粉・日清製粉の技術革新と製品開発を中心にー」由井常彦・橋本寿朗編『革新の経営史』有斐閣.

横山和輝 (2001) 「1930 年代日本企業の役員賞与決定メカニズム」『経済学論集』(東京大学) 67-3.

- 渡辺純子 (2003) 「企業統治と投資行動：綿糸紡績業を事例として」 経営史学会全国大会
報告論文 (科学研究費補助金成果報告書『日本の企業金融・コーポレートガバナンス・
経済発展：1900－1955』所収)。
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard and B. C. Petersen. (1988), "Financing Constraints and
Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.141-95.
- Frankl, J. L. (1999), "An Analysis of Japanese Corporate Structure, 1915-1937,"
Journal of Economic History, 59(4), pp.997-1015.
- Fruin, M (1992), *The Japanese Enterprise System: Competitive Strategies and
Cooperative Structures*, Oxford University Press.
- Miyajima, H, Y. Omi and N. Saito (2003), "Corporate Governance and Performance in
the 20th Century Japan," *Business and Economic History on Line*, 1.
- Okazaki, T. (2001), "The Role of Holding Companies in Pre-war Japanese Economic
Development: Rethinking *Zaibatsu* in Perspectives of Corporate Governance,"
Social Science Japan Journal, 4, pp.243-68.

図1 分析の枠組み

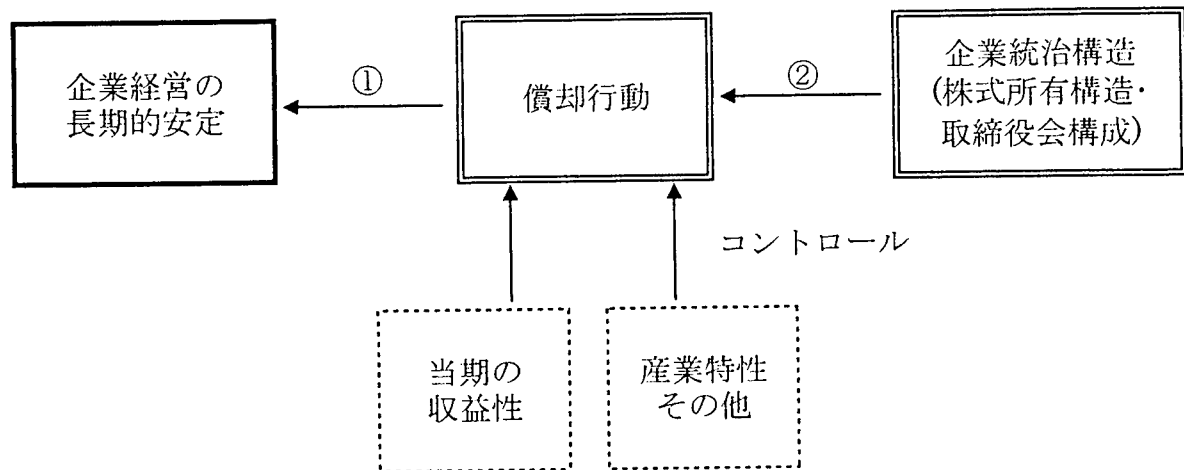


図2 減価償却費の計上方法

損益計算書および利益処分明細書

総収入	
〇〇収入	
△△収入	
総支出	
〇〇費	
△△費	
固定資産償却金	←費用計上
当期利益金	
固定資産償却金	←中間費用
差引 当期利益金	←B/Sに登場する当期利益金
固定資産償却金	←中間利益
差引 当期利益金	
前期繰越金	
法定積立金	
固定資産償却積立金	←積立金形式
株主配当金	
役員賞与金	
固定資産償却金	←利益処分
後期繰越金	

表1 戦間期の企業破綻と固定資産の評価損

企業	破綻時点	払込資本金 (前期末、千円)	固定資産 (前期末、千円)	項目	金額 (千円)	直前の配当など
塩水港製糖	1928 9	34875	62805	※費用内訳不明	12554	
日英醸造	1928 12	1900	3820	工場及び在庫品	3159	
日本製粉	1928 5	11075	24386	臨時欠損金	7138	26年5月期まで10%配当
				うち、建物評価損160万円、機械評価損254万円		
日本絹織	1934 11	6000	7430	諸償却金	1525	
出雲製織	1930 11	6000	8513	諸資産価格低下	2400	30年5月期まで10%配当 (優先株)、普通株は3%
足利紡績	1928 12	3500	5856	固定資産切下	2150	
合同毛織	1929 11	25000	29854	損失金※内訳不明	12221	28年12月期まで配当 (7-8%)
	1930 5	25000	30186	損失金※内訳不明	8998	
東洋モスリン	1926 5	16250	20630	※費用内訳不明	8088	25年11月期まで10%配当
帝國製麻	1928 6	20250	25722	固定財産減価償却金	3000	26年6月期まで配当 (5-10%)
電気化学工業	1927 11	21875	29804	※費用内訳不明	6548	27年5月期まで配当 (7%、26年11月は10%)
旭石油	1927 5	9300	20004	財産評価損	7416	
日本セメント	1927 9	5000	7380	整理損失金	3792	27年3月期まで10%配当
品川白煉瓦	1933 9	3500	3343	整理損失金	1142	
大阪窯業	1919 5	5087	1736	※費用内訳不明	1445	18年11月期まで配当 (25-30%)
東京鋼材	1925 12	2000	4783	固定及流動資産評価損失金	777	
東京瓦斯電気工業	1922 11	17460	11867	資産評価損金	14786	21年5月期まで配当 (5%、20年11月は10%)
芝浦製作所	1931 5	20000	18592	固定資産評価減	5268	
川崎造船所	1927 11	69750	137315	欠損金	32620	26年11月期まで10%配当
	1932 11	90000	111860	機械其他償却金	114372	
大阪鉄工所	1927 6	10500	19205	財産整理損失金	1665	25年12月期まで8%配当
横浜船渠	1932 11	5000	12502	固定資産評価損	2253	30年5月期まで配当 (4-5%)

(注) 内訳が不明の場合は当期損失金の額を記載した。

表2 1980-90年代における上場企業の償却率

年度	食品			繊維		化学(医薬品を除く)			医薬品		ガラス・土石				
1987	53	0.179	0.041	51	0.172	0.055	87	0.196	0.053	29	0.209	0.053	31	0.179	0.043
1988	55	0.191	0.064	51	0.176	0.060	91	0.193	0.046	30	0.208	0.058	30	0.179	0.045
1989	56	0.184	0.044	51	0.177	0.063	92	0.194	0.043	30	0.208	0.072	31	0.188	0.050
1990	56	0.176	0.047	50	0.182	0.073	92	0.196	0.044	32	0.210	0.049	29	0.193	0.053
1991	56	0.172	0.049	52	0.178	0.064	95	0.193	0.044	32	0.199	0.038	30	0.178	0.050
1992	56	0.170	0.046	52	0.170	0.060	95	0.188	0.043	33	0.193	0.052	30	0.169	0.041
1993	56	0.170	0.046	49	0.160	0.055	100	0.187	0.054	33	0.184	0.037	27	0.163	0.036
1994	56	0.163	0.043	48	0.149	0.053	100	0.175	0.040	34	0.188	0.048	27	0.159	0.042
1995	57	0.160	0.045	48	0.143	0.048	100	0.175	0.037	34	0.188	0.052	27	0.156	0.052
1996	57	0.159	0.046	49	0.144	0.055	100	0.179	0.042	34	0.186	0.052	27	0.148	0.039
1997	58	0.158	0.051	48	0.147	0.060	100	0.181	0.045	34	0.182	0.052	25	0.154	0.037
1998	61	0.160	0.051	48	0.144	0.049	99	0.178	0.044	34	0.192	0.077	23	0.157	0.036
1999	64	0.161	0.059	49	0.140	0.053	101	0.174	0.045	33	0.175	0.041	23	0.153	0.035
	鉄鋼						一般機械		電気機械		輸送機械		精密機械		
1987	34	0.138	0.040	83	0.195	0.052	102	0.270	0.074	48	0.225	0.079	18	0.238	0.049
1988	35	0.144	0.039	85	0.194	0.050	105	0.281	0.087	48	0.230	0.080	18	0.248	0.056
1989	36	0.153	0.048	86	0.202	0.051	107	0.283	0.095	50	0.236	0.075	19	0.244	0.058
1990	36	0.151	0.041	92	0.204	0.051	109	0.285	0.100	51	0.240	0.075	20	0.249	0.054
1991	36	0.167	0.065	91	0.194	0.047	113	0.277	0.098	52	0.238	0.071	21	0.253	0.068
1992	36	0.152	0.056	94	0.178	0.036	118	0.255	0.092	53	0.217	0.063	21	0.238	0.062
1993	34	0.145	0.048	95	0.165	0.047	116	0.240	0.087	56	0.206	0.063	18	0.215	0.060
1994	36	0.147	0.050	94	0.160	0.050	120	0.237	0.090	56	0.190	0.055	18	0.207	0.056
1995	36	0.150	0.054	95	0.159	0.046	123	0.236	0.092	57	0.192	0.054	17	0.195	0.045
1996	36	0.146	0.056	96	0.158	0.046	124	0.243	0.103	59	0.197	0.063	17	0.202	0.052
1997	36	0.147	0.057	96	0.159	0.046	129	0.245	0.107	60	0.205	0.080	18	0.207	0.061
1998	36	0.140	0.049	101	0.162	0.048	132	0.248	0.112	59	0.211	0.075	19	0.210	0.063
1999	36	0.142	0.050	104	0.160	0.064	137	0.245	0.122	58	0.204	0.067	20	0.202	0.065

(資料)

日本政策投資銀行「企業財務データベース」、日本経済新聞社「日経NEEDS」

(注) 左から企業数、算術平均、標準偏差を表す。

償却率は固定資産有価償却額/1期前有形固定資産（土地を除く）で計算した。

サンプルは東京証券取引所1部上場企業。

産業分類は日経33業種による。

表3 戦間期日本企業の償却行動概観

パネルA： 減価償却の実施の有無、およびその方法

	全社		両時点とも存在	
	1926年	1936年	1926年	1936年
企業数	122	292	87	87
実施しない企業	53	56	35	11
うち欠損	19	8	13	0
うち三大財閥系	1	6	1	1
実施する企業	69	236	52	76
うち費用計上	24	56	17	24
うち中間費用	23	84	20	32
うち中間利益	14	78	9	19
うち利益処分	6	14	4	1
うち積立金	2	4	2	0

(資料) 『株式会社年鑑』（東洋経済新報社）第5回および第15回

(注) サンプルは財務諸表が掲載された製造業企業全体

費用計上は減価償却を費用計上しているもの

中間費用は損益計算と利益処分の中で登場し、貸借対照表記載の当期利益金より前に登場するもの

中間利益は損益計算と利益処分の中で登場し、貸借対照表記載の当期利益金より後に登場するもの

利益処分は利益処分計算書の中に減価償却費が含まれているもの

パネルB： 償却率と償却性向

	1926年	1936年
企業数	120	252
償却率		
平均	0.020	0.057
標準偏差	0.034	0.046
償却性向		
平均	0.124	0.286
標準偏差	0.130	0.185

(資料) 『株式会社年鑑』（東洋経済新報社）第5回および第15回

(注) サンプルは財務諸表が掲載された製造業企業のうち、上記変数の作成に必要な情報をすべて取得できる企業

償却率は減価償却/前期末固定資産

償却性向は減価償却/償却前利益

表4 基本統計量

		平均	中央値	標準偏差	最小値	最大値
全体 N=420	<i>DEPK</i>	0.056	0.044	0.052	0.000	0.314
	<i>SIZE</i>	9.112	8.980	1.028	6.648	11.875
	<i>ROA</i>	0.106	0.092	0.074	0.001	0.421
	<i>MANAGER</i>	0.217	0.000	0.412	0.000	1.000
	<i>SHARE</i>	0.462	0.000	0.499	0.000	1.000
<i>MANAGER</i> =1 N=91	<i>DEPK</i>	0.058	0.047	0.042	0.000	0.190
	<i>SIZE</i>	10.539	10.567	0.570	9.202	11.875
	<i>ROA</i>	0.137	0.121	0.075	0.007	0.373
<i>SHAREHOLDER</i> =1 N=120	<i>DEPK</i>	0.053	0.039	0.052	0.000	0.281
	<i>SIZE</i>	8.903	8.669	1.122	6.648	11.093
	<i>ROA</i>	0.096	0.077	0.073	0.001	0.386

DEPK 償却率（減価償却/前期末固定資産）

SIZE 固定資産の自然対数値

ROA 償却前利益/総資産

MANAGER 専門経営者の比率が50%以上である場合に1をとるダミー変数

SHAREHOLDER 個人が外部首位株主であり、かつ保有比率が5%以上の場合に1をとるダミー変数

表5 減価償却に対する企業統治の影響

被説明変数: *DEPK*

	I	II	III	IV	V
<i>SIZE</i>	-0.005	0.002	-0.002	0.002	-0.001
<i>ROA</i>	0.660	0.677	0.680	0.692	0.614
<i>MANAGER</i>	-1.951 *	17.801 ***	16.260 ***	17.176 ***	-0.514 ***
<i>MANAGER</i> × <i>ROA</i>	17.110 ***	0.013		0.013	
<i>SHAREHOLDER</i>		-0.216		-0.211	
<i>SHAREHOLDER</i> × <i>ROA</i>		-4.923 ***	0.008	-4.769 ***	
<i>SHAREHOLDER</i> ²			-0.089	0.006	
<i>SHAREHOLDER</i> ² × <i>ROA</i>			-1.683 *	1.240	
<i>YD18</i>				-0.059	
<i>YD19</i>	-0.036	-0.018	-0.036	-0.020	-0.003
<i>YD20</i>	-0.041	-0.021	-0.041	-0.023	0.168
<i>YD21</i>	-0.051	-0.045	-0.060	-0.046	2.612 ***
<i>YD22</i>	-0.025	-0.025	-0.033	-0.025	-1.875 *
<i>YD23</i>	-0.032	-0.027	-0.035	-0.027	-2.284 **
<i>YD24</i>	-0.021	-0.019	-0.022	-0.019	-4.186 ***
<i>YD25</i>	-0.027	-0.026	-0.028	-0.026	-3.109 ***
<i>YD26</i>	-0.018	-0.017	-0.019	-0.017	-3.123 ***
<i>YD27</i>	-0.026	-0.027	-0.028	-0.027	-2.167 **
<i>YD28</i>	-0.024	-0.027	-0.027	-0.027	-3.525 ***
<i>YD29</i>	-0.020	-0.019	-0.021	-0.020	-0.017
<i>YD30</i>	-0.012	-0.012	-0.014	-0.013	-2.300 **
<i>YD31</i>	-0.011	-0.016	-0.015	-0.016	-3.518 ***
<i>YD32</i>	-0.006	-0.007	-0.008	-0.008	-3.366 ***
<i>YD33</i>	-0.002	-0.002	-0.003	-0.003	-0.020
<i>YD34</i>	0.007	0.008	0.007	0.007	-3.317 ***
<i>YD35</i>	0.015	0.010	0.009	0.009	-2.118 **
<i>YD35</i>	0.001	0.000	-0.001	0.000	-1.574
定数項	-0.001	-0.015	0.016	-0.019	-0.014
Adjusted R ²	0.677	0.713	0.685	0.714	0.690
N	462	420	420	420	420
Hausman χ^2	16.595 [4821]	19.553 [2410]	17.213 [3720]	19.515 [3608]	18.177 [3136]

DEPK (減価償却/前期未固定資産)

SIZE 固定資産の自然対数値

ROA 償却前利益/総資産

MANAGER 専門経営者の比率が50%以上である場合に1をとるダミー変数

SHAREHOLDER 個人が外部首位株主であり、かつ保有比率が5%以上の場合に1をとるダミー変数

SHAREHOLDER² SHAREHOLDER=1かつMANAGER=0の場合に1をとるダミー変数

(注) 推計には変量効果モデルを用いている

数値は左側が係数、右側がt値である

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で、それぞれ有意であることを意味する

第6章

企業統治構造の多様性とパフォーマンス

— マイクロデータに基づく計量分析 —

宮島 英昭

齊藤 直

尾身 祐介

1. はじめに

戦前の日本企業における企業統治構造の特徴が経営に対する株主の影響力の強い点にあることは、これまで広く認められてきた。もっとも、この点を共有しながらも、戦前の日本企業は同質的であったわけではない。創業者が経営にあたる企業家型企業が高い比重を占め、また、経営執行を専門経営者に委託した企業でも、その所有構造や株主の経営への関与は、株式が広範に分散し、実質的権限を経営者に全面的に委譲する経営者企業から、封鎖的所有を特徴とし、持株会社が強い実効的支配力を行使する企業まで、著しく多様であった。

ところで、企業統治構造が経済史の文脈で重要となるのは、それが企業行動に影響を与え、最終的に企業パフォーマンスの差を生み出すからである。こうした差を発生させる経路は、大きく分けて2つある。第1は、企業の投資行動に対して影響を与える経路であり、経営者の決定する投資水準を、企業価値を最大化させる水準に近づけることが有効な企業統治を意味する。一方、第2は、事後的な経営効率に影響を与える経路である。仮に、厳密に同じ設備と人的資源を備えた2社があったとしても、この2社の産出量は実際には異なる。その差を生み出す要因の一つが企業統治であり、経営者に対する監視や報酬の提供によって、既存の経営資源が最大限有効に利用されることが有効な企業統治ということになる。

筆者のうちの一人は、別の機会に、上記の第1の点に着目し、企業統治構造の差（財閥・

外部株主による監視、あるいは経営者の株式保有)が、企業の投資行動に影響を与えたか否かを検討した(宮島 2004)。本稿の課題は、戦前期の日本企業において、上記の第2の点、すなわち企業統治が事後的な経営効率に与えた影響を分析する点にある。

分析には企業レベルのデータベースを用いた計量的手法を採用する。パフォーマンスを示す変数(ROA、資産成長率)を被説明変数とし、それを、総資産規模、産業特性などを示す変数と、企業統治構造を示す変数(ガバナンス変数)に回帰することで、企業規模、産業に固有の要因に還元できない、統治構造の影響を分析する。

戦前期を扱った同様の研究としては、収益性(ROE)を指標に、財閥の影響を検討した岡崎(1999)が挙げられる¹⁾。岡崎(1999)は、大株主を持つ企業として10大財閥(三井、三菱、住友、安田、中島、浅野、大倉、古河、野村、鮎川)に属する企業に注目し、それらのROEの水準が統計的に有意に高いことから、財閥による効率的なモニタリングが財閥子会社のパフォーマンスを高位に保ったと結論づけている。こうした成果を受けて、本稿では以下の点について拡張を試みる。

- 1) 大株主によるモニタリングの効果を、ダミー変数ではなく首位株主の保有比率を示す変数を用いて推計することで追試するとともに、その大株主を個人、法人、財閥持株会社といった属性に分類することで企業統治の効果の識別を図る。
- 2) 統治構造の特性を表す変数として、大株主に加えて経営者の株式保有にも着目し、その効果を検討する。
- 3) 収益性に加え、成長性に関する分析も試みることで、統治構造とパフォーマンスの間の関係に統一的な理解を与えることを目指す。

本稿の構成は以下の通りである。2節では、企業パフォーマンスの長期動向を、戦後との比較を念頭に置きつつ概観する。3節では、戦前の日本における企業統治構造の特徴を要約しつつ、それが企業パフォーマンス(収益性、成長性)に与えると想定される影響を考察する。4-6節では計量分析の結果が報告される。まず、4節では、パフォーマンスを示す変数を、総資産規模、産業特性に回帰する基本推計を試みる。5節では、企業統治構造がパフォーマンスに与える効果をテストする。6節では恐慌期前後の時期を主対象として、負債による規律の効果を確認する。7節は分析結果の要約と今後の展望にあてられる。

¹⁾ Frankl (1999) も、ROE などの収益性指標に対する財閥の効果を検討した。

2. 戦前期日本企業のパフォーマンス

そもそも、日本企業のパフォーマンスは、20 世紀全体を通してどのような長期動向を示したのであろうか。また、特に戦前期における特徴はどのようなものであったのか。ここでは、戦前期の日本企業のパフォーマンス動向を歴史的に位置づけるために、パフォーマンス指標として収益性を取り上げ、本稿のサンプル企業の財務データから算出された ROA の値を用いて、時系列的な推移を確認しておこう。なお、サンプル企業数は、戦前期については本稿の分析で用いる鉱工業企業 173 社、戦後は主要な製造業企業 268 社である²。サンプル企業の ROA の平均、および企業間における標準偏差の推移が図 1 に示されている。なお、対象期間は 1914-42 年および 62-99 年である。

--- 図 1 about here ---

図 1 から次の点が注目される。第 1 に、全体として戦前期の大企業のパフォーマンスは ROA の水準とその標準偏差がともに高く、戦後において 1990 年代初頭までは ROA の平均、標準偏差ともに低位にあったのと著しい対照をなしている。ROA の平均は、第一次大戦期には 15% 前後にも達し、全般的に経済が低迷した 1920 年代においても 4% 前後を上回った。この 4% という水準は、戦後で最も ROA が高かったいざなぎ景気下の 60 年代後半と同程度である。一方、戦前期においては ROA の企業間格差も大きく、戦時統制期を除けば ROA の標準偏差は戦後を大きく上回った。第 2 に、戦前期をさらに時期区分をすれば、第 1 次大戦期においては高利益・高分散であったのに対し、20 年代には低利益・高分散³、30 年代には高利益・低分散という推移が見られる。慢性的な不況期であった 20 年代から 30 年代初頭にかけて、相対的に高収益にとどまる企業と、低収益に甘んじる企業との収益性格差が大きかったものと想定される。したがって、第 3 に、統治構造の差がパフォーマンス格差を生み出していた可能性が高と考えられる⁴。これは、戦前期において、企業統治がパフォーマンスの格差に与えた影響を分析することが重要であることを示唆している。一方、低パフォーマンスの状態が持続可能 sustainable でないとすれば、統治構

² 戦後のサンプルは、1990 年度に売上高が 500 億円以上の上場企業全体（製造業）から、一貫してデータの得られる企業をピックアップした。

³ バブル崩壊後の 1990 年代には、極度に低い収益性の水準と大きな企業間格差が同時に出現するという現象が起こっている。その意味で、戦前の恐慌期前後と 1990 年代は共通の特徴を示しているといえる。したがって、恐慌期前後の時期における統治構造とパフォーマンスの関係を分析することにより、今後の望ましい企業統治のあり方についても、一定の知見を得られるものと期待されよう。

⁴ 実際、後掲の表 1 によれば、収益性の企業間格差が大きかった 1920 年代には、30 年代に比べて、外部首位株主保有比率、経営者保有比率の企業間における標準偏差は大きかった。

造も変容を示した可能性がある。そこで、次節では、戦間期における統治構造の変容を確認しておく。

3. 統治構造とパフォーマンス

3-1 戦前期日本企業の統治構造

統治構造がパフォーマンスに与える影響を考察する前に、まずは戦間期における大企業の統治構造を概観しておこう。表 1 には、1928 年と 37 年における経営者の保有比率、外部首位株主の保有比率、および外部首位株主のうち個人、法人（持株会社以外）、持株会社、金融機関の度数などの情報が要約されている⁵。

…表 1 about here…

まず、経営者の株式保有比率については、平均値でみると 1928 年の 4.9%から 37 年の 3.3%へと低下しているが、中央値は 0.79%から 0.04%へと推移し、37 年の段階では過半の企業で経営者の保有比率が 1%未満という状況になっている。森川（1981）は、戦間期に経営者による自社株式の取得が進んだとしているが、本稿のサンプルから判断する限り、全体としては経営者による株式保有は限定的なものであるといえよう。とはいえ、平均値と中央値の差は、サンプル企業の中に経営者の保有比率が極端に高い所有型企業が一部含まれていることを示している。そこで、経営者の保有比率が 10%以上、20%以上、30%以上である企業の比率に注目すれば、28 年に 14.2%、6.8%、4.3%、37 年に 10.3%、2.4%、1.2%であり、いずれも経営者が株主として大きな地位を占める企業は減少傾向にあるものの、30 年代においてもいまだ一定程度の所有型企業が存在していたことを示している⁶。このように、30 年代における経営者の株式保有については、1%未満の低い水準にとどまる企業が大多数を占めるようになったものの、無視しがたい数の所有型企業も存在しており、多様であった。

次に、外部大株主については以下の点に注目する必要がある。まず、外部首位株主の属性（個人、法人、持株会社、金融機関）に着目すれば、法人の比率が 1928 年の 35%から 37 年の 44%へと上昇している。対照的に、個人の比率は同時期に 38%から 27%へと

⁵ 経営者、外部大株主の定義については本稿 5 節で触れるとおりである。

⁶ 具体的には、豊田紡織の 22%、愛知織物の 67%などがこれに該当する。

11%も低下している。20年代から30年代にかけて株主の法人化が進んだとしばしば指摘されるが、表1にもそれと整合的な事実が示されているといえる。そして、外部首位株主の保有比率については、平均値で28年の22%から37年の21%、中央値で10%から11%と、大きな変化は見られないものの、それが法人株主である場合には平均値、中央値で28年の23%、13%から37年の27%、16%へとそれぞれ上昇している。これも、株主の法人化を裏付ける結果であるといえよう。

株主の法人化が進む経路は複数考えられるが、以下では具体的なケースを取り上げながら、代表的な経路を示しておこう。第一に、所有型企業において所有者＝経営者の保有比率が低下することに伴い、外部株主の保有比率が上昇するケースが考えられる。例えば森永製菓では、1923年には社長の森永太一郎が17%を保有して首位株主であったが、その保有比率は次第に低下し、35年3月にはそれまで2位であった台湾製糖が9.7%で首位株主となった（2位は森永太一郎の6.2%）⁷。

第二は、M&Aにより親会社となった法人が外部首位株主として登場するケースである。日本製粉では、岩崎清七社長のもとに、第一次大戦後の反動恐慌に積極的な拡大策がとられたが、その後業績が低迷し、1927年の金融恐慌時に経営破綻するに及び、原料小麦の取引で関係の深かった三井物産が救済にあたることになった⁸。三井物産による経営再建が決定された28年から、日本製粉の首位株主は三井物産となり、33年における保有比率は60%であった。

また、1920年代から存続する企業を中心とする表1では補足できていないが、子会社を設立する場合には親会社により株式の大多数を保有される子会社が現れることになり、この場合にも経済全体としては株主の法人化が進展する。これが、株主の法人化が進む第三の経路である。レーヨン工業における東洋レーヨン（親会社は三井物産）、倉敷絹織（倉敷紡績）などはその好例であろう。以上のような複数の経路を経て、20年代から30年代にかけて株主の法人化が進んだのである。

最後に、資本構成にも着目しておこう。社債と長期借入金の合計の総資産に対する比率で定義される固定負債比率は1920年代に上昇し、31年の18%をピークに以後低下傾向を示した（図2）。20年代に見られた固定負債比率の上昇は、慢性的な不況下に固定負債が累増したことを反映したものであり、30年代における低下は、昭和恐慌期を契機として各

⁷ 台湾製糖の保有比率は1928年の段階では、2位ではあるものの、3.3%にとどまっていた。

⁸ 日本製粉（1987）、由井（1995）による。

企業の財務体質が改善した結果であると考えられる。とはいえ、1921年から36年を通した戦前の負債比率の平均は約14%であり、同様の数値が60-70年代に30-35%、80年代に25-28%であることから明らかなおとおり、戦後と比べると非常に低い水準であった⁹。戦前期の日本企業の負債比率（総負債／総資産）が戦後に比べて低かったことはすでに多くの先行研究で指摘されているが¹⁰、固定負債比率についても同様であるといえよう。

---図2 about here---

3-2 経営効率と企業統治

外部大株主の存在や経営者による株式保有は、パフォーマンス（収益性、成長性）にどのような影響を与えるのであろうか。以下では、経済理論、歴史的事実、先行研究などを踏まえつつ、本稿でテストする実証的推論（Empirical Conjecture）を示しておこう。

---表2 about here---

標準的なエージェンシー理論によれば、企業外部の大株主は経営をモニターするインセンティブを持つと考えられるが（Shleifer and Vishny 1986）、こうした大株主が効率的なモニタリングを実現していたとすれば、経営者に対する有効な規律づけとして機能するはずであり、経営効率は向上するであろう。実際、戦前期の日本企業におけるパフォーマンスの決定要因を分析した代表的な先行研究である岡崎（1999）は、大株主を持つ企業として10大財閥（三井、三菱、住友、安田、中島、浅野、大倉、古河、野村、鮎川）に属する企業に注目し、収益性指標（ROE）をいくつかのコントロール変数と財閥ダミーに回帰する推計の結果から、財閥による効率的なモニタリングが財閥子会社の収益性を高位に保ったと結論づけている。

ただし、大株主の存在が必ずしも経営効率の向上をもたらすわけではない。例えば、外部からのモニタリングが過度なものになれば、経営者のインセンティブを低下させることもあり得る（Burkart, Gromb and Panunzi 1997）。森川（1980）は三大財閥における合成硫酸工業への進出過程などのケース分析から財閥の保守性を指摘しているが、大株主が保守的になるあまり企業経営に対して過度に厳格なモニタリングを行ったとすれば、それが経営者のインセンティブを低下させる可能性がある。こうした経営者のインセンティ

⁹ 戦後のサンプル企業は図1を作成するのに用いた企業と同じである。

¹⁰ 先駆的には館・諸井（1965）。

ブ低下は、経営効率の低下をもたらす可能性が高い¹¹。

一方、外部大株主が収益性に負の影響を与える経路としては、それが資本家型の個人大株主である場合に、経営に対する攪乱的な行動により経営効率を悪化させる可能性も想定できる（森川 1981）。例えば、資本家が大株主の資格で役員に就任し、その地位を利用して、高配当・高報酬を要求する、自らが役員を兼任する他企業との取引を強要する、企業の内部情報を用いて株式操作を行う、といった攪乱的な行動をとれば、経営者のインセンティブが減殺され、経営効率は悪化するであろう¹²。

ところで、戦前期の日本企業においては、創業者が経営にあたる企業家型企業が高い比重を占めるという特徴があった。エージェンシー理論によれば、経営者の株式保有は、株主と経営者の利害を一致させ、経営者の機会主義的行動を防ぐインセンティブ・システムとして機能すると考えられる（Jensen and Meckling 1976）。この場合、高い経営効率が維持されるものと想定されよう。しかし、経営者による株式保有が、外部からのモニタリングを形骸化させる可能性も否定できない。この場合、外部株主によるモニターは効率的なものとはなり得ず、経営効率が悪化した企業が温存されてしまう可能性がある。一方、森川（1981）は、1930 年前後における専門経営者の自社株保有に関する調査から、経営者自身が資本家化（レントナー化）する傾向を見出した。経営者が資本家化し、企業経営の効率性よりも、株主という立場を利用して個人的便益を引き出すことを重視したとすれば、経営効率は悪化を免れない。このような場合にも収益性が低下すると想定される。

3-3 成長志向的行動と企業統治

以上が、企業の収益性に対する統治構造の効果に関する仮説である。しかし、企業のパフォーマンスとして収益性のみに着目するのでは十分ではない。企業経営の目標として目の先の収益性よりも長期的な成長性が重視される可能性があるが、その場合、短期的な収益性が低位に抑えられることも考えられるからである。収益性指標は利益を総資産や株主資本などの規模で除すことによって得られるが、旺盛な設備投資行動を見せる企業では分母（総資産ないし株主資本）が増大することになる。この場合、成長志向的な企業行動が分

¹¹ 親会社と子会社の間に取引上の利益相反が存在するような場合にも、親会社が自社の利益最大化を目指し、子会社の利益最大化を妨げたとすれば、子会社の収益性は低下するものと想定される。

¹² 同族企業において、同族が株式を直接保有する場合に対し、持株会社を設立して間接的に株式を保有する場合には、持株会社が出資者である同族が子会社の事業に対して恣意的な介入することを排除し、子会社の発展を促すうえで適した経営環境をつくりだす役割を担っていたと指摘される（武田 1993、安岡 1998）。この場合にも、パフォーマンスは向上する可能性がある。

母の増大という経路で収益性を低下させることにもなろう。そこで、本稿では、収益性に関する分析を、統治構造の企業の成長性に与える効果の分析を用いて補完することによって、統治構造とパフォーマンスの関係の総合的な評価を試みる。具体的には、以下のような仮説を想定する。

まず、外部大株主や財閥が効率的なモニタリングにより経営者を規律づけ、適切な水準の投資を実現させているとすれば、成長率は上昇するであろう。また、企業内部者と外部の資金提供者の間に非対称情報が存在し、投資資金を十分にファイナンスできない状況を想定すれば¹³、大株主のモニタリングによる情報生産がそうした非対称情報を緩和し、投資水準を高める可能性もある（宮島 2004）。この場合にも、大株主の存在が過少投資の解消により、株式が分散した企業に比較して、成長性を高めるものと想定される。

逆に、外部大株主や財閥が過度に厳格なモニタリングを行っていたとすれば、投資水準は低位に抑えられることになろう。森川（1980）が示した、三大財閥における新規事業分野への進出に対する保守性はその例であるといえる。この場合、企業成長は抑制されることになる。また、大株主が経営に対して攪乱的に介入し、経営者のインセンティブが殺がれる場合にも、適切な投資が実行されず、成長率が低下する可能性がある。

一方、新興財閥系企業に代表されるように、経営者による自社の株式保有は、リスクテイキングな行動を可能とし、企業成長を引き上げる可能性がある。日本曹達の中野友禮、日本窒素の野口遵らが積極的な投資を敢行した背景には、自身による株式保有があったと考えられる。この場合、仮に経営効率に問題がなかったとしても、分母である企業規模の拡大により、収益性が低下する可能性がある。

4. 計量分析

4-1 サンプル

本稿の分析で用いるサンプルは、東洋経済新報社『株式会社年鑑』および三菱経済研究所『本邦事業成績分析』に収録された企業のうち、1928-36年の期間において連続して財務データを利用できる企業とした。また、上記資料にデータが収録されていない企業でも、Fruin（1992）の上位200社リスト（1918、30年）に掲載された大企業については、

¹³ 投資に対する内部資金制約については Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)を参照。

営業報告書、会社史などを用いることにより、可能な限りサンプルに加えた。その結果、本稿のサンプルは1925年が110社、30年が173社、35年が172社という規模になった。

サンプル企業の規模に着目すれば、1930年度末（173社）においては、平均値が2477万円であったが、標準偏差が3440万円、中央値（メディアン）が1068万円であることから窺われるように、企業規模の格差は大きい。最大は川崎造船所の2億3399万円、最小は日本坩堝の83万円であった。

なお、推計用データセットの作成にあたっては、半期決算の企業を含め、すべての企業のデータを年次データに換算した。その際、純利益などのフローの数値については、上期の値と下期の値を合計して年度の値とし、総資産などのストック値については下期末の値を年度末の値とした¹⁴。

4-2 基本推計

本節では、企業統治の効果に関する分析に先立つ基礎作業として、次式を用い、企業規模、産業特性などが、企業のパフォーマンス（収益性、成長性）に与えた効果を確認する。

$$P = F(SIZE, IND, YEAR) \quad (1)$$

ここで、被説明変数 P はパフォーマンスを示す変数である。説明変数のうち $SIZE$ は企業規模を示す変数であり、総資産の対数値を用いた。また、 IND は産業ダミー、 $YEAR$ は年次ダミーである。なお、後述のガバナンス変数も含めた、各変数の基本統計量が表3に示されている。

---表3 about here---

1921-36年を対象とした(1)式の推計結果は表4のコラム1に示されている¹⁵。同表は、企業規模が収益性に与える効果について、興味深い推計結果を与えている。すなわち、ROAを被説明変数とした全ての推計式で、企業規模 $SIZE$ の係数が有意に正という結果が得られている。これは、 $SIZE$ の2標準偏差の上昇がROAを0.9%上昇させるということを意味している（ROAの平均は4.6%）。この結果は、重要な含みを持つ可能性がある。一般に収益性と企業規模の間には負の関係があることが知られている（Osborn 1970、

¹⁴ ただし、『本邦事業成績分析』に倣って、3-8月に決算がある場合を上期、9-2月に決算がある場合を下期とした。これは、営業報告書記載のデータを『本邦事業成績分析』の形式に揃えるための措置である。

¹⁵ 推計は最小二乗法によった。

Ballantine, Cleveland and Koeller 1993、Dhawan 2001)。また、Miyajima, Omi and Saito(2003)の暫定的な分析によれば、戦後の高度成長期（1956-73）を対象に、本稿と同様の推計を行った分析でも、企業規模 *SIZE* の係数はやはり有意に負であるという結果が得られた。それに対して、戦間期を対象とした以上の推計結果は明確な対照をなしている。

また、企業規模 *SIZE* の係数が有意に正という結果は、高村（1980）が、大企業の収益性が中小企業のそれより有意に高いことを示したのと整合的である。規模の経済性の源泉がどこにあったのか議論の余地を多分に残すが、戦間期の日本経済には何らかのスケールメリットが存在していた可能性が高い。さらに、こうした対照的な結果の背景にある要因を探る必要もあろう。ただし、本稿の課題は、企業統治とパフォーマンスの関係を解明することにあるので、この点についてはこれ以上立ち入らず、今後の課題とする。

5 企業統治の影響

5-1 推計式とガバナンス変数

戦前期の日本企業において、企業統治はパフォーマンスにいかなる影響を与えたのであろうか。以下では、(1)式に企業統治構造の特徴を示す諸変数（ガバナンス変数）を加えた(2)式を推計することで、統治構造が収益性、成長性に与える効果をテストする。

$$P = F(GOV, SIZE, IND, YEAR) \quad (2)$$

ここで、*GOV*は企業統治構造を示す諸変数（ガバナンス変数）を示している。

ガバナンス変数は、各年度について作成するのが理想的であるが、作業量の制約から1921、28、33、37年度の4時点について作成した。ただし、その年度のデータが得られないものの、前後の年度のデータが得られる場合には、最も近い時期のデータを採用した。各ガバナンス変数は以下の要領で作成されている。

まず、各時点における大株主リスト（原則として上位10位までの株主の氏名、持株数、役員への就任の有無、その役職名）、役員リスト（役職、氏名）を作成した。その上で、役員リストから各企業の経営計画策定者（以下、単に経営者と記す）を確定し、その人物が大株主リストにも含まれているか否かを確認し、その株式保有比率を変数 ω とした。なお、

経営者の特定については、大株主の代表や地元の名士などが「顔役」として上位の役職に就任しているケースを極力特定し¹⁶、それらの人物を除いた上で、原則として役職が最上位である者を経営者とした¹⁷。

外部大株主としては、上記の経営者、および経営者の株式保有と同一の効果を持ち得る保有主体として、自社株保有会社（東京電燈における東電証券など）、経営者の財産保全会社（馬越恭平と馬越同族、島津源蔵と島津合名など）および親類・縁者が大株主リストにある場合を特定し¹⁸、それらを除いた株主のうちで最上位の株主の保有比率を変数 α と定義した。一方、財閥系企業を表すダミー変数 $ZAIBATSU$ は、三井・三菱・住友・浅野・久原・古河に属する企業である場合に 1 をとるダミー変数とした¹⁹。

5-2 推計結果

1921-36 年を対象とした(2)式の推計結果は表 4 のとおりである。まず、外部大株主の効果を確認しよう。ROA を被説明変数とした推計においては、 α の係数は有意に正という結果が得られた（コラム 2）。コラム 2 の結果によれば、 α の 2 標準偏差（0.47）の上昇が ROA を 0.9%引き上げることになるが、これは ROA の平均 4.6%の約 20%にあたる。大株主による効率的なモニタリングにより、高い経営効率が維持されていた可能性が高い。しかも、注目すべきことに、総資産成長率を被説明変数とした推計においても、大株主 α の係数は有意に正という結果が得られている（コラム 3）。外部大株主は効率的なモニタリングにより、適切な投資水準の実現に寄与していた可能性が高いのである。

…表 4 about here …

一方、経営者保有比率 ω の係数は、ROA を被説明変数とした推計においては、安定的ではないものの有意に負という推計結果が得られた（コラム 2、4）。したがって、戦間期において、経営者による株式保有が、機会主義的行動を防ぐインセンティブ・システムとして機能したということはできない。一方、 ω の係数は総資産成長率に対しては有意に正

¹⁶ ヒルシュマイヤー・由井（1977）が指摘した、明治末年から第 1 次大戦期における日本企業のトップ・マネジメントの特徴が、残ったものであろう。

¹⁷ 例えば、富士瓦斯紡績では、社長であった和田豊治の死後、社長という職は和田であったからこそ務まったとして、社長・常務体制から会長・専務体制へと制度変更がなされているが、それに伴い、会長には株主代表の森村開作（後に日比谷平佐衛門）、専務に企業内から持田巽（後に鹿村美久）が就任している。この場合、持田（鹿村）を経営者とするのが妥当であろう。なお、和田の死後の経緯については、富士紡績（1997）を参照。

¹⁸ 『人事興信録』などを用いて血族、配偶者、養子であると判明した場合に、この「親類縁者」に含めた。

¹⁹ なお、安田系、大倉系の企業はサンプル中に含まれない。

であった（コラム 3、5）。しかも、その効果は変数の組み合わせによらず安定的である。経営者の保有比率が高い企業では、成長志向的な企業行動が取られた可能性が高い。とはいえ、ROA に対する負の効果を併せ考えれば、以上の成長性が収益性の成長を伴わないような規模拡大の追求を意味する可能性も高く、必ずしも適切な投資水準を実現した結果としての高成長ではなかったといえよう。

さらに、財閥ダミー *ZAIBATSU* に関しては ROA、総資産成長率の両者に対して有意な結果は得られなかった。この結果は、変数の組み合わせによらず不変である。少なくとも 1921-36 年を対象とした推計からは、財閥には収益性、成長性に対する固有の効果はなかったといえる。

以上の推計結果から、外部大株主 α については、適切なモニタリングにより投資水準を高めるとともに、短期的な収益性も高位に保つという、企業統治上望ましい効果を有していることがわかった。とはいえ、従来の経営史の文脈で、いわゆる資本家型の株主が攪乱的な介入などにより企業経営に対してマイナスの影響を与えてきたとの理解が共有されてきたのも事実である。ところが、以上の推計で用いた変数 α は、外部の首位株主であるというだけで、それがいかなる属性（個人、法人、金融機関など）の株主であるかについて考慮されているわけではない。法人大株主と資本家型の個人大株主とでは、投資先企業のパフォーマンス（収益性、成長性）に与える効果が大きく異なる可能性も否定できない。

そこで、株主としての属性の違いによる α の効果の差異を分類するために、 α が個人である場合には *α -ind*、事業法人である場合には *α -corp* とした分析も試みる。なお、金融機関、政府などが首位株主であるケースは分析から除いた。 α を分類した場合の推計結果が表 4 のコラム 4、5 に示されている。

推計結果によれば、興味深いことに、ROA、資産成長率に有意に正の効果を与えるのは、外部大株主が法人（ *α -corp*）である場合のみであることがわかる。しかも、 *α -corp* の 2 標準偏差（0.48）の上昇が ROA を 1% 引き上げることになり、ROA に対する *α -corp* の影響は大きいと考えられる。一方、 α が個人（ *α -ind*）である場合には、ROA、総資産成長率のいずれを被説明変数とした推計においても、その係数が有意に負であるという結果こそ得られなかったものの、少なくとも法人大株主が持つような、収益性、成長性に対する正の効果は確認されなかった。戦間期の日本経済において、法人大株主の存在は企業パフォーマンスにとって極めて有益であったということができよう。

5-3 期間分割

以上の分析から、外部大株主、とりわけ法人大株主が経営効率に対して正の効果を持つことが明らかとなった。とはいえ、企業統治が経営効率に与える効果は必ずしも一様ではない。景気などの経済環境により、企業統治の効果に差異が認められる可能性がある²⁰。例えば、不況期には他の条件を一定とすれば倒産確率が上昇すると考えられるが、こうした相対的に経営環境が厳しい時期に株主がモニタリングを強めるとすれば、企業統治の効果も変化する可能性が高いといえよう。本稿の分析が対象としている 1921-36 年の期間にも様々な経済環境の時期が含まれており、20 年代には経済が停滞し、30 年前後には恐慌期を迎える一方、1933 年前後からは好況期となった。こうした変化は前出の図 1 から明らかであろう。

そこで、(a)1921-27 年、(b)28-32 年、(c)33-36 年の 3 期に推計期間を分割して、(2)式の推計を試みる。結果は表 5 のとおりである²¹。まず、1921-27 年を対象とした推計では、21-36 年を対象とした推計結果とは異なり、外部大株主 α の係数が ROA に対して有意になっていない²²。一方、財閥ダミー *ZAIBATSU* が ROA に対して有意に正となっている。これは、岡崎（1999）が ROE を被説明変数として行った分析と整合的な結果である。高橋（1930）は当時の企業経営のあり方について、株主がもっぱら高配当を求めることにより短期志向に陥っていると評価したうえで、財閥系企業ではそうした株主の圧力から自由であると論じているが、21-27 年を対象とした推計結果は、こうした観察と整合的であるといえよう。また、33-36 年を対象とした推計においては、ROA に対して α の係数が有意に正、 ω の係数が有意に負であり、 α を個人と法人に分割すれば、法人（ α -corp）の係数が有意に正、資産成長率についても α 、 α -corp、 ω の係数がともに有意に正であるという、前項と整合的な結果が得られた。30 年代は、新興財閥系の企業が積極的な設備投資を進めた時期にあたるが、 ω の効果が ROA に対して有意に負、総資産成長率に対して有意に正という以上の推計結果は、経営者株式保有比率の高い企業で短期的な収益性を犠牲にしてまで拡大志向的な行動がとられた可能性を示唆している。

²⁰ 例えば、宮島・新田・齊藤・尾身（2004）は、1986-2000 年を対象として、TFP（全要素生産性）を企業統治構造に回帰する推計から、(1)バブル期、(2)1990 年代前半、(3)90 年代後半の 3 期間において、企業統治が経営効率に与える効果に変化あったことを示している。

²¹ 推計結果は報告していないが、期間ダミーを作成し、ガバナンス変数との交差項を推計式に加えても、期間分割をした場合と整合的な結果が得られた。

²² ただし、いまだ我々のデータセットは 1920 年代半ばまでの期間はサンプル数が少なく、企業統治の効果を十分に検出できていない可能性もある。したがって、21-27 年を対象とした推計結果の解釈については、一定の留保が必要である。

…表 5 about here…

一方、興味深いことに、恐慌期である 1930 年前後については、大株主 α 、財閥ダミー *ZAIBATSU* がともに、ROA に対して有意な効果を与えていなかった²³。この結果は、 α を個人と法人に分割しても、また、どのような変数の組み合わせを用いても同様であった。これは、大株主や財閥による規律づけの効果が確認される 21・27 年、33・36 年の両期間と対照的であり、倒産確率が上昇する不況期にこそ企業統治の効果が確認されるという想定を踏まえれば、これは予想外の結果である。昭和恐慌前後の時期には本当に企業統治の効果はなかったのであろうか。あるいは、大株主や財閥によるモニタリングに代わる何らかの規律付けのメカニズムが作用していたのであろうか。次項では、昭和恐慌期前後に、大株主や財閥によるモニタリングに代替する規律付けのメカニズムが作用していた可能性を検証する。

6 負債による業績改善効果

大株主や財閥による効率的なモニタリングに代わって、昭和恐慌期前後の時期に企業経営に対する規律付けの役割を果たした存在として、負債による規律が考えられる。負債による規律付けは、株主による規律と並んで注目されてきた企業統治に関する主要なテーマのひとつである(Jensen 1987、Hart and Moore 1998)。高い負債比率は倒産につながりやすい状態にあることを意味すると考えられるため、倒産確率の上昇に伴う再組織化の脅威が、経営者への規律として機能すると想定される。この場合、負債による業績改善効果が見られる可能性がある²⁴。とくに昭和恐慌期のような経済環境が悪化した時期には、企業の倒産確率が上昇するため、経営者は倒産を避けるために自律的に努力水準を上げる、ないしはリストラに取り組むことにより、経営効率の改善を目指すと考えられるのである。

また、経済環境の如何にかかわらず、企業の業績が悪化した場合に債権者による規律付けが見られる可能性も、理論的には想定される。株主は企業の残余請求権者であり、効率的なモニタリングにより投資先企業の業績が向上すれば、配当の増加や株価上昇を通じて自らの便益の向上を実現できるが、債権者は利払いが滞るほどの業績悪化が見られない限

²³ これは、ROE に対する財閥ダミーの効果をテストした岡崎 (1999) とも整合的な結果である。

²⁴ 宮島・新田・齊藤・尾身 (2004) は、1990 年代の東証一部上場企業 (金融・電力・ガスを除く) を対象とした分析から、負債が経営効率改善効果をもつことを実証した。

りは、とくにモニタリングを強めるインセンティブはない²⁵。したがって、債権者は企業の業績が悪化した場合に、融資先企業へのモニタリングを強めるものと想定される。実際、金融恐慌以降においては、例えば川崎造船や日本鋼管のように、債権者が融資先企業にリストラを迫ったと考えられる事例がいくつも見られる²⁶。こうしたケースの存在を踏まえれば、負債による経営効率の改善効果を持ったとしても不思議はない。

そこで、以下の式を推計することにより、負債が経営効率改善に与えた効果を分析する。

$$\Delta P = F(DA, SIZE, IND, YEAR) \quad (3)$$

ここで、被説明変数は ROA の対前年度差分であり、パフォーマンスの改善の程度を表す²⁷。説明変数は、*SIZE*、*IND*、*YEAR* といったコントロール変数と負債水準を示す変数 *DA* である。なお、*DA* としては、社債と長期借入金の和を総資産で除した値を用いた。

(3)式の推計結果は表 6 のとおりである。同表によれば、(a)1921-27 年、(b)28-32 年、(c)33-36 年の 3 期のうち、昭和恐慌期前後の 28-32 年においてのみ、*DA*（(社債+長期借入金)/総資産）の係数が有意に正となっている（コラム 2）²⁸。その効果は大きく、*DA* の 2 標準偏差（0.32）の上昇が、ROA の対前年度差分を 1.4%上昇させることになる。昭和恐慌期前後の時期には、負債による収益性改善効果が見られた可能性が高い。倒産確率の高い厳しい経済環境下において、倒産を避けるために経営効率改善への努力がなされたものと考えられよう。以上の推計結果は、いまだ暫定的なものであるが、戦前の昭和恐慌期前後の時期に企業経営に対して負債の規律が作用していた可能性を示唆しよう。

---表 6 about here---

7. 結びにかえて

²⁵ 企業の財務状態による、株主、債権者などのステークホルダーとの関係については、例えば青木（1995）を参照。

²⁶ 川崎造船については柴（1980a、b）、日本鋼管については長島（1981）を参照。

²⁷ パフォーマンスの水準に負債が与えた効果を分析する必要もあるが、推計技術上の問題として、負債比率の高い企業の業績が悪いと言う関係をコントロールすることは困難である。そこで、ここでは業績の改善に対する効果を分析する。

²⁸ 所有構造や財閥に関する変数については、いずれも有意な結果が得られなかった。

本稿は、マイクロデータを用いた計量分析により、戦前期の日本企業における企業統治とパフォーマンス（収益性、成長性）との関係を解明することを課題とした。前節までの分析から得られた結論は以下の通りである。

第一に、戦前期の日本企業の収益性は、戦後と比べて水準が高く、企業間の格差も大きかったが、企業統治がそれに見逃できない影響を与えていた。収益性（ROA）を企業規模、産業ダミーなどのコントロール変数と、企業統治構造を表す変数（ガバナンス変数）に回帰した推計結果は、企業規模や産業特性には還元できない、企業統治固有の効果が存在していたことを示している。

第二に、企業統治のなかでも、外部大株主が ROA、総資産成長率の双方を高めるという意味で、重要な役割を果たしていたことが明らかになった。これは、大株主が効率的なモニタリングを行っていた可能性を示唆する。一方、経営者の保有比率は総資産成長率を有意に高めるものの、ROA に対しては安定的ではないものの、負の影響を与えていた。これは、経営者保有比率が高い企業では、短期的な収益性を犠牲にしてまで成長性を追求するというリスクテイキングな行動がとられていた可能性を示唆している。

第三に、外部大株主を個人と法人に分割した推計では、上記のような ROA、総資産成長率に対する正の効果は、法人大株主について確認された。1920 年代から 30 年代にかけて株主の法人化が進展したが、その背景には、法人大株主が高いパフォーマンスの達成を可能にする有効な企業統治の主体であり、そうした株主が存在する企業の比重が徐々に増していったという経緯があった可能性がある。

第四に、景気の局面による企業統治の効果を確認するために、期間分割して推計をおこなったところ、昭和恐慌前後の時期には株主による企業統治の効果が全く確認されず、その代わりに、負債による収益性改善効果がシステマティックに確認された。昭和恐慌前後に時期には、負債による規律によって、経営効率を改善させた企業が多かったと考えられる。

しかしながら、本稿の分析で用いたデータベースは、いまだ 1920 年代のサンプル数が限られており、パフォーマンスに対する企業統治の効果について十分な検出力を有しているとは言い難い。また、データの利用可能性の問題から、存続企業を中心にサンプルが構成される Survivorship Bias の問題からも自由ではない。したがって、営業報告書などにより 20 年代のデータを拡張し、再推計を行うことが今後の課題として不可欠である。それにより、20 年代にパフォーマンスを悪化させたのはどのような統治構造を有した企業か、

そうした企業が昭和恐慌期においていかなる状況に陥ったか、業績が悪化した企業のうちリストラに成功したのはどのような企業群か、といった問題に接近することも可能になる。そうした分析を積み重ねることにより、株主の法人化、専門経営者の進出といった戦間期における統治構造の変化を、より包括的に分析することが可能になると考えられる。

参考文献

- 青木昌彦 (1995)『経済システムの進化と多元性 比較制度分析序説』東洋経済新報社.
- 岡崎哲二 (1999)『持株会社の歴史』ちくま新書.
- 柴孝夫 (1980a)「金融恐慌時における経営戦略の破綻とその整理 ―川崎造船所の場合―」『経営史学』15・1.
- 柴孝夫 (1980b)「昭和恐慌下における企業整理の進展 ―川崎造船所の再整理をめぐって―」『大阪大学経済学』30・2・3.
- 高橋亀吉 (1930)『株式会社亡国論』万里閣書房.
- 高村直助 (1980)『日本資本主義史論 産業資本・帝国主義・独占資本』ミネルヴァ書房.
- 武田晴人 (1993)「財閥と内部資本市場」大河内曉男・武田晴人編『企業者活動と企業システム』東京大学出版会.
- 館龍一郎・諸井勝之助 (1965)「戦前・戦後の企業金融」館龍一郎・渡部経彦編『経済成長と財政金融』岩波書店.
- 長島修 (1981)「1930 年代の日本鉄鋼業(中) ―日本鋼管株式会社の場合―」『立命館経営学』20・1.
- 日本製粉株式会社 (1987)『九十年史』.
- ヒルシュマイヤー,J・由井常彦 (1977)『日本の経営発展』東洋経済新報社.
- 富士紡績株式会社 (1997)『富士紡績百年史』.
- 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〔近刊〕.
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 (2004)「企業統治と経営効率 ―どのような企業統治構造が選択されるべきか―」『ニッセイ基礎研 所報』(近刊).
- 森川英正 (1980)『財閥の経営史的研究』東洋経済新報社.

- 森川英正 (1981)『日本経営史』 日本経済新聞社.
- 安岡重明 (1998)『財閥経営の歴史的研究』 岩波書店.
- 由井常彦 (1995)「食品企業における成長と革新 ―日本製粉・日清製粉の技術革新と製品開発を中心に―」 由井常彦・橋本寿朗編『革新の経営史』 有斐閣.
- Ballantine, Cleveland and Koeller (1993), "Profitability, Uncertainty and Firm Size" *Small Business Economics*, 5, pp.87-100.
- Burkart, M., D. Gromb and F. Panunzi (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, 102, pp.693-728.
- Dhawan (2001), "Firm size and productivity differential: theory and evidence from a panel of US firms," *Journal of Economic Behavior and Organization* , 44(3) ,pp.269-263.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard and B. C. Petersen (1988), " Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.141-195.
- Frankl, J. L. (1999), "An Analysis of Japanese Corporate Structure, 1915-1937," *Journal of Economic History*, 59(4), pp.997-1015.
- Fruin, W. M. (1992), *The Japanese Enterprise System: Competitive Strategies and Cooperative Structures*, Clarendon Press, Oxford.
- Hart and Moore (1998), "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt," *Quarterly Journal of Economics*. 113(1). pp.1-41
- Jensen (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-60.
- Osborn, R.C (1970), "Concentration and profitability of small manufacturing corporations," *Quarterly Review of Economics and Business*, 10, pp.15-26.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461-488.
- Miyajima, H., Y. Omi and N. Saito (2003), " Corporate Governance and Performance in

twentieth-Century Japan," Business and Economic History on line.

図1 ROA平均・標準偏差の推移

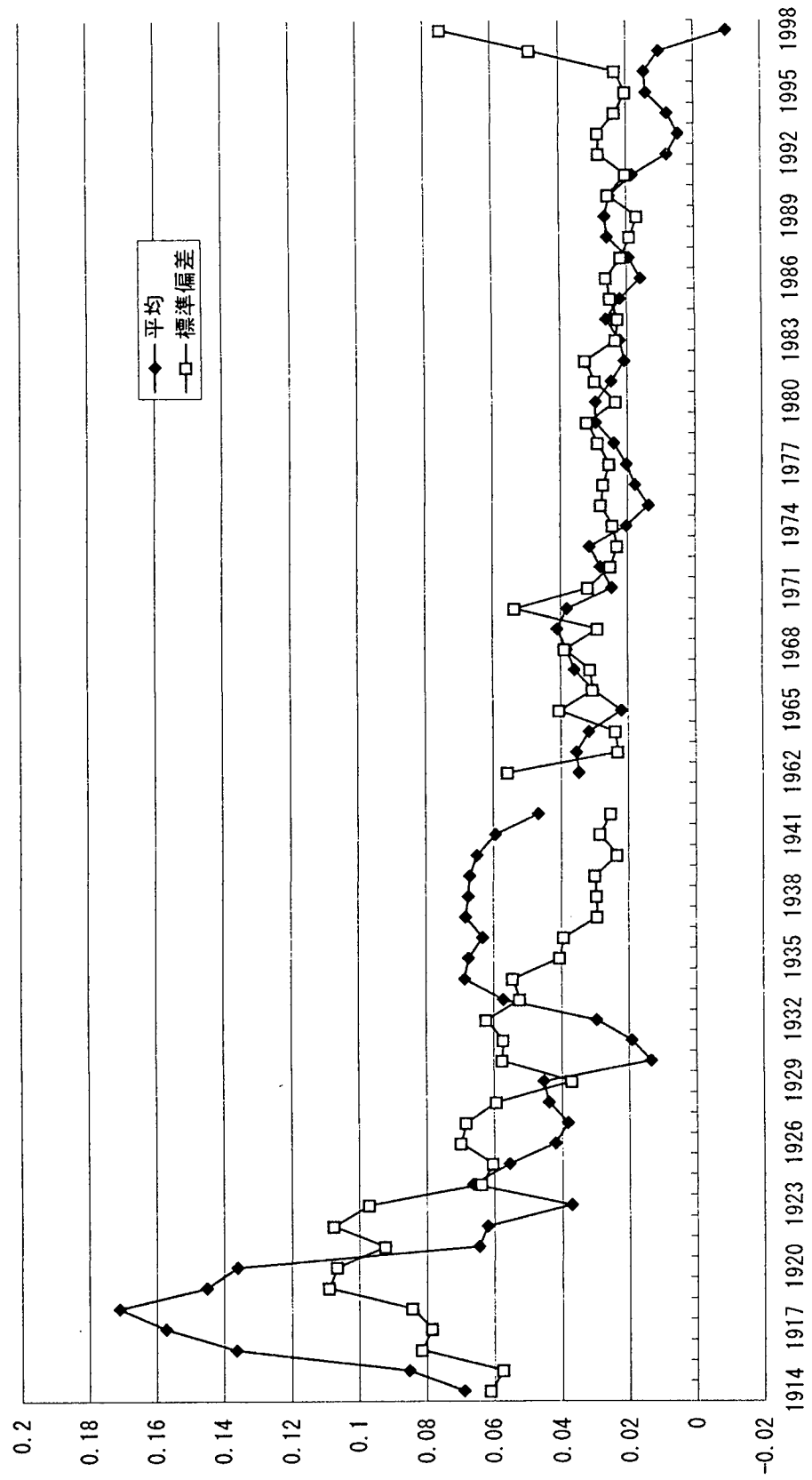


図2 負債比率の推移

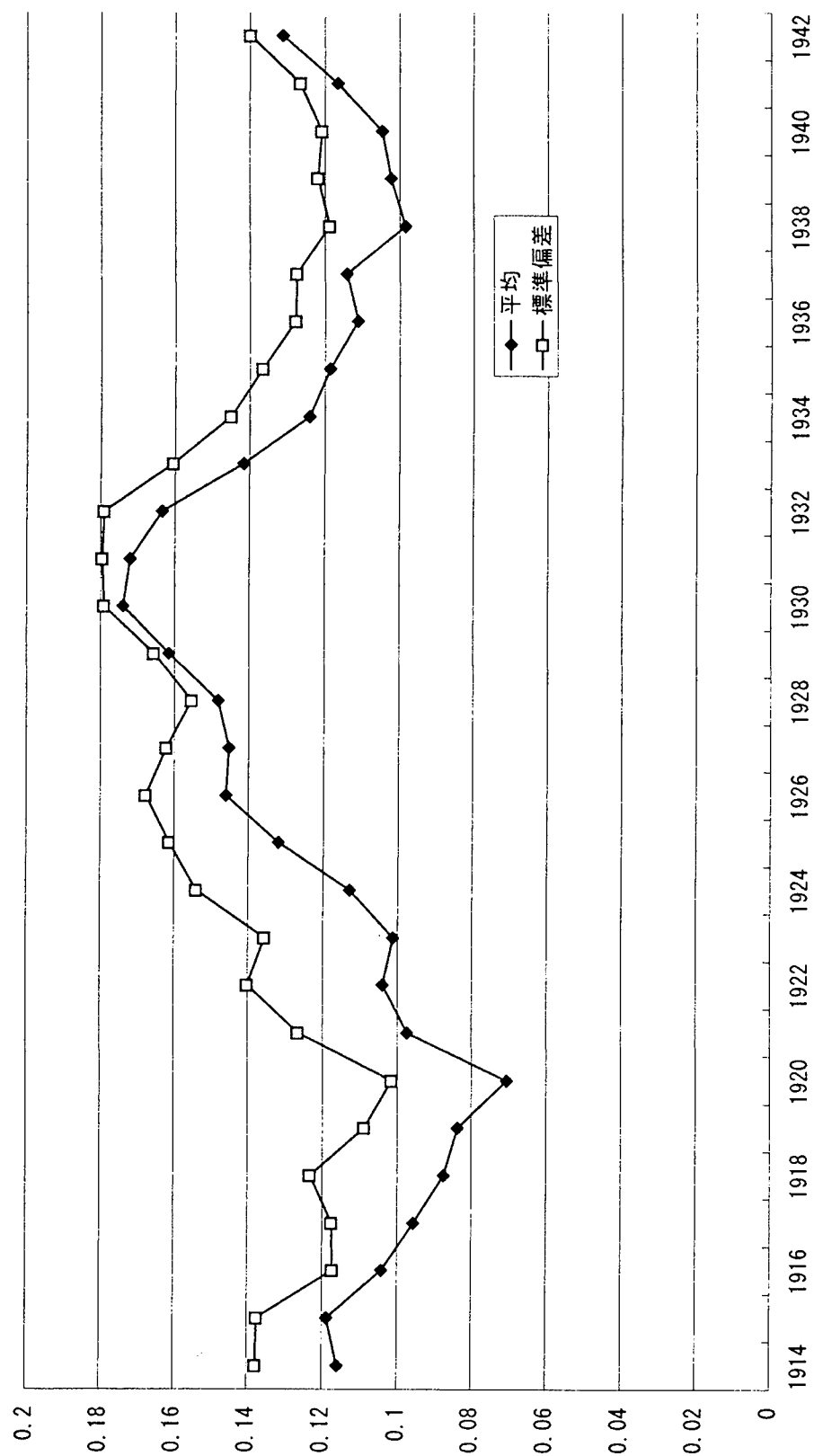


表1 統治構造の要約

PANEL A : 1928年

	サンプル数	平均	標準 偏差	最小値	最大値	中央値	第1 四分位	第3 四分位	IQ レンジ
経営者	162	0.049	0.114	0	0.975	0.008	0	0.040	0.040
外部大株主	161	0.216	0.251	0.001	1	0.100	0.046	0.290	0.243
(法人)	57(35.4%)	0.230	0.215	0.020	0.960	0.132	0.067	0.340	0.273
(個人)	61(37.9%)	0.118	0.159	0.001	0.975	0.058	0.038	0.118	0.080

PANEL B : 1937年

	サンプル数	平均	標準 偏差	最小値	最大値	中央値	第1 四分位	第3 四分位	IQ レンジ
経営者	165	0.033	0.076	0	0.674	0.000	0	0.034	0.034
外部大株主	165	0.205	0.228	0.014	1	0.104	0.049	0.277	0.228
(法人)	72(43.6%)	0.266	0.260	0.014	0.995	0.156	0.059	0.449	0.390
(個人)	44(26.7%)	0.098	0.106	0.020	0.480	0.059	0.038	0.099	0.061

(注) 内数の合計が100%にならないのは金融機関や公的機関の場合を除外したため。

表2 企業統治の効果に関する実証的推論

PANEL A : 収益性に対する効果

		正の効果	負の効果
大株主	持株会社	モニタリング 個人株主の攪乱を防止	過度のモニタリング
	法人	モニタリング 個人株主の攪乱を防止	利益相反 (=親会社の 利益最大化)
	個人	モニタリング	攪乱的介入
経営者		インセンティブ	エンtrenチメント

PANEL B : 収益性と成長性の関係

収益性	成長性	評価
+	+	効率的
+	—	収益志向 (リストラに よる効率改善)
—	+	成長志向 (戦後の日本 企業)
—	—	非効率

表3 基本統計量と相関行列

PANEL A: 変数の統計量 (1921-1936年)

	平均	標準偏差	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ
ROA	0.046	0.065	0.050	0.020	0.076	0.056
総資産	28690.7	36095.7	14713.5	6402.0	34085.8	27683.8
総資産 (対数)	9.640	1.138	9.597	8.764	10.437	1.672
資産成長率	0.050	0.182	0.021	-0.023	0.096	0.119
ROA差分	-0.002	0.066	0.000	-0.014	0.014	0.028
ω	0.037	0.094	0.010	0	0.030	0.030
a	0.198	0.233	0.100	0.046	0.263	0.217
$a \cdot corp$	0.151	0.238	0.039	0	0.200	0.200
$a \cdot ind$	0.039	0.101	0	0	0.038	0.038
DA	0.145	0.158	0.111	0	0.245	0.245

PANEL B: 相関行列

	ROA	総資産	総資産 (対数)	資産 成長率	ROA 差分	ω	a	$a \cdot corp$	$a \cdot ind$	DA
ROA	1									
総資産	0.135	1								
総資産 (対数)	0.126	0.830	1							
資産成長率	0.289	0.100	0.093	1						
ROA差分	0.461	-0.028	-0.046	0.090	1					
ω	-0.030	-0.124	-0.137	0.040	0.002	1				
a	0.029	-0.011	0.038	0.034	0.031	-0.116	1			
$a \cdot corp$	0.040	0.053	0.107	0.049	0.022	-0.111	0.894	1		
$a \cdot ind$	-0.026	-0.155	-0.188	-0.021	0.015	0.017	0.174	-0.242	1	
DA	-0.353	0.009	0.095	-0.043	0.007	0.032	-0.178	-0.175	-0.033	1

ω 経営者の保有比率
 a 外部首位株主の保有比率
 $a \cdot corp$ うち法人が首位株主である場合の保有比率
 $a \cdot ind$ うち個人が首位株主である場合の保有比率
 DA (長期借入+社債) / 総資産

表4 基本推計

被説明変数	ROA	ROA	資産成長率	ROA	資産成長率
<i>SIZE</i>	0.0038 ** (2.45)	0.0034 * (1.91)	-0.0010 (0.22)	0.0034 * (1.78)	0.0012 (0.27)
<i>a</i>		0.0197 ** (2.13)	0.0814 *** (3.60)		
<i>a·corp</i>				0.0208 ** (2.05)	0.0799 *** (3.28)
<i>a·ind</i>				0.0031 (0.15)	0.0133 (0.27)
<i>ω</i>		-0.0250 (1.32)	0.1239 *** (2.68)	-0.0345 * (1.81)	0.1045 ** (2.29)
<i>ZAIBATSU</i>		0.0010 (0.155)	-0.0097 (0.61)	0.0120 (1.61)	-0.0025 (0.14)
産業ダミー	yes	yes	yes	yes	yes
年次ダミー	yes	yes	yes	yes	yes
Adj. R2	0.068	0.072	0.076	0.072	0.073
Obs.	2138	1842	1871	1767	1797

SIZE 総資産の自然対数値
a 外部首位株主の保有比率
a·corp うち法人が首位株主である場合の保有比率
a·ind うち個人が首位株主である場合の保有比率
ω 経営者の保有比率
ZAIBATSU 財閥系企業の場合に1をとるダミー変数（定義は本文参照）

（注） （ ）内の数値はt値を表す。***は1%、**は5%、*は1%の有意水準をそれぞれ表す。

表5 期間分割推計

推計期間	21-27		28-32		33-36	
被説明変数	ROA	資産成長率	ROA	資産成長率	ROA	資産成長率
<i>SIZE</i>	0.0024 (0.53)	-0.0030 (0.32)	0.0040 * (1.74)	0.0033 (0.73)	0.0035 (0.10)	0.0008 (0.08)
<i>a·corp</i>	0.0065 (0.24)	-0.0177 (0.31)	-0.0012 (0.10)	0.0370 (1.53)	0.0455 ** (2.55)	0.1879 *** (3.88)
<i>a·ind</i>	0.0235 (0.29)	0.0665 (0.39)	-0.0040 (0.19)	0.0510 (1.19)	0.0043 (0.11)	-0.0595 (0.59)
<i>ω</i>	-0.0277 (0.33)	-0.0549 (0.32)	-0.0100 (0.55)	0.1196 *** (3.26)	-0.0786 ** (2.04)	0.0966 (0.93)
<i>ZAIBATSU</i>	0.0303 ** (2.06)	0.0171 (0.56)	0.0057 (0.63)	-0.0226 (1.28)	0.0081 (0.55)	0.0160 (0.41)
産業ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes
年次ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Adj. R2	0.080	0.046	0.086	0.077	0.035	0.066
Obs.	451	457	686	701	630	639

SIZE 総資産の自然対数値

a·corp うち法人が首位株主である場合の保有比率

a·ind うち個人が首位株主である場合の保有比率

ω 経営者の保有比率

ZAIBATSU 財閥系企業の場合に1をとるダミー変数（定義は本文参照）

（注）（ ）内の数値はt値を表す。***は1%、**は5%、*は1%の有意水準をそれぞれ表す。

表6 負債の効果の推計

推計期間	21・27	28・32	33・36
被説明変数	ROA差分	ROA差分	ROA差分
<i>SIZE</i>	-0.0075 ** (2.35)	-0.0010 (0.50)	-0.0009 (0.29)
<i>DA</i>	0.0356 (1.56)	0.0456 *** (3.47)	-0.0126 (0.60)
産業ダミー	yes	yes	yes
年次ダミー	yes	yes	yes
Adj. R2	0.078	0.068	0.040
Obs.	603	800	665

SIZE 総資産の自然対数値
DA (長期借入+社債)/総資産

(注) () 内の数値は t 値を表す。***は1%、**は5%、*は1%の有意水準をそれぞれ表す。

Rethinking of the Cash flow Constraint on
Investment:
Evidence from 20th Century Japan¹

Arikawa, Yasuhiro

Faculty of Literature and Social Sciences, Yamagata University, 1-4-12

Kojirakawa-machi, Yamagata-shi 990-8560, Japan

E-mail: arikawa@human.kj.yamagata-u.ac.jp

and

Miyajima, Hideaki

School of Commerce, Waseda University, 1-6-1, Nishi-Waseda, Shinjuku-ku,

Tokyo

169-8050, Japan

E-mail: miyajima@mn.waseda.ac.jp

¹ This paper is prepared for 2001 NFA Annual Conference at Waseda University.

1. Introduction

Fazzari, Hubbard, and Petersen(1988) (Hereafter FHP88) and so many subsequent empirical analysis present support for the existence of the financing hierarchy, which let a firm's investment decision be sensitive to internal funds.² Especially they provide the results suggesting investment decision of a firm with financial constraint is more sensitive to internal fund than that of the firm with less financial constraint.

Almost ten years has passed since epoch-making work of FHP, Kaplan and Zingales (1997) presented counterexample for questioning the generality of this conclusions. They find that investment decisions of the least financially constrained firms are the most sensitive to the availability of cash flow. Clearly (1998) also shows that investment decisions of firms with high financial availability are significantly more sensitive to the availability of internal funds than firms with less financial availability. This result is consistent with the evidence of Kaplan and Zingales(1997).³

In this paper, we attempt to investigate this problem by focusing on the endogeneity of cash flow variable, using Japanese firm data in the 20th century. The approach taken by FHP to distinguish sample firms is basically based upon dividend payout ratio, and compare the sensitivity of investment to cash flow among each groups, taking cash flow variable as exogenous. Nevertheless, the amount of cash flow is, by definition, affected by dividend that a firm pays, and dividend policy is determined by some factors that also effect the investment behavior, for example profitability, business risk, ownership structure and so on. This requires us to estimate investment function simultaneously with the dividend policy equation.

In order to highlight cash flow sensitivity of investment from this perspective, we focus on the 1930s and 1950s in the 20th century Japan. The reason for picking up these two periods is because both of periods were unique to Japanese economic history in the sense that the ownership structure was quite diversified (in the 1930s) or highly dispersed (in the 1950s), and the top manager considered the dividend policy under small shareholders pressure. Notice that both periods are quite different from the era after 1965 when the dividend policy was less sensitive to firm's profit due to stabilized shareholder scheme, which is

² See Hubbard (1998) for an summary of this literature.

³ Furthermore, Fohlin(1999) demonstrate that bank attachment is not associated with reduction in firms' liquidity sensitivity, using the German firm data of preceding WW I.

often regarded as one of characteristics of Japanese-type firm system.

Using two sets of micro level panel data and estimating investment function simultaneously with the dividend function, we find following points.

First, we show that significant negative coefficient of investment on dividend policy, especially in firms with low dividend payout ratio. This means investment behavior and dividend policy is interdependent. Second, the investment of the firms with higher dividend payout ratio is significantly more sensitive to the internal fund by simultaneously estimating investment function and dividend policy equation. This result is contrast to FHP, and supports the result of Kaplan and Zingales. Third, we then present one interpretation for this puzzling result from FHP perspective. Our interpretation is that a firm with more concentrated ownership pays dividends less elastically in terms of its profit, especially among firms with low dividend payout ratio. Put it differently, other things being equal, a firm with more concentrated ownership structure retains larger cash flow. This interpretation is consistent to previous literatures on dividend policy, which insist that firms with lower dividend ratio are facing less agency problem between manager and shareholders, given the level of firm's future profitability. Therefore, our empirical result about investment function might suggest that, contrasted to FHP conclusion, an investment of a firm in the high dividend payout ratio group is more sensitive to cash flow than that of low dividend payout group because of the effect of ownership structure on the dividend policy..

Our paper proceeds as follows. Section 2 summarize previous literatures and introduce the reason why we apply a simultaneous equation framework. Section 3 shows the detail of our data. Section 4 discusses our empirical research method. Section 5 examines the regression results. New interpretation is provided in section 6. Section 7 concludes.

2. Theoretical Issues

A) Investment and Cash flow constraint

Fazzari, Hubbard, and Petersen(1988) conducted an empirical study of firm investment decision in the presence of financial constraints. They used the data of 422 large U.S. manufacturing firms to analyze differences in investment by firms classified according to dividend payout ratio. FHP divides sample firms into three groups: Firms with a ratio of dividends to income less than 0.1 at least

10 years, firms with a ratio of dividends to income less than 0.2 but more than 0.1 for at least 10 years, and other firms. Assuming that a firm with lower ratio of dividends to income is likely to face more serious financial constraints, they do find that the sensitivity of cash flow to investment for a firm with higher retention ratio tend to be larger than that of a firm with lower retention ratio.

Kaplan and Zingales (1997) (Hereafter KZ) questions the generality of this conclusions. They use information from company annual reports to rank firms in terms of their degree of financial constraint. The classification scheme by KZ use data from letters to shareholders, management discussions of operations and liquidity, financial statements, note to those statements for each firm year, and financial ratios obtained from COMPUSTAT database. Then, contrary to the previous research, KZ find that the least financially constrained firms exhibit the greatest investment-cash flow sensitivity. However, FHP (1996) criticizes the sorting criteria KZ take as subjective. Furthermore, KZ use only 49 high-quality manufacturing firms, and even subdivide this sample into groups of 22, 19, and 8. This procedure, as Cleary (1998) says, leaves very few firms for comparison purposes. The use of such a small sample implies the behavior of a very few firms could cause their results, and it may be difficult to make any general conclusion based on these small observations.

To overcome these shortcomings of KZ analysis, Cleary (1998) adopt the following method. First, for classifying sample firms between financially constrained and others objectively, Cleary use multiple discriminant analysis, similar to Altman's Z factor. Second, contrary to the small sample analysis by KZ, Cleary use 1317 U.S. sample firms that have complete financial information available for the 1987 to 1994 period on the SEC Worldscope Disclosure data set. Then, it finds similar conclusion to KZ: investment decision of a firm with high financial availability is significantly more sensitive to the internal funds than a firm with less financial availability, using larger sample firms. Therefore, Cleary's result strongly supports the evidence of K Z.

They persuasively clarified that there were no monotonous relationship between cash flow sensitivity and constraint. However, they did not show any alternative explanation about cash flow sensitivity of firm investment. In order to approach this puzzle, we focus here on dividend policy and its relationship with firm's investment behavior. Since cash flow is calculated as income after tax plus depreciation less dividend payments, cash flow is endogenously determined by

variables that affect dividend policy. Furthermore, a firm may have to choose between dividend payments and capital expenditure as a use of profits, assuming that investment depends upon the amount of cash flow under the imperfect capital market. If these are true, as Jensen, Solberg and Zorn(1992) explains, we have to consider the interdependent relationship between capital spending and dividend policy when we discuss firm's investment behavior: an investment by a firm with higher dividend payout might be more sensitive to the amount of cash flow.

B) Dividend Policy

Since Miller and Modigliani(1961) prove the irrelevance of dividend policy under perfect capital market, there has been considerable amount of researches for explaining the existence of dividend. First one is the signaling theory. Bhattachararya (1979) and Millar and Rock(1985) discuss dividend payments as a signal of profitability when shareholder cannot observe manager well. As a firm's manager does not like to cut dividend, the reason for raising dividend reveals to the market the specific information that future earnings of that firm will be expected to increase. In other words, as Rozeff (1982) argues, higher dividend payments reduce agency conflicts between managers and shareholders. Under this theory, a firm with good growth prospect pays higher dividend, and Asquith and Mullins (1983) empirically find the significant increase of stock price when a firm pay dividend.

The other one is the theory based on free cash flow. In this case, higher dividend payout might reflect the existence of serious agency problems between corporate managers and outside shareholders. According to some recent literature (e.g., La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(2000)), a manager may pursue its goal for gaining private benefit using a firm's profit when shareholder cannot effectively monitor manager's behavior.⁴ Then, by paying dividends, managers return corporate earnings to shareholders and hence can no longer use these earnings to benefit themselves. Current dividends are better than retained earnings because the latter might never turn up as dividends in the future.

⁴ Other researches like Easterbrook(1984),Jensen(1986),Zwiebel(1996) ,and so on, are also explaining about dividend policy from the view point of a managers' incentive for moral hazard.

Thus, given theoretical situation, it is difficult to uniquely determine whether or not a firm with good growth prospect pays higher dividend. According to signaling theory, a firm with better growth opportunities might choose higher dividend payout ratios, because that firm has a stronger incentive to establish a reputation because of a greater potential need for external finance. According to free cash theory, shareholders would accept low dividend payout, and high reinvestment rates, from a company with good opportunities because they know that when this company's investments pay off, they could extract high dividends.

However, noticeably both theories predicts that, other things being equal, more dispersed ownership structure is likely to raise the dividend payout ratio of a firm. As Stiglitz (1985) has argued, when shares held by a large number of people with no single person holding a large stake, nobody has an incentive to monitor the management. Then, if the first signaling theory is true, a firm manager have to pay more dividend to shareholder to show its true firm value, other things being equal. Similarly, when second theory hold, uninformed shareholders have a higher preference for dividends to prevent manager from indulging the project that provide private benefit. Thus, the ownership structure affects the amount of cash flow a firm retains: other things being equal, a firm with less concentrated ownership structure retains larger cash flow. Combined with the previous discussion about the relationship between investment and cash flow, we hypothesize that an a firm with more concentrated ownership structure would pay less dividend, which reduce firm's sensitivity of investment to cash flow.

3. Two periods that Ownership Structure Crucially Matters

A) The 1930s when the ownership structure was diversified

Our concern is on whether dispersed shareholders facing with asymmetric information problems affect the dividend policy and consequently make corporate investment much sensitive to cash flow or not. Thus, it is appropriate to pick up the period when the ownership structure is quite diversified or dispersed, and the income gain is much more preferable than capital gain. From this perspective, we focus on two periods from the 20th century experience in Japan: the year 1933-37 and 1956-1964.

In our perspective, the period 1905-1910, after the Russia-Japan war boom,

and the period of 1915-1919 known as the World War first boom, are possible candidates to be investigated. However, mainly due to the data availability, we pick up the period 1933-1937 when Japanese economy experienced last investment boom before wartime planned economy.

In prewar period, as is already pointed out (Okazaki 1994, Teranishi 2000), the number of individual investor was relatively large and the role of institutional investors was limited, while the control right of shareholder is much stronger than the postwar period. In addition to these characteristics, the ownership structure was noticeably diversified among large firms. The average share held by top shareholder (α) that is a proxy of shareholder monitoring incentive was over 31.3 % with 32.8 % standard deviation. On the one pole among Japanese firms, there were firms that already highly separated the management from ownership. Cotton spinning firms and other labor-intensive industries such as flourmills, sugar, paper and pulp, and cement were established by joint stock company at the beginning of early industrization. Among them the share of large shareholder (α) was often less than five percent, which implies potential agency problems between manager and shareholders.

On the other pole, however, there were family concerns known as zaibatsu that is characterized as the highly concentrated ownership structure. They occupied important position in the capital-intensive industries such as metal, shipbuilding, electric machine, and mining industries. Holding company exclusively held its subsidiary firms, i.e. α is 100%, although some of them began to be public in the 1930s. Under high concentration of ownership, family and holding companies delegated professional manager to operate their subsidiary firms, the possible agency problems were mitigated by effective monitoring of holding companies.

Furthermore, there were owner-manager type of firms in prewar Japan as is well know as new zaibatsu. They ranged from family firms with the high ownership of founder to public firm with relatively dispersed ownership, the owner manager still took an initiative of corporate decision.

Given this diversified corporate ownership structure among firms, it is worth noticing that individual investors imposed managers of firms to keep high dividend. Under the institutional setting unique to prewar period such as high transaction unit of stock, individual investors often borrowed their investment fund from bank putting their stock as collateral. As the result, individual

investor had strong preference of income gain rather than capital gain. It is reported that the dividend yields always exceed the corporate bond yields in prewar periods. This preference was further encouraged by the prewar tax system that the tax of income gain was highly deductive and income tax was less progressive.

For the prewar period sample firms are 74 firms in manufacturing and mining sectors. Sample is selected by following procedure. First firms in top 70 in 1918, and top 100 in 1937 on asset base are pooled. Then, considering the data availability from 1933-1937, we can finally get 74 firms panel data. The financial data is mainly constructed by Honpo-Jigyo bunseki of Mitsubishi Economic Research Institute, and partly supplemented by other sources (company history and the annual report). As sample firms did not always disclose their depreciation in this period, we use net investment for investment estimation in subsequent section.

B) The 1950s when the ownership structure is dispersed.

The second period that we pick up is the early phase of the high growth era. After wartime planned economy and postwar economic reform, the ownership structure of Japanese firms experienced dramatic changes. Although the control right of shareholder was restricted under wartime planned economy, the ownership structure was relatively stable under the strict regulation of capital market that make ownership transfer inactive. It was the postwar reform that completely changed the ownership structure of Japanese firms prewar. The issued stock of zaibatsu was compulsory transferred to individuals, and the holding companies with effective control were completely dissolved. Prewar owner-manager were also eliminated by a series of economic reform such as economic purge. As a result managerial ownership dramatically decreased. Estimated percentage of top share holder (α) decreased to 6.4 % in 1949 compared to 23.9 % in 1937, whereas the average managerial ownership is almost zero in the 1950s.

Consequently the ownership structure of Japanese firms became dispersed as well as homogenous comparing to the prewar period. The share held by individual was over 50% in 1955, while institutional shareholder was not influential yet at that time. The share held by financial institutions and non-financial institutions in 1955 are 28.6% and 7.4% respectively. This

ownership structure was different from the 1970s when so called J-type firms were established as a result of shareholder stabilization scheme.

Thus, Japanese firms still faced the volatile influence of small shareholder, who did not have any incentive to monitor their invested firms, nonetheless top manager tried to stabilize their shareholder by various ways after postwar recovery (Miyajima 1995). First, the individual shareholders have still strong preference on the dividend at least by the early 1960s when the “dividend yield revolution” was emphasized. The dividend yield was still high comparing to the late 1960s, although it did not exceed the bond yield as prewar period. Second, Japanese firms still faced the threat of takeover. The estimated Tobin’s q was far below one in the early 1950s. There is anecdotal evidence that firms faced takeover bid. It was the mid 1960s that Japanese firms succeeded to stabilize their shareholder through organizing corporate groups and other schemes.

In short, the late 1950s and early 1960s was unique to Japanese economic history in the sense that the ownership structure was highly dispersed, and the top manager considered the dividend policy under small shareholders pressure. As for this period, sample firms are 126 firms that are ranked in top 100 firms list in either 1937 or 1955. Notice that sample does not include the IPO firms after 1956. We obtained the accounting data from *Japan Development Bank’s Corporate Finance Data Bank*. Since yearly depreciation is throughoutly available in the postwar period, we use gross investment as independent variables in the postwar investment estimation.

---Table 1 about here---

4. Research Design

A) Division of Sample Firms

To compare with the previous literatures about firm investment and cash flow sensitivity, we follow the approach of FHP for classifying sample firms. As we mentioned above, FHP divide sample firms into three groups: Firms with a ratio of dividends to income less than 0.1 at least 10 years, firms with a ratio of dividends to income less than 0.2 but more than 0.1 for at least 10 years, and other firms, assuming that a firm with lower ratio of dividends to income is likely to face more serious financial constraints. Similarly, Cleary uses dividend as a criteria of establishing mutually exclusive groups for discriminant analysis. It

divide sample into three groups: group 1 firm increase dividends; group 2 firms cut dividends; and group 3 do not change dividend payments. Comparing with these literatures, the number of sample firms we use in this paper is so small that we divide firms into two groups by a ratio of dividend to income, and study differences of sensitivity of investment to cash flow between these two groups.

To distinguish sample firms, we first divide total sample into two groups whether or not its ratio of dividend to income is below a lower quartile of total sample. For the sample of the 1930s, a firm is classified into financially constrained (FC) group if that ratio is below a lower quartile of the total sample for more than three years in five years, and others are classified as not financially constrained (NFC) group. For the sample of the 1950s, a firm is classified into FC group if that ratio is below a lower quartile of the total sample for more than six years in ten years, and others are grouped as NFC. Here, we assume that liquidity should be important for low dividend firms because of a financing hierarchy.

B) Estimation Strategy

The regressions of investment function include as regressors, a measure of internal fund, and business chance. We estimate the following regression formula developed in the previous literature.

$$I_t/K_{t-1} = f(dy_{t-1}, CF_t, \text{Firm Dummy}, \text{Year Dummy})$$

Here, I_t is a firm's physical investment standardized by fixed asset K_{t-1} . For estimating investment function in the 1950s, we use, as a physical investment, the difference between tangible fixed asset at period t and that of period $t-1$ plus depreciation. However, as we explain in the previous section, for calculating a physical investment in the 1930s, we do not include depreciation because of its high discretion. Therefore, while we adopt as a dependent variable net investment for analyzing firm behavior in the 1930s, we use gross investment for the estimation of the 1950s.

dy_t is a growth rate of the operational profit from period $t-2$ to period $t-1$. This variable is considered to be a proxy for a firm's business chance, since we cannot apply the required data for calculating the Tobin's q , which is frequently employed in the previous literatures, in the sample periods. As a measure of

internal fund, we use cash flow calculated as income after tax plus depreciation less dividend payments, CF_t , divided by fixed asset K_{t-1} . Here we again, for calculating CF_t in the 1930s, do not include depreciation because of its high discretion. To eliminate the effects of scale, we normalize the investment and internal fund measured by the firm's capital stock in the beginning of the year. Further, to remove firm-specific effects, we include a firm dummy, and to remove macro shocks, we include a yearly dummy.

As discussed in the section 2, dividend policy of a firm might affect the investment behavior. Then, we take into consideration of this fact by simultaneously estimating the investment behavior and dividend policy. Similar to the previous literatures in the dividend policy, e.g., Jensen, Solberg, and Zorn(1992) or La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(2000), we estimate the following dividend policy function.

$$\text{div} = F(dy_{t-1}, \pi_t, I_t, \text{size}_{t-1}, \text{Firm Dummy}, \text{Year Dummy})$$

Here, div represent log of the amount of dividend. As independent variables, we include log of after tax profit, π , growth rate of operational profit, dy , and a firm's physical investment standardized by fixed asset, I_t .

Since log of dividend is taken as dependent variable, the coefficient of π is considered to be the elasticity of dividend to income. Using dy as a measure of growth opportunities, we investigate the relationship between growth opportunity and dividend payment.

Given the above theoretical explanation, it is difficult to uniquely determine whether or not a firm with good growth prospect pays higher dividend from these theories. In former explanation above (signaling theory), a firm with better growth opportunities might choose higher dividend payout ratios, because that firm has an incentive to establish a reputation of good firm for financing external fund more easily. In latter explanation (free cash theory), shareholders would allow low dividend payouts of a firm with better growth opportunities to finance for high investment, because that firm could pay high dividends when that investments pay off.

To eliminate the effects of scale, we also add log of total asset, size. Research by Holder, Langrehr, and Hexter(1998) shows that a larger firm tends to pay higher dividend, because a larger firm has easier access to the capital markets

and are therefore less dependent on internal funds. Then, we hypothesize here that firm size is positively related to the amount of dividend payment. Further, we again include a firm dummy and a yearly dummy.

Some descriptive statistics for the firms in each group are shown in Table 2. In the 1930s, average investment divided by capital stock is higher for NFC firms than FC firms. On the other hand, in the 1950s, investment divided by capital stock is almost same between two groups. Similar conclusion holds for debt equity ratio. These statistics suggest ambiguous implication for our hypothesis presented in the previous section that the amount of cash flows and dividend policy is related each other. Although the statistics in the 1930s seems to support our conjecture, the numbers in the 1950s does not necessarily signify the interdependence between investment behavior and dividend policy. Therefore, in the next section we further investigate this relationship.

---Table 2 about here---

5. Regression results

First, we present the results of regressions in both period of the 1930s and 1950s when investment function is solely estimated in Table 3. We employ a fixed effect specification like previous literatures. The first column and second column contains the results for the pooled sample of FC firms and NFC firms in both periods. As for the growth opportunities, unlike our expectation, we cannot find significantly positive relationship between Δy and investment especially for the estimation of the 1930s and the 1950s. This result requires us to elaborate another proxy for business chance⁵. Considering on limitation of our empirical result, we can confirm that a firm's investment in both periods is sensitive to its availability of internal funds, which is consistent with previous literatures.

The third and fourth column shows the results when we divide sample firms into NFC firms and FC firms. In the 1930s, the coefficients of cash flow in both regressions are significantly positive. Especially, investment of NFC firm is more sensitive to cash flow than that of FC firm. The estimated difference between the NFC coefficients of cash flow variables and that of FC is statistically significant. This strongly contrast with FHP's conclusion that an investment of a firm in the low dividend payout ratio group is more sensitive to cash flow than that of high dividend payout group.

⁵ Estimation of growth opprtunites of sample firms in both periods is now on going.

Column five and six show that, in the 1950s, both of the coefficients of cash flow are again significantly positive, and the investment of NFC firm is more sensitive to cash flow than that of FC firm as same as in the 1930s. Nevertheless, the estimated difference in the coefficients of both cash flow variables is statistically insignificant. Therefore, we cannot reject the null hypothesis of equality of the cash flow sensitivity between two groups. However, this result again implies that FHP's prediction is not supported.

---Table 3 about here ---

Then, we investigate whether these results about cash flow sensitivity in investment function would change or not when we considered the effect of dividend policy discussed in section 2. Table 4 shows the result when we simultaneously estimate the investment function and dividend policy equation, considering the effect of dividend policy on investment behavior via cash flow. Here we apply three stage least squares (3SLS) as an estimation method. The first column and second column shows the estimated results for the entire sample in the 1930s and 1950s. These results indicate that firm's investment decision is sensitive to cash flow, even when we simultaneously estimate the equation of dividend policy. As for the regression result about dividend policy, the coefficient of profit is significantly positive. We also find the coefficient of growth opportunity is significantly negative for the dividend policy in the 1930s, while we cannot observe the significant relationship between a firm's growth opportunity and dividend policy in the 1950s. Further the sign of investment is negative in both periods, although the significance level was not high enough.

From third columns on in Table 4, we report the estimation results when the sample firms are divided into FC firms and NFC firms in the 1930s and 1950s. One of the main results in this section is that we find the same result with KZ and Cleary in our sample even when we simultaneously estimate the investment function and dividend policy function: the estimated coefficient of the cash flow is significantly much larger for the NFC firms than for FC firms.

From third and forth column we confirm from these results that a firm's investment in the 1930s is sensitive to its availability of internal fund in either firms with higher a ratio of dividend to income (NFC firms), or firms with lower ratio of dividend to income (FC firms). However, investment of NFC firm is more sensitive to cash flow than that of FC firm. The estimated difference between the NFC coefficients of cash flow variables and that of FC is statistically

significant. This strongly contrasts with FHP's conclusion that an investment of a firm in the low dividend payout ratio group is more sensitive to cash flow than that of high dividend payout group.

The same result is shown in the estimation of postwar period. The fifth and sixth column of Table 4 report the results when we divide the sample of the firms in the 1950s into FC firms and NFC firms. The fifth column shows that the coefficient of cash flow is statistically significant for firms with higher ratio of dividend to income. Sixth column reports that the coefficient of firms with lower ratio of dividend to income is also positive and significant. Then, we confirm again that the estimated coefficient of the cash flow is significantly much larger for the NFC firms than for FC firms at 5 percent significance level. Notice that this result is different from the estimation result by fixed effect model. Thus, contrary to the FHP's conclusion, this result suggests a firm facing with more severe financial constraint is less sensitive to the internal fund than a firm with less severe financial constraint.

Another result of this estimation is that the dividend is negatively correlated to investment in FC firms. According to column five and six for the estimation of the 1950s, the dividend is negatively correlated to investment, and this correlation was significant in FC firms at 5% significance level, whereas it is not significant in the estimation for 1930s. This result indicates that the competing relationship between capital spending and dividends exists.

---Table 4 about here ---

6. Interpretations: Ownership Structure and Dividend Policy

As Cleary says, the high cash flow sensitivity of the unconstrained firms is somewhat puzzling. KZ and Cleary give some conjecture about the reason of this puzzling result. For example, Cleary suggests that Jensen (1986)'s free cash theory is consistent with this puzzling result because firm invest more when a firm manager is more available of cash flows. Alternatively, KZ give conjecture that the correlation between investment and liquidity might come from the managerial risk aversion. Here we attempt to provide another interpretation about higher cash flow sensitivity of the firm with higher dividend payout, by explicitly employing the ownership structure.

Although dividend policy is affected by many factors, like firm's business chance, firm risk and so on, we investigate here the effect of ownership structure

on the dividend policy. Rozeff(1982) argues the role of dividends for reducing agency costs are smaller for firms with higher insider ownership, because the agency problem between inside manager and outside shareholders become less severe. Using 477 U.S. firm data, Holder, Langrehr, and Hexter(1998) provide empirical evidence about this hypothesis. They show the number of shareholder as a proxy of degree of ownership structure's dispersion is positively and significantly affects dividend payout ratio. Then, in this paper, we apply similar hypothesis: the more the ownership structure is concentrated, the less the dividend payment ratio is, because shareholders are more likely to monitor managers when they own more shareholdings.

In Table 5, we report the results of dividend policy equation. As a measure of concentration in ownership structure, we use the share held by the largest shareholder. The dummy variable, TOP, takes one if the share held by the largest shareholder is over sample median. Then, we add the interaction term between TOP and log of after tax profit, TOPPROF, in the estimation. As an estimation method, we employ a fixed effect specification. The first column contains the results for the pooled sample of firms in the 1930s. The results indicate that the sensitivity of dividends to profit is significantly positive, and the interaction term, TOPPROF, is significantly negative. This means a firm with more concentrated ownership pays out dividends less elastically in terms of its profit. These results support the previous discussion about the relationship between ownership structures and dividend policy when agency problems exist between manager and shareholders.

The column 3 and column 4 shows the result when we divide the sample firms in the 1930s between FC groups and NFC groups. Only in FC group, the coefficient of TOPPROF is significantly negative. We also observe similar result in the estimation of the firms in the 1950s. The coefficient of TOPPROF for FC firm is significantly negative in column 6, that is contrast to column 5 where the coefficient of TOPPROF for FC firm is positive, although not significant.

These results mean concentrated ownership allow managers to retain their earnings as cash flow because informed large shareholders have less preference for dividends to prevent manager from indulging the project with private benefit. Especially, the fact that this result is evident only among the firms with lower dividend payment ratio seems to suggest that a firm with more concentrated ownership structure is able to retain its earning as internal fund, which allow

manager to increase investment without external fund. Thus, the effect of ownership structure on the dividend policy might contribute to the empirical result that the investment liquidity sensitivity is higher for unconstrained firms.

---Table 5 about here ---

7. Conclusions and Discussion

In this paper, we investigate the sensitivity of investment decision to retained earnings using Japanese firms data in the 1930s and 1950s, considering the interdependent relationship between investment and dividend policy. Both of two periods were unique to Japanese economic history in the sense that the ownership structure was highly diversified or dispersed, and the top manager considered the dividend policy under small shareholders pressure. Therefore, these two periods are adequate for analyzing Japanese firm's dividend policy. We find the evidence that the investment of a firm with higher dividend payout ratio is significantly more sensitive to the retained earnings than that of firms with less ratio of dividend to income. This strongly contrast with FHP's conclusion that an investment of a firm in low dividend payout ratio group is more sensitive to cash flow than that of high dividend payout group, and is consistent with the evidence of Kaplan and Zingales (1997) and Cleary (1998).

We also find that the coefficient of investment is significantly negative in the estimation of dividend policy function. Since cash flow is calculated as income after tax plus depreciation less dividend payments, this result might imply that investment behavior and dividend policy is interdependent because a firm chooses between dividend payments and capital expenditure as a use of profits.

Moreover, this interdependence suggests us an alternative interpretation implication about somewhat puzzling result of investment function. We find that more concentrated ownership allow firm manager to retain earning instead of paying out to shareholders as dividend. Then, we confirm this result is evident only among the low dividend payout firms. These two results lead us to the conclusion that the effect of ownership structure on the dividend policy might contribute to coherently understanding the somehow puzzling empirical result that the investment liquidity sensitivity is higher for unconstrained firms.

Lastly, let us discuss the implication of our empirical results and suggest research agenda for further researches.

First, this paper show contradicting results with FHP's assumption that the

low dividend is the reflection of financially constraint firm. However, it does not mean that cash flow constraint based on the financial hierarchy does not matter. Rather we think that this kind of financial constraint FHP considers is one of the factors that cause cash flow sensitivity of investment. Even within our empirical works, it is highly plausible that the cash flow sensitivity in the 1950s Japan caused by the cash flow constraint based on asymmetric information between borrowers and investors. According to the estimation result which is the same investment function as Table 3 and added a variable of expressing bank-firm relationship, we confirmed that a firm with strong bank ties was significantly mitigated their cash flow sensitivity of investment comparing to a firm without such tie.

Second, accordingly, since the cash flow sensitivity of investment could be occurred by either asymmetric information problem between borrower and investors or between manager and shareholders, the further research agenda would be then how to distinguish both cases. As we emphasize, the dividend payout ratio is a not appropriate criterion for distinguishing FC from NFC. In stead of FHP's method, what we suggest here is following two points. First one is to estimate investment function simultaneously with dividend policy, and it is especially the case if we focus on an economy with dispersed ownership, which makes agency problems between shareholder and manager serious. Second point is that agency problem between borrower and investors should be identified by another criteria such as growth opportunities and other exogenous criterion that could reveal the extent of asymmetric information firm faces (for instance how long has passed since its listing or IPO).⁶ Developing feasible method on it is further our research agenda.

REFERENCES

- Bhattacharya, Sudipto, (1979), Imperfect information, dividend policy, and the "bird-in hand" fallacy, *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- Cleary, Sean, (1998), The Relationship between Firm Investment and Financial Status, *Journal of Finance* 54, 673-692.

⁶ Miyajima, Arikawa, and Kato (2001) attempt this method for examining over- and under-investment problem..

Easterbrook, Frank (1984) "Two agency cost explanations of dividends", *American Economic Review* 74, 650-659.

Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard and Bruce C. Peterson, (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Paper on Economic Activity* 1, 141-195.

Fohlin, Caroline (1998) "Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization", *Journal of Finance* 53, 1737-1758.

Holder, Mark E., Frederick W. Langrehr, and J. Lawrence Hexter (1998), "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", *Financial Management* 27, 73-82.

Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil, and Scharfstein, David. (1991), "The Investment, Liquidity, and Ownership: the Evidence from the Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics* 106, 33-60.

Hubbard, Glenn R. (1998) "Capital-market imperfections and investment", *Journal of Economic Literature* 36, 193-225.

Jensen, Michael C., (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *Amer. Econ. Rev.* 76, 323-339.

Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn, (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies.", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 247-263.

Kaplan, S. and L. Zingales. (1997) "Do investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, 169-215.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55, 1-33.

Miller, Merton and Kevin Rock, (1985), "Dividend Policy under asymmetric information", *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.

Miller, M. and F. Modigliani (1961) "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *Journal of Business* 34.

Miyajima, Hideaki, (1995), "The Privatization of Ex-zaibatsu Holding Stocks and the Emergence of Bank centered Corporate Groups", M. Aoki, ed. *Corporate Governance in Transitional Economy*, The World Bank, 361-403.

Miyajima, Hideaki, Yasuhiro Arikawa and Kato Atsushi (2001), "Corporate Governance, Relational Banking and R&D Investment: Evidence from Japanese

Large Firms in the 1980s and 1990s", forthcoming in *International Journal of technological Management*

Myers,S., and N.S.Majluf,(1984), Corporate financing and Investment Decisions when Firms have Information that investors do not have., *Journal of Finance* 39,187-221.

Okazaki, Tetsuji, (1994), Japanese firm under Planned Economy, *Journal of Japanese and International Economies*. vol. 7; 175-203.

Rozeff,M.,(1992), Growth,Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Finance Research* 3, 249-259.

Stiglitz,J.(1985), Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking* 17,133-152.

Teranishi, Juto,(2000), The Fall of the Taisho Economic System in Aoki, M. and G. R. Saxonhouse eds., *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*, Oxford University Press,43-63.

Zwiebel,Jeffery (1996) " Dynamic capital structure under managerial entrenchment ",*American Economic Review* 86,1197-1215.

Table 1 Ownership Structure of Large Firms

Panel-a: Prewar Period

(N=104)

	1928		1937		1943		1949	
	Average	Stdev.	Average	Stdev.	Average	Stdev.	Average	Stdev.
share of top shareholder (α)	31.3	32.8	23.9	22.5	20.5	17.2	6.4	5.5
share of top shareholder	52.2	32.2	47.1	24.5	42.3	21.1	18.8	18.8
financial institution	N.A	NA	6.0	7.5	9.6	9.3	6.1	8.5

Panel-b: Postwar Period

(N=126)

	1955		1958		1962		1967	
	Average	Stdev.	Average	Stdev.	Average	Stdev.	Average	Stdev.
share of top shareholder (α)	8.3	9.2	8.3	8.9	8.2	7.0	9.4	8.4
financial institution	28.6	10.9	32.6	11.2	35.7	11.9	33.0	10.6
Non financial Firms	7.4	6.8	11.5	12.4	11.7	9.9	12.3	10.2
Individual shareholder	53.2	14.0	51.6	14.1	49.8	13.1	44.5	12.1
owner	1.0	2.5	0.7	1.9	0.5	1.6	0.8	3.1
Stabilized shareholder	30.0	14.2	35.0	14.4	38.4	15.1	46.2	12.0
Portfolio investor	60.6	14.1	60.1	14.8	59.9	14.1	45.7	12.3

Source: Miyajima (1995), TSE, *Jojokaisha Soran*, Daiamond, *Kaisha Yoran*, Nikkei, *Kaishanankan*.

Note: 1. Column based on top ten shareholder list.

2. Stabilized Shareholde = aggregated share held by financial institution, non-financial institutions - trust bank.

3. Portfolio Investor = aggregated share held by individuals, securities firms - trust bank

Table 2 Descriptive Statistics

Panel-a: Prewar Period		NFC		FC	
1930		Mean	Std Dev	Mean	Std Dev
Investment		0.099	0.284	0.028	0.212
Dividend/Income		0.689	0.128	0.431	0.243
Cash Flow		0.050	0.062	0.108	0.167
Growth rate of Operational Profit		0.211	0.362	0.300	0.413
Debt Asset ratio		0.302	0.161	0.426	0.205
Panel-b: Postwar Period		NFC		FC	
1950		Mean	Std Dev	Mean	Std Dev
Investment		0.288	0.198	0.311	0.286
Dividend/Income		0.815	0.856	0.240	0.703
Cash Flow		0.115	0.056	0.161	0.094
Growth rate of Operational Profit		0.252	1.556	0.367	2.917
Debt Asset ratio		0.685	0.092	0.675	0.126

Table 3 Fixed Effect Estimation of Investment

Dependent Variable: Investment	1930	1950	1930	1930	1950	1950
	total	total	NFC	FC	NFC	FC
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Cash Flow	0.620 ^a 0.193	1.247 ^a 0.126	1.841 ^a 0.451	0.274 ^c 0.155	1.371 ^a 0.155	1.160 ^a 0.305
Growth rate of Operational Profit	-0.136 ^a 0.050	0.001 0.003	-0.292 ^a 0.087	-0.053 0.046	0.000 0.004	0.015 ^c 0.009
R ²	0.395	0.224	0.401	0.524	0.208	0.488
nob	246	1174	140	106	912	140

a,b, and c indicate significance at the 1,5,10 percent levels, respectively.

Table 4 Simultaneous Equation

	Total	Total	NFC	FC	NFC	FC
Dependent Variable: Investment	1930	1950	1930	1930	1950	1950
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CF	2.040 ^a 0.444	6.590 ^a 1.515	4.523 ^a 0.894	0.592 ^a 0.222	6.809 ^a 1.564	2.904 ^a 0.656
dy(-1)	-0.490 ^a 0.136	0.019 0.024	-0.707 ^a 0.197	-0.137 0.093	0.013 0.024	0.026 0.041
R ²	0.455	0.216	0.442	0.750	0.196	0.657
Dependent Variable: log div						
logprof	1.406 ^a 0.333	1.746 ^c 1.043	-1.514 10.286	0.902 ^c 0.496	1.805 ^b 0.722	1.542 ^b 0.773
dy(-1)	-0.429 ^a 0.152	0.017 0.048	0.666 3.297	-0.358 ^b 0.171	-0.037 0.051	0.249 ^b 0.123
I	-0.227 0.208	-1.152 1.081	0.167 0.454	-0.390 0.468	-0.672 1.102	-1.893 ^b 0.776
size(-1)	0.498 ^a 0.191	-0.857 1.589	-0.788 4.930	0.493 0.378	-0.758 1.123	-0.625 0.948
R ²	0.966	0.759	0.856	0.964	0.760	0.853
Nob	213	1064	130	83	851	114

a,b, and c indicate significance at the 1,5,10 percent levels, respectively.

Table 5 Ownship and Dividend Policy

	total	Total	NFC	FC	NFC	FC
	1930	1950	1930	1930	1950	1950
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
logprof	0.797 ^a 0.079	0.404 ^a 0.020	0.739 ^a 0.069	0.638 ^a 0.189	0.430 ^a 0.020	0.173 ^a 0.059
dy	-0.161 ^b 0.074	-0.003 0.006	-0.135 0.056	-0.345 ^c 0.179	-0.002 0.006	-0.007 0.053
Investment	0.125 0.095	-0.001 0.001	0.033 0.064	-0.456 0.351	-0.001 0.001	0.246 0.184
TOP*Operational Profit:TOPPROF	-0.410 ^a 0.115	0.004 0.004	-0.140 0.104	-0.487 ^b 0.223	0.006 0.004	-0.029 ^a 0.010
TOP*dy	0.267 ^a 0.086	0.007 0.009	0.048 0.069	0.487 ^b 0.223	0.002 0.009	0.271 ^a 0.073
size	0.719 ^a 0.130	0.594 ^a 0.047	0.314 ^a 0.136	0.607 ^b 0.278	0.563 ^a 0.049	0.995 ^a 0.135
nob	171	993	104	67	876	117
R ²	0.984	0.945	0.993	0.967	0.945	0.957

a,b,and c indicate significance at the 1,5,10 percent levels, respectively.

Corporate Governance and Investment in the 20th Century Japan:
A Comparison between prewar *zaibatsu* and postwar *keiretsu*

MIYAJIMA, Hideaki

(Waseda University / Policy Research Institute, MOF)

March, 2002

Preliminary draft

Deviation

This paper is prepared for Business History Conference held in Philadelphia April 2002. This work is supported by funds of Ministry of Literature.

1 Introduction

Family owned business groups known as *zaibatsu* were important features of the pre-war (World War Two) the Japanese firms from the corporate governance perspective. Business and economic historians have focused on the role of these groups in the prewar industrialization. Conventional understanding insisted that *zaibatsu* system enjoyed high profitability through preferential governmental support and monopolizing capital. Recently new theory suggests that *zaibatsu* system with family based ownership could contribute to subsidiary firms raise internal funds for investment projects, and effectively monitoring kept their high performance though strict under holding company system (Okazaki 1999 and 2001). This understanding is, however, contradicted to the other conventional theory raised by Hirschmeier and Yui (1975) and Morikawa (1992). They rather emphasized that *zaibatsu* system made subsidiary firms' investment conservative, because the contradiction between family with high share ownership and the professional (salaried) managers was so serious that they were often prevented from taking the investment projects that they initiated.

Corporate governance structure of the post war firms drastically changed from those of the prewar firms. Board of directors mainly composed of corporate insider who promoted within firms. The cross-shareholding among firms prevented shareholders from exerting both the voice and the exit. Possible moral hazard problem was mitigated by monitoring of main bank which has the long-term relationship with firms. Corporate groups known as *keiretsu* are the representatives of such postwar governance structures. Concerning on the role of postwar *keiretsu*, conventional wisdom has argued that corporate groups have encouraged investment through reducing asymmetric information, and keeping top managers free from the pressures of external markets (Abegglen and Stalk, 1985, Porter 1992, Hoshi, Kashyap, and Scharfstein 1991). However, an increasingly popular view suggests that there is no clear evidence for corporate groups to contribute their members' corporate growth and profitability even during the high growth era (1955-1970). It further stresses that corporate groups have rather generated an over-investment problem through cross subsidization among internal capital markets, and managerial discretion by keeping top managers from appropriate outside monitors (Weinstein and Yafeh 1999, Hall and Weinstein 1996).

The purpose of this paper is to coherently understand the costs and benefits of *zaibatsu*

and *keiretsu* in relation to corporate investment, and to highlight the relationship (similarity and difference or continuity and discontinuity) between both types of business groups. In order to approach this topic, we focus on the effect of governance structure on corporate behavior rather than the effect on the ex post corporate performance in which previous literature are interested.

The remainder of this paper is organized as follows. In section two, we attempt to stylize the characteristics of the prewar *zaibatsu* and the postwar *keiretsu* groups from the corporate governance perspective, using our original data base and previous empirical researches. Then, in section three, we elaborate a theoretical framework for understanding the impact of governance structure on investment, stressing the constraints of cash flow and default risks. The fourth and fifth sections represent the substantial part of this paper. They discuss the results of investment function, which explicitly includes governance structure variables. Section four treats the role of *zaibatsu* in the prewar period (1920-1937). We emphasize the conservative investment behavior with relatively stable performance of the three big *zaibatsu* (*Mitsui*, *Mitsubishi*, *Sumitomo*) and risk taking investment behavior and possible asset substitution problems among other owner-manager types of *zaibatsu*. Section five examines the role of *keiretsu* in the postwar period (1955-1970). We highlight the benefits of corporate groups in terms of mitigating asymmetric information, default risks and market myopia.

The conclusion discusses the continuities and discontinuities between the prewar *zaibatsu* and the postwar *keiretsu*. we also give some perspectives on functional changes of the *keiretsu* system from the mid-1980s.

2. Two periods that Corporate Governance Structure Crucially Matters

2-1 The Interwar period : The Age of zaibatsu

Corporate governance structure in Japanese firms experienced drastic change in the 20th century. In the prewar period, as is already pointed out (Nakamura 1988, Okazaki1999, Teranishi 2000), the control right of shareholder was much stronger than the postwar period. Given the prewar legal framework that is less regulated, and less protective for shareholder and debt holder, the role of individual investor (family) was relatively large and the role of

institutional investors was still limited. The average share held by the largest shareholder (α) that is a proxy of shareholder monitoring incentive was over 31.3 % with 32.8 % standard deviation in 1928 (Table 1). In addition to these characteristics, the ownership structure was noticeably diversified among large firms. We can divide the prewar firms into following three types by considering on who initiated firms investment projects and who owned firms (Fama and Jensen 1983).

----Table 1 about here----

First type was the subsidiary firms of three big *zaibatsu*, Mitsui, Mitsubishi, and Sumitomo. They located in the capital-intensive industries such as metal, shipbuilding, electric machine, and mining industries. Holding company exclusively held its subsidiary firms, i.e. the share held by the holding companies on average, α , is quite high, 76.5% in 1928, although some of them began to be public in the 1930s. Under the high concentration of ownership, family delegated the holding companies' professional manager to monitor their subsidiary firms.

This organizational structure was arranged by spinning off former division to independent joint stock firms. *Mitsui Gomei* (holding company) was established in 1909, followed by *Mitsubishi Goshi* in 1918 and *Sumitomo Goshi* in 1927. After this organizational arrangement, the salaried manager of subsidiary firms began to initiate their investment plan, which was in turn ratified by the holding companies. After top manager of subsidiary firms implemented its plan, holding companies strictly monitored their performance. Through this procedure, effective monitoring of holding companies mitigated their possible agency problems.

Second type of firms in the prewar Japan was the owner-manager type well known as new *zaibatsu*. This type of firms was characterized in the regard that the owner manager still took an initiative of corporate decision. They located in shipbuilding, mining, and other new industries in the interwar period such as chemicals, air plain and automobiles. Their ownership structure ranged from family firms with the high ownership of the founder to public firms with the relatively dispersed ownership. Firms with the high ownership of founder often depended external funds on bank borrowing, as is typical in Furukawa and Asano *zaibatsu* which established their own bank. On the other hand, the owner manager who raised investment funds from the external market had to accept their low share ownership.

However, since the share held by external shareholders was low and highly dispersed, they could be entrenched from the external intervention.

Third type was the firm that already highly separated the management from ownership. This type of firms located in the traditional middle-tech industries such as cotton spinning, sugar, paper and pulp, and cement. They were established by the joint stock company at the beginning of the early industrialization. The share of large shareholder (α) on average was 16.1% with high standard deviation. The α of some large firms such as Kanegafuchi Cotton Spinning Ltd and Oji Paper Ltd was less than five percent.

Although the corporate ownership was dispersed, the large shareholder took a position on the boards of directors for monitoring corporate performance (Morikawa 1989). It is worth noticing that these outside directors imposed the top managers of firms to keep the high dividend. This pressure was intensified by the unique institutional setting of prewar period¹. According to Yui (1995), firms with the board of directors composed of the salaried managers (who promoted within firms) could perform much better than firms with the board of directors composed of outside shareholders.

Then our concern is whether the corporate governance structure could affect on the corporate behavior or not. In our perspective, the period 1905-1910, after the Russia-Japan war boom, and the period of 1915-1919 known as the World War first boom, are possible candidates to be investigated. However, mainly due to the data availability, we pick up the interwar period from 1920 to 1937. In the 1920s, Japanese firms faced the deflationary pressure and the serious international competition under the high exchange rate. In the 1930s, under the expansive physical policy and the low exchange rate Japanese economy experienced the last investment boom before the wartime planned economy.

2-2 Postwar period: The Age of *Keiretsu*

Diversified corporate governance structure in the prewar period has changed during the

¹ Individual investors often borrowed their investment fund from bank putting their stock as collateral. As the result, individual investor had strong preference of income gain rather than capital gain. It is reported that the dividend yields always exceed the corporate bond yields in prewar periods. This preference was further encouraged by the prewar tax system that the tax of income gain was highly deductive and income tax was less progressive.

wartime and the postwar economic reform. The control right of shareholder was restricted under wartime planned economy through the regulation on the dividend policy and the managerial reward since 1939 and the revision of the commercial law in 1943 (Okazaki 1994). However, the ownership structure was relatively stable under the strict regulation of capital market that made ownership transfer inactive. It was the postwar reform that completely changed the ownership structure of prewar Japanese firms. The 'Americanization' of the economic system initiated by General Headquarters Supreme Commander for the Allied Nations (GHQ) created a discontinuous transformation of the economic system². In addition of the change of legal environment such as the enactment of the Securities Transaction Act and the introduction of the small shareholder protection (La Porta et al 1998), there are three points to be noted for understanding the drastic changes of the governance structures.

First, the cancellation of the wartime compensation during the postwar reform gave large shock to the corporate structure. In order to prevent any possible profit from wartime activities, GHQ ordered the Japanese government to suspend the payment of huge amounts of indemnities promised to munitions companies.³ Large scale of balance sheet adjustment became inevitable, and the high debt-asset ratio was fixed because the special loss in asset side was off set by mainly decreasing capital in the liability side⁴. The debt asset ratio

² Although stricter comparative studies would be further research agenda, we understand that the impact of American reform on economic institutions in Japan was far more drastic than that on both Germany and Italy. In the case of Germany, introduction of an antitrust framework was quite important in the sense of dissolving prewar cartel activities (Berghan 1986: 282). However, the economic purge implemented in Germany was not so drastic, despite the thorough elimination of Nazi influence from political areas (Entnazifizierung). Similarly, close bank-firm ties were not severely affected. More importantly, the universal-banking tradition was not touched upon at all. According to Corlin (1993), "American influence did not extend to corporate governance". In the case of Italy, the impact of the American occupation on the economic system was much more limited. There, dissolution of economic power was not tried, and antitrust policy was not imposed by the Americans (Federico 1999: 311).

³ Notably, this treatment was quite different from case of Germany, in which financial reform resolved postwar insolvency problems through a one-tenth devaluation of Reiches Marks to Deutsche Marks. The losses growing out of the repudiation of government wartime debt were estimated to amount to nearly 20 per cent of GNE in 1946 (MOF, 1978).

⁴ The process began by allowing companies rendered insolvent as a result of the suspension of wartime indemnities to declared themselves 'special account companies.' The balance sheet of a special account company was divided into an 'old' and a 'new' account. Business operations were

in the early 1950s was over 60 %, comparing to 40% in the prewar period as is shown in Table 2. In addition to that, the voice of banks in client firms increased in the process of the restructuring. Large city banks, which exclusively supplied money to munitions companies as the Designated Financial Institution at the last phase of the war, was now appointed to be a special manager (*Tokubetu-kannzainin*) of almost insolvent firms. They took part in planning the reconstruction of client firms, and by doing so they accumulated much their private information (Miyajima 1994).

--- Table 2 about here ---

Second, the holding companies are completely dissolved through postwar reform as is known as *zaibatsu* dissolution⁵. Designated holding companies were altogether 83 firms which included not only the pure holding companies, but also the manufacturing firms with the holding companies function such as *Toshiba* and *Hitachi*. The share held by those holding companies and *zaibatsu* family were compulsory transferred to HCLC (Holding Companies Liquidation Committee), and, in turn, sold to individuals and employees. Thus, concentrated ownership structure was completely dissolved. The prewar owner-managers were also eliminated by the economic purge in which GHQ ordered the incumbent president and the board of directors to be resigned. As a result, managerial ownership dramatically decreased. Estimated percentage of top share holder (α) decreased to 6.4 % in 1949 compared to 23.9 % in 1937, whereas the average managerial ownership is almost zero in 1950. Consequently, the ownership structure of Japanese firms became dispersed as well as homogenous comparing to the prewar period. The share held by individuals was over 50% in 1955, while the institutional shareholder was not influential yet at that time as is shown in Table 3. Notice that this ownership structure was different from the 1970s when so-called J-type firms were established as a result of shareholder stabilization scheme.

----Table 3 about here----

Third, along with increasing number of labor unions that were newly established as a

allowed to continue using the new account. The old account became the object of reorganization procedures. Once reorganization was completed, the old account was merged with the new account and the firm could then recapitalize. This process was guided by the Corporation Reconstruction and Reorganization Act of October, 1946. In detail see MOF(1983), and briefly Hoshi(1995).

⁵ See in detail. GHQ 1951, Hadley 1970, Miyajima 1994, MOF(1981).

result of labor reform, the voice of employee in the corporate governance increased. There were several cases that labor union took part in the appointment of new managers in the postwar reform period. Labor union was also asked to commit the reconstruction plan after the cancellation of the wartime compensation. It was this process that the board of directors composed of the corporate insiders who promoted within firms.

Edo Hideo, the former employee of Mitsui Head Quarter, told that the postwar firm's growth was realized by the aggressive investment initiated by the young top management, who were standing at the same start line⁶. It was this drastic change of the corporate governance that was behind the postwar behaviors.

However, the top managers of Japanese firms have faced the myopic pressure of small investors. Small investors did not have any incentives to monitor the firms in which they invested, nor any ability to monitor them (Yafeh 1994). So that they exclusively disciplined the top management through the exit (selling stocks), when stock price declined. Furthermore, the individual shareholders still had the strong preference on the dividend at least by the early 1960s when the "dividend yield revolution" was emphasized. The dividend yield was still high comparing to the late 1960s, although it did not exceed the bond yield as the prewar period.

Japanese firms still faced the threat of takeover, given dispersed ownership structure created by the postwar reform and the low stock price comparing to their actual asset value. The estimated Tobin's q was far below one in the early 1950s. There is anecdotal evidence that firms often faced takeover bid (Miyajima 1995).

On the other hand, Japanese firms in the postwar period faced serious financial difficulties to raise long-terms funds. The securities based financial system designed by GHQ was not realized because the household sector lost its financial assets due to the postwar hyperinflation, and had strong preference on the low risk deposits (Teranishi 1995).

It was in these circumstances that the so called Japanese type of corporate governance structure was emerged. The city bank that established the long-term relationship with client firms supplied the investment funds. Former *zaibatsu* bank supplied new money to the same line firms through organizing the de fact syndicate and being trustee of issuing corporate bond.

⁶ Ando, Yoshio ed. *Showa Seiji-keizaishi no Shogen*, Mainichi Shinbunsha, 1975,p.159.

City banks also played an important role for supply money to the newly established firms such as Honda and Sony.

Second, the top manager of firms tried to stabilize their shareholder by various ways after the postwar recovery period (Miyajima 1995). It is interesting to note that the stabilized shareholder implies that shareholder did not chose an appropriate top management, but top management rather chose their friendly shareholders. *Ex-zaibatsu* firms, which had organized their president clubs after the Peace Treaty became effective, increased their stabilized shareholder through cross-shareholding among members. *Sumitomo* and *Mitsubishi* presidents club members reached a cross-shareholding ratio of 12% by 1953. Main banks also played a significant role in the client firms' shareholder-stabilizing schemes. It is reported that the share held by city bank were significantly correlated to the dependence of a firm on loans from their city bank⁷. An amendment of the Commercial Law in 1955 allowing top management to issue new shares to existing shareholder and third parties without approval by a general shareholder's meeting was also an important step in the process of shareholder stabilization.

Thus, our concern is whether these emerging new governance structure really affected on investment behavior or not. In other words, we will test whether governance characteristics of firms really influence on investment behavior through mitigating cash flow constraint on investment.

3. Research Design: Four Empirical Conjectures

3-1 Cash flow Sensitivity

Corporate governance structure could influence on investment behavior though various path. In this paper we focus on the constraint of the cash flow and the default risk on investment.

Efficiency of internal capital market It was the path of reducing asymmetric information on which previous literature focused. If the financial market were imperfect, and therefore the asymmetric information problem between the corporate insider and the investors were serious, the investment project exceeding internal funds would face high capital cost, and as a result,

⁷ Miyajima 1994: 318, Table9

the investment of firms would be constrained by internal funds (Myer and Majulf 1984, Fazzari, Hubbard and Peterson 1988) . However, if firms could mitigate the asymmetric information problem, they could be relatively free from such under investment problem. In the line of this thought, the network of prewar *zaibatsu*, and the postwar corporate groups could make it easy for member firms to raise their investment funds comparing to independent firms when they had the same business chances. Main bank relationship could have played such a role that is often tested by previous researches (Hoshi, Kashyap, and Scharfstein 1991). Thus following hypothesis would be set.

HO. 1 The investment of firms which belongs to the prewar *zaibatsu*, or postwar corporate groups, or have a strong relationship with its main bank would be less sensitive to the cash flow than independent firms or firms without such strong main bank ties.

The trap of myopic shareholder The investment will be sensitive to the cash flow due to the other factors than the asymmetric information problem. One of its possibilities is the case that top manager was trapped by the myopic pressure of the stock market. Assuming that there are the asymmetric information problem between the top manager and the capital market (small shareholder), and the current dividend pay-out ratio were low. Since small shareholders could not verify whether it was caused by the low effort level and the low ability of the top management or the result of reasonable long-term investment plan. Thus they would use dividend payout as a signal of the future profitability. Considering on such investors' behavior, the top manager tends to pay the high current dividend at the expense of the future profit.⁸

Since the investment funds is substitutive for the dividend, other things being equal, increasing dividend is a factor to intensify the sensitivity of investment to internal funds. The high sensitivity of investment on the cash flow would be the evidence that the firms faced the myopic pressure. Further, this myopic behavior will be plausible in the situation where the ownership structure was diversified, because small investor did not have any ability and

⁸ Stein(1988) that firstly focused on this myopic behavior did not introduce the signaling using this dividend payout policy. The explanation in test is based on Hall and Weinstein(1996), which tried

incentives to monitor firms in which they invested (Stiglitz 1985). Thus, second hypothesis is as follows:

HO.2 Investment of firms with less dispersed ownership structure could be less sensitive to the cash flow because they were mitigated the myopic pressure of capital market.

Both HO.1 and HO2 are intuitively summarized as **Figure 1**. The I^* is the optimal investment level given business chances. If the economy is free from any asymmetric information problem and market myopia, the investment will be determined at I^* and do not have any correlation with the cash flow, CF . However, in the real world, the actual investment, I , is always sensitive to cash flow due to various reasons including the asymmetric information and the managerial myopia. Then, we estimate whether the governance variable could mitigate or intensify the sensitivity of investment on cash flow.

---Figure 1 about here ---

3-2 The constraint of debt on investment

Default Risk and Risk Sharing Another possible path that governance structure could influence on the corporate investment is to reduce the constraint of the default risk on its investment. Different from a frictionless world where the investment was determined regardless of the initial debt asset ratio, the real investment level was usually influenced by the initial debt-asset ratio. Although this negative correlation will be occurred by the asymmetric information and others, we focus on the possibility that the top manager, or the corporate insider was negatively influenced by the debt level⁹. High default risk associated with the high debt-asset ratio would make the marginal cost of investment higher. Given a certain level of sunk cost of corporate insiders such as firm specific skills, the high default risk could constrain the corporate investment through increasing the discount present value of its marginal cost (Otaki 1997). It is in this context that the risk-sharing device could play a

empirical work on investment behavior of Japanese firms in the 1980s and 1990s.

⁹ Lange, Ofek, and Stulz (1997) raised another possibility that high debt asset ratio could mitigate a free cash flow problem through the decipline of debt..

promotional role on corporate investment. *Zaibatsu* and corporate groups may work for reducing such constraints of the debt on investment as a risk-sharing device. For instance, top manager of member firms could expect the rescue operation from other member firms when they faced financial distress.¹⁰ Thus we can get third hypothesis

HO.3 The investment of prewar *zaibatsu* and postwar corporate groups could be less constrained by their debt asset ratio than independent firms

Risk taking by owner-manager and risk averse by family owner. The constraint of debt on investment could be influenced by the extent of separation between ownership and control, or the risk attitude of shareholders. In other word, it is possible that the investment level of two firms even with the same business chance and the same debt-asset ratio could be different, if they have the different governance structure.

On the one hand, owner manager could be risk-taker because they had strong stake in their firms, and expect high returns when the investment projects were succeeded. Thus, the investment decision was less sensitive at debt asset level comparing to the managerial firms given limited liabilities of joint stock companies. On the other hand, *zaibatsu* family who held the holding companies as unlimited partners would be risk averse as is already pointed out by Hirschmeier and Yui (1975) and Morikawa (1992). If so, the investment of *zaibatsu* subsidiary firms with the high debt-asset ratio may be constrained by the effective control of the holding companies. Thus last hypothesis is as follows:

HO4-1. The investment of subsidiary firms of the old *zaibatsu* was much more constrained by the debt asset ratio compared to the independent managerial firms.

HO4-2. The investment of the new *zaibatsu* or firm with the high managerial ownership was much less constrained by their debt-asset level compared to the independent managerial firms.

What HO.3 and HO.4 imply is summarized in Figure 2. Suppose that the economy wholly composed of the joint stock company with the limited liabilities and have no default cost

¹⁰ This point was emphasized by Nakatani (1984) from different perspectives.

in the sense that salaried managers and employee could find new jobs without any cost. Then, the investment level will be determined by I , and the debt-asset ratio could not affect on the corporate investment at all. However, the actual investment, I , is sometimes negatively correlated to the debt-asset level. Then, our concern is whether debt asset ratio, DA , really affected on the investment behavior of prewar and postwar firms or not? If so, whether was the constraint intensified by corporate governance factors?

---Figure 2 about here ---

3-3 Estimation Strategy

The regressions of investment function include as regressors, a measure of the internal fund, the default risk, and the business chance. We estimate the following regression formula developed in the previous literatures.

$$I_t/K_{t-1} = f(dy_{t-1}, CF_t, DA_{t-1} GOV, DA*GOV, CF*GOV, Year Dummy) \quad (1)$$

$$I_t/K_{t-1} = F(ORR, c, CF_t, DA_{t-1} GOV, DA*GOV, CF*GOV, Year Dummy) \quad (2)$$

Here, I_t/K_{t-1} is a firm's physical investment standardized by fixed asset K_{t-1} . For estimating investment function in the 1950s, we use, as a physical investment, the difference between tangible fixed assets at period t and that of period $t-1$ plus depreciation. However, for calculating a physical investment in the 1920 and 1930s, we do not include firms' depreciation without any expense of losing sample firms, because depreciation of prewar firm is under high discretion of top management. Therefore, we adopt as a dependent variable the net investment for the prewar estimation, supplementing gross investment in the limited samples.

dy_{t-1} which is used in the prewar investment function is a growth rate of the real sales from period $t-2$ to period $t-1$. ORR and c , both of which are used in the postwar estimation, is the operational profit and the capital cost respectively. These variables are considered to be a proxy for a firm's business chance, since we cannot apply the required data for calculating the Tobin's q , which is frequently employed in the previous literatures. As a measure of the internal fund, we use the cash flow calculated as the income after tax plus the depreciation less the dividend payments, CF_t , divided by fixed asset K_{t-1} . Here we again, for calculating CF_t in

the prewar period, do not include the depreciation because of its high discretion. To eliminate the effects of scale, we normalize the investment and the internal fund measured by the firm's capital stock at the beginning of the firm year.

Further, to remove firm-specific effects and macro economic shocks, we include a firm dummy and a yearly dummy for the postwar estimation. However, the Tobit model is used in the prewar estimation, because the net investment is truncated at the zero. Regrettably, we could not introduce the firm effect in the prewar estimation, but we supplementary estimate the fixed effect model for limited sample.

4 The function of the prewar *zaibatsu*.

4.1 Data Construction

Sample firms for the prewar period are roughly 70 firms in the manufacturing and mining sectors. Sample firms are selected by the following procedure. For the 1920s, we firstly pick up the top 70 firms in 1918 using the appendix of Fruin (1992), and add subsidiary firms of three old *zaibatsu*, which were spun off by 1920. Then, considering the data availability from 1921-28, we can finally get 67 firms panel data. The financial data is mainly constructed by the *Year Book of Joint Stock Company* published by Toyo-keizai.

For the 1930s, we construct another data set, which is slightly different from the 1920s, because several firms in the 1920s' list were bankrupt, whereas new firms were established in the late 1920s and the early 1930s. Picking up the large one hundreds firms in 1937 according the asset size, and considering on the data availability from 1932-1937, we can get 74 firms panel data. Here the financial statement was obtained from the *Honpo-Jigyo bunseki* of Mitsubishi Economic Research Institute, and partly supplemented by other sources (company history and the annual report). As sample firms did not always disclose their depreciation in the prewar period, we use net investment for estimation in the subsequent section.

The descriptive statistics are summarized in Table 4. It seems puzzling that the I_t in the 1930s is lower than that in the 1920s. It is the reflection of changing corporate behavior in their depreciation. Some of firms tended to avoid their depreciation for making up their low profitability in the 1920s. However, after financial crisis in 1927 and the Great depression firms began to depreciate regularly. In fact, although sample firms are limited, gross

investment I_t in the 1930s is larger than that of the 1920s.¹¹

--Table 4 about here--

We set following variables as corporate governance variables, considering organizational features described in the section two. Dummy variable, OLD , is given to firms which belongs to three old *zaibatsu*, *Mitui*, *Mitsubishi*, and *Sumitomo*. These firms are characterized as the initiatives of the salaried manager, the effective and strict monitor of holding companies, and the possible existence of the internal capital market. Firms that is given dummy variable OLD is nine in the 1920s and ten in the 1930s.

Dummy variables, OWN , is given to either firms in which the owner themselves initiated their investment plan and implemented them, or firms which were the subsidiary firms of the owner-manager firms. Number of firms that is given dummy variable, OWN , is nineteen in the 1920s, and twenty-four in the 1930s. *Suzuki* line firms and *Kawasaki* Shipbuilding Co. were the representatives of the 1920s, *Nihon Soda* and *Showa Fertilizer* as is known as new *zaibatsu* was those of the 1930s.

Thirdly, we add the ownership structure to our estimation: the ω means the managerial ownership, the percentage share held by the top management (president). The α is the share held by the external large shareholder that have strong incentives to monitoring firms. The θ is the proxy of the extent of the ownership dispersion. Estimating ω , we add the share held by the presidents' asset management firms to the managerial ownership. Estimating α , we use the percentage share held by the largest shareholder unless the largest shareholder was the owner-manager.¹² Thus, the θ is calculated as $1 - \alpha - \omega$. The θ of *zaibatsu* firms is quite low, almost zero, before they were in public in the 1930s. Needless to say, the low θ implies that firms potentially face the myopic pressure of shareholder. When constructing these ownership variables, we mainly use the ten large shareholder list from the *Yearly book of Joint Stock Companies* issued by Toyo-keizai and others sources.

¹¹ As Fazzari, Hubbard, and Perterson(1988) suggested that this estimation includes a defect that CF might be closely related to business chance. However, since correlation between dY and CF is no high, 0.05 in the 1920s and 0.10 in the 1930s, this defect will not be so serious.

¹² We used as α the aggregated share held by ten largest shareholder. Estimation result is almost same as I report followings.

4-2 The basic regression for the interwar period

The estimation result without governance variables are summarized in Table 5. According to the both estimation of the net investment by the Tobit model and the gross investment function by the OLS model, the corporate investment in both the 1920s and the 1930s were sensitive to the CF , even after controlling the business chance measured by dy

---Table 5 base regressions for prewar period, about here---

Although it should be careful to compare the magnitude of the CF sensitivity between two periods since the sample firms of both periods is not completely identical, the CF sensitivity of investment in the 1930s is larger than that of 1920s. In the net investment, the coefficient, 0.4, in the 1920s could be compared to 1.1 in the 1930s. In the gross investment, the coefficient of CF in the 1930s is three times larger than that of the 1920s. This result implies that one standard deviation increase of the CF from the sample average raises the investment level 8.8% (1.12×0.075). As L on average in the 1930s was approximately 18% among firms with the positive net investment, the cash flow sensitivity is fairly high.

On the other hand, the corporate investment is less sensitive to the debt-asset ratio in the 1920s. However, it does not imply that every firm has decided its investment indifference to their debt-asset ratio, as we will explain later. In the 1930s, the investment decision was negatively sensitive to the debt-asset ratio with enough significance. Even firms have the same business chances and the same level of the cash flow, their investment level could be different according to their debt asset ratio. This result is held if we changed dYt instead of $dYt-1$, or exclude industry dummies (not shown), or limited the sample firms into the capital intensive industries (Iron and steel, machine, chemicals and mining. (column 5 of Table 5).

Then the question is whether the cash flow and the debt-asset sensitivity of investment is influenced by corporate governance variables or not.

4-3 The effect of corporate governance structure

The constraint of default risks The estimation results introducing the corporate governance variables are summarized in Table 6. At first, let us focus on the interaction term between DA and governance variables. Following points are clear: (1) The sign of DA is negative which is different from the basic estimation. (2) The sign of the interaction term between OLD and DA is

unstable and insignificant in both the 1920s and the 1930. (3) Conversely, the sign of the interaction term between *OWN* and *DA* is positive and significant with at least 5% level in both 1920s and the 1930s (Panel1 of Table 6).

---Table 6 Effect of Governance factor about here---

First and second results imply that the investment decisions of three *zaibatsu* affiliated firms were influenced by the initial debt-asset level similar to the managerial firms in the 1920s. As we mentioned in the 1920s, it is expected that *zaibatsu* system could mitigate the constraint of debt on investment through the risk-sharing device (HO.3). However, this hypothesis is not held. Rather, *zaibatsu* affiliated firms were strongly constrained by their initial debt-asset level.

This result is consistent to the anecdotal facts that *zaibatsu* affiliated firms did not have any rights to raise their investment funds from external market through the debt, and holding companies was always careful for raising investment funds from debt, when they ratified the investment plan of their subsidiary firms. The function of *zaibatsu* in the prewar period is not consistent to HO3, but to HO4.

One the other hand, contrasting with three old *zaibatsu*, third result indicates that the investment decision of owner-manager firms or the new *zaibatsu* was less influenced by the initial debt-asset level. This result is supported from the panel analysis using *L*₂ (not shown)¹³. Since the coefficient of $DA \times OWN$ (0.58) is the almost same as that of *DA* (-0.59), the owner-manager firms or the new *zaibatsu* decided its investment being unconstrained by the initial debt-asset level. Firms with less constraint of the default risk was not three old *zaibatsu*, but the owner-manager type of firms or new *zaibatsu*. However, it is still unclear which factor could explain the result, the risk sharing function of new *zaibatsu* (HO3), or the effects of owners' shareholding (HO4).

Then, we introduced the interaction term between the share held by owner, ω , and *DA*. According to the estimation result of panel 2 of Table 6, consistent to HO4, the interaction term $\omega \times DA$ is positive and significant in the 1930s, while it is not enough significant in the 1920s. When $OWN \times DA$ and $\omega \times DA$ is simultaneously introduced for the 1930s estimation, $\omega \times DA$

¹³ The sign of $OWN \times DA$ is positive in both the 1920s and 1930s estimation.

is significantly positive while $OWN \times DA$ is insignificant. Thus we could conclude that less constraint of DA in OWN firms of the 1930s is not the result of risk sharing, but the result of owner's shareholding. Previous literatures pointed out that the owner manager of new *zaibatsu* lunched at vigorous investment in the 1930s. For instance, Molony (1990) clarified that Noguchi, president of Nihon Chisso, took an aggressive investment projects introducing the new technology during the interwar period. We can interpret that such risk taking investment behavior was supported by the high shareholding of the owner.

The constraint of internal funds Next, let us change our focus on whether the governance structure could affect on the cash flow sensitivity of the investment. According to the Tobit model using the net investment, I_t , the interaction term of CF and OLD is significantly positive, while it is insignificant in the 1930s (Panel 1 of Table 6). This result indicates that the new investment of three old *zaibatsu* is much more sensitive to their cash flow than the independent firms and the owner manager firms (new *zaibatsu*). According to HO1, *zaibatsu* affiliated firms would be less sensitive to cash flow through the quasi-internal capital market. However, as long as the new investment concerns, I_t of subsidiary firms belong to three old *zaibatsu* were rather sensitive to their cash flow.

Then, why was it occurred as opposed to our prediction? One of its possible interpretations could be that the holding companies imposed them to the hard budget constraint. According to Kaplan and Zingales (1997), the cash flow sensitivity could be occurred by various reasons except the asymmetric information problem. They pointed the case that shareholders who could have an effective control was 'overly risk-averse' or the case that they had the 'precautionary saving motivation'. It could be possible to understand the high sensitivity of investment on the cash flow in the subsidiary firm of three old *zaibatsu* in this line of conjectures.¹⁴

There were several anecdotal evidences supporting this understanding. For instance, Mitsui Mining Ltd imposed a strict budget constraint on divisions in the mid of 1920s, requiring to prohibit their investment exceeding their (each divisions) internal funds (Mitsui Bunko 1994). Sumitomo holding companies overruled an investment plan initiated by

¹⁴ Fohlin (1998) reports the same unpredicted result between German universal bank system and

Sumitomo Fertilizers Ltd during the great depression, saying that this plan includes huge financing plan exceeding to holding firms internal fund (Sumitomo Chemical 1981). In short, the high sensitivity of investment on the cash flow in the 1920s was the result of the hard budgeting process of their holding companies.¹⁵

However, contrasting to the result of old *zaibatsu*, the interaction term between *CF* and *OWN* is basically negative in the 1920s, while it became significantly positive in the 1930s. The latter result of the 1930s is contradicted to *HO1*, which predicts that the internal capital market organized by new *zaibatsu* could mitigate the asymmetric information. It was often pointed out that new *zaibatsu* raised their investment funds in the capital market in the 1930s. However, we could not interpret that this pattern was the result of organizational advantages of new *zaibatsu*.

On the other hand, it seems to be consistent to *HO1* that the estimation result of the interaction term between *OWN* and *CF* was significantly negative in the 1920s. However, this result was occurred in the case that no effective monitor made the capital budgeting softer. In order to test this possibility, we make dummy variables, *DF*, that is one, if ROE of a firm was negative at least one firm year from 1921 to 1929. This dummy variable that indicates ex post low performance is given to 24 firms, which includes 12 *OWN* firms. The estimation result is shown in panel 3 of Table 6. The interaction term between *DF* and *CF* is significantly negative (5%) in the estimation of net investment by the Tobit model, although the significance level is slightly low in the gross investment estimation by the OLS (Column 2). What the cash flow sensitivity of investment in firms facing financial distress ex post is significantly low could be interpreted as the reflection of the soft budget constraint among owner-managers firms in the 1920s. This empirical result is consistent to anecdotal stories that owner manager were free from external pressure due to their high ownership, and several financial institutions,

corporate investment.

¹⁵ This understanding is also consistent to the cost of excess monitoring associated with high shareholding that is advocated by Agihon and Tirole (1997), Burkart, Gromb, and Panunzi (1997). They emphasized that too high shareholding (α) may reduce incentives of top management, and thus decrease firm value. If shareholder often overruled the investment plan initiated by top management, they tends to self-constrain to initiate promising investment plan that exceed their firm's or *zaibatsu* internal funds.

often called organ banks, lent money to these firms without strict monitoring.¹⁶ In short, what the sensitivity of owner manager firms or new *zaibatsu* in the 1920s is low is not the result of internal capital market mitigating asymmetric information, but the result of less governance of external shareholders. This moral hazard problem was supported by the characteristics of bank-firm relationship in that period.

Lastly, the interaction term θ and CF is significantly positive in the 1930s, which is consistent to HO.2. However, it is surprisingly negative with the high significance in the 1920, which result is contradicted to HO2. This result is also the reflection of the moral hazard problems associated with the dispersion of ownership. Top management of the firms with the high θ tended to pay the high dividend even when their profitability was low in the 1920s, because less dividends induced the criticism of outside shareholder. In fact, the sensitivity of dividend to the profit in the high θ firms in the 1920s were much lower than those of the low θ firms. Myopic behavior of the top manager associated with the ownership dispersion could work differently between the business downturns (the 1920s) and the business upturns (the 1930s).

5 Corporate groups in the High Growth Era

5-1 Data Construction

In the section, we report the estimation result of the high growth era from 1955 to 1970. This period was characterized as the high growth era. The investment ratio of firms increased dramatically. The average gross investment over initial capital stock in the 1930s is 17.6% while it was over 30% in the late 1950s. High growth era was characterized by the vigorous investment of Japanese firms.

As for this period, sample firms are 126 firms that are ranked in top 100 firms list in either 1937 or 1955. Notice that sample does not include the IPO firms after 1956¹⁷. We obtained the accounting data from *Japan Development Bank's Corporate Finance Data Bank*.

¹⁶ This result indicate that the coefficient of CF is not always proxy of asymmetric information. In some cases, it would be proxy of the constraint imposed by shareholder or debt holder on top management.

¹⁷ Therefore Sony and Honda are not included in our samples.

Since yearly depreciation is completely available in the postwar period, we use the gross investment as an independent variable and the cash flow with depreciation as a dependent variable in the postwar estimation.

As we mentioned in section two, the top manager of postwar firms struggled from reducing the effect of dispersed ownership and the high debt asset ratio that was a result of postwar reform. Corporate groups and the J-type governance structure were gradually emerged in this process. Cross shareholding advanced under the highly dispersed ownership structure, and the relationship banking as known as main bank system was established in this period.

Considering on these points, we made following governance variables. First one is shareholder-stabilized ratio (*STAB*). Here stabilized shareholder is shareholder who implicitly promised the issued firms not to use both option of shareholding, the exit and the voice. We construct the variable, *STAB*, through aggregating percentage share held by financial institutions and non-financial firms excluding investment trust (in detail see Table 2)¹⁸.

Second is the main bank dummy (*MB*), that may express the long-term relationship between bank and client firms (Aoki and Patrick 1994). *MB* is dummy variable that is one if a bank identified by a firm as main bank is the same at the two timing, a few years interval, and this bank is the largest lender and the largest shareholder among banks. Number of firms to which *MB* dummy is given increased from 56 in 1955 to 73 in 1967.

Third is corporate group affiliation (*KEIRETSU*). *KEIRETSU* is also dummy variable, which is one if a firm belongs to one of ex-*zaibatsu* president group (*Mitsubishi*, *Mitsui*, and *Sumitomo*), otherwise zero. Number of firms that belongs to ex-*zaibatsu* president club is 21 out of 126 sample firms. Although governance variables should be idealistically identified every year prior to the corporate investment decision, given high cost of research design, they are identified in 1955, 1958, 1962, and 1967. It implies that for instance same governance variables for 1955 are applied to the investment decision of firm years from 1956 to 1958.

¹⁸ For estimating the share of stabilized shareholder, we identify shares held by trust banks and Daiwa Banks which was only a city bank that can be a trustee of investment trust by using the ten large shareholder list. As trust banks may hold shares by their own account, while trust banks below top ten shareholder could not be included in this estimation, our estimation may have a certain level of noise.

Information concerning the governance structure of our sample firms is summarized in Table 2.

As our sample is panel data composed of 126 firms times firm years, fixed effect model is applied. We estimate the investment function from 1956 to 1965. The early phase of the high growth era includes three business cycles: 1956-1958 so called “*Jinmu* boom”, 1959-1962 so called “*Iwato* Boom”, and 1963-1965. As is often pointed out that the structural change occurred around in the third phase, we also estimate the investment function for the time period from 1956-1962 excluding third phase. In addition, we estimate same function on the later phase of the HGE from 1963-1970 for reference. Descriptive statistics are summarized in Table 7.

---Table 7 about here---

5-2 The basic result of the postwar Period

According to Table 8 that estimates the investment function without governance variables, the sign of cash flow (CF) is significantly positive, while the sign of debt asset is significantly negative. In the estimation of the same regression for the wartime from 1937-1942, the coefficient of CF was far less than those of the prewar period and DA was insignificant. Thus, what Japanese economy recovered to the market economy in the postwar period indicates that firms faced the constraint of the internal funds and the default risk, again.

Comparing to the coefficient of the early phase of the high growth era (1955-1964) with later phase (1965-1970), the coefficient in the early phase is quite high comparing to the later phase. Measuring one standard deviation decrease, it would reduce 0.131 the of investment level, $It/Kt-1$, in the early phase, which is almost 35% of $It/Kt-1$ on average. It is safe to say that firms in the early phase faced liquidity constraint much seriously than in the later phase.

On the other hand, the sign of DA is negative, which is also statistically highly significant. The magnitude of the effect of DA on investment is, less than half of CF though, estimated as -0.058. This results implies that if a firm's DA is one standard deviation (0.123) lower than average, its investment level would decrease 15%.

---Table 8 : Base regression for HGE about here---

5-3 The role of governance structure on investment

Then, our concern is the interaction term between the governance variables and *CF* or *DA*. Interesting results to be noted in Table 9 are as follows.

---Table 9 : Effect of Governance factor about here---

First, the interaction term of *MB* with *CF* is negative as is shown in panel 1 of Table 9. It suggests that *MB* relationship would mitigate the cash flow constraint on investment as expected. This effect seems to be large enough. The sensitivity of investment on cash flow in firms with strong *MB* ties could be almost half (-0.534 out of 1.033) comparing to firms without strong *MB* ties according to the estimation results for 1956-1962. Notice that this effect seems to be unique in the early phase of the high growth era (HGE), since there are no such relation in the estimation result for 1963-1970. Although *MB* dummy needs further elaboration, we can tentatively conclude that, consistent to HO.1, *MB* played a more significant role in the early phase of HGE comparing to the latter phase in mitigating asymmetric information. On the other hand, opposite to our prediction, the sign of interaction term of *MB* with *DA* is rather negative, although significant level is low. It implies that main bank relationship may intensify the constraint of *DA* on investment, or at least, could not mitigate this constraint.

Second, and most importantly from this regression results, the sign of interaction term of *DA* with the share of stabilized shareholder (*STAB*) is positive, and statistically highly significant. This result is fully robust if we divided our estimation period into two sub periods: 1956-1958, and 1959-1962 (not shown). The magnitude of this term is, using one standard deviation change of *STAB* (0.14), to reduce 0.276 out of -0.625 of *DA*. If we compare two firms with same *DA*, and one of them has average *STAB* and the other has one standard deviation higher *STAB*, the sensitivity of later firm's investment on *DA* is 44% less than that of the former firm. Thus, we could conclude that, consistent to HO3, shareholder stabilization scheme played a promotional role for investment through functioning as a risk sharing device. This effect is also supported in later phase of the HGE, although the magnitude was reduced than before, approximately 14%. Different from *MB* relationship that seems to be less functioned in mitigating the cash flow constraint on investment in the later phase of HGE, shareholder stabilization may continually encourage the corporate investment through functioning as a risk-sharing device.

Third, estimation results with *KEIRETSU* dummy is shown in panel 2 of Table 9. Notice that institutional characteristics of corporate groups such as cross shareholding among members and the strong bank-firm relationships could be attributable to *MB* dummy and *STAB*. Consequently, the result shown in panel 2 tests whether the affiliation of ex-*zaibatsu* president club has an unique effect on investment or not, that is not attributable to *MB* dummy and *STAB*. The result is slightly different between two-time period, 1956-1965 and 1956-1962. The interaction term of *KEIRETSU* with *CF* is negative, but insignificant in the estimation for 1956-1962. If we estimate for 1956-1965, the unique effect is much clear. For testing which is strong to mitigate cash flow constraint, *MB* or *KEIRETSU*, we adjust overlaps of *MB* dummy with *KEIRETSU* dummy. According to the result shown in panel 3, the coefficient of interaction term of *KEIRETSU* with *CF* is higher than that of *MB*. Thus, it is safe to say that corporate groups played a slightly stronger role for reducing cash flow constraints on investment comparing to *MB* relationship in non ex-*zaibatsu* firms.

However, there is no unique role that corporate groups play in mitigating the constraint of default risk on investment. The sign of the interaction term of *KEIRETSU* with *DA* is negative and insignificant in panel 3 of both period. This result is also seen in panel 3 where overlaps of *KEIRETSU* with *MB* is adjusted.

6 Conclusion and Perspectives

The prewar old *zaibatsu* have an effective governance mechanism through their high ownership and the monitoring of the holding company over subsidiary firms as is pointed out. The performance of *Mitsui Mining* and *Mitsubishi Mining* were better than the *Kuhara Mining* and *Furukawa Mining* in the 1920s. *Mitsubishi Ship building* performed well, whereas *Kawasaki Shipbuilding* was bankrupt in the 1920s. However, contradicted our expectation, this system did not play any role to mitigate the constraint of cash flow as well as the default risks. Effective control of the holding companies on subsidiary firms often reduced the initiative of salaried manager of subsidiary firms when they have high business chances. Due to the unlimited responsibility of *zaibatsu* family for holding companies, the risk taking investment project initiated by salaried manager were often overruled. In this sense, the prewar old *zaibatsu* system had the cost that associated with

its effective control. This understanding is the new interpretation of the conservative behavior of the old *zaibatsu* suggested by Morikawa (1992), and consistent to the empirical result shown by Frankl (1999), which stressed the performance of firms belonging to old *zaibatsu* line were not high, but stable.

The risk taking investment plan was rather implemented by firms that owner-manager firms or new *zaibatsu*. The less constraint of the debt on the corporate investment among these firms were supported by their managerial ownership. However, they did not have any effective monitors and banking sectors in the prewar period tended to lend their money to these firms without strict screening, there were several cases that these firms tended to take an excess investment, and thus faced financial distress. Owner-manager firms also had a cost which associated with their managerial ownership.

Thus, both type of *zaibatsu* complementarily played a significant role in the prewar industrialization in the sense that new *zaibatsu* aggressively invested in new businesses in business upturns, and old *zaibatsu* contributed to maintain capital stock and its efficiency level through their strict monitoring in the business downturns.

Postwar reform was the epoch making that dissolved the prewar corporate governance structure. It raised an initiative of top management through resolving the holding companies, redistributing the managerial ownership, and eliminating shareholder from corporate boards. However, the postwar reform gave birth to another set of problems such as myopic pressure imposed by small shareholder, asymmetric information problem under the confused financial system and the high default risk associated with the high debt-asset ratio. Postwar governance structure and corporate groups emerged in the process that firms coped with these difficulties.

Postwar corporate groups played a significant role of reducing asymmetric information and mitigating the constraint of the debt on investment. In these regards, the function of the postwar war corporate governance structure was quite different from that of prewar. The investment funds that used to be limited within firms internal money were now supplied by the main bank system. The risk that used to be mitigated by the managerial ownership was now reduced by the cross shareholding. Thus we can conclude that, contradicted to the current popular understanding (Hall and Weinstein 1996, Weinstein and Yafeh 1998), corporate groups

and the postwar governance structure have mitigated the under-investment problems that Japanese firms faced in the catch up phases of the 1950s and the early 1960s, .

However, it is worth noticing that corporate groups played different function in the postwar economic development. Lastly, let us put few words on the role of corporate groups after the high growth era. Entering into 1980s, when Japanese economy ended up its catch up phases, and reached at the matured phase, postwar governance structure of *keiretsu* has changed its function from the growth oriented one to induce the excess investment. In another occasion we have estimated the same regression as this paper, dividing whole sample firm into two types using their growth opportunities: young growing firms (*YG* firms) and old matured firms (*OM* firms). We get a result that the cash flow sensitivity of *OM* firms are higher than *YG* firms, and main bank relationship surprisingly intensified this sensitivity. This would be clear evidence that Japanese firms firstly faced the free cash flow problem suggested by Jensen (1986). In this regard, Hall and Weinstein (1996), and Weinstein and Yafeh (1998) is right, whereas the conventional understanding (Abegglen and Stalk 1985, and Porter 1992) is no longer the case for this phase of Japanese firms.

Further, in the 1990s the ownership structure of Japanese firms began to change. The share held by foreign investors has drastically increased, while the cross shareholding has gradually been dissolved. Under this situation, the risk sharing among firms under *keiretsu* groups seems to be disappeared. According to our recent estimation of investment function in the 1990s, the interaction term between *DA* and *STAB* become less significant. In the regard of the constraint of *DA* on investment, there would be no difference between firms belongs to *keiretsu* and independent firms. Thus, Japanese firms now began to lunch various types of corporate reforms.

REFERENCES

- Abegglen, James. C. and Gorge Stalk Jr. (1985), *Kaisha: The Japanese Corporation*, Charles E. Tuttle.
- Agihon, Philippe, and Jean Tirole (1997), "Real and Formal Authority in Organizations", *Journal of Political Economy*, CII, 1097-1130.
- Aoki, Masahiko. and Patrick, Hugh. (1994)(eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, (Oxford).
- ... and Kim, H.(eds.)(1995), *Corporate Governance in the Transitional Economy: Insider Control and the Role of Banks*, (The World Bank).
- Berghahn, Volker.(1985), *The Americanization of West German Industries: 1945-1973*, Berg Publisher.
- Burkart, Mike, Denis Gromb, and Fausto Panunzi (1997), Large Shareholder, Monitoring, and the Value of the Firm, *The Quarterly Journal of Economics*, August.
- Corlin, Wendy, (1993), 'West German Growth and Institution, 1945-90,' *CEPR Discussion Papers Series*, No. 896.
- Fama, Eugene and Michael Jensen (1983)," Separation of Ownership and Control" *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June.
- Fazzari, Steven, Glenn Hubbard and Bruce C. Perterson,(1988),"Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Paper on Economic Activity* 1, 141-195.
- Federico, Giovanni (1999), "Harmful or Irrelevant? Italian Industrial Policy 1945-1973", in Miyajima, Kikkawa, and Hikino eds. (1999).
- Fohlin, Caroline(1998)" Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization," *The Journal of Finance*, 53(5): 1737-1758.
- Fama, Eugene and Jensen, Michel,(1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301-26.
- Frankl , Jennifer L. "An Analysis of Japanese Corporate Structure, 1915-1937" *Journal of Economic History*, Vol.59, No.4, December 1999, pp.997-1015.
- Fruin, W. Mark (1992), *The Japanese Enterprise System: competitive strategies and cooperative structures*, Oxford university press.
- General Headquarters Supreme Commander for the Allied Nations (GHQ/SCAP) (1951), *History of the Nonmilitary Activities of the Occupation of Japan, vol.24. Elimination of Zaibatsu Control*
- Hadley, Eleanor M.(1970), *Anti Trust in Japan*, (Princeton, N.J.).
- Hall, Bronwyn H., and David E. Weinstein(1996) " The Myth of the Patient Japanese: Investment Horizons in Japan and the US. " NBER Working Paper, 5818.
- Hirschmeier, Johannes and Yui, Tsunehiko, (1975), *The development of Japanese business*,

- 1600-1973 London : Allen & Unwin.
- Holding Company Liquidation Committee (HCLC) (1950), *Nihon Zaibatsu to sono Kaitai, Shiryō-hen*, Tokyo.
- Hoshi, Takeo.(1995), 'Cleaning up the Balance Sheets: Japanese Experience in the Postwar Reconstruction Period', in *Aoki and Ki Kim (1995)*.
- , Kashyap, Anil. and Scharfstein, David. (1991), The Investment, Liquidity, and Ownership: the Evidence from the Japanese Industrial Groups, *Quarterly Journal of Economics* 106, 33-60.
- Jensen,Michael.C.,(1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-339.
- Kaplan, Steven N. and Luigi Zingales (1997), "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?" *Quarterly journal of Economics*, 112(1): 169-215.
- Lang, Larry, Eli Ofek and Rene M. Stulz (1996), "Leverage, Investment, and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, 40(1): 3-29.
- Lazonick, W. (1992),"Controlling the Market for Corporate Control: the Historical Significance of Managerial Capitalism," *Industrial and Corporate Change* .vol.1.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106(6), pp.1113-1155.
- Ministry of Finance (MOF)(1978), *Showa Zaisei-shi: Shusen kara Kowa made, vol. 19. Tokei (The Financial History of Japan: The Allied Occupation Period, 1945-52, vol. 19, Statistical Data)*, (Tokyo, Toyo Keizai Shinpo-sha).
- (MOF)(1981), *Showa Zaisei-shi: Shusen kara Kowa made, vol. 2. Dokusen Kinshi [The Financial History of Japan: The Allied Occupation Period, 1945-52, vol.2, Anti-Trust]*, (Tokyo, Toyo Keizai Shimpō-sha).
- (MOF)(1983), *Showa Zaisei-shi: Shusen kara Kowa made, vol. 13. Kinyū 2 [The Financial History of Japan: The Allied Occupation Period, 1945-52, vol. 13, Finance 2]*, (Tokyo, Toyo Keizai Shinpo-sha).
- Mitsui Bunko (1994) , Mitsui Jigyo-shi (The Company History of Mitsui Group), Vol.3.
- Miyajima, Hideaki. (1994), 'The Transformation of prewar *Zaibatsu* to postwar Corporate Groups: From Hierarchical Integrated Group to Horizontally Integrated Group', *The Journal of Japanese and International Economies*, vol.10.
- (1995), The Privatization of Ex-*Zaibatsu* Holding Stocks and the Emergence of Bank-centered Corporate Groups, in *Aoki, and Kim, (1995)*.
- (1998), "The Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance, in Corlile. L and M. Tilton eds, *Regulation and Regulatory Reform in Japan: Are Things Changing?* Brookings Institute.

- , Kikkawa, T and Hikino, T (1999), *Policies for Competitiveness: Business-Government relationships in the "Golden Age of Capitalism*, Oxford University Press.
- , Yasuhiro Arikawa and Kato Atsushi (2001), "Corporate Governance, Relational Banking and R&D Investment: Evidence from Japanese Large Firms in the 1980s and 1990s", forthcoming in *International Journal of technological Management*.
- Mitsubishi Economic Research Institute (MRI), (Yearly), *Honpo Jigyo Bunseki*, Tokyo.
- Molony, Barbara (1990), *Technology and Investment: The Prewar Japanese Chemical Industry*, Harvard University Press.
- Morikawa, Hidemasa (1989), "The Increasing Power of Salaried Managers in Japan's Large Corporations," Wray, W. D., ed. *Managing Industrial Enterprise*, Harvard University Press, 1989.
- (1992), *Zaibatsu: The rise and fall of family enterprise groups in Japan*, University of Tokyo Press.
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Finance* 39, 187-221.
- Nakamura, Takafusa (1988), *The Postwar Japanese Economy: Its Development and Structure*, Tokyo: Tokyo University Press.
- Nakatani, Iwao, (1984) "The economic role of financial corporate grouping", in Masahiko Aoki ed., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, Amsterdam, North-Holland.
- Okazaki, Tetsuji (1994), Japanese firm under Planned Economy, *Journal of Japanese and International Economies*, vol. 7; 175-203.
- eds. (1999), *The Japanese economic system and its historical origins*, Oxford : Oxford University Press, 1999.
- (2001) , The role of Holding Companies in Pre-war Japanese Economic Development: Rethinking Zaibatsu in Perspectives of Corporate Governance, *Social Science Japan Journal*, Vol. 4: 243-268.
- Otaki, Masayuki (1997), Nihon-teki keiki junkan to Keizai Seicho, in Asako, Kazumi and Otaki, Masayuki eds, *Gendai Makuro Keizai Dogaku*, Tokyo : University of Tokyo Press.
- Plumpe, Werner. (1999) The State and Enterprise in the German Economy after the Second World War, in *Miyajima, Kikkawa, Hikino (1999)*.
- Porter, Michael (1992). Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System, *Harvard Business Review* 70, pp.65-82.
- Stein, Jerry C., (1988) 'Takeover Threats and Managerial Myopia', *Journal of Political Economy*, vol.96, No.11, 61-80.
- Stiglitz, Joseph (1985), Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit and*

Banking 17,133-152.

Sumitomo Chemical Ltd. (1981), *Company History of Sumitomo Chemicals* (in Japanese).

Teranishi, Juro. (1995), "Saving Mobilization and Investment Financing during Japan's Postwar Economic Recovery", in *Aoki and Kim (1995)*.

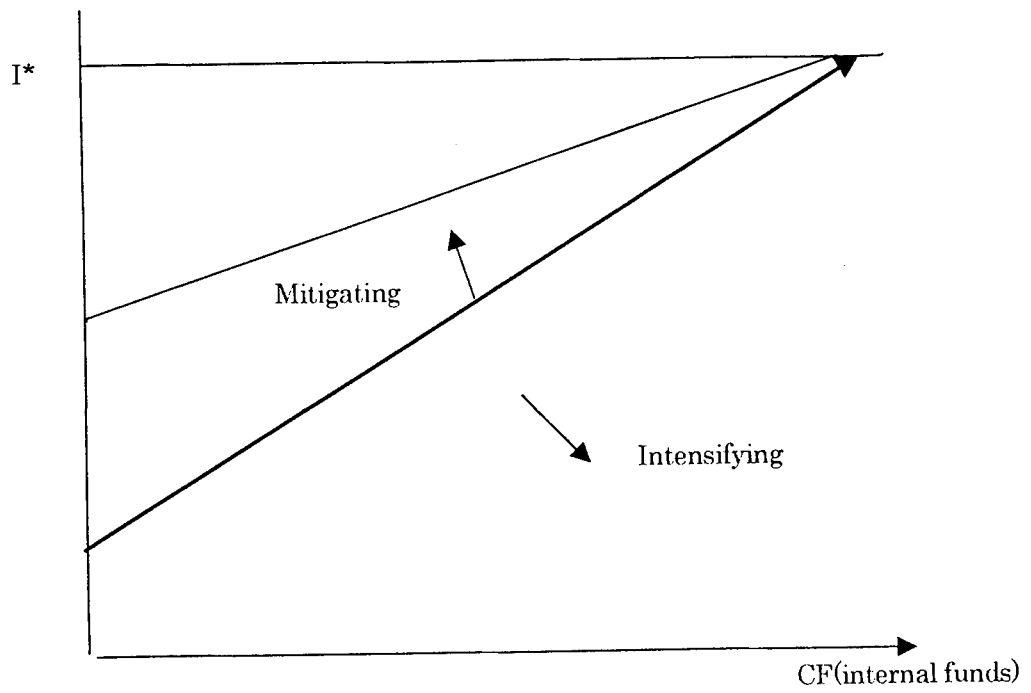
---, (2000), The Fall of the Taisho Economic System in Aoki, M. and G. R. Saxonhouse eds., *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*, Oxford University Press, 43-63.

Weinstein, David and Yishay Yafeh (1998), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance*, 53, 635-672.

Yafeh, Yafeh. (1994) "Corporate Ownership, Profitability and Bank-Firm Ties: Evidence from American Occupation Reforms in Japan", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol.8, 155-173.

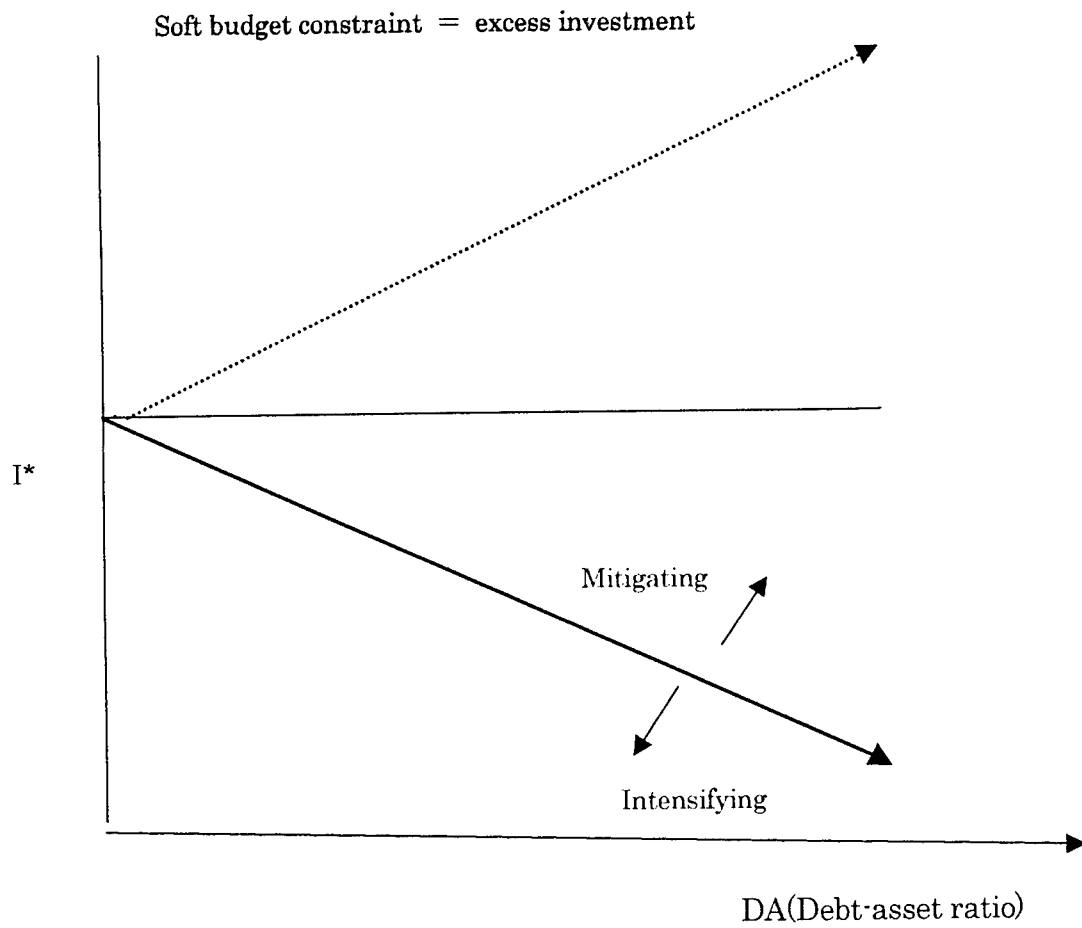
Yui, Tsunehiko(1995), 'Gaisetsu(Overview): 1915-1937', Yui, Tsunehiko and Daito, Hisuke, *Business History in Japan* 3, Iwanamishoten, Tokyo.

Figure 1 Investment and Internal Fund



I^* is optimal investment level, given business chance.

Figure 2 Investment and Debt-asset ratio



I^* is optimal investment level, given business chance.

Table 1 Summary of Governance Structure of Prewar Large Firms in 1928

		% share held by president	% share held by largest shareholder except top managers	% share held by ten largest shareholders	No of stocks, 1000 units	No. shareholders	Debt- asset ratio
		ω	α	α_{10}			DA
N= 84 firms	average	0.065	0.313	0.522	568	4,620	0.392
	standard deviation	0.169	0.328	0.322	497	4,890	0.199
Old Zaibatsu	average	0.019	0.765	0.915	216	449	0.334
	standard deviation	0.082	0.245	0.152	152	947	0.167
Own, New Zaibatsu	average	0.167	0.314	0.576	624	4,884	0.414
	standard deviation	0.299	0.316	0.332	579	5,142	0.206
Managerial Firms	average	0.056	0.161	0.372	606	5,124	0.402
	standard deviation	0.148	0.201	0.236	453	4,602	0.195

Source: Toyokeizai, Kabusiki-kaisha Nenkan (Year Book of Joint Stock Companies), Companies History, Annual Reports.

Note: Old zaibatsu is subsidiary firms that belongs to three big zaibatsu, Mitusi, Mitsubishi, Sumitomo.

Own, Old Zaibatsu: Firms which top manager was large shareholders, or subsidiary firms of the owner firms

Managerial Firms: Firms which top management is salaried managers.

Table 2 Capital Composition : Prewar, Wartime and Postwar Period

(million yen, and billion yen after 1950)

	1935	1943	1946.8.11 ¹⁾	1950	1953	1955	1960
N	295	289	266	545	597	599	571
Total Asset	11,185	35,092	79,071	10,388	33,400	46,309	101,793
Current asset	4,523	24,439	34,426	6,661	17,686	21,280	47,177
Fixed asset	6,662	10,653	23,045	3,727	15,713	25,029	54,250
Special loss account	—	—	21,600				
Debt	4,377	19,383	57,854	7,222	21,807	28,164	71,959
Equity	6,808	15,710	19,138	3,166	11,593	18,145	29,834
paid in capital	5,232	10,672	15,775	936	2,954	5,086	14,486
Debt-asset ratio	39.1%	55.2%	73.2%	69.5%	65.3%	60.8%	70.7%
Paid in capital /Total asse	46.8%	30.4%	20.0%	9.0%	8.8%	11.0%	14.2%

Source, MOF 1983, 904-05, Mitsubishi Research Institute, Honpo-Jigyo Bunseki and Kigyou-keieino Buseki.
 note 1. 1946.8.11 Just before old and new accout were devided

Table 3 Corporate Governance in the High Growth Era

Panel-a: Main Bank Relationship

	1953.9	1955	1958	1962	1967
No of firms	126	126	126	124	121
a Top Bank in Kaisha Shikiho in t+1 as that in	86	121	121	117	114
b Top lender in total loan	N.A	78	85	85	62
c Top lender in short term loan	N.A	84	89	90	79
d Top shareholder among banks	63	69	93	98	104
Satisfied condition a,b and c	N.A	56	68	73	65

Panel-b: Owership Strcture

	1953.9		1955		1958		1962		1967	
	Average	Stdev.	Average	Stdev.	Average	Stdev.	Average	Stdev.	Average	Stdev.
Stabilized shareholder	0.207	0.138	0.300	0.142	0.350	0.144	0.384	0.151	0.462	0.120
Stabilized shareholder2	0.160	0.131	0.253	0.134	0.303	0.142	0.345	0.146	0.392	0.129
Share held by Main bank	0.011	0.017	0.016	0.017	0.026	0.020	0.037	0.030	0.040	0.022
Portfolio investor	0.728	0.157	0.606	0.141	0.601	0.148	0.599	0.141	0.457	0.123
share of top shareholder	N.A	N.A	0.083	0.092	0.083	0.089	0.082	0.070	0.094	0.084
a financial institution	0.229	0.106	0.286	0.109	0.326	0.112	0.357	0.119	0.330	0.106
b Securiteis Firms	0.077	0.056	0.082	0.051	0.041	0.042	0.023	0.029	0.072	0.043
c Non finnnal Firms	0.074	0.080	0.074	0.068	0.115	0.124	0.117	0.099	0.123	0.102
d Individual shareholder	0.620	0.158	0.532	0.140	0.516	0.141	0.498	0.131	0.445	0.121
e Investment Trust	0.095	0.056	0.084	0.051	0.092	0.049	0.106	0.078	0.022	0.026
f Insurance Comp	0.047	0.038	0.049	0.041	0.048	0.041	0.038	0.036	0.070	0.056
g owner	0.011	0.028	0.010	0.025	0.007	0.019	0.005	0.016	0.008	0.031
h Foreign Corporation	0.027	0.103	0.025	0.107	0.017	0.077	0.020	0.085	0.025	0.097

Source, TSE, *Jojokaisha Soran*, Daiamond, *Kaisha Yoran*, Nikkei, *Kaishanenkan*.

Note: 1. Column e-h based on top ten shareholder list

2. Stabilzed Shareholde = a + c + h - e

3. Stabilzed Shareholder2 = a + c + h - (e + f)

4. Portfolio Investor = d - g + i

5. Column c in 1958 and 1962 includes sharehold by Foreing corporatio

Table 4 Sisctiptive Statistics

Panel 1: Net Investment

N	No of firm years	The 1920s (1921-1927)		The 1930s (1933-1937)	
		354		258	
		Means	Std.ev	Means	Std.ev
I/Kt-1	net investment	0.138	0.246	0.094	0.164
DY(-1)	real sales growth rate	0.063	0.400	0.148	0.221
DA(-1)	debt-asset ratio	0.385	0.170	0.357	0.191
CF	cash flow	0.027	0.106	0.075	0.075
CFD	cash stock (cash + deposit)	N.A	N.A	0.125	0.099
θ	the extent of owenrship dispersion	0.669	0.297	0.676	0.301
α	% share held by largest shareholder except owner manager	0.268	0.317	0.269	0.286
ω	% share held by owner-manager	0.063	0.092	0.030	0.102

Panel 2: Gross Investment

N	No of firm years	297		201	
I2/Kt-1	gross investment	0.171	0.178	0.176	0.177
Dep/Kt-1	depreciation/intangible capital stock at the beginning of the firm year	0.025	0.039	0.082	0.050
DY(-1)	real sales growth rate	0.074	0.422	0.137	0.225
DA(-1)	debt-asset ratio	0.394	0.173	0.363	0.193
CF2	cash flow	0.048	0.117	0.154	0.142

Table 5 Basic Statistics

I/Kt-1 net investment
 CF=cash flow/fixed asset at the beginning of firm year, CF= after tax profit - dividend
 DY(-1) real sales growth rate
 DA=debt /asset

	the 1920s (1921-1927)				the 1930s (1933-1937)			
Column	(1)		(2)		(3)		(4)	
Model	Tobit		Random Effect		Tobit		Fixed effect	
Independent variables	I ₁ =Net		I ₂ =Gross		I ₁ =Net		I ₂ =Gross	
loglikelihood, or adj. R ²	-84.910		0.122		-68.004		0.635	
N	360		308		271		203	
No of the case that investment is positive	281		296		144		203	
	coefficient	p-value	coefficient	p-value	coefficient	p-value	coefficient	p-value
C	0.083	[.164]	0.103	0.127	0.700	[.011]	-	0.375 [0.249]
DY	0.118	[.058]	0.137	0.016	0.143	[.046]	0.045	0.283 [0.017]
CF	0.337	[.029]	0.204	0.107	0.789	[.001]	0.664	0.000 0.821 [0.007]
DA(-1)	0.039	[.710]	-0.058	0.498	-0.372	[.000]	-0.216	0.101 -0.508 [0.001]
Y21(Y33)	0.254	[.000]	0.279	0.000	-0.216	[.000]	-1.996	0.048 -0.500 [0.000]
Y22(Y34)	0.134	[.016]	0.118	0.022	-0.161	[.001]	-0.089	0.374 -0.406 [0.000]
Y23(Y35)	0.046	[.407]	0.046	0.356	-0.136	[.005]	-0.012	0.906 -0.450 [0.000]
Y24(Y36)	0.018	[.748]	0.007	0.882	-0.172	[.000]	-0.026	0.303 -0.433 [0.000]
Y25	0.012	[.820]	0.065	0.896	-	-	-	-
Y26	0.069	[.206]	0.227	0.326	-	-	-	-
SIGMA	0.190	[.000]	-	-	0.217	[.000]	-	0.286 [0.000]
Inddummy	Yes	-	NO	-	Yes	-	NO	YES
dP/dX(marginal effect)								
DY	0.147		-		0.211		-	
CF	0.421		-		1.162		-	
DA(-1)	0.049		-		-0.547		-	
1std.ev × marginal effect(coefficient)								
DY	0.059		0.055		0.047		0.010	
CF	0.031		0.022		0.088		0.050	
DA(-1)	0.008		0.010		-0.104		0.041	

The choice between Random effect and fixed effect is based on the Hausman test.

Table 6 The Estimation of Investment function in the Prewar Period

I_1 = net investment, $K_t - K_{t-1}$

I_2 = Gross investment, $K_t - K_{t-1} + \text{Depreciation}_t$

DY = real sales growth rate

CF = cash flow/fixed asset at the beginning of firm year, CF = after tax profit - dividend

DA = debt /asset

Old is subsidiary firms that belongs to three big zaibatsu, Mitusi, Mitsubishi, Sumitomo.

Own is a firm which top manager was large shareholders, or subsidiary firms of the owner

ω = % share held by president

$\theta = 1 - \omega - \alpha$ here α is % share held by largest shareholder except top managers

Panel 1 The Effect of Groups

Dependent Variable=	1920s		1930s	
	(1)	(2)	(3)	
Model	Tobit	Tobit	Tobit	
	360		276	
	281		147	
	coefficient	p-value	coefficient	p-value
DY	0.15 [016]	0.17 [005]	0.12 [139]	
CF	0.42 [021]	0.45 [014]	0.19 [044]	
DA(-1)	-0.22 [055]	-0.10 [260]	-0.59 [000]	
OLD × CF	1.11 [034]	0.90 [078]	0.53 [315]	
OWN × CF	-0.30 [405]	-0.59 [082]	0.99 [035]	
OLD × DA	-0.26 [443]	-	0.17 [971]	
OWN × DA	0.40 [029]	-	0.58 [004]	
OLD	-0.11 [368]	-0.18 [001]	-0.02 [811]	
OWN	-0.13 [124]	0.04 [221]	-0.16 [081]	
industry dummy	YES	YES	YES	
loglikelihood, or adj. R ²	-86.38	-92.1	-61.79	

All estimation includes constants and yearly dummy, but they are not reported.

Panel 2: The effect of Ownership Structure

Dependent Variables	1920s			1930s		
	I_1	I_2	I_2	I_1	I_2	I_2
Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Model	Tobit	Random Effect	Random Effect	TOBIT	Random Effect	Random Effect
N	360	305	305	276	203	203
No of the case that investment is positive	281	295	295	147	203	203
DY	0.16 [009]	0.12 [042]	0.10 [075]	0.02 [619]	0.07 [037]	0.06 [067]
CF2	1.35 [003]	1.75 [009]	2.05 [003]	0.36 [499]	-0.08 [745]	-0.42 [133]
DA(-1)	-0.08 [376]	-0.13 [182]	-0.25 [021]	-0.51 [000]	-0.14 [067]	-0.20 [010]
$\omega \times DA$	1.43 [225]	1.98 [094]	0.76 [551]	6.78 [000]	2.43 [030]	2.39 [050]
OWN × DA	-	-	0.47 [016]	-	-	0.14 [451]
$\theta \times CF$	-1.24 [026]	-1.84 [018]	-2.06 [009]	1.27 [086]	0.76 [045]	1.08 [006]
OWN × CASH	-	-	-0.21 [481]	-	-	0.51 [006]
OWN	-	-	-0.17 [058]	-	-	-0.11 [188]
ω	-0.31 [507]	-0.69 [158]	-0.19 [716]	-1.47 [000]	-0.55 [044]	-0.56 [056]
θ	0.16 [004]	0.08 [326]	0.10 [212]	-0.06 [508]	-0.16 [042]	-0.20 [016]
Industry dummy	YES	NO	NO	YES	NO	NO
loglikelihood, or adj. R ²	-92.65	0.13	0.14	-28.69	0.28	0.32

Panel: Ex post Financial Distress

Dependent Variables	(1)	(2)
	I_1	I_2
Model	Tobit	Random Effect
N	360	305
DY	0.17 [004]	0.14 [013]
CF	0.57 [006]	0.37 [028]
DA(-1)	-0.02 [865]	-0.04 [654]
DF × CH	-0.50 [103]	-0.53 [040]
DF	-0.01 [663]	-0.03 [342]
industry dummy	YES	NO
loglikelihood, or adj. R ²	-99.43	0.14

Table 7 The Estimation of Investment Function (1956-1970)

No. of Obs.	1956-1965		1956-1962		1963-1970	
	1014		692		824	
	Mean	SDtd.Dev	Std	Dev	Std	Dev
I_t / K_{t-1}	0.342	0.188	0.378	0.203	0.287	0.134
capital cost= C_{1t-1}	0.070	0.007	0.072	0.007	0.066	0.004
operational profit= ORR_{t-1}	0.085	0.042	0.093	0.043	0.069	0.034
cash flow= CF_t	0.126	0.067	0.134	0.069	0.117	0.062
Debt-Asset (book value)= DA_{t-1}	0.312	0.122	0.291	0.123	0.370	0.125
MB Dummy	501	-	355	-	412	-
STAB	0.340	0.144	0.324	0.139	0.424	0.137
	187	-	131	-	151	-

Table 8 The Estimation of Investment Function (1956-1970)

Dependent Variable= I_t/K_{t-1}

	1956-1965		1956-1962		(fixed model) 1963-1970	
	coefficient	p-value	coefficient	p-value	coefficient	p-value
capital cost= C_{1t-1}	3.460	[.193]	0.734	[.826]	3.573	[.319]
operational profit= ORR_{t-1}	0.420	[.018]	0.372	[.102]	0.593	[.011]
cash flow= CF_t	1.615	[.000]	1.912	[.000]	0.660	[.000]
Debt-Asset (book value)= $DAt-1$	-0.309	[.000]	-0.473	[.000]	-0.343	[.000]
adj.R2	0.406		0.440		0.312	
"Elasticity"						
CF_t	0.108		0.131		0.041	
$DAt-1$	-0.038		-0.058		-0.043	

Table 9 Estimation of Investment Function in the High Growth Era

Panel 1: With Governance Variables

	1956–1965		1956–1962		1963–1970	
	coefficient	p-value	coefficient	p-value	coefficient	p-value
capital cost=C1t-1	2.343	[.129]	1.011	[.769]	4.141	[.251]
operational profit=ORRt-1	0.402	[.024]	0.384	[.090]	0.614	[.009]
cash flow=CFt	1.146	[.000]	1.033	[.006]	0.858	[.008]
Debt-Asset (book value)=DAT-1	-0.466	[.000]	-0.625	[.000]	-0.539	[.000]
MB Dummy	0.104	[.035]	0.135	[.057]	-0.001	[.983]
MB*DA	-0.161	[.115]	-0.226	[.139]	-0.050	[.613]
MB*CF	-0.365	[.045]	-0.534	[.041]	0.052	[.790]
STAB	-0.523	[.004]	-0.886	[.001]	-0.152	[.393]
STAB*DA	1.247	[.000]	1.983	[.000]	0.677	[.015]
STAB*CF	2.301	[.001]	3.967	[.000]	-0.264	[.696]
adj.R2	0.480		0.464		0.392	
"Elasticity"						
DA*STAB	0.180		0.276		0.092	
CF*STAB	0.332		0.553		-0.036	

Panel 2: Adding *KEIRETSU*

	1956–1965		1956–1962		1963–1970	
	coefficient	p-value	coefficient	p-value	coefficient	p-value
capital cost=C1t-1	2.435	[.369]	1.094	[.753]	5.165	[.158]
operational profit=ORRt-1	0.387	[.029]	0.389	[.086]	0.651	[.006]
cash flow=CFt	1.389	[.000]	1.184	[.003]	0.771	[.020]
Debt-Asset (book value)=DAT-1	-0.485	[.000]	-0.631	[.000]	-0.543	[.000]
MB Dummy	0.087	[.080]	0.130	[.068]	0.003	[.957]
MB*DA	-0.127	[.217]	-0.210	[.172]	-0.056	[.572]
MB*CF	-0.314	[.087]	-0.533	[.042]	0.021	[.914]
STAB	-0.524	[.004]	-0.869	[.001]	-0.096	[.595]
STAB*DA	1.301	[.000]	1.994	[.000]	0.547	[.056]
STAB*CF	2.132	[.003]	3.779	[.000]	-0.261	[.700]
KEIRETSU*DA	-0.217	[.240]	-0.064	[.813]	0.373	[.115]
KEIRETSU*CF	-0.827	[.005]	-0.438	[.298]	0.395	[.193]
adj.R2	0.482		0.463		0.393	

Panel 3: Adjusting Overlaps

	1956–1965		1956–1962		1963–1970	
	coefficient	p-value	coefficient	p-value	coefficient	p-value
capital cost=C1t-1	2.712	[.312]	1.307	[.703]	4.988	[.067]
operational profit=ORRt-1	0.405	[.022]	0.399	[.078]	0.432	[.019]
cash flow=CFt	1.354	[.000]	1.192	[.004]	0.634	[.012]
Debt-Asset (book value)=DAT-1	-0.466	[.000]	-0.637	[.000]	-0.376	[.000]
MB Dummy adjusted	0.068	[.218]	0.122	[.123]	-0.019	[.652]
MB*DA	-0.111	[.324]	-0.206	[.232]	0.007	[.928]
MB*CF	-0.205	[.320]	-0.521	[.082]	0.037	[.820]
STAB	-0.507	[.006]	-0.857	[.002]	-0.202	[.106]
STAB*DA	1.280	[.000]	1.989	[.000]	0.602	[.004]
STAB*CF	2.060	[.005]	3.738	[.000]	0.218	[.699]
KEIRETSU	—	—	—	—	-0.051	[.415]
KEIRETSU*DA	-0.273	[.145]	-0.168	[.544]	0.122	[.306]
KEIRETSU*CF	-0.971	[.002]	-0.706	[.110]	0.271	[.288]
adj.R2	0.554		0.462		0.391	

Note: 1. For definition of MB dummy and STAB, see Table 8.

2. Fixed effects model. However, random effects model is applied for the estimation of 1963–1970.

Corporate Governance and Performance in Twentieth-Century Japan

Hideaki Miyajima, Yusuke Omi, and Nao Saito

To understand the corporate performance of Japanese firms in the twentieth century, we have constructed a comprehensive database that includes asset, capital composition, profitability, and other variables relating to corporate governance structure. In this paper, we briefly introduce our project and report preliminary results of research on corporate performance and its determinants. We surveyed the long-term transition of ROA (defined as the ratio of profit after tax reduction to total assets) and its standard deviation using micro data of Japanese firms through the twentieth century, and investigate the effect of corporate governance structure (large shareholder and main bank) and the role of corporate groups (*zaibatsu* and *keiretsu*) on ROA and its volatility. Preliminary results show that high ROA with high volatility characterized the performance of large firms in the prewar period, while relatively low profitability with less volatility characterized the post-war era. In the 1990s, however, Japanese corporations showed extraordinarily low levels of performance with high volatility. The large shareholder enhanced firm performance in the prewar period. In contrast, *zaibatsu* did not enhance their affiliates' performance, nor did *keiretsu* and the main bank in the postwar period. *Keiretsu* group affiliation increased growth at the expense of profitability in the postwar period. Finally, *zaibatsu* in the prewar, and the main bank and *keiretsu* system in the postwar period both reduced the volatility of performance. This stabilizing effect was partly brought about by risk or profit sharing, and partly by strict monitoring (*zaibatsu*) and rent extraction (main bank). The main bank system and *keiretsu* systems lost the ability to reduce the volatility of performance in the 1990s.

The Japanese economy in the twentieth century experienced a variety of dramatic upheavals. Japan realized rapid heavy industrialization during World War I, and suffered from perpetual economic crises from the 1920s to the early 1930s, then wartime regulations began in 1937. Postwar reform especially influenced many aspects of the Japanese economy. Post-

Hideaki Miyajima, Yusuke Omi, and Nao Saito are in the school of Commerce at Waseda University.

World War II, from 1955 to 1970, Japan enjoyed an unprecedented long-run economic boom (called the “high growth era”), when the average annual rate of economic growth was about 10 percent, and the country became an economic powerhouse. The collapse of the “bubble economy” at the end of the 1980s mired the Japanese economy in a serious slump during the 1990s.

To understand the corporate performance of Japanese firms during such macroeconomic upheavals, we have constructed a comprehensive database that includes asset, capital composition, profitability, and other variables relating to corporate governance structure. In this paper, we briefly introduce our project (see Appendix for further details), and report preliminary results of our research on corporate performance and its determinants.

Much has been written about Japan’s economic performance in the twentieth century. However, previous scholars, particularly those dealing with the prewar Japanese economy, have used macro-level data, or if they have used micro-level data, they limited it to a certain number of firms in specific industries. In addition, there are few previous studies examining both the pre- and postwar Japanese economy from a historical perspective.

We chose average return on asset (ROA; defined as the ratio of profit after tax reduction to total assets) and the standard deviation of ROA as performance measures, supplemented by the annual growth rate of firms’ total assets. As for determinants of corporate performance, we focus mainly on monitoring systems and corporate groups.

Family-owned business groups known as *zaibatsu* were important in the corporate governance of prewar Japanese firms. Business and economic historians have focused on the role of these groups in prewar industrialization. Conventional understanding was that the *zaibatsu* system enjoyed high profitability through preferential governmental support and capital monopolization. A new theory suggests that the effective monitoring by *zaibatsu* holding companies kept their subsidiary firms’ performance high.¹ However, the strict monitoring by a family with high share ownership might diminish the incentives of professional (salaried) managers of subsidiary firms, thus leading to management inefficiency.² Furthermore, *zaibatsu* would possibly stabilize the

This work is supported by funds from the Ministry of Education, Culture, Sports, Science, and Technology.

¹ See Tetsuji Okazaki and Masahiro Okuno-Fujiwara, eds., *The Japanese Economic System and Its Historical Origins* (New York, 1999); Tetsuji Okazaki, “The Role of Holding Companies in Pre-war Japanese Economic Development: Rethinking *Zaibatsu* in Perspectives of Corporate Governance,” *Social Science Japan Journal* 4 (Oct. 2001): 243-68.

² Hidemasa Morikawa, *Zaibatsu: The Rise and Fall of Family Enterprise Groups in Japan* (Tokyo, 1992).

performance of its subsidiary firms through a risk-sharing mechanism, which Iwao Nakatani suggested was a main function of postwar corporate groups known as *keiretsu*.³

The corporate governance structure of postwar firms changed drastically from that of prewar firms. After dissolution of holding companies and the complete elimination of outside directors, corporate boards in postwar Japanese firms were composed of corporate insiders promoted from within firms. This change raised initiatives for top management (salaried managers) higher than during the prewar period. Cross-shareholding among firms, which emerged in response to dramatic redistribution of property rights during postwar reform, made it possible for top management to take a long-term strategy now that they were free from external pressure of shareholders exercising voice and exit. Given less pressure from outside shareholders, main banks' long-term relationships with client firms played a significant role in corporate governance.

Keiretsu, which emerged as the reorganization of prewar-*zaibatsu*, represent one of the postwar governance structures. Conventional wisdom concerning the role of postwar *keiretsu* is that corporate groups have encouraged investment by reducing asymmetric information and keeping top managers free from the pressures of external markets.⁴ This interpretation predicts high performance levels, or at least higher growth of *keiretsu* firms compared to non-*keiretsu* firms. However, an increasingly popular view suggests that there is no clear evidence of *keiretsu* contributing to their members' growth and profitability even during the high growth era.⁵ Another perspective is that the main function of postwar *keiretsu* was to make the profitability of its member firms less volatile.⁶ From this point of view, postwar *keiretsu* might provide a risk-sharing mechanism to member firms.

³ Iwao Nakatani, "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," in *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, ed. Masahiko Aoki (Amsterdam, 1984), 227-58.

⁴ See Takeo Hoshi, Anil Kashyap, and David Scharfstein, "The Investment, Liquidity, and Ownership: the Evidence from the Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics* 106 (Feb. 1991): 33-60, and James C. Abegglen and George Stalk, Jr., *Kaisha: The Japanese Corporation* (New York, 1985).

⁵ David E. Weinstein and Yishay Yafeh, "Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of *Keiretsu* Behavior," *Journal of Industrial Economics* 43 (Dec. 1995): 359-76, and Yishay Yafeh, "Japan's Corporate Groups: Some International and Historical Perspectives," in *Structural Impediments to Growth in Japan*, ed. Magnus Blomström, Jennifer Corbett, Fumio Hayashi and Anil Kashyap, (Chicago, 2003), 259-84.

⁶ Nakatani, "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," and Michael L. Gerlach, *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business* (Berkeley, Calif., 1992).

In reviewing the existing literature, we examine the long-term transition of corporate performance in twentieth century Japan, and revisit these views of the determinants of corporate performance. We briefly summarize a theoretical framework for understanding the impact of corporate governance structure on corporate performance, stressing the managerial discipline through monitoring by large shareholders and main banks, as well as the unique risk-sharing role of corporate groups.

Long-Term Transition of Performance

How do we capture the change in performance of Japanese firms in the twentieth century? As a first round trial, we focused on ROA and the standard deviation of ROA, because ROA is a measure that we can consistently get throughout the twentieth century.⁷ We also checked the annual growth ROA and its standard deviation, because ROA is sometimes a trade-off of firms' growth.⁸

Beginning with the prewar period, because database construction is still ongoing, we tentatively picked the top one hundred firms from the list provided by W. Mark Fruin in 1918 and from our own top hundred large firms list in 1937 (both asset based).⁹ Then, using two sources,¹⁰ we checked whether or not firms' financial data were available from 1914 to 1942. Financial data are available for 44 firms for the entire period, and for 50-70 firms for at least 5 years. To illustrate the size of Japanese firms in 1913, the ten largest manufacturing firms in Japan are compared to their European counterparts in Table 1. Even including large *zaibatsu*, which were multi-divisional with diversified business structures including banking and trading at times, the Japanese firms were far smaller than their European counterparts; the largest *zaibatsu* approximately 25 percent, and the largest manufacturer (Kanegafuchi) 17 percent, of their European counterparts.

For the postwar period, we first chose the manufacturing firms with sales more than 50 billion yen in the 1990 fiscal year (353 firms).¹¹ From these, we selected firms with data available from 1962 to 2000 (268 firms).¹² We obtained financial data from *Corporate Finance Data Bank* (Development Bank of Japan). Table 2 includes comparisons of Japanese

⁷ This is because the format of income statements in the prewar period was so simple that we could not use operating profit, ordinary profit, or value added.

⁸ For more details, see Data Appendix at the end of this paper.

⁹ W. Mark Fruin, *The Japanese Enterprise System: Competitive Strategies And Cooperative Structures* (Oxford, U.K., 1992).

¹⁰ *Company Yearbooks (Kabushiki Gaisha Nenkan)* issued by Toyo Keizai Shimposha and the *Business Analysis of Japanese Firms (Honpo-Jigyo Seiseki Bunseki)* issued by Mitsubishi Economic Research Institute.

¹¹ We exclude mining firms because the presence of mining industry is negligible after the high-growth era.

¹² In 1961, the second section of Tokyo Stock Exchange was founded.

firms to their counterparts in the United States, United Kingdom, and Germany in the early 1950s. The Japanese firms were far smaller than their U.S. counterparts, while European counterparts were much smaller than Japanese firms in some industries (textile, primary metal, electric machine, and transportation machine). Table 3 shows the comparison between Japan and European firms in 2000.

Figures 1 and 2 show the transition of ROA on average and the standard deviation of ROA calculated from our database. Sample periods are 1913-1942 and 1950-1999. Figure 1 is drawn using data for the firms with financial data available throughout each period, whereas Figure 2 includes data from all firms in the sample; the number of firms is inconsistent because some disappear due to mergers or bankruptcies during the period.

The figures reveal that the prewar period was characterized by relatively high profitability with large volatility. During and immediately after World War I, the average ROA among sample firms was extremely high, and reached 18 percent in 1917. The ROA on average was drastically lower by 1923, when the Great Kanto Earthquake struck Japan. It stayed around 5-6 percent (except in 1927, the time of the financial crisis), which is as high as the ROA averaged during the high growth era in the postwar period. Volatility of ROA, however, increased during the 1920s and reached at its peak during the Showa Depression (1929-1932). In the early 1930s, increasing ROA was associated with decreasing volatility. During wartime, the ROA tended to decline while the volatility of ROA remained at low levels partly because of wartime subsidies to firms.

The postwar period could be characterized as one of decreasing profitability with less ROA volatility. The overall level of ROA in the postwar period is around 4 percent up to the end of "high growth era" (1955-70), and 2-3 percent after the oil shock in 1973. Then, the average made a sluggish transition, staying at a relatively low level even during the boom period often called "bubble economy." In the 1990s after the collapse of the "bubble economy," it fell to less than 1 percent, except for a transient improvement in 1995 or 1996. The downward trend can be understood as the result of the maturation of the economy (diminishing business chances, increasing capital coefficient, and excess saving over investment in macro economic balance), but the low performance in the 1990s seems to represent a discontinuity from the previous trend.

Volatility of ROA from 1950 to 1990 was quite low level compared to the prewar period. A small exception is after the oil crisis when the standard deviation of ROA far exceeded the average ROA. However, in the latter half of the 1990s, the standard deviation moved drastically upwards. Thus, what was different in Japan in the late 1990s was the extraordinarily low level of profitability with its high variance among firms.

TABLE 1
Manufacturing Firms in 1913

Rank	Europe			Japan		
	Industry	Firm	Assets	Industry	Firm	JPN/EU
1	Iron and Steel	Frier. Krupp AG	142.62	Mining, trading and banking	Mitsui Gomei	0.253
2	Electrical Equipment	Siemens & Halske	122.05	Mining, shipbuilding and banking	Mitsubishi Goshi	0.183
3	Food(Tobacco)	Imperial Tobacco Company	116.86	Textile	Kanegafuchi Spinning	0.165
4	Electrical Equipment	AEG	110.24	Shipbuilding	Kawasaki Shipyard	0.144
5	Textile	J.P Coats LTD.	99.96	Food	Dai-Nihon Sugar Manufacturing	0.152
6	Mining	Gelsenkirchener Bergwerksverein	94.05	Mining	Hokkaido Colliery & Steamship	0.152
7	Food(Tobacco)	British-American Tobacco Co	80.23	Iron and Steel	Japan Steel Works	0.174
8	Electrical Equipment	Siemens-Schuckert	76.90	Food	Taiwan Sugar Manufacturing	0.180
9	Chemical	Lever Brothers Ltd.	68.08	Textile	Fuji Gas Spinning	0.163
10	Metal	Deutsch-Luxemburgische Bergwerksund H	66.19	Petroleum	Japan Oil	0.138

TABLE 2
The Size of the Largest Firms in Japan Relative to Their U.S., U.K., and German Counterparts

Industry	SIC Code	Industry Rank	Overall Rank	Japan 1952				\$ in Millions	U.S. 1948		U.K. 1948		Germany 1953	
				Name					Japan/ U.S.		Japan/ U.K.		Japan/ Germany	
Food	20	1	72	Asahi Breweries, Ltd.			21.2	0.04	0.06		0.25			
		5	87	Dainippon Sugar Manufacturing Co., Ltd.			16.2	0.05	0.21		1.45			
Textile	22	1	4	Toyo Spinning Co., Ltd.			91.1	0.36	0.57		1.24			
		5	21	Asahi Chemical Industry Co., Ltd.			43.3	0.34	1.29		2.67			
Paper	26	1	38	Oji Paper Co., Ltd.			33.7	0.10	0.48		0.83			
		5	60	Honshu Paper Co., Ltd.			24	0.31	1.16		1.01			
Chemical	28	1	18	Showa Denko K. K.			47.2	0.04	0.09		0.18			
		5	50	Toyo Koatsu Industries, Inc.			28.4	0.10	0.45		0.48			
Petroleum & coal		10	83	Mitsui Chemical Industry Co., Ltd.			17.9	0.14	0.77		0.58			
	29	1	8	Mitsui Mining Co., Ltd.			69.7	0.02	0.12		0.65			
		5	19	Hokkaido Colliery & Steamship Co., Ltd.			45.8	0.04	0.29		0.94			
Rubber		10	47	Sumitomo Metal Mining Co., Ltd.			30.4	0.05	-		-			
		1	94	The Yokohama Rubber Co., Ltd.			15.1	0.04	0.10		0.28			

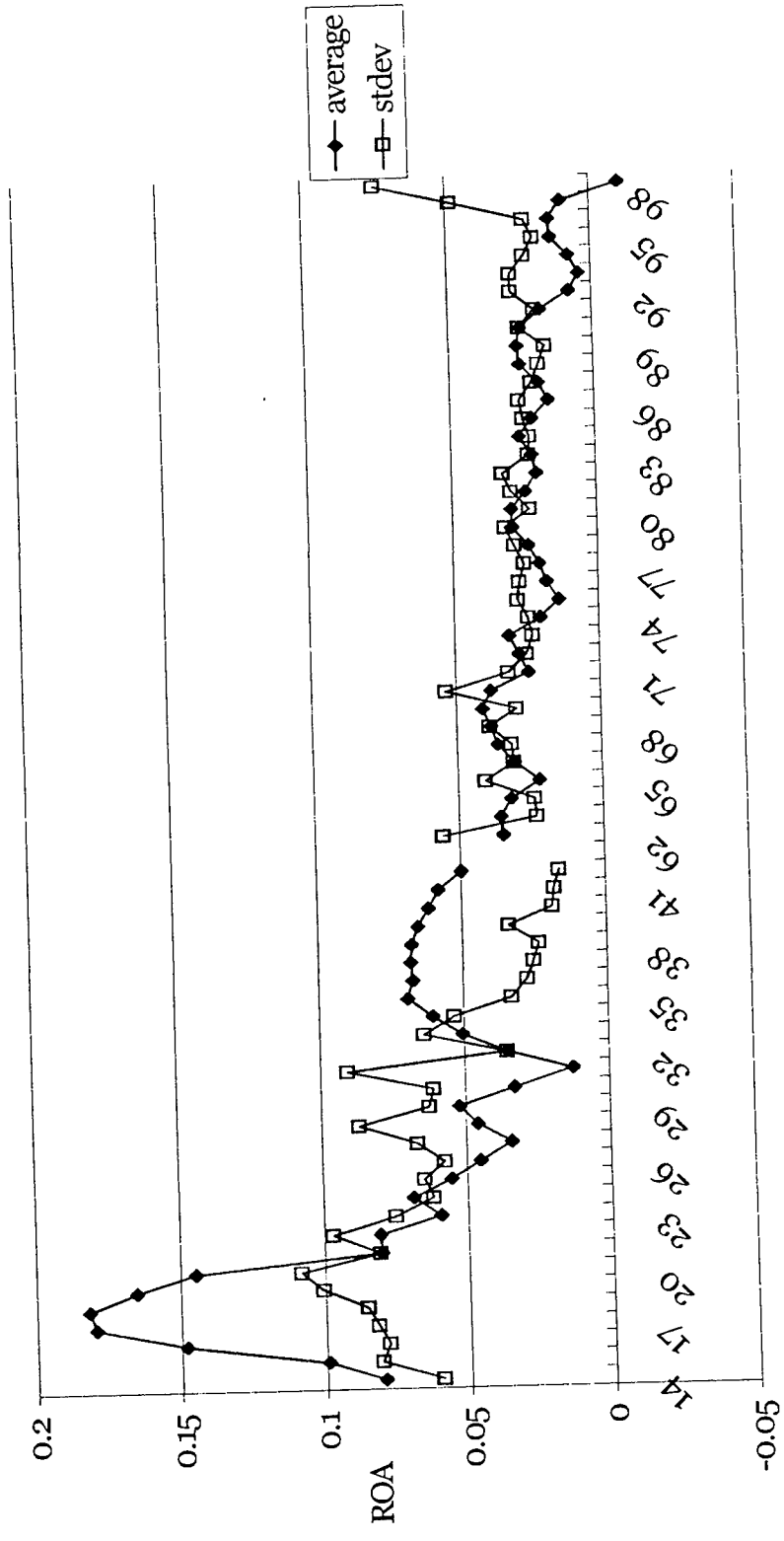
Stone, clay & Glass	32	1	36	Onoda Cement Co., Ltd.	34.6	0.15	0.44	1.52
		5	115	Osaka Cement Co., Ltd.	9.6	0.11	0.36	1.12
Primary Metal	33	1	1	Yawata Iron & Steel Co., Ltd.	268.4	0.11	3.00	1.03
		5	12	Sumitomo Metal Industries, Ltd.	57.3	0.11	0.97	0.37
		10	101	Daido Steel Co., Ltd.	13.1	0.04	0.35	0.14
Machine	35	1	86	Kubota Iron & Machinery Works, Ltd.	16.7	0.02	0.34	0.23
		4	120	Komatsu Manufacturing Co., Ltd.	8	0.04	0.47	0.37
	36	1	5	Hitachi, Ltd.	88.5	0.08	1.13	0.50
Elec. Machine		5	88	Matsushita Electric Industrial Co., Ltd.	15.9	0.16	0.64	1.24
	37	1	9	Shin Mitsubishi Heavy Industries, Ltd.	65.4	0.02	0.59	0.80
Transportation		5	40	Mitsubishi Nippon Heavy Industries, Ltd.	33.4	0.19	0.99	0.80
		10	68	Ishikawajima Heavy Industries Co., Ltd.	22.2	0.15	0.99	0.91

Sources: Alfred D. Chandler, Jr., *Scale and Scope* (Cambridge, Mass., 1994); *Business Analysis of Japanese Firms*, issued by Mitsubishi Economic Research Institute (1954).

TABLE 3
Manufacturing Firms in 2000

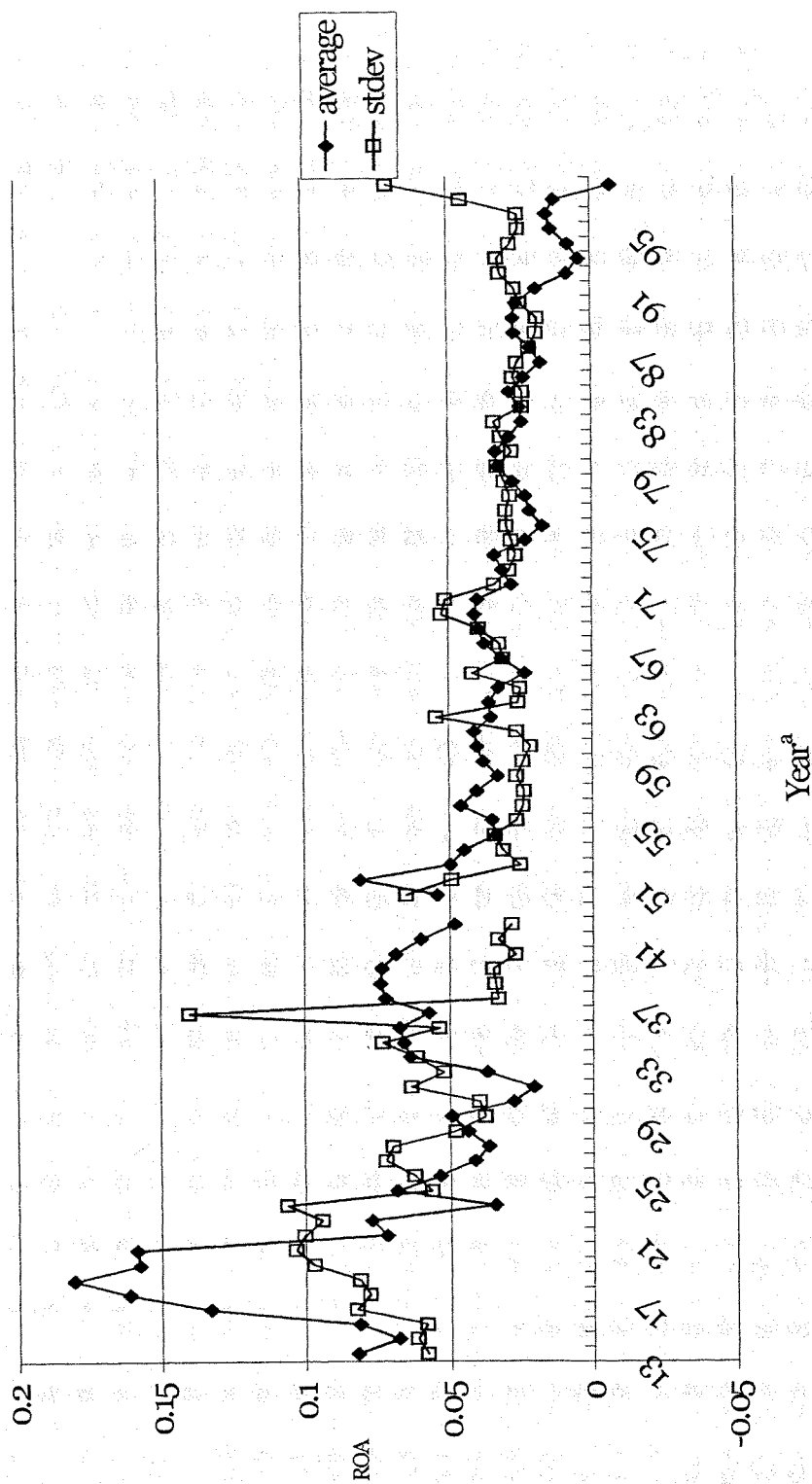
Rank				Japan		
	Industry	Firm	Turnover	Industry	Firm	Turnover
1	Petroleum	Royal Dutch/Shell	149146.0	Transportation Equipment	Toyota Motor	71005.7
2	Petroleum	BP	148062.0	Electrical Equipment	Matsushita Electric	43409.4
3	Transportation Equipment	DaimlerChrysler	146982.3	Electrical Equipment	N E C	36828.3
4	Petroleum	Total Fina Elf	103691.6	Electrical Equipment	Hitachi	36078.1
5	Transportation Equipment	Volkswagen	77440.3	Electrical Equipment	Toshiba Corporation	33051.9
6	Machinery	Siemens	70964.0	Electrical Equipment	Fujitsu	30385.8
7	Transportation Equipment	Fiat	52136.8	Petroleum	Nippon Oil Corporation	28091.4
8	Food	Nestle	48719.8	Transportation Equipment	Honda Motor	27329.5
9	Food	Unilever	43069.0	Electrical Equipment	Sony	27020.1
10	Petroleum	Eni	41984.4	Transportation Equipment	Nissan Motor	26773.4
						0.638

FIGURE 1
ROA and Its Standard Deviation Using Balanced Data



Year^a
^a There were 44 firms in 1914-1942 and 268 firms in 1962-1999.

FIGURE 2
ROA and Its Standard Deviation Using Unbalanced Panel Data



^aThe prewar period is 1913-43 and the postwar period is 1950-99.

The variance of performance among firms as well as performance itself fluctuated throughout the twentieth century, and the standard deviation increased, particularly during recession. This indicates the importance of using micro level data to analyze firm performance. What makes performance good or bad, stable or unstable? In the next section, we approach the factors that affect firm performance, focusing on corporate governance structure and institutional properties.

Monitoring and the Role of the Corporate Group

Corporate governance structure and institutional properties could influence firm performance through various paths. In this paper, we focus on monitoring by outsider investors and risk sharing among corporate group members. Corporate governance structure in Japanese firms changed drastically during the twentieth century. In the prewar period shareholder's right to control was much stronger than in the postwar period, as others have discussed.¹³ Given the prewar legal framework, which was less regulated and less protective for shareholders and debt holders, individual investors and family-owned holding companies were relatively important and the role of institutional investors was still limited. The average share held by the largest outside shareholder (α), that is a proxy for shareholder monitoring incentive, was over 21.6 percent with a 25.1 percent standard deviation in 1928.¹⁴ In addition to these characteristics, the ownership structure was noticeably diversified among large firms ranging from highly concentrated *zaibatsu* subsidiary firms to relatively dispersed managerial firms (for instance, firms in the cotton-spinning industry). Under the diversified ownership structure, a large shareholder is expected to monitor the management.¹⁵ If this monitoring were effective, firm performance would be higher than firms with dispersed ownership. However, it is also possible that extremely strict monitoring by a large shareholder diminishes managerial incentives.¹⁶ In

¹³ See Takafusa Nakamura, *The Postwar Japanese Economy: Its Development and Structure* (Tokyo, 1988); Tetsuji Okazaki, "Japanese Firm under Planned Economy," *Journal of Japanese and International Economies* 7 (June 1994): 175-203; and Juro Teranishi, "The Fall of the Taisho Economic System," in *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*, ed. Masahiko Aoki and Gary R. Saxonhouse (Oxford, U.K., 2000), 43-63.

¹⁴ If the Chief Executive Officer of the firm was the largest shareholder, we chose the second largest shareholder.

¹⁵ Small shareholders cannot afford to bear monitoring costs, so free rider problems become serious under the dispersed ownership structure. Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94 (June 1986): 461-88.

¹⁶ Mike Burkart, Denis Gromb, and Fausto Panunzi, "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm," *Quarterly Journal of Economics* 112 (Aug. 1997): 693-728.

this case, firms with a high concentration of ownership might show a decrease in managerial effort level, performing much worse than firms with a low concentration of ownership.

Zaibatsu-affiliated firms were monitored by holding companies such as *Mitui Gomei* or *Mitsubisi Goshi*. Holding companies exclusively controlled their subsidiary firms, that is, for shares held by holding companies on average, α , is quite high, 54 percent in 1928, although some of them began to go public in the 1930s. Under the high concentration of ownership, families delegated professional managers to monitor their subsidiary firms. Unlike individual shareholders, holding companies had a research and monitoring division. They also required annual reports from their subsidiary firms, and monitored them through ratification of investment projects proposed by subsidiary firms. Holding companies also intervened in financial decisions and dividend payout policies of their subsidiaries. If holding companies' monitoring was effective, the performance of *zaibatsu*-affiliated firms should be relatively high compared to firms with dispersed ownership and high shares of individual shareholders.¹⁷ However, if holding companies' monitoring was too strict, reducing incentives for top managers, then the performance of *zaibatsu*-affiliated firms might be relatively low.

Another possible function of the *zaibatsu* system in firm performance is the risk sharing that Nakatani originally suggested for postwar corporate groups.¹⁸ Through empirical study of postwar corporate groups called *keiretsu*, he suggested that the function of corporate groups is to stabilize the member firms' profitability and growth. Because *zaibatsu* is well known for its diversified businesses in many (unrelated) industries, it is plausible that the prewar *zaibatsu* system could carry out the same function as *keiretsu* in the postwar period, that is, the *Zaibatsu* system might make the performance of subsidiary firms less volatile. The *Zaibatsu* system may reduce the volatility of performance among subsidiary firms through the internal capital market. Firms in trouble may expect low-interest funding (a kind of subsidy) from holding companies or subsidiary firms that is not available for independent firms.

There were two types of *zaibatsu* in terms of the extent of their diversification. The first type includes subsidiary firms of old *zaibatsu*,

¹⁷ Actually, Okazaki and Okuno-Fujiwara, *The Japanese Economic System and Its Historical Origins*, and Okazaki, "The Role of Holding Companies in Pre-war Japanese Economic Development" examine the role of *zaibatsu* holding company in corporate governance, by comparing ROE between *zaibatsu* affiliated firms and non-*zaibatsu* firms, and reveal that the ROE of *zaibatsu* affiliated firms were higher. In contrast, Jennifer L. Frankl, "An Analysis of Japanese Corporate Structure, 1915-1937," *Journal of Economic History* 59 (Dec. 1999): 997-1015, reports that *zaibatsu* did not make their subsidiary firms' profitability (ROA) high.

¹⁸ Nakatani, "The Economic Role of Financial Corporate Grouping."

typically represented by *Mitsui*, *Mitsubishi*, and *Sumitomo*. We also include *Asano*, *Kuhara*, and *Kawasaki* line firm as a second rank *zaibatsu*. They have diversified their businesses ranging from the capital-intensive industries such as metal, shipbuilding, electric machine, mining, through resource-based industries, to financial services and trading.

The second type includes the subsidiary firms of new *zaibatsu*, *Nihon Sangyou* (*Nissan*), *Nihon Chisso* (*Nicchitsu*), *Mori*, and *Nihon Soda* (*Nisso*) line firms. The entrepreneur-founder took the presidential position and initiated strategic decision making in these firms. Their ownership structure was relatively dispersed. Because external shareholders held only a small share and were highly dispersed, they could be protected from external intervention. New *zaibatsu* participating in relatively limited areas such as shipbuilding, mining, and other new industries (chemicals, airplanes, and automobiles) during the interwar period and did not have any financial institutions. Our concern is whether or not these characteristics of *zaibatsu* could affect firm performance.

The diversified corporate governance structure of the prewar period changed during wartime and the postwar economic reform. Shareholders' control rights were restricted by the wartime planned economy through regulation of dividend policies and managerial rewards beginning in 1939 and the revision of commercial law in 1943.¹⁹ However, the ownership structure was relatively stable under the strict regulation of the capital market that made ownership transfer inactive. Postwar reform completely changed the ownership structure of the prewar Japanese firms.²⁰ The "Americanization" of the economic system, initiated by the General Headquarters Supreme Commander for the Allied Nations (GHQ), created a discontinuous transformation of the economic system²¹

¹⁹ Tetsuji Okazaki, "Japanese Firm under Planned Economy," *Journal of Japanese and International Economies* 7 (June 1994): 175-203.

²⁰ Hideaki Miyajima, "The Privatization of Ex-*zaibatsu* Holding Stocks and the Emergence of Bank centered Corporate Groups," in *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*, ed. Masahiko Aoki and Hyung-Ki Kim (Washington, D.C., 1995), 361-403; Hideaki Miyajima, *Transformation of Economic System: A Reappraisal of Occupation*, Working Paper No.99-02, The Institute For Research in Business Administration, Waseda University, 1999.

²¹ Although stricter comparative studies represent a further research agenda, we understand that the impact of American reform on economic institutions in Japan was far more drastic than that in both Germany and Italy. In the case of Germany, introduction of an antitrust framework was quite important in the sense of dissolving the prewar cartel activities; Volker R. Berghahn, *The Americanisation of West German Industries, 1945-1973* (New York, 1986). However, the economic purge implemented in Germany was not so drastic, despite the thorough elimination of Nazi influence from political areas (*Entnazifizierung*). Similarly, close bank-firm ties were not severely affected. More importantly, the universal-banking tradition was not touched at all.

The corporate governance structure in the postwar period had particular characteristics. Boards of directors were composed mainly of corporate insiders promoted within firms. The cross-shareholding among firms prevented shareholders from exerting both voice and exit. The main bank, which had a long-term relationship with firms, played an important role in its clients' firm's corporate governance, and possibly mitigated moral hazard problems of top management. *Keiretsu* represent such postwar governance structures.²²

The ownership structure of Japanese firms in the postwar period was characterized by cross-shareholding among firms. These stable shareholders were bound by implicit contract not to assert the voice or exit option unless the business performance of their invested firms clearly failed, and this freed managers from stock market pressures. It was the main banks rather than shareholder control that imposed discipline on managers.²³ Main banks (which as the largest debt holders had long-term relationships with firms) monitored client firms' managers, and might mitigate possible moral hazard problems associated with cross shareholding. If the monitoring by main banks were really effective, performance of firms with close main bank ties would be higher than firms without close main bank ties (effective monitoring view).

However, it is also plausible that main banks' commitments to client firms worsened the firms' performance, partly because "bailing out" a client firm in financial distress becomes a rational choice for the main bank if that firm has borrowed too much. Taking the possibility of main bank rescue into consideration, managers may reduce their effort, generating moral hazard problems.²⁴ In this case, the performance of

According to Wendy Carlin, "West German Growth and Institution, 1945-90," *CEPR Discussion Papers Series*, (1993), 896, "American influence did not extend to corporate governance." In the case of Italy, the impact of the American occupation on the economic system was much more limited. There, dissolution of economic power was not tried, and antitrust policy was not imposed by the Americans. See Giovanni Federico, "Harmful or Irrelevant? Italian Industrial Policy 1945-1973," in *Policies for Competitiveness: Comparing Business-Government Relationships in the 'Golden Age of Capitalism'*, ed. Hideaki Miyajima, Takeo Kikkawa, and Takashi Hikino (New York, 1999), 309-36.

²² Hideaki Miyajima, "Regulatory Framework, Government, Intervention and Investment in Postwar Japan: The Structural Dynamics of J-type Firm-Government Interaction," in *Policies for Competitiveness Comparing Business-Government Relationships in the 'Golden Age of Capitalism'*, ed. Hideaki Miyajima, Takeo Kikkawa, and Takashi Hikino (New York, 1999), 40-80.

²³ Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, (Oxford, U.K., 1994).

²⁴ Mathias Dewatripont and Eric S. Maskin, "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies," *Review of Economic Studies* 62 (Oct. 1995): 541-75.

firms with close main bank ties might be lower than firms without such close ties (moral hazard view). Another possible reason for poor performance is rent extraction by main banks from client firms based on high negotiating power (rent extraction view).²⁵

With respect to the role of postwar *keiretsu*, the conventional wisdom is that corporate groups reduce asymmetric information and keep top managers free from external market pressures. The effect of these *keiretsu* characteristics is unclear because insulating managers from the pressures of external markets could cause management discretion, resulting in poorer firm performance. However, it is plausible that the *keiretsu* system increased the corporate growth of its affiliated firms compared with independent firms, because *keiretsu* members were free from the external pressure of the capital market.²⁶ In other words, the *keiretsu* system made it possible for top management to put a priority on growth rather than profit.

In the meantime, Nakatani proposed a risk-sharing hypothesis of corporate groups in an empirical study about postwar *keiretsu*.²⁷ The fact that corporate groups such as *keiretsu* include firms in many industries stabilizes the firms' performance through cross-shareholding. Furthermore, *keiretsu* member firms could expect rescue from other *keiretsu* member firms if they faced financial distress. Because of this insurance mechanism, the performance of *keiretsu* member firms was less volatile than non-*keiretsu* members.²⁸

We used profitability and stability as performance indices. ROA and the standard deviation of ROA among firms were the dependent variables. Regressing these variables on corporate governance variables and some control variables, we analyze the effects of corporate governance structure and institutional properties on firm performance. The estimation formula is as follows:

$$ROA_t = F(GOV_{t-1}, DAR_{t-1}, SIZE_{t-1}, IND, YEAR) \quad (1)$$

$$SDROA = F(GOV, MeanDAR, MeanSIZE, MeanROA, IND) \quad (2)$$

²⁵ This idea is suggested by financial literatures, and applied to Japanese case by David Weinstein and Yishay Yafeh, "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance* 53 (April 1998): 635-72. Horiuchi and Hanazaki (1999) reported that main banks did not affect the firm performance focusing on productivity measures (TFP).

²⁶ In addition, their results imply that the risk-sharing mechanism of *keiretsu* was limited in the 1980s and 1990s. Note that, we cannot assume internal capital market in postwar *keiretsu* because holding companies were completely dissolved.

²⁷ Nakatani, "The Economic Role of Financial Corporate Grouping."

²⁸ This observations has been confirmed in Yishay Yafeh, "Japan's Corporate Groups: Some International and Historical Perspectives," (2001), mimeo.

Here *ROA* is return on asset, *SDROA* is the standard deviation of *ROA*, and *GOV* refers to variables representing the corporate governance structure and institutional properties. *DAR*, *SIZE*, *IND*, and *YEAR* are introduced to control other factors that could affect firms' performance and their volatility. *DAR* is firm's leverage, which is estimated by the ratio of total debt to total assets. *SIZE* is the logarithm of total assets, which is introduced to control for industry specific shock. *YEAR* is a dummy variable, which is expected to control for macroeconomic change.

Given the organizational features described earlier, we set the corporate governance variables as follows:

ZAIBATSU is a dummy variable: whether or not a firm belongs to the *Mitsui*, *Mitsubishi*, *Sumitomo*, *Asano*, *Suzuki*, *Kawasaki*, or *Kuhara* group. These firms, with few exceptions, were diversified into many businesses, the initiatives of salaried managers, the effective and strict monitoring of holding companies, and the possibility of the existence of an internal capital market. *ZAIBATSU* is assigned to 20 out of 171 firms in 1928.

The variable α adds ownership structure to our estimation. It is the percentage share held by large external shareholders with strong incentives to monitor firms. To estimate α , we used the percentage share held by the largest shareholder unless the largest shareholder was the owner-manager. Accordingly, α represents any one of the largest shareholders: individuals, holding companies, or other firms.²⁹

Sample firms for the prewar period are approximately 174 firms in the manufacturing and mining sectors. They were selected from firms for which data are available from 1928 to 1936 in our WIFS database.³⁰ Information concerning the governance structure of our prewar samples is summarized in Tables 4 and 5.

After World War II, economic reform dissolved the *zaibatsu* system and prohibited formation of holding companies. The corporate governance system in Japanese firms was drastically renewed. Through this process, the so-called J-type governance structure gradually emerged. The banking relationship known as main bank system was established during this period, while former *zaibatsu*-related firms reorganized corporate groups with cross shareholding.

Given these changes, we included a dummy variable for main bank (*MB*) that represents the long-term relationship between bank and client

²⁹ When constructing these ownership variables, we mainly used the ten largest shareholders list from the *Yearly book of Joint Stock Companies (Kabushiki Gaisha Nenkan)* issued by *Toyo-Keizai* and other sources.

³⁰ Here the financial statements were obtained from the *Business Analysis of Japanese Firms (Honpo-Jigyo seiseki bunseki)* issued by Mitsubishi Economic Research Institute, and partly supplemented by other sources (company history books and annual reports).

firm (Aoki and Patrick 1994). *MB* equals one if the bank identified by a firm as its main bank remains unchanged for 2 years (main bank at *t*-1 period and *t* period is same), and the bank is both the largest lender and the largest shareholder among banks.³¹

Another feature of the postwar corporate governance structure is corporate group membership (*KEIRETSU*). *KEIRETSU* is the dummy variable for firm membership in one of the six corporate groups (*Mitsui*, *Mitsubishi*, *Sumitomo*, *Fuji*, *Dai-ichi kangyo*, and *Sanwa*). Corporate groups are based on the classification of *Studies on Financial Corporate groupings* (*Keiretsu no Kenkyu*). See Table 6 for changes in the number of firms in the *Keiretsu* who had long-term relationships with main banks.

TABLE 4
Information about Governance Structure and Institutional
Properties: Percentage of shares held by block holder (α)

α	Year	Obs.	Mean	S.D.	Median	Qtr. 1	Qtr. 3
<i>Zaibatsu</i>	1928	20	0.530	0.385	0.542	0.097	0.960
	1933	19	0.510	0.335	0.500	0.173	0.850
Others	1928	141	0.171	0.189	0.092	0.046	0.239
	1933	144	0.181	0.207	0.101	0.048	0.219
All samples	1928	161	0.216	0.251	0.100	0.046	0.290
	1933	163	0.220	0.248	0.248	0.053	0.272

TABLE 5
Number of Firms belonging to the *Zaibatsu*

Year	<i>Zaibatsu</i>	Others
1928	20	149
1929	20	150
1930	20	150
1931	21	148
1932	21	151
1933	19	149
1934	19	149
1935	18	148
1936	19	144

³¹ We used the top of the correspondent bank list in *Japanese Company Handbook* (*Kaisha Shikiho*) issued by Toyo Keizai, Inc. as the firm's main bank and followed the methodology developed by Michael S. Gibson, "Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan," *Journal of Business* 68 (July 1995): 281-308.

Ideally, governance variables should be identified every year. Given the high cost of manually inputting yearly data, however, we identified them every 4 or 5 years starting in 1955.³² In our estimation, we assume that governance variables for 1955 apply to the firms from 1956 to 1959. Information about the governance structure of our postwar samples is summarized in Table 6.

For the postwar sample, we considered manufacturing firms with sales of more than 50 billion yen in the 1990 fiscal year (353 firms). We divided the postwar period into three sub-periods and estimated the ROA model for each period. These periods are the high growth era (1956-73),

TABLE 6
Number of Firms Belonging to the *Keiretsu*

Year	<i>Keiretsu</i>	MB ^a	All samples
1964	108	94	310
1974	191	187	338
1994	222	174	347

^aMB stands for strong relationship between bank and client firm

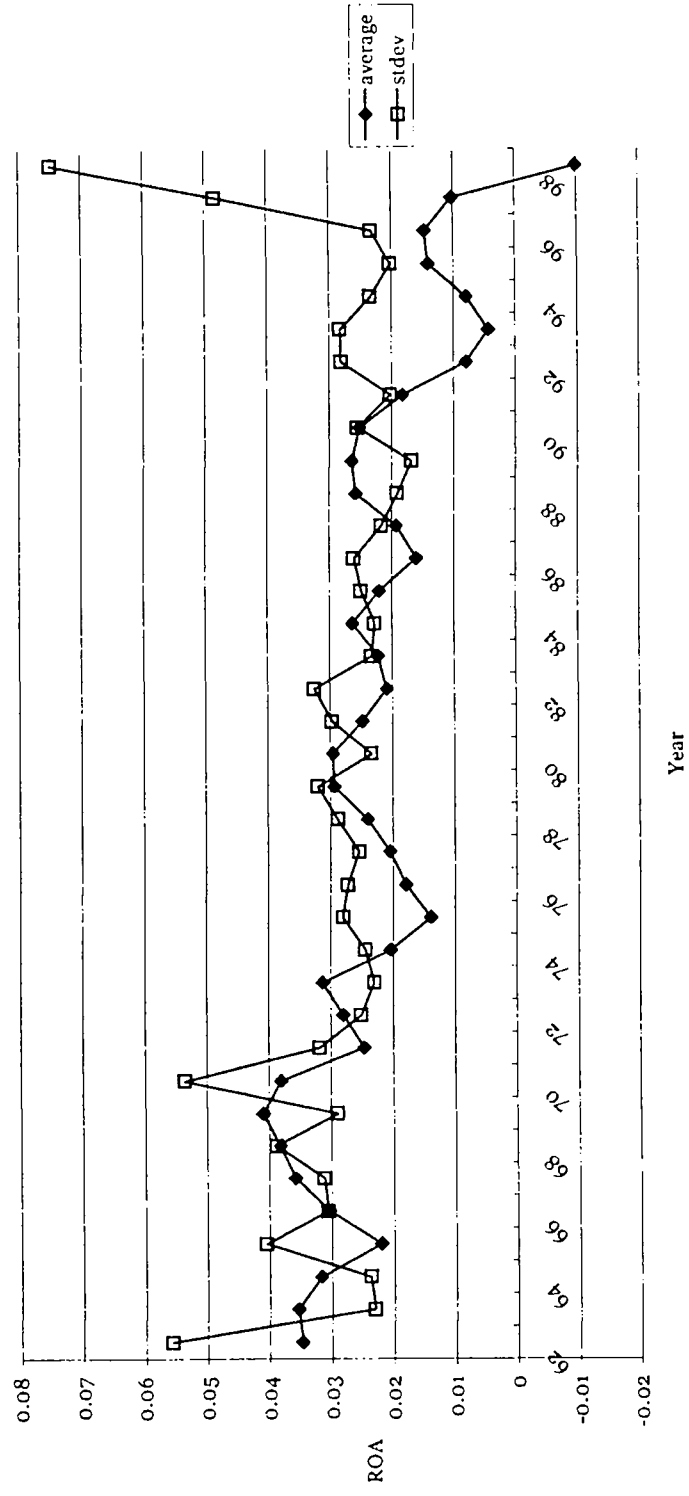
the adjustment period after the oil crisis (1974-1985), and the recent depression era (1991-1999).³³

As for the analysis of the standard deviation of ROA, in order to capture the effect of governance structure and corporate groups on the stability of the ROA, we focused on the period when the standard deviation is relatively high (see Figure 3). Thus, our sample from the prewar period was from the Great Depression (1928-32), while during the postwar period we sampled the later phase of the high growth era (1965-70) and the recent long-term recession (1991-99). The standard deviation of ROA in the sample periods was used as an independent variable.

³² Subsequent years are 1959, 1964, 1969, 1974, 1979, 1984, 1989, and 1995.

³³ Firms in the bubble period achieved high, less volatile performance. Therefore, there it is possible that governance structure does not matter; considering this possibility, we omitted the bubble period from the sample.

FIGURE 3
ROA and Its Standard Deviation Using Balanced Panel Data in the Postwar Period



Effects of Corporate Governance on Profitability

In Table 7 we summarize the average ROA of *zaibatsu* affiliated firms and non-*zaibatsu* firms during the sample periods. The profitability of *zaibatsu*-affiliated firms is slightly higher than that of non-*zaibatsu* firms. During the period from 1928 to 1936, the average ROA of *zaibatsu*-affiliated firms was 5.6 percent, while that of non-*zaibatsu* firms was 5.4 percent (not significantly different).

TABLE 7
Performance and Risk of Groups for Prewar *Zaibatsu* and Non-*Zaibatsu*
and Postwar *Keiretsu* and Non-*Keiretsu*

Difference in mean ROA			Difference in mean standard deviation of ROA		
1928-1936			1928-1933		
Difference	<i>Zaibatsu</i>	Non- <i>zaibatsu</i>	Difference	<i>Zaibatsu</i>	Non- <i>zaibatsu</i>
0.002 (0.22)	0.056	0.054	0.002 (0.19)	0.030	0.028
Difference in mean ROA between group and non-group			Difference in mean standard deviation of ROA between group and non-group		
1956-1973			1965-1970		
Difference	<i>Keiretsu</i>	Non- <i>keiretsu</i>	Difference	<i>Keiretsu</i>	Non- <i>keiretsu</i>
-0.006*** (-6.26)	0.032	0.038	-0.006*** (-3.26)	0.010	0.016
1974-1985			1991-1999		
Difference	<i>Keiretsu</i>	Non- <i>keiretsu</i>	Difference	<i>Keiretsu</i>	Non- <i>keiretsu</i>
-0.007*** (-7.00)	0.023	0.029	-0.004* (-1.90)	0.012	0.016
1991-1999					
Difference	<i>Keiretsu</i>	Non- <i>keiretsu</i>			
0.002 (1.35)	0.007	0.005			

t-statistics reported in parentheses; ***, **, and * denote significance at $p = 0.01$, 0.05 and 0.1 levels, respectively.

Next, we determined if such a difference is found even when we control other factors that could influence performance. In Table 8, we report the estimation result of the ROA determinants model. The coefficients of *ZAIBATSU* and *NEW* are negative, but they are insignificant in all models. The coefficient of α is significant (and positive) at $p = .05$ in Model 1. This result is consistent with the conjecture that large shareholders played a significant role for corporate monitoring. On the other hand, the coefficient of *ZAIBATSU* is not significant (Model 2). This result is inconsistent with the monitoring view, which suggests that *zaibatsu* holding companies kept their subsidiary firms' performance high.³⁴

Because the ownership structures of *zaibatsu* firms are highly concentrated, we introduced α and the *ZAIBATSU* dummy variable simultaneously (Model 3). This model tests whether or not the *zaibatsu* system has a unique function that could be attributed to high α . The result is that α is still significantly positive, and again, *ZAIBATSU* is not significant. Monitoring by outside shareholders enhanced the firm performance, and the *zaibatsu* system did not inherently affect the performance of subsidiary firms.

It is plausible that the low ROA is associated with the aggressive strategy of top management putting priority on corporate growth rather than profit. In order to check this possibility, we estimate a model with growth rate of total assets as the dependent variable instead of ROA. The result (see Table 9) shows that the coefficient of α is positive and significant. *ZAIBATSU* is positive, but not significant. This implies that the monitoring by large shareholders disciplined managers and led to an appropriate level of investment. Moreover, monitoring by large shareholders may mitigate the asymmetric information between firm insiders and external capital sponsors; the mitigation of asymmetric information raises the investment level. This is consistent with the historical narratives that the entrepreneur firms known as the new *zaibatsu* (*Nissan*, *Nihon Chisso*, and *Showa Fertilizer*) implemented aggressive investment projects.

To change our focus to the postwar period, we saw in Table 7 that the average ROA of *keiretsu* member firms is lower than that of non-*keiretsu* firms. From 1956 to 1973, the average of *keiretsu* members is 3.2 percent and that of non-*keiretsu* members is 3.8 percent. Similarly, from 1974 to 1985, the average of both sub-samples are 2.3 percent and 2.9 percent, respectively. The differences between *keiretsu* member firms and

³⁴ Tetsuji Okazaki, "The Role of Holding Companies in Pre-war Japanese Economic Development: Rethinking *Zaibatsu* in Perspectives of Corporate Governance," *Social Science Japan Journal* 4 (Oct. 2001): 243-68. Our sample period (1928-36) is different from Okazaki's (1932-36). In addition, Okazaki's sample included non-manufacturing industries. There is a possibility that these sample differences explain the difference in results.

non-*keiretsu* firms are statistically significant for both periods at $p = .01$ level. From 1991 to 1999, however, the difference was not significant. Next, we report the estimation results using equation (1). According to Table 10, the coefficient of *MB* is significantly negative (at $p = .05$) for sample Period I (1956-73). This means that, other things being equal, firms with strong main bank ties had 0.3 percent lower ROA compared with those without such strong ties. Even in Period II (1974-85) and Period III (1991-99), the *MB* coefficient is significantly negative. Furthermore, in the 1990s, the negative effect of main banks became stronger (the coefficient is -0.004). This result is not consistent with the effective monitoring view of main banks, but consistent with the rent extraction or moral hazard view.

However, the *KEIRETSU* coefficient is also significantly negative except for Period III (1991-99). The coefficients of *KEIRETSU* in the period I and II are -0.002 and -0.003, respectively, suggesting that the membership of corporate groups reduces ROA by approximately 0.3 percent comparing to 2.6 percent of ROA on average in the period II. In the 1990s, however, the *KEIRETSU* coefficient is not significant, suggesting that the unique function of corporate groups disappeared in the 1990s.

TABLE 8
Regression Analysis of ROA in the Prewar Period (1928-36)

	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	0.000 (0.007)	0.0109 (0.647)	0.000 (0.006)
<i>SIZE</i>	-0.007*** (5.153)	0.006*** (5.062)	0.007*** (5.295)
<i>DAR</i>	-0.092*** (13.233)	-0.088*** (13.000)	-0.091*** (13.039)
<i>A</i>	0.013** (2.028)		0.015** (2.258)
<i>ZAIBATSU</i>		-0.003 (0.635)	-0.006 (1.218)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	Yes
<i>Year dummy</i>	Yes	yes	Yes
Adjusted R^2	0.258	0.236	0.258
Observations	1,348	1,496	1,348

The dependent variable is ROA, *SIZE* is the logarithm of total assets, α is the percentage share held by largest external shareholder, *DAR* is the debt-asset ratio, and *ZAIBATSU* is a dummy variable equal to one if a firm belongs to *Mitsui*, *Mitsubishi*, *Sumitomo*, *Asano*, *Suzuki*, *Kawasaki*, or *Kuhara*. *t*-statistics are reported in parentheses; ***, **, and * denote significance at $p = 0.01$, 0.05, and 0.1 levels, respectively.

TABLE 9
Regression Analysis of Growth Rate of Assets in Prewar Period (1928-36)

	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	-0.056	0.049	-0.055
	0.79549	0.783465	0.788766
<i>SIZE</i>	0.004	-0.001	0.004
	0.807	0.121	0.912
<i>DAR</i>	-0.083***	-0.082***	-0.081***
	3.239	3.222	3.159
α	0.069***		0.072***
	2.878		2.937
<i>ZAIBATSU</i>		6.03E-03	-0.011
		0.322943	0.59525
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	Yes
<i>Year dummy</i>	Yes	yes	Yes
Adjusted R^2	0.103	0.101	0.103
Observations	1,371	1,527	1,371

The dependent variable is growth rate of assets, *SIZE* is the logarithm of total assets, α is the percentage share held by external large shareholders, *DAR* is debt-asset ratio, and *ZAIBATSU* is a dummy variable that equals to one if firms belong to *Mitsui*, *Mitsubishi*, *Sumitomo*, *Asano*, *Suzuki*, *Kawasaki*, or *Kuhara*. *t*-statistics are reported in parentheses. ***, **, and * denote significance at $p = 0.01$, 0.05 and 0.1 levels, respectively.

TABLE 10
Regression Analysis of ROA in postwar period

Period I: 1956-1973

	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	0.129*** (26.124)	0.148*** (25.806)	0.145*** (23.760)
<i>SIZE</i>	-0.002*** (4.452)	-0.002*** (6.001)	-0.002*** (4.709)
<i>DAR</i>	-0.121*** (29.530)	-0.128*** (29.193)	-0.128*** (29.136)
<i>KEIRETSU</i>	-0.002** (2.159)		-0.002 (1.439)
<i>MB</i>		-0.003** (2.582)	-0.003** (2.505)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	yes
<i>Year dummy</i>	Yes	yes	yes
Adjusted R^2	0.250	0.255	0.255
Observations	4707	4346	4346

Period II: 1974-1985

	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	0.093*** (21.216)	0.096*** (22.360)	0.093*** (21.256)
<i>SIZE</i>	0.0005 (1.440)	0.0002 (0.676)	0.0006* (1.649)
<i>DAR</i>	-0.101*** (40.299)	-0.100*** (39.269)	-0.099*** (39.099)
<i>KEIRETSU</i>	-0.003*** (3.527)		-0.003*** (3.445)
<i>MB</i>		-0.003*** (3.699)	-0.003 (3.620)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	yes
<i>Year dummy</i>	Yes	yes	yes
Adjusted <i>R</i> ²	0.357	0.357	0.359
Observations	4120	4120	4120

Period III: 1991-1999

	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	-0.024*** (2.626)	-0.020** (2.025)	-0.023 (2.426)
<i>SIZE</i>	0.004*** (5.380)	0.004*** (5.208)	0.004 (5.285)
<i>DAR</i>	-0.050*** (12.210)	-0.045*** (9.753)	-0.046 (10.405)
<i>KEIRETSU</i>	0.002 (1.074)		0.002 (1.299)
<i>MB</i>		-0.005*** (2.822)	-0.004 (2.600)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	yes
<i>Year dummy</i>	Yes	yes	yes
Adjusted <i>R</i> ²	0.124	0.125	0.126
Observations	3085	3085	3085

The dependent variable is ROA, *SIZE* is the logarithm of total assets, *DAR* is debt-asset ratio, *KEIRETSU* is a dummy variable that is equal to one if firms belong to corporate groups (*keiretsu*). The classification of *keiretsu* is based on *Keiretsu no Kenkyu*. *MB* is a dummy variable which equals one if a firm identifies a bank as its main bank, that remains unchanged for 2 years, and it is both the largest lender and the largest shareholder among banks. *t*-statistics are reported in parenthesis. ***, **, and * denote significance at $p = 0.01$, 0.05 and 0.1, levels respectively.

So, what is the effect of main bank ties and *keiretsu* affiliation on corporate growth? We summarize the estimation results in Table 11. The

TABLE 11
Regression Analysis of Asset Growth in the Postwar Period

Period I: 1956-1973			
	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	0.376*** (10.227)	0.310*** (7.252)	0.340*** (7.507)
<i>SIZE</i>	-0.030*** (9.840)	-0.026*** (8.398)	-0.029*** (8.400)
<i>DAR</i>	0.017 (0.554)	0.045 (1.339)	0.044 (1.291)
<i>KEIRETSU</i>	0.020** (2.563)		0.017** (1.999)
<i>MB</i>		-0.018** (2.218)	-0.019** (2.298)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	yes
<i>Year dummy</i>	Yes	yes	yes
Adjusted <i>R</i> ²	0.119	0.125	0.125
Observations	4049	3688	3688
Period II: 1974-1985			
	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	0.311*** (14.179)	0.334*** (15.501)	0.312*** (14.207)
<i>SIZE</i>	-0.006*** (3.517)	-0.008*** (4.937)	-0.006*** (3.367)
<i>DAR</i>	-0.177*** (14.461)	-0.175*** (14.034)	-0.172*** (13.847)
<i>KEIRETSU</i>	-0.019*** (4.740)		-0.018*** (4.697)
<i>MB</i>		-0.009** (2.317)	-0.008** (2.229)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	yes
<i>Year dummy</i>	Yes	yes	yes
Adjusted <i>R</i> ²	0.188	0.184	0.189
Observations	3442	3442	3442

Period III: 1991-1999			
	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	-0.004 (0.166)	-0.011 (0.445)	-0.005 (0.191)
<i>SIZE</i>	0.002 (0.968)	0.003 (1.550)	0.002 (0.983)
<i>DAR</i>	-0.050*** (4.591)	-0.051*** (4.343)	-0.051*** (4.413)
<i>KEIRETSU</i>	0.009** (2.284)		0.009** (2.236)
<i>MB</i>		0.002 (0.552)	0.001 (0.306)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	Yes
<i>Year dummy</i>	Yes	yes	Yes
Adjusted <i>R</i> ²	0.048	0.046	0.048
Observations	2416	2416	2416

MB coefficient is significantly negative except for Period III (1991-99), implying that strong *MB* ties did not increase firms' growth.³⁵ However, changes in the *KEIRETSU* coefficient show a different result: the coefficient is positive for Periods I and III, indicating that *keiretsu* affiliation makes it possible for member firms to grow more than non-*keiretsu* firms, but this was not the case in the period II. Determining why we found these contradictory results and identifying the most important reason for the rise and decline of member firms' growth are topics for further research.

Effects of Corporate Governance on Stability

Let us change our focus to the volatility of performance (ROA). We first compared the standard deviations of ROA sub-samples (*zaibatsu*-affiliated firms and non-*zaibatsu* firms) using data for 5 years (1928-1932) during which the Japanese economy suffered a serious depression. In Table 7, we showed that the standard deviations of the non-*zaibatsu* firms are slightly lower than those of the *zaibatsu*-affiliated firms (3.0 percent versus 2.8 percent; the difference is not significant).

We next examined the governance characteristics for the volatility of firms' performance if we control for other factors that could influence volatility. The estimation results of equation (2) are summarized in Table

³⁵ This result is consistent with the results of David E. Weinstein and Yishay Yafeh, "Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of *Keiretsu* Behavior," *Journal of Industrial Economics* 43 (Dec. 1995): 359-76.

12. The *ZAIBATSU* coefficient is significantly negative at $p = .05$ in Model 2 and $p = .10$ in Model 3. Thus, we can tentatively conclude that the *zaibatsu* system reduced the volatility of ROA among subsidiary firms.

What makes the performance stable? One possibility is the internal (capital) market of a holding company. When a subsidiary firm is in trouble due to a shock to that particular industry, *zaibatsu* holding companies encourage the other subsidiary firms to provide support through preferential purchase, supplying funds with low interest rates, and so forth. An alternative interpretation is that the *zaibatsu* system made it impossible for top managers of subsidiary firms to take on risky projects, compared with independent firms, especially firms with managerial ownership, stabilizing the performance of *zaibatsu*-affiliated firms.

This interpretation is also consistent with the fact that the *NEW* coefficient is not significant. This result suggests, first, that the industrial network of new *zaibatsu* is limited to the related industries, and thus new *zaibatsu* system could not play any significant role as internal market, and second, that top managers of new *zaibatsu* with high ownership shares did not hesitate to on take risky projects.

TABLE 12
Regression Analysis of Standard Deviation of ROA in Prewar Period
(1928-1932)

	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	0.058*** (2.896)	0.043** (2.181)	0.047** (2.254)
<i>ROA</i>	-0.697*** (10.072)	-0.698*** (10.319)	-0.700*** (10.204)
<i>SIZE</i>	0.002 (0.929)	0.004 (1.655)	0.003 (1.460)
<i>DAR</i>	-0.065*** (4.852)	-0.063*** (4.792)	-0.063*** (4.739)
<i>A</i>	-0.011 (1.176)		-0.005 (0.465)
<i>ZAIBATSU</i>		-0.017** (2.155)	-0.015* (1.798)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	Yes
Adjusted R^2	0.444	0.456	0.454
Observations	140	143	140

The dependent variable is the standard deviation of ROA calculated for 1928-1932, *SIZE* is the period average rate of total assets, *a* is the percentage share held by the largest external shareholder, *DAR* is the period average rate of debt-asset ratio, and *ZAIBATSU* is a dummy variable that equals to one if firms belong to *Mitsui*, *Mitsubishi*,

Sumitomo, Asano, Suzuki, Kawasaki, or Kuhara. *t*-statistics are reported in parenthesis. ***, **, and * denote significance at $p = 0.01$, 0.05, and 0.1 levels, respectively.

We reported the volatility of performance of *keiretsu* member firms and non-*keiretsu* firms in Table 7. The standard deviation of ROA was calculated by using data for 5 years (1965-1970). It should be noted that the standard deviation of *keiretsu* member firms (1.0 percent) is significantly lower ($p = .01$) than that of non-*keiretsu* firms (1.6 percent). Combined with the low profitability of *keiretsu* member firms, the postwar *keiretsu* function seems to be similar to that of prewar *zaibatsu*.

Table 13 shows the estimation result of equation (2) in the postwar period. In Period I (1965-70), the *KEIRETSU* coefficient is negative ($p = .01$) in Model 1. The *MB* coefficient is significantly negative ($p = .05$) in Model 2. This is consistent with Nakatani's and Yafeh's results.³⁶ Because one of the features of *keiretsu* is that group firms (for instance, firms belonging to the *Mitsubishi* group) have long and stable relationships with their member bank (*Mitsubishi* bank), firms with strong main bank ties sometimes coincided with *keiretsu* firms. To control for this duplication, we introduced both dummy variables simultaneously. The result (Model 3) indicates that *keiretsu* affiliation has a unique function, not attributable to the main bank relationship.

TABLE 13
Regression Analysis of Standard Deviation of ROA in Postwar Period

Period I: Standard deviation of ROA for 1965-70

	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	0.078*** (5.648)	0.080*** (5.716)	0.081*** (5.868)
<i>ROA</i>	-0.409*** (6.598)	-0.409*** (6.544)	-0.421*** (6.807)
<i>SIZE</i>	-0.259*** (2.645)	0.000*** (3.447)	-0.259*** (2.665)
<i>DAR</i>	-0.051*** (3.216)	-0.053*** (3.272)	-0.053*** (3.367)
<i>KEIRETSU</i>	-0.006*** (3.049)		-0.006*** (2.854)
<i>MB</i>		-0.005** (2.351)	-0.004** (2.099)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	yes

³⁶ Nakatani, "The Economic Role of Financial Corporate Grouping"; Yafeh, "Japan's Corporate Groups."

Adjusted R^2	0.246	0.236	0.255
Observations	307	307	307

Period II: Standard deviation of ROA for 1991-1999			
	Model 1	Model 2	Model 3
<i>C</i>	0.072*** (10.300)	0.071*** (10.314)	0.072*** (10.340)
<i>ROA</i>	-1.263*** (29.940)	-1.267*** (30.098)	-1.264*** (29.962)
<i>SIZE</i>	0.000 (0.120)	0.000 (0.243)	0.000 (0.090)
<i>DA</i>	-0.052*** (7.263)	-0.051*** (6.882)	-0.050*** (6.754)
<i>KEIRETSU</i>	-0.003 (1.107)		-0.003 (1.063)
<i>MB</i>		-0.002 (1.084)	-0.002 (1.038)
<i>Industry dummy</i>	Yes	yes	yes
Adjusted R^2	0.769	0.769	0.769
Observations	312	312	312

The dependent variable is the standard deviation of ROA. The standard deviation of ROA is calculated for 1965-70 and 1991-1999. *ROA* is the period average rate of ROA, *SIZE* is the period average rate of total assets, *DAR* is the period average rate of debt-asset ratio, and *KEIRETSU* is a dummy variable that equals to one if firms belong to corporate groups (*keiretsu*). The classification of *keiretsu* is based on *Keiretsu no Kenkyu*. *MB* is a dummy variable which equals one if a firm identifies a bank as the main bank and remains unchanged for 2 years, and at the same time it is both the largest lender and the largest shareholder among banks. *t*-statistics are reported in parentheses. ***, **, and * denote significance at $p = 0.01$, 0.05 and 0.1 levels, respectively.

Main banks serving as an insurer when client firms face financial distress, helping client firms avoid extremely poor performance, could explain the lower volatility in firms with strong main bank ties. Combined with the fact that strong main bank ties reduce firms' profitability through rent extraction, it would be natural that firms with strong main bank ties have lower volatility of ROA than firms without such ties.

However, the lower volatility of ROA that accompanies *keiretsu* firms' high growth rate seems to be a different mechanism than that of the main bank relationship, because other estimation results suggest that *keiretsu* firms tend to take on risky projects (if we assume that high growth rates are normally associated with risky projects). It is plausible

that such reductions in volatility were mitigated in *keiretsu* firms through the rescue operations offered by member firms when a member was in trouble, while increases in volatility were not. This asymmetric relationship of lower volatility in *keiretsu* firms may differ from the lower volatility among firms with strong main bank ties where fluctuations in volatility were reduced. As mentioned, however, this is all still conjecture; further research is required.

The difference between *keiretsu* member firms and non-*keiretsu* firms has decreased since the 1960s; during the 1990s, the difference in the standard deviation of ROA was much smaller (1.2 percent for *keiretsu* versus 1.6 percent for non-*keiretsu*) than it was during the 1960s. According to the 1990s estimation (Period II), the stabilizing effects of both *keiretsu* and main banks disappeared. The *MB* and *KEIRETSU* coefficients are not significant contributors to the variance in all models.³⁷ It is often pointed out that former characteristics of Japanese firms such as cross shareholding and the main bank relationship dissolved during the 1990s. These institutional changes might cause declines in the unique function of the main bank relationship and corporate groups.

Conclusions

We have outlined the first results concerning twentieth-century Japanese corporate performance using our newly constructed comprehensive database. At this stage, our tentative results are as follows:

First, during the prewar period the performance of large firms can be characterized as high ROA with high volatility, while during the postwar period relatively low profitability with less volatility was more likely. In the 1990s, Japanese firms showed extraordinarily low levels of performance and high volatility.

Second, large shareholders enhanced firm performance in the prewar period. However, *zaibatsu*, *keiretsu*, and main bank relationships did not enhance performance during the postwar period. *Keiretsu* group affiliation raised firms' growth at the expense of profitability during the postwar period.

Third, *zaibatsu* membership prewar, and main bank relationships and the *keiretsu* system during the postwar period reduced performance volatility. This stabilizing effect was partly brought about by risk or profit-sharing mechanisms, and partly by strict monitoring (*zaibatsu*) and rent extraction (main bank). The main bank and *keiretsu* systems lost their performance volatility reducing function during the 1990s.

All these results and interpretations are still tentative, however. We intend to check the robustness of these findings, and examine other topics using this new database in future research.

³⁷ We estimated the model using 5 years volatility (calculated in 5 years for 1991-95) too. But the result is same as that of 9 years volatility.

Appendix

The Institute of Financial Studies in Waseda University (WIFS) has been constructing a comprehensive database of Japanese firms in the twentieth century.³⁸ The database covers the entire twentieth century (consisting of some sub-periods) and contains most large Japanese firms for each period. It also includes financial data (balance sheets, income statements, and statements of appropriation), stock prices, ownership structure, and board composition. Based on this database, we researched the relationship among corporate governance structure, corporate behavior, and performance. This paper is the first and preliminary result of this research project. The WIFS Database is constituted as follows:

WIFS Database Sample

The number of large Japanese firms in our database for the three sub-periods 1900-43, 1946-55, and 1956-99 is presented in Table 14.

TABLE 14
Large Japanese Firms in WIFS database

Sub-Periods	# of Firms
1900-1943	
1900-1912	50
1913-1930	150-200
1931-1942 (first half of 1943)	300-400
1946-1955	
	126 ^a
1956-1999	
1956-1985	350
1986 to 2000	1200

^aNumber to be expanded.

Data Composition

Our database is composed of several components: financial data, stock price, ownership structure, and board composition. The data sources used to construct these components are summarized in Table 15.

Financial Data. Our financial database includes balance sheets, income statements, and statements of appropriation, which are the basis of our econometric analysis.

³⁸ <http://www.waseda.ac.jp/finance/e-index.html>

Stock Prices and Tobin's q. To study the market valuation of sample firms, we made a stock price database. Using this database, we will calculate Tobin's q, which is a typical index of market valuation and the explanatory variable for the corporate investment.

TABLE 15
Data Sources for WIFS Database

Database Component	Data Source
Financial data	
1900-1943	Company Year books; Business Analysis of Japanese Firms (<i>Honpo-Jigyo seiseki bunseki</i>)
1946-1955	Year Book of Listed Firm
1956-1999	Corporate Finance Data Bank
Stock prices	
1900-1943	20-Years History of Stock Price (<i>Kabu-Kai 20-nen</i>); 50-Year History of Tokyo Stock Exchange (<i>Tokyo Kabusiki Torihikijo 50-nenshi</i>), and 50-Year History of Osaka Stock Exchange (<i>Daikabu 50-nenshi</i>)
1946-1955	Annual Report of TSE (Tokyo Shoken Nenpo)
1956-1999	Survey on Stock Price (<i>Kabuka Soran</i>)
Ownership structure	
1900-1943	<i>Company Year Books (Kabushiki Gaisha Nenka)</i>
1946-1955	<i>Company Year Books (Kabushiki Gaisha Nenka)</i>
1956-1999	<i>Annual Corporate Report (Kaisha Nenkan), Overview of Firm Keiretsu (Kigyo Keiretsu Soran)</i>
Board composition and presidential turnovers	
1900-1943	<i>Company Year Books (Kabushiki Gaisha Nenkan)</i>
1946-1955	<i>Annual Corporate Report (Kaisha Nenkan)</i>
1956-1999	<i>Annual Corporate Report (Kaisha Nenkan)</i>

Ownership Structure. We constructed a database of corporate ownership to analyze the effects of corporate governance structure on investment behavior or corporate performance.

For Periods 1 and 2 we produced a list of the 10 largest shareholders; note that getting data before 1913 is quite difficult.

For Period 3, from the list of 10 (or 20) largest shareholders in our sources we constructed a dataset of the percentage of shares held by banks, trust banks, life and casualty insurance companies, non-financial corporations, foreign investors, and individuals. Using this database, we will analyze the relationships among ownership structure, investment decisions, and corporate performance.

Board Composition and Presidential Turnover. Who occupies a firm's board of directors is one of the key factors in understanding corporate governance structure. It is also critical to determine if the relationship between the presidential turnover and bad performance is actually observed. For this purpose, we produced the presidential turnover database. Because of problems with data availability, this database is imperfect for Periods 1 and 2.

Research Agenda

Our research objective is to gain insight into the relationships among corporate finance, corporate governance structure, corporate behavior, and performance in twentieth century Japan. Research topics we plan to include in this database include investment behavior, dividend policy, compensation scheme and its determinants, capital choice, presidential turnover, and corporate performance.

Investment Behavior. We will analyze the effects of corporate finance and corporate governance on the investment behavior (capital expenditure, and research and development expenditure). The model to be applied is a popular one, which includes Tobin's q and other financial factors. Using this model, we will test to see if corporate investment is constrained by the amount of internal capital or its leverage and if corporate governance structure mitigates (or exacerbates) the relationship.

$$I = F(Q, CF, DA, CF*Gov, DA*Gov, YD)$$

I : Investment

Q : Tobin's q (or other variables such as growth rate of sales)

CF : Cash flow

DA : Debt-asset ratio

Gov : Governance variables

Ownership structure

Capital composition or bank-firm relationship

Board composition such as the participation of shareholders, family members, and so on.

Zaibatsu affiliation or affiliation of business groups

Dividend Policy. We will highlight the effects of corporate governance structure on dividend policy. The question is if and how

sensitivity of dividends to profits are affected by corporate governance structure. The basic regression formula is as follows:

$$Div = F(Prof, Gov, Pro*Gov)$$

Div: Dividend

Prof: Net income

Gov: Governance variables

Compensation Scheme and its Determinants. Along with monitoring by outside shareholders, the compensation system is another way to solve the agency problems. We will explore the relationship between corporate performance and compensation. Moreover, the effects of the corporate governance structure on the compensation scheme will also be tested. The estimation formula is:

$$Bonus = F(P, Pi, Gov, P*Gov)$$

Bonus: Directors' bonuses

P: Corporate performance

Pi: Average performance of the industry the firm belongs

Gov: Governance variables

Capital Choice. In contrast with the period from 1937 to the end of 1970, when the financial market and bond issuance were highly regulated by government, Japanese firms in the prewar period freely chose their financial resources. We will study the determinants of capital choice (equity or debt, borrowing or bond) and the effects of corporate governance structure on capital choice. The basic estimation formula is:

$$D = F(Q, Gov, Q*Gov)$$

D: Variables that represent capital structure

Q: Tobin's *q* (or other variables that represent business chance such as growth rate of sales)

Gov: Governance variables

Presidential Turnover. Effective governance must be associated with the end norm that incumbent top management is replaced for poor performance. We will test whether or not there is a relationship between presidential turnover and poor performance. The effects of corporate governance structure on this relationship will also be examined. The estimation formula is:

$$Turn = F(Per, Tenure, Gov, Per*Gov)$$

Turn: Dummy variable that equals 1 when the presidential turnover is observed, and 0, otherwise

Tenure: Tenure of the president

Gov: Governance variables

Corporate Performance. In addition to the estimations described, we will estimate the effects of corporate governance structure on corporate performance directly. ROA, ROE, growth rate of sales, and

Tobin's q will also be used as corporate performance variables. If the data allow, we also plan to estimate the standard production function model.

$$P = F(\text{Size}, \text{Ind}, \text{Gov})$$

$$Y = F(K, L, \text{Gov})$$

P : Performance

Size : Firm size (such as logarithm of book-value total asset)

Y : Output

K : Capital stock

L : Labor input

Gov : Governance variables

補章

戦前期企業データベースの構築¹

齊藤 直

1. はじめに

早稲田大学ファイナンス研究所では、2001 年度以降、戦前期の大企業を対象としたマイクロレベルのデータベースの構築、およびそれを用いた計量分析が行なわれてきた²。本章は、そのデータベースの概要、データの作成方法、作業上の問題点と対処方法について簡潔にまとめることを目標とする。

企業レベルのマイクロデータを用いて分析を行うことの利点は、マクロレベルないし産業レベルのデータを用いた分析では、いわば平均値に関する分析しかできないのに対し、企業間の格差に着目した分析が可能になる点にある。例えば、同じビジネスチャンスに直面したとしても投資行動のあり方は企業により異なり、また、同じ生産要素（資本、労働）を用いても産出量には企業間で格差があるのが普通である。こうした企業間の差異をもたらす要因を決定することは重要であるにもかかわらず、先行研究は少ない。近年では、投資行動を分析した宮島（2003）、役員賞与を分析した横山（2001）、事後的な企業パフォーマンスの決定要因を分析した岡崎（1999）、Frankl（1999）といった成果が現れてはいるものの、戦前期の日本企業を対象とした計量分析は、いまだ蓄積が不十分であるといえよう³。

ところで、クロスセクション要素を含むデータセット（複数の経済主体のデータを含む

¹ データベース作成および本稿執筆にあたり、本研究プロジェクトの正規メンバーに加え、荻野拓也氏（早稲田大学大学院）との議論が有益であった。また、データ入力、整形作業については、早稲田大学商学部生（当時）の伊藤賢央、佐藤慎祐、下岡勇介、高田彩、高橋智真、高村誠也、西川信太郎、山下直輝、吉岡稔人、渡辺泰宏、渡辺雄也の諸君の協力を得た。記して感謝申し上げます。

² その成果の一部である宮島・齊藤・尾身（2003）、Miyajima, Omi and Saito（2003）は本報告書所収である。

³ これらに加え、銀行業を対象とした計量分析としては是永・長瀬・寺西（2001）、Okazaki and Yokoyama

データセット)を用いた計量分析を行う場合、各経済主体のデータが統一的な基準に則って作成されていることが前提となる。しかし、戦前期の日本企業においては、1934年8月発表の財務諸表準則のような試みも見られたが⁴、強制力があるわけではなく、財務諸表のフォーマットの選択は各企業の裁量に委ねられていた⁵。また、戦前期の日本企業を対象として、多数の企業のデータを比較可能な形で収録した包括的なデータベースは、1930年代以降の三菱経済研究所『本邦事業成績分析』以外には存在せず⁶、それが戦前期、とりわけ1930年以前の企業行動を対象とした計量分析を困難なものとしてきたと考えられる。こうした現状に鑑みれば、戦前期の日本企業を対象とした財務データベースを作成し、計量分析のためのインフラとすることには、大きな意味があるといえよう。

以下では、2節でデータベースの概要を説明し、3節で営業報告書記載の財務データをデータベース用に整形する方法を簡潔に示す。また、4節では戦前期の財務データを扱う上での若干の注意点を指摘する。

2. データの概要

本プロジェクトで作成した戦前期日本企業の財務データベース(以下、早稲田大学戦前期データベース(仮称))は、時期的には1900年から42年までを対象としているが、その全期間をカバーするデータベースの構築にはいまだ少なからぬ時間を要する。そこで、本報告書の段階では、対象期間を比較的データの収集が容易な1913-42年としている⁸。また、対象企業としては最終的には全産業の大企業を対象とするが、本報告書の段階では、やはり時間の制約から非金融業に対象を限定せざるを得なかった。なお、早稲田大学戦前期データベース(仮称)の構築は今後も継続される予定であり、1900-13年のデータ、金融業関係の企業(銀行、信託、証券、保険、取引所など)のデータについては、今後の課

(2002)、岡崎・澤田(2003)などがある。

⁴ 財務諸表準則の内容については、河野(1987)、黒澤(1990)などを参照。

⁵ 企業会計原則の確立は1949年7月のことであった。

⁶ 各社の営業報告書の記載内容をそのまま収録した資料としては、『株式会社年鑑』(東洋経済)、『株式年鑑』(大阪屋商店)、『会社総覧』(大阪株式取引所)などがあるが、そもそも営業報告書のフォーマットが企業ごとに異なるため、これらに収録されたデータを計量分析に用いるには多大な困難が伴う。

⁷ 戦後においては、合併企業のデータの扱いに問題を残すものの、1956年度以降のデータについては日本政策投資銀行の企業財務データバンク(CD-ROM)が利用可能である。

⁸ 藤野・寺西(2000)によれば、大阪株式取引所『会社総覧』(1914年1月調査)を用いれば1902-15

題としたい。

さて、財務データの収集に用いた主な資料は、三菱経済研究所『本邦事業成績分析』（昭和六年上期－昭和十七年下期）、東洋経済『株式会社年鑑』（第1－20回、対象時期は1913年度下期から42年度上期）の2種類であり、長期間にわたってデータを利用可能な企業から優先的に入力した。また、それらの企業のうち上記資料に収録のない期がある場合は、可能な限り大阪屋商店『株式年鑑』、各社社史⁹、営業報告書等で補った。また、『本邦事業成績分析』が対象とするのは1930年代以降であり、『株式会社年鑑』においても30年代に入ると収録企業数が急激に増加することから、収録データが30年代に偏る傾向が見られた。そこで、いまだ不十分ではあるが、Fruin（1992）掲載の鉱工業上位200社データ（1918年度）を確認し、上位企業については可能な限り、各社社史、営業報告書等を用いて入力することを試みた。

その結果、本報告書作成の段階で早稲田大学戦前期データベース（仮称）に含まれるサンプル企業は巻末の資料1のようになった。収録企業数は1915年94社（うち鉱工業67社）、20年123社（94社）、25年177社（130社）、30年299社（199社）、35年397社（256社）、40年304社（233社）である。また、収録企業の総資産、自己資本比率などに関する基本的なデータが資料3にまとめられている。

なお、産業分類については、将来的に国際比較を行う場合の便宜を考慮し、SIC（Standard Industrial Classification）に基づいた分類を行い、補足的に日本標準産業分類による分類も行った。また、企業コードのナンバリングについては、早稲田大学戦前期データベース（仮称）に固有の5桁のコードに加え、戦後への継続性を考慮し、戦後も存続すると考えられる企業については戦後の東証（TSE）コードも併記した。

3. 財務データの整形方法

上述のとおり、早稲田大学戦前期データベース（仮称）の作成にあたっては、主に三菱経済研究所『本邦事業成績分析』、東洋経済『株式会社年鑑』の2種類を用いた。このう

年の時期について最大52社の財務データを利用可能であるが、同資料を入手することはできなかった。

⁹ 原則として、営業報告書に記載された財務諸表の費目がそのまま掲載されている場合（ないしはそれに近い場合）のみ、社史を用いることとした。多くの社史は、費目をまとめており、利用を断念せざるを得なかった。

ち、『株式会社年鑑』については営業報告書記載の財務データをほぼそのままの形式で収録しているため、企業間の比較を行うのには適さない。一方、『本邦事業成績分析』は一定のルールの下に企業ごとに異なる形式の財務諸表を統一的なフォーマットに整形している。これは、あくまでも「各社の勘定を一定の共通の形式項目の下に分類集計し、各会社別又は各業種及業類別の営業成績及び財政状態を相互に比較対照し易からしめることを目的と」¹⁰したものであり、個別企業の財務諸表の厳密性は失われることから、常に最適なフォーマットであるとは必ずしもいえない。とはいえ、戦前期において企業間の比較分析を可能とする唯一の資料であるという点において、『本邦事業成績分析』は極めて有用であるといえる。

早稲田大学戦前期データベース（仮称）は、最終的にはそれを用いて計量分析を行うことを想定したデータベースであり、企業間の比較可能性が重視されるべきである。そこですべての財務データを『本邦事業成績分析』のフォーマット（以下、三菱フォーマットと呼ぶ）に揃えることとした。もちろん、三菱フォーマットとは異なる独自のフォーマットの開発を試みることも可能であるが、どのようなフォーマットを採用しても、企業ごとに形式の異なる財務諸表を同一のフォーマットに揃えることに伴う情報の粗さからは完全に自由ではありえず、三菱フォーマットの持つ問題点を完全にクリアすることは不可能である。なお、三菱フォーマットは表1のとおりである。

---表1 三菱フォーマット about here---

ところで、『本邦事業成績分析』では、データの整形方法については、その原則について簡単に触れられているにすぎない。そこで、ある時点を取り上げ、『本邦事業成績分析』にデータが掲載された企業のうち、『株式会社年鑑』でもデータが利用可能な全社について、両資料の内容を比較検討する作業を行った。これにより、財務諸表と三菱フォーマットの対応関係、すなわち、営業報告書上のどの費目が三菱フォーマットではどこに計上されているかという点、を確認することができる。具体的には、1932年度上期・下期を取り上げ、営業報告書と三菱フォーマットの対応関係を確認した。全社の対応関係を列挙することは不可能であるが、例として東洋紡績、三菱造船、東京電燈の貸借対照表を取り上げると表2のようになる。

---表2 財務諸表の具体例 about here---

一方、『本邦事業成績分析』に掲載されていない企業、あるいは、1931年度以前の時期

¹⁰ 引用は昭和17年下期版による。なお、適宜旧字体を新字体に置き換えた。

のデータについても、三菱フォーマットに整形する必要がある。そこで、上記の作業から帰納的に求められた対応関係を演繹することにより、三菱フォーマットに整形した。

4. 財務データの取り扱い上の問題点と対処法

各社でまちまちな営業報告書のフォーマットを三菱フォーマットに整形する際におこなった作業は膨大であり、それらを企業ごとにすべて掲載することは紙幅の制約により不可能である。とはいえ、そこで行った作業には、戦前期の財務諸表のあり方を考える上で重要な示唆が多く含まれている。そこで以下では、多くの企業で見られたケースをいくつか取り上げ、それをどのように処理したかを簡単に説明する。具体的に取り上げるのは、(1)減価償却を利益処分で行うケース、(2)積立金ないし役員賞与を費用計上するケース、(3)引当金を利益処分で行うケース、の3つである。これらはすべて、費用計上するか利益処分で行うかの判断に関するものである。

なお、戦前期の財務諸表には、費用計上と利益処分の区分が不明確なものも多いが、ここでは貸借対照表に自己資本の一部として記載される当期利益金が、損益計算書上で登場するよりも以前に発生している場合を費用計上、それ以後に登場する場合を（仮に「利益処分計算書」などの表記がなされていなくとも）利益処分とみなすこととする。

(1) 減価償却を利益処分で行うケース

今日では商法（第34条）において固定資産にかかわる減価償却が義務付けられており、その計算方法は企業会計原則（注解）に定められている。一方、戦前期においては1920年改正の所得税法においても、減価償却を損金算入する場合は非課税とすることが定められているものの¹¹、強制規定はなく、減価償却をどのように行うかは企業の裁量にゆだねられていた。この場合、問題になるのは、減価償却を費用計上している企業と利益処分で行っている企業が混在することである。『本邦事業成績分析』では、減価償却をすべて費用として扱っている。具体的には、減価償却が利益処分で行われている場合、それが費用に算入されるため、減価償却の分だけ総費用が増加し、当期利益金が減少することになる。また、貸借対照表の当期利益金も同じだけ減少するため、固定資産から同じ額を減じるこ

とによって調整する。

(2) 役員賞与を費用計上するケース

一方、戦前期の財務諸表においては、役員賞与あるいは積立金が費用計上されているケース散見される。役員賞与が費用計上されている場合は、金額の変動がほとんどないケースがほとんどであり、実質的には定額の役員報酬部分に相当する可能性も高いが、識別は困難である。『本邦事業成績分析』では、「役員賞与」という費目名が用いられていれば、利益に算入するという処理を行っている。具体的には、役員賞与分が算入される分だけ総費用の値が小さくなり、当期利益金の値が大きくなる。また、併せて貸借対照表の当期利益金が役員賞与分だけ大きくなるので、役員賞与と同じ額だけ貸借対照表の資産側の「その他」の額を増加させることで調整する。

また、まれなケースであるが積立金として扱うべき費目を費用計上しているケースも見られる。この場合も、役員賞与が費用計上されたケースと同じように、総費用の値が小さくなり、当期利益金の値が大きくなる。また、当期利益金の値が大きくなったことによる貸借対照表の調整は、株主資本の積立金から該当額を減じることによって行う。

(3) 引当金を利益処分で行うケース

引当金は、将来発生しうる特定の費用や損失があらかじめ見積もることができる場合に、事前に損金として計上が認められたものである。これは、企業が利益金の一部を留保し、資本として蓄積する積立金とは本質的に異なるものである。ところが、戦前期の企業においては納税引当金、退職手当引当金などを利益処分で行うケースが散見される。『本邦事業成績分析』では、このような場合には引当金を費用として扱う処理を行っている。その結果、引当金の分だけ総費用が増加し、当期利益金が減少することになる。また、貸借対照表の当期利益金も引当金の分だけ小さくなるので、その分を引当金勘定が含まれる、負債の「その他」項目に加えることで貸借対照表を調整する。

もちろん上記以外にも、例えば、貸借対照表に前期繰越金（ないし前期繰越損金）が存在せず、前期繰越金が収入の一部として扱われる大阪合同紡績、吉見紡織、安曇電気や¹²、貸借対照表上の当期利益金と一致する値が損益計算書では登場しない和歌山紡織など、調

¹¹ 大蔵省（1955）

¹² 前期繰越損金は支出として処理されている。

整が必要なケースは上記以外にも数多いが、ここで詳細に触れる余裕はない。すべての処理は、『本邦事業成績分析』がその企業のデータを掲載したとすればどのようなデータ整形を行うか、という基準にのっとって行った。

5. 結びにかえて

以上のように、戦前期日本企業の財務諸表については、企業間で大きな差異が見られた。その要因としては、財務諸表の作成に対して強制力をもつ法規が存在しないという制度的な側面もあるが、減価償却や引当金を利益処分で行う場合などは、財務諸表上の当期利益金を大きく見せたいという経営側の意思の現れである可能性が高く、その意味ではまさに企業統治の側面を考えなければならない。こうした点を踏まえ、会計政策の決定にいたる経営上のプロセスを分析することにより、企業統治と会計政策の関係を解明する必要がある¹³。

参考文献

- 大蔵省（1955）『所得税・法人税制度史草稿』調査資料。
- 岡崎哲二（1999）『持株会社の歴史：財閥と企業統治』ちくま新書。
- 岡崎哲二・澤田充（2003）「銀行統合と金融システムの安定性 ―戦前期日本のケース―」『社会経済史学』69-3。
- 小野武美（2002）「財閥における会計政策決定に対する所有者統制の構造」『会計』161-1。
- 河野正男（1987）「財務諸表準則の評価と影響」黒澤清『わが国財務諸表制度の歩み ―戦前編―』雄松堂出版。
- 黒澤清（1990）『日本会計制度発展史』財経詳報社。
- 是永隆文・長瀬毅・寺西重郎（2001）「1927年金融恐慌下の預金取付け・銀行休業に関する数量分析 ―確率的預金引出し仮説 対 非対称情報仮説―」『経済研究』（一橋大学）52-4。
- 藤野正三郎・寺西重郎（2000）『日本金融の数量分析』東洋経済新報社。
- 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（近刊）。

- 宮島英昭・齊藤直・尾身祐介 (2003)「企業統治構造の多様性とパフォーマンス：マイクロデータに基づく計量分析」経営史学会全国大会報告論文（本報告書に収録）。
- 横山和輝 (2001)「1930 年代日本企業の役員賞与決定メカニズム」『経済学論集』（東京大学） 67-3.
- Frankl, J. (1999), "An Analysis of Japanese Corporate Structure, 1915-1937," *Journal of Economic History*, 59-4.
- Fruin, M. (1992), *The Japanese Enterprise System: Competitive Strategies and Cooperative Structures*, Clarendon Press, Oxford.
- Miyajima, H., Y. Omi and N. Saito (2004), "Corporate Governance and Performance in the 20th Century Japan," Business History Conference 報告論文.
- Okazaki, T. and K. Yokoyama (2001), "Measuring the Extent and Implications of Director Interlocking in Prewar Japanese Banking Industry," *CIRJE Discussion Paper*, 2001-CF-138.

¹³ 戦前期の企業統治と会計政策を分析した先駆的な成果としては小野（2002）が挙げられる。

表 1 『本邦事業成績分析』のフォーマット（三菱フォーマット）

(1) 貸借対照表

株主資本	払込資本金	固定資産	
	積立金	流動資産	現預金
	前期繰越金		受取手形及受取勘定
	当期利益金		有価証券
	合計		手持品
社外負債	社債		其他
	其他長期負債		合計
	支払手形		
	支払勘定		
	其他		
	合計		

(2) 損益計算書

収入
支出
純益金

(3) 利益処分計算書

社外分配	株主配当金
	役員賞与金
	合計
社内保留	積立金
	繰越金増減
	合計

表 2 三菱フォーマットの具体例

単位：千円

(1) 東洋紡績 (1932 年下期)

株主資本	払込資本金	49975	株金 64975－払込未済株金 15000
	積立金	62173	積立金 16300, 別途積立金 27150 第二別途 (設備改良資金) 5000 第三別途 (棉価調節資金) 5000 火災海上保険積立金 5000 斎藤恒三氏記念基金 100 谷口房蔵氏記念基金 250 恩給及保護基金 3373
	前期繰越金	9631	前期繰越金 9631
	当期利益金	5645	当期純益金 5395
	合計	127424	
社外負債	社債	0	
	其他長期負債	0	
	支払手形	0	
	支払勘定	2386	買掛金 2385
	其他	7800	諸預り金 2023, 職員職工預り金 4862 未決算預り金 915
	合計	10186	
固定資産		70870	土地 7139, 建物 22122 機械及器具 37372, 什器 707 増設仮出金 3531
流動資産	現預金	38197	銀行預金 38126, 現金 71
	受取手形及受取勘定	5886	裕豊紡績株式会社勘定 2649 売掛金 2239, 受取手形 997
	有価証券	12441	公債及有価証券 12441
	手持品	9966	原料 5180, 半製品 2000 製品及屑物 2214, 用度品 571
	其他	250	費用計上の役員賞与金調整分 ※1
	合計	66740	

(注) ※1 については本文 4 節を参照のこと。

(2) 三菱造船 (1932 年下期)

単位：千円

株主資本	払込資本金	30000	資本金勘定 50000—未払込資本勘定 20000
	積立金	20162	法定積立金勘定 5820 別途積立金勘定 2800 職工幸福増進基金勘定 2240 職員職工退職慰勞基金 9302
	前期繰越金	136	前期繰越金 136
	当期利益金	284	当期利益金 284
	合計	50582	
社外負債	社債	0	
	其他長期負債	0	
	支払手形	3850	支払手形勘定 3850
	支払勘定	2759	未払金勘定 2759
	其他	19623	作業収入未決算勘定 10741 仮預金勘定 439, 職員職工預金勘定 8443
	合計	26232	
固定資産		23744	固定財産勘定 23533, 起業費勘定 56 特許実施権勘定 153
流動資産	現預金	6739	基金預金引当預金勘定 5298 預金並現金勘定 1441
	受取手形及受取勘定	5041	得意先勘定 4614, 未収入金勘定 199 受取手形勘定 228
	有価証券	24237	基金預金引当証券勘定 12419 有価証券勘定 11818
	手持品	14661	材料及貯蔵品勘定 2770 半成工事勘定 11891
	其他	2392	支払未決算勘定 958, 仮払金勘定 38 貸金勘定 1395
	合計	53070	

(3) 東京電燈 (1932 年下期)

単位：千円

株主資本	払込資本金	429562	株金 429562
	積立金	26695	法定積立金 19333, 別途積立金 6000 職員退職給与基金 1362
	前期繰越金	4952	前期繰越金 4952
	当期利益金	4813	当半期利益金 4813
	合計	466022	
社外負債	社債	386441	社債 386441
	其他長期負債	40300	借入金 40300
	支払手形	1648	支払手形 1648
	支払勘定	476	営業借 71, 未払配当金 221 未払社債元金 88, 未払社債利子 96
	其他	34431	預り金 2778, 仮受金 27853 外債換算差金 3800
	合計	463296	
固定資産		786711	発電設備 292012, 送電設備 147112 変電設備 101180, 配電設備 158227 需要者貸付設備 43462, 営業設備 15868 副業設備 568, 建設工事費仮払 28282
流動資産	現預金	3454	預け金 3422, 現金 32
	受取手形及受取勘定	20041	営業貸 14474, 受取手形 5568
	有価証券	10376	有価証券 10376
	手持品	0	
	其他	108736	東電証券会社 51500, 仮出金 14391 社債発行差金及諸費 36948, 貯蔵品 5896
	合計	142607	

收錄企業一覽

氏名	業種	企名	10901	10902	10903	11001	11002	11003	11004	11005	11006	11007	11201	11202	11203	11204	11205	11206	11207	11208	11209	11210	11211	11501	12001	12002	12003	12004	12005	12006	12007	12008	12009	12010	12012	12013	12015	12017	12018				
日共	魯	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業		
東	同	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	
住	洋	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	
昭	別	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
帝	和	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
土	産	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
日	肥	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
日	本	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
古	曹	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
三	河	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
三	井	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
北	菱	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
入	道	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
磐	山	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
北	城	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
九	樺	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
大	州	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
太	日	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
茅	平	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
東	沼	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
復	邦	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
日	興	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
大	本	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
東	阪	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
日	垂	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
日	清	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
増	東	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
大	田	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
東	製	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
新	本	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
帝	洋	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
台	高	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
明	灣	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
塩	治	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
森	水	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業
明	永	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業	業

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

資料2 1929年度の大企業ランキング

(単位:1000円)

固定資産 順位	企 業 名	固定資産	鉱工業 内順位	電力・ 鉄道業 内順位	総資産	総資産 順位
1	東 京 電 燈	741,814	-	1	843,295	1
2	大 同 電 力	189,644	-	2	268,177	3
3	宇 治 川 電 気	178,486	-	3	205,058	6
4	東 邦 電 力	178,088	-	4	285,005	2
5	日 本 電 力	175,306	-	5	226,335	5
6	日 本 郵 船	127,232	-	-	187,859	7
7	川 崎 造 船 所	117,410	1	-	239,847	4
8	大 阪 商 船	98,900	-	-	140,820	11
9	京 阪 電 気 鉄 道	81,279	-	6	112,465	14
10	富 士 製 紙	80,412	2	-	159,643	8
11	九 州 水 力 電 気	76,861	-	7	100,739	22
12	日 本 石 油	74,046	3	-	106,480	20
13	広 島 電 気	69,218	-	8	91,076	23
14	台 湾 製 糖	67,763	4	-	108,540	18
15	塩 水 港 製 糖	65,422	5	-	89,304	27
16	南 海 鐵 道	63,385	-	9	67,672	37
17	樺 太 工 業	62,850	6	-	117,353	12
18	三 重 合 同 電 気	62,719	-	10	74,610	33
19	大 日 本 製 糖	61,102	7	-	107,140	19
20	大 日 本 紡 績	59,974	8	-	116,398	13
21	浅 野 セ メ ン ト	59,352	9	-	87,928	28
22	王 子 製 紙	58,645	10	-	154,229	9
23	東 武 鉄 道	58,468	-	11	62,504	42
24	阪 神 電 気 鉄 道	58,133	-	12	83,566	30
25	北 海 道 炭 鉱 汽 船	57,773	11	-	89,794	26
26	北 海 道 電 燈	56,938	-	13	72,096	36
27	三 菱 鉱 業	56,758	12	-	101,185	21
28	三 井 鉱 山	55,098	13	-	111,829	16
29	富 士 瓦 斯 紡 績	52,768	14	-	74,089	34
30	阪 神 急 行 電 鉄	49,808	-	14	74,669	32
31	東 洋 紡 績	48,971	15	-	111,781	17
32	鐘 淵 紡 績	48,663	16	-	145,991	10
33	大 阪 電 気 軌 道	48,173	-	15	66,199	38
34	大 日 本 人 造 肥 料	45,643	17	-	73,982	35
35	中 国 合 同 電 気	44,143	-	16	59,517	43
36	九 州 電 気 軌 道	43,764	-	17	64,503	39
37	日 本 鑛 業	40,946	18	-	62,769	41
38	昭 和 電 力	38,472	-	18	39,908	56
39	鬼 怒 川 水 力 電 気	37,459	-	19	56,956	45
40	日 本 毛 織	37,332	19	-	83,324	31
41	東 部 電 力	35,796	-	20	40,401	55
42	大 日 本 製 氷	35,742	20	-	43,776	51
43	明 治 製 糖	34,436	21	-	90,974	24
44	山 陽 中 央 水 電	34,291	-	21	58,558	44
45	大 日 本 麥 酒	34,207	22	-	83,795	29
46	日 本 製 鋼 所	33,980	23	-	51,427	47
47	小 田 原 急 行 鉄 道	33,726	-	22	35,326	68
48	日 本 窒 素 肥 料	33,384	24	-	90,272	25
49	伊 予 鉄 道 電 軌	31,932	-	23	35,167	72
50	三 菱 製 鉄	31,342	25	-	41,413	54

固定資産 順位	企 業 名	固定資産	鉱工業 内順位	電力・ 鉄道業 内順位	総資産	総資産 順位
51	合 同 毛 織	30,186	26	-	49,618	48
52	熊 本 電 気	29,819	-	24	35,272	69
53	愛 知 電 気 鉄 道	28,426	-	25	34,267	74
54	三 菱 造 船	28,378	27	-	112,340	15
55	電 気 化 学 工 業	27,387	28	-	35,112	73
56	日 清 紡 績	27,336	29	-	37,235	61
57	京 成 電 気 鉄 道	26,497	-	26	28,863	89
58	東 京 モ ス リ ン 紡 織	25,749	30	-	35,903	65
59	中 央 電 気	25,431	-	27	27,110	91
60	内 外 綿	25,323	31	-	42,390	53
61	白 山 水 力	25,316	-	28	26,617	93
62	日 本 海 電 気	25,188	-	29	42,895	52
63	日 本 鋼 管	24,820	32	-	35,850	66
64	大 阪 鉄 道	24,585	-	30	28,909	88
65	北 海 水 力 電 気	24,341	-	31	36,634	62
66	小 野 田 セ メ ン ト	23,719	33	-	35,189	71
67	古 河 鉱 業	23,592	34	-	39,149	58
68	神 戸 製 鋼 所	22,370	35	-	48,810	50
69	東 洋 汽 船	22,317	-	-	36,483	64
70	帝 国 製 麻	22,259	36	-	35,729	67
71	富 士 身 延 鉄 道	22,204	-	32	22,859	100
72	三 菱 倉 庫	21,003	-	-	26,735	92
73	揖 斐 川 電 気	20,689	-	33	22,168	103
74	大 阪 鉄 工 所	20,680	37	-	38,784	60
75	東 洋 レ ー ヨ ン	20,514	38	-	22,743	101
76	伊 那 電 気 鉄 道	20,505	-	34	27,960	90
77	東 洋 モ ス リ ン	20,435	39	-	32,758	77
78	福 島 電 燈	19,657	-	35	24,141	98
79	日 本 麥 酒 鑛 泉	19,580	40	-	29,784	85
80	片 倉 製 糸 紡 績	19,416	41	-	52,500	46
81	出 雲 電 気	18,973	-	36	21,428	107
82	帝 国 人 造 絹 糸	18,811	42	-	32,730	78
83	王 子 電 気 軌 道	18,561	-	37	19,932	113
84	日 本 製 粉	18,541	43	-	35,269	70
85	阪 和 電 気 鉄 道	17,993	-	38	21,795	106
86	芝 浦 製 作 所	17,955	44	-	33,702	75
87	日 本 紙 業	17,790	45	-	32,207	81
88	日 魯 漁 業	17,745	46	-	63,713	40
89	大 阪 合 同 紡 績	17,706	47	-	49,381	49
90	日 清 製 粉	17,429	48	-	36,554	63
91	住 友 別 子 鉱 山	16,780	49	-	29,414	86
92	倉 敷 紡 績	16,452	50	-	38,892	59
93	川 崎 汽 船	16,407	-	-	30,203	83
94	吾 妻 川 電 力	16,359	-	39	18,691	117
95	京 王 電 気 軌 道	16,349	-	40	17,568	124
96	東 京 地 下 鉄 道	16,320	-	41	17,334	126
97	日 本 水 電	16,310	-	42	17,779	123
98	ラ サ 島 燐 鉱	16,279	51	-	18,108	120
99	京 浜 電 気 鉄 道	16,190	-	43	29,925	84
100	東 京 横 浜 電 鉄	15,613	-	44	19,405	114

資料2 1936年度における大企業ランキング

(単位:1000円)

固定資産 順位	企 業 名	固定資産	鉱工業 内順位	電力・ 鉄道業 内順位	総資産	総資産 順位
1	東京電燈	772,691	-	1	924,009	1
2	日本製鉄	365,214	1	-	525,973	3
3	大同電力	216,593	-	2	293,614	5
4	日本電力	215,843	-	3	286,005	6
5	宇治川電氣	203,483	-	4	237,953	9
6	東邦電力	172,683	-	5	277,634	7
7	鐘淵紡績	143,571	2	-	261,337	8
8	東京瓦斯	134,898	-	-	145,581	20
9	王子製紙	134,060	3	-	344,083	4
10	阪電氣鉄道	121,814	-	6	146,381	19
11	日本郵船	108,720	-	-	165,196	16
12	東洋紡績	107,392	4	-	172,370	14
13	京都電燈	101,272	-	7	120,397	25
14	大日本電力	101,071	-	8	126,556	24
15	阪神電氣鉄道	99,104	-	9	111,868	27
16	大阪商船	92,614	-	-	132,836	23
17	大日本紡績	91,921	5	-	148,376	18
18	広島電氣	86,509	-	10	104,962	32
19	九州水力電氣	84,891	-	11	143,721	22
20	阪神急行電鉄	84,046	-	12	109,770	30
21	南海鐵道	78,451	-	13	82,711	47
22	旭ベルグ絹糸	76,613	6	-	89,316	42
23	東武鐵道	75,789	-	14	90,964	40
24	矢作水力	75,165	-	15	91,762	38
25	日本鉱業	73,948	7	-	181,219	13
26	日本石油	73,542	8	-	117,994	26
27	三菱鉱業	73,258	9	-	145,501	21
28	東信電氣	68,859	-	16	86,069	46
29	川崎造船所	68,565	10	-	166,613	15
30	大阪電氣軌道	66,717	-	17	89,056	43
31	三井鉱山	62,457	11	-	153,833	17
32	山陽中央水電	61,293	-	18	89,688	41
33	塩水港製糖	60,843	12	-	88,034	45
34	浅野セメント	59,309	13	-	93,733	36
35	名古屋鐵道	59,215	-	19	65,850	54
36	富士瓦斯紡績	59,119	14	-	79,400	49
37	大日本製糖	58,738	15	-	111,254	28
38	参宮急行電鉄	57,979	-	20	65,700	55
39	中国合同電氣	55,661	-	21	72,369	52
40	九州電氣軌道	54,522	-	22	73,019	51
41	台湾製糖	52,466	16	-	111,254	29
42	大阪瓦斯	51,160	-	-	55,876	59
43	大日本鋼管	51,057	17	-	91,210	39
44	京成電氣鐵道	48,894	-	23	53,208	62
45	北海道炭鉱汽船	48,091	18	-	88,949	44
46	昭和電力	47,851	-	24	50,429	66
47	東京地下鐵道	46,357	-	25	51,353	65
48	大日本人造肥料	45,703	19	-	81,238	48
49	三菱造船	43,370	20	-	201,373	11
50	三井物産	42,324	-	-	542,791	2

固定資産 順位	企 業 名	固定資産	鉱工業 内順位	電力・ 鉄道業 内順位	総資産	総資産 順位
51	大 日 本 麦 酒	40,083	21	-	106,794	31
52	富 士 電 力	38,204	-	26	41,390	77
53	小 田 原 急 行 鉄 道	37,324	-	27	39,273	80
54	伊 予 鉄 道 電 軌	36,454	-	28	39,434	79
55	鬼 怒 川 水 力 電 気	35,284	-	29	62,362	56
56	内 外 綿 織	35,152	22	-	57,246	58
57	倉 敷 絹 織	34,985	23	-	52,542	63
58	新 潟 電 力	34,633	-	30	37,816	85
59	大 阪 北 港	34,430	-	-	36,844	86
60	庄 川 水 力 電 気	34,056	-	31	35,202	90
61	明 治 製 糖	34,033	24	-	95,140	34
62	熊 本 電 気	33,950	-	32	47,545	71
63	小 野 田 セ メ ン ト 製 造	33,848	25	-	47,358	72
64	日 本 毛 織	32,534	26	-	94,347	35
65	日 魯 漁 業	32,220	27	-	78,943	50
66	三 越	31,034	-	-	45,120	73
67	阪 和 電 気 鉄 道	30,939	-	33	32,115	100
68	日 立 製 作 所	30,749	28	-	92,319	37
69	日 本 海 電 気	30,440	-	34	49,376	68
70	中 央 電 気	30,027	-	35	34,011	95
71	住 友 製 鋼 所	29,989	29	-	72,363	53
72	帝 国 人 造 絹 糸	29,921	30	-	51,954	64
73	東 洋 レ イ ヨ ン	28,633	31	-	38,091	84
74	黒 部 川 電 力	27,607	-	36	28,859	111
75	北 海 水 力 電 気	27,556	-	37	39,083	81
76	日 清 紡 績	26,657	32	-	38,292	83
77	共 同 漁 業	26,261	33	-	97,075	33
78	東 京 横 浜 電 鉄	26,209	-	38	43,125	75
79	昭 和 肥 料	24,984	34	-	35,066	92
80	京 浜 電 気 鉄 道	24,590	-	39	32,505	98
81	福 島 電 燈	24,238	-	40	30,665	105
82	大 阪 鉄 道	24,235	-	41	31,356	103
83	日 本 レ イ ヨ ン	23,934	35	-	29,983	106
84	倉 敷 紡 績	23,724	36	-	40,815	78
85	目 黒 蒲 田 電 鉄	23,666	-	42	33,066	96
86	住 友 肥 料 製 造	23,376	37	-	34,677	94
87	東 洋 高 圧 工 業	21,997	38	-	24,164	119
88	呉 羽 紡 績	21,815	39	-	32,146	99
89	富 士 身 延 鉄 道	21,741	-	43	22,693	130
90	京 王 電 気 軌 道	21,541	-	44	23,945	122
91	王 子 電 気 軌 道	20,325	-	45	25,421	114
92	旭 硝 子	20,233	40	-	50,164	67
93	東 京 モ ス リ ン 紡 織	20,090	41	-	36,101	88
94	安 治 川 土 地	20,035	-	-	21,887	138
95	関 東 水 力 電 気	19,819	-	46	23,419	124
96	伊 那 電 気 鉄 道	19,522	-	47	24,962	116
97	出 雲 電 気	19,482	-	48	22,754	128
98	東 神 倉 庫	19,462	-	-	21,418	140
99	三 菱 倉 庫	19,177	-	-	22,207	136
100	片 倉 製 糸 紡 績	18,871	42	-	55,111	60

固定資産 順位	企 業 名	固定資産	鉱工業 内順位	電力・ 鉄道業 内順位	総資産	総資産 順位
101	近 江 郵 船	18,632	-	-	22,720	129
102	湘 南 電 気 鉄 道	18,561	-	49	19,610	151
103	日 清 製 粉	18,333	43	-	53,997	61
104	揖 斐 川 電 気	18,069	-	50	20,430	144
105	広 島 瓦 斯 電 軌	17,714	-	51	23,412	125
106	日 本 紙 業	17,560	44	-	26,908	113
107	三 菱 商 事	17,541	-	-	219,331	10
108	住 友 倉 庫	17,532	-	-	22,246	135
109	日 本 曹 達	17,352	45	-	35,287	89
110	北 樺 太 石 油	17,220	46	-	23,817	123
111	日 本 水 電	17,119	-	52	21,653	139
112	京 浜 電 力	16,551	-	53	17,766	163
113	四 国 水 力 電 気	16,534	-	54	19,876	148
114	九 州 送 電	16,359	-	55	23,990	121
115	西 武 鉄 道	16,185	-	56	17,158	168
116	日 本 製 粉	16,141	47	-	44,299	74
117	神 戸 瓦 斯	15,921	-	-	19,920	147
118	神 戸 製 鋼 所	15,904	48	-	48,555	69
119	奈 良 電 気 鉄 道	15,624	-	57	18,631	161
120	玉 川 電 気 鉄 道	15,582	-	58	18,736	159
121	安 曇 電 気	15,299	-	59	15,980	173
122	東 洋 汽 船	15,266	-	-	16,485	172
123	電 気 化 学 工 業	15,035	49	-	42,097	76
124	武 蔵 野 鉄 道	14,884	-	60	17,259	167
125	九 州 鉄 道	14,612	-	61	19,594	152
126	錦 華 紡 績	14,532	50	-	25,415	115
127	磐 城 炭 鉱	14,522	51	-	18,743	158
128	大 阪 鉄 工 所	14,423	52	-	31,430	102
129	日 本 窒 素 肥 料	14,402	53	-	197,677	12
130	麒 麟 麦 酒	14,260	54	-	31,726	101
131	帝 国 製 麻	14,245	55	-	24,508	118
132	大 日 本 セ ル ロ イ ド	14,070	56	-	24,743	117
133	天 満 織 物	14,028	57	-	19,135	155
134	郡 是 製 糸	13,965	58	-	35,029	93
135	京 都 瓦 斯	13,732	-	-	15,282	181
136	山 形 電 気	13,206	-	62	14,777	183
137	杉 村 倉 庫	13,126	-	-	13,702	195
138	日 本 染 料 製 造	12,441	59	-	22,655	131
139	東 洋 モ ス リ ン	12,315	60	-	23,097	126
140	松 屋 呉 服 店	12,278	-	-	19,743	150
141	岸 和 田 紡 績	12,224	61	-	22,820	127
142	近 江 帆 布	12,218	62	-	15,944	174
143	東 京 電 気	12,068	63	-	60,231	57
144	芝 浦 製 作 所	12,065	64	-	38,523	82
145	川 崎 汽 船	11,985	-	-	20,918	141
146	出 雲 製 織	11,943	65	-	14,261	187
147	上 毛 電 力	11,891	-	63	15,009	182
148	白 木 屋	11,883	-	-	17,569	164
149	鹿 児 島 電 気	11,784	-	64	13,893	194
150	徳 山 曹 達	11,703	66	-	18,916	156

固定資産 順位	企 業 名	固定資産	鉱工業 内順位	電力・ 鉄道業 内順位	総資産	総資産 順位
151	福 島 紡 績	11,427	67	-	29,173	110
152	宇 部 セ メ ン ト 製 造	11,378	68	-	20,328	145
153	日 本 製 鋼 所	11,033	69	-	36,667	87
154	日 清 汽 船	10,992	-	-	15,338	180
155	磐 城 セ メ ン ト	10,712	70	-	18,733	160
156	国 光 紡 績	10,677	71	-	15,372	178
157	大 分 セ メ ン ト	10,606	72	-	13,153	197
158	福 島 人 絹	10,446	73	-	11,522	210
159	神 戸 有 馬 電 気 鉄 道	10,444	-	65	11,022	214
160	播 磨 造 船 所	10,243	74	-	22,471	134
161	日 出 紡 織	10,173	75	-	12,834	200
162	古 河 電 気 工 業	10,109	76	-	47,559	70
163	東 邦 瓦 斯	10,040	-	-	24,144	120
164	日 立 電 力	9,954	-	66	13,039	198
165	日 東 紡 績	9,759	77	-	14,180	188
166	昭 和 毛 糸 紡 績	9,694	78	-	17,296	166
167	太 陽 レ ー ヨ ン	9,684	79	-	10,782	215
168	鶴 見 臨 港 鉄 道	9,616	-	67	10,645	218
169	高 島 屋	9,599	-	-	22,486	133
170	博 多 湾 鉄 道 汽 船	9,529	-	68	10,170	225
171	土 佐 セ メ ン ト	9,528	80	-	11,546	209
172	大 阪 窯 業 セ メ ン ト	9,497	81	-	19,753	149
173	南 武 鉄 道	9,370	-	69	9,848	229
174	土 佐 電 気	9,341	-	70	10,016	226
175	内 海 紡 織	9,229	82	-	12,846	199
176	群 馬 水 電	9,209	-	71	9,404	235
177	日・本 セ メ ン ト	9,069	83	-	13,195	196
178	中 央 毛 絲 紡 績	9,035	84	-	14,680	184
179	第 二 帝 国 人 絹	8,925	85	-	11,913	205
180	愛 知 織 物	8,873	86	-	14,142	190
181	ラ サ 島 燐 鉱	8,785	87	-	11,760	207
182	甲 府 電 力	8,742	-	72	10,514	220
183	汽 車 製 造	8,727	88	-	18,764	157
184	東 京 人 造 絹 糸	8,724	89	-	13,950	193
185	豊 国 セ メ ン ト	8,493	90	-	11,324	211
186	和 歌 山 紡 織	8,217	91	-	10,426	221
187	三 菱 電 機	8,173	92	-	35,073	91
188	帝 国 製 糖	8,061	93	-	32,704	97
189	秩 父 鉄 道	7,778	-	73	9,089	239
190	名 古 屋 紡 績	7,764	95	-	11,200	213
191	共 立 モ ス リ ン	7,753	96	-	14,343	186
192	太 平 洋 炭 鉱	7,748	97	-	9,832	230
193	藤 永 田 造 船 所	7,715	98	-	19,227	154
194	豊 田 自 動 織 機 製 作 所	7,664	99	-	16,488	171
195	住 友 別 子 鉱 山	7,606	100	-	29,286	109
196	明 正 紡 織	7,593	101	-	10,607	219
197	東 京 製 綱	7,567	102	-	16,896	169
198	辻 紡 績	7,549	103	-	8,900	242
199	日 本 電 気	7,540	104	-	27,433	112
200	東 京 瓦 斯 電 気 工 業	7,517	105	-	20,436	143

資料3 代表的指標の統計量

総資産 (単位：1000円)

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	13,272	30,026	604	272,504	5,321	2,263	14,003	11,740	93
1915	13,893	30,540	642	280,085	5,813	2,801	15,824	13,024	94
1916	15,982	31,912	767	288,351	7,294	3,326	17,597	14,271	97
1917	19,840	34,770	757	299,800	10,488	4,112	20,283	16,172	101
1918	25,657	41,965	787	336,084	12,839	5,548	25,950	20,402	107
1919	27,701	45,001	346	387,142	13,357	6,119	31,199	25,080	115
1920	32,296	54,421	391	503,533	16,344	6,397	39,322	32,925	123
1921	34,003	61,919	433	605,390	17,665	6,126	40,842	34,717	129
1922	37,426	66,449	469	649,606	19,855	6,077	44,969	38,892	133
1923	33,720	66,676	342	711,835	15,412	5,806	36,497	30,692	173
1924	35,645	70,174	303	737,903	15,635	5,596	38,305	32,709	178
1925	39,385	79,200	622	789,910	17,861	6,548	37,477	30,929	177
1926	42,182	85,259	595	801,230	19,487	7,113	42,121	35,008	180
1927	34,360	75,944	606	845,749	13,177	5,240	33,778	28,539	260
1928	34,977	82,777	608	910,104	13,930	5,603	32,221	26,619	284
1929	37,209	86,674	666	992,531	14,790	5,782	35,270	29,488	286
1930	36,893	88,302	788	1,034,595	14,325	5,595	33,601	28,006	299
1931	36,941	91,636	829	1,062,804	13,198	5,400	32,535	27,136	301
1932	32,068	84,433	524	1,102,065	10,781	4,249	28,718	24,469	395
1933	32,816	88,852	531	1,217,863	10,629	4,163	27,964	23,801	399
1934	35,370	95,480	526	1,324,916	11,768	4,423	28,900	24,477	399
1935	37,816	105,725	425	1,559,410	12,049	4,749	30,678	25,929	397
1936	39,431	113,837	469	1,767,270	12,016	4,675	32,115	27,440	411
1937	48,432	130,226	351	1,929,631	16,666	6,382	39,909	33,527	397
1938	56,887	145,574	771	2,119,403	20,599	8,091	46,058	37,966	384
1939	76,111	182,367	665	2,343,066	26,537	11,091	70,068	58,977	311
1940	93,450	226,502	772	2,717,111	30,484	12,970	86,781	73,811	304
1941	112,550	265,425	859	3,084,338	37,212	14,195	106,151	91,956	282
1942	136,843	339,313	559	3,493,919	44,995	13,273	119,217	105,944	219

製造業 総資産		(単位：1000円)									
year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数		
1914	8,558	10,348	604	40,984	4,081	2,196	8,794	6,598	66		
1915	9,082	10,294	642	38,421	4,284	2,734	10,817	8,083	67		
1916	11,254	12,818	767	57,759	6,457	3,137	13,093	9,956	70		
1917	15,332	17,940	757	91,726	9,131	3,869	18,572	14,703	74		
1918	20,637	23,470	787	140,347	12,710	5,547	25,576	20,028	80		
1919	22,921	26,678	346	171,448	11,873	6,119	30,604	24,485	87		
1920	26,633	30,664	391	195,666	14,974	6,044	39,008	32,964	94		
1921	25,807	31,447	433	222,230	15,489	6,011	35,427	29,416	100		
1922	27,652	31,914	469	212,989	18,167	5,919	35,684	29,765	102		
1923	25,326	30,837	342	229,301	14,243	5,574	33,138	27,565	128		
1924	26,653	33,234	303	250,294	15,173	5,353	33,257	27,904	132		
1925	28,835	36,277	622	279,301	17,584	6,065	35,414	29,349	130		
1926	30,717	38,825	595	302,629	18,203	6,682	38,056	31,375	132		
1927	25,729	35,559	606	251,843	11,963	5,187	32,048	26,861	180		
1928	24,632	34,149	608	233,973	11,317	5,177	30,257	25,080	193		
1929	25,746	35,496	666	239,847	10,951	5,245	32,625	27,380	195		
1930	24,397	34,795	788	233,991	10,467	4,802	29,219	24,417	199		
1931	23,718	35,126	829	233,713	9,998	4,916	26,151	21,236	198		
1932	19,488	30,442	539	165,522	7,611	3,425	19,822	16,397	252		
1933	19,447	34,123	534	326,357	7,415	3,048	18,938	15,890	255		
1934	22,597	44,503	526	440,144	7,911	3,529	19,920	16,390	256		
1935	24,591	48,254	425	487,119	9,090	3,986	22,696	18,710	256		
1936	26,725	52,597	469	525,973	9,596	4,055	23,637	19,583	268		
1937	34,034	65,245	351	633,558	12,577	5,615	31,669	26,054	270		
1938	42,754	81,043	771	753,978	16,420	6,926	39,280	32,354	263		
1939	56,845	108,869	665	970,665	23,181	8,985	54,926	45,942	234		
1940	71,313	140,644	772	1,242,318	27,134	10,197	64,746	54,550	233		
1941	90,863	178,609	859	1,452,158	33,248	11,993	93,652	81,659	216		
1942	121,887	245,268	559	1,940,948	47,746	11,810	120,586	108,776	177		

非製造業
総資産

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	24,797	52,232	1,127	272,504	9,521	5,479	19,869	14,390	27
1915	25,831	53,474	1,022	280,085	11,499	5,714	20,951	15,237	27
1916	28,241	55,749	1,056	288,351	13,284	6,170	22,914	16,744	27
1917	31,072	58,604	757	299,800	13,803	5,003	26,543	21,540	28
1918	35,565	68,393	787	336,084	10,802	4,049	31,475	27,426	31
1919	35,439	71,677	346	387,142	12,794	2,626	32,037	29,411	34
1920	39,404	86,465	602	503,533	11,798	3,391	35,563	32,172	38
1921	47,102	101,177	433	605,390	16,741	3,902	52,953	49,051	39
1922	53,382	108,577	469	649,606	17,155	4,219	53,478	49,259	41
1923	51,127	111,827	342	711,835	15,002	5,152	41,908	36,756	51
1924	53,665	116,582	303	737,903	14,502	4,467	43,034	38,567	53
1925	63,483	133,808	622	789,910	16,609	7,380	45,315	37,935	51
1926	69,639	145,064	595	801,230	22,347	9,469	48,650	39,181	51
1927	52,634	122,403	606	845,749	15,888	5,398	45,417	40,019	83
1928	55,798	133,452	608	910,104	19,266	8,296	47,519	39,224	94
1929	60,432	139,990	666	992,531	21,612	10,184	51,453	41,268	94
1930	60,307	139,985	890	1,034,595	22,294	10,282	44,346	34,064	103
1931	61,469	144,767	938	1,062,804	22,664	9,875	41,053	31,178	105
1932	52,639	129,820	524	1,102,065	20,223	5,948	38,244	32,296	148
1933	54,468	135,490	531	1,217,863	19,432	6,675	38,914	32,240	150
1934	56,136	142,918	526	1,324,916	19,511	6,610	41,683	35,073	149
1935	60,350	160,688	556	1,559,410	21,228	7,277	44,609	37,332	145
1936	60,791	173,818	572	1,767,270	19,743	6,493	44,123	37,630	149
1937	76,142	203,477	351	1,929,631	23,937	10,161	55,317	45,156	132
1938	86,916	227,017	1,928	2,119,403	27,900	13,022	70,229	57,207	122
1939	132,978	306,094	2,105	2,343,066	39,769	21,915	122,020	100,105	78
1940	159,503	380,032	2,594	2,717,111	44,052	21,514	135,033	113,519	74
1941	175,721	430,394	2,677	3,084,338	46,656	22,803	143,616	120,813	69
1942	186,843	572,316	3,015	3,493,919	32,879	16,321	107,437	91,117	45

(単位：1000円)

鉄道企業
総資産

(単位：1000円)

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	23,684	68,957	1,127	272,504	6,670	1,887	9,521	7,634	15
1915	24,869	70,774	1,022	280,085	6,655	1,857	10,122	8,265	15
1916	25,456	72,867	1,056	288,351	6,950	2,327	10,267	7,940	15
1917	27,017	75,621	1,141	299,800	7,967	3,028	12,824	9,796	15
1918	30,041	84,832	1,257	336,084	8,159	3,184	14,039	10,855	15
1919	34,810	97,658	1,955	387,142	9,905	4,231	16,753	12,522	15
1920	44,262	127,262	2,724	503,533	10,373	5,048	22,227	17,179	15
1921	53,889	152,827	3,380	605,390	15,172	5,857	24,542	18,685	15
1922	61,326	163,337	4,182	649,606	17,155	5,827	35,896	30,069	15
1923	46,039	145,852	1,066	711,835	10,191	5,362	30,033	24,671	23
1924	48,884	151,030	1,155	737,903	11,127	6,142	34,689	28,547	23
1925	51,939	158,034	1,533	789,910	14,875	8,661	33,589	24,929	24
1926	55,833	159,816	3,985	801,230	16,991	9,702	39,650	29,948	24
1927	39,965	133,796	1,285	845,749	14,061	4,692	28,938	24,246	39
1928	43,944	140,282	2,685	910,104	15,960	6,445	32,418	25,973	41
1929	49,991	153,024	2,844	992,531	17,568	7,518	34,717	27,200	41
1930	53,337	156,726	2,842	1,034,595	20,864	7,759	35,192	27,433	43
1931	54,260	159,304	2,933	1,062,804	21,306	8,252	37,072	28,820	44
1932	52,066	158,546	3,276	1,102,065	20,223	7,153	35,823	28,670	48
1933	54,237	172,744	3,168	1,217,863	21,085	7,972	36,794	28,822	49
1934	57,521	189,334	3,170	1,324,916	22,002	7,856	38,094	30,238	48
1935	66,082	227,440	3,217	1,559,410	22,728	8,646	44,578	35,931	46
1936	71,354	257,853	3,494	1,767,270	21,152	7,238	51,817	44,579	46
1937	88,972	304,857	3,746	1,929,631	28,096	11,021	67,963	56,942	39
1938	97,728	339,296	3,933	2,119,403	28,392	10,176	74,294	64,118	38
1939	168,027	476,106	11,091	2,343,066	68,427	28,951	99,209	70,258	23
1940	207,904	592,315	25,752	2,717,111	67,473	31,517	126,866	95,349	20
1941	248,384	688,882	25,917	3,084,338	80,055	46,656	144,789	98,133	19
1942	379,703	982,020	25,474	3,493,919	107,437	40,600	151,988	111,388	12

(単位: 1000円)

[illegible]

推計使用サンプル (28-36)

(単位：1000円)

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1928	24,471	33,708	854	233,973	12,054	5,326	29,035	23,709	171
1929	25,615	34,977	875	239,847	11,857	5,399	32,469	27,070	173
1930	24,767	34,398	863	233,991	10,680	5,420	29,365	23,945	173
1931	24,322	35,019	829	233,713	10,435	5,288	27,297	22,009	172
1932	23,803	32,649	856	165,522	10,923	5,317	24,776	19,459	174
1933	25,787	39,318	900	326,357	10,954	5,499	26,718	21,220	174
1934	27,876	41,481	963	321,476	12,595	5,855	29,183	23,329	174
1935	30,384	44,521	1,037	328,941	13,079	6,764	30,485	23,721	172
1936	35,059	50,559	1,038	344,083	15,413	7,458	37,379	29,921	169

全サンプル
自己資本比率

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	0.66	0.17	0.25	0.99	0.65	0.53	0.80	0.27	93
1915	0.66	0.18	0.14	0.97	0.68	0.54	0.80	0.25	94
1916	0.68	0.17	0.24	1.00	0.71	0.55	0.80	0.25	97
1917	0.69	0.17	0.17	0.99	0.70	0.57	0.83	0.26	101
1918	0.68	0.17	0.21	1	0.68	0.57	0.81	0.24	107
1919	0.70	0.16	0.22	1	0.71	0.59	0.80	0.21	115
1920	0.71	0.17	0.20	1.00	0.71	0.61	0.83	0.22	123
1921	0.71	0.17	0.23	0.98	0.71	0.61	0.85	0.23	129
1922	0.70	0.19	0.12	0.99	0.71	0.57	0.86	0.29	133
1923	0.68	0.19	0.10	0.99	0.66	0.56	0.83	0.27	172
1924	0.67	0.19	0.08	1.00	0.67	0.55	0.82	0.26	178
1925	0.66	0.20	0.09	0.99	0.64	0.53	0.84	0.30	177
1926	0.65	0.21	-0.07	0.99	0.63	0.53	0.83	0.30	180
1927	0.65	0.20	0.08	1.00	0.65	0.53	0.81	0.29	260
1928	0.63	0.24	-1.74	1	0.64	0.51	0.78	0.26	284
1929	0.61	0.26	-2.08	1.00	0.61	0.49	0.76	0.27	286
1930	0.60	0.44	-6.06	1.00	0.61	0.49	0.77	0.28	298
1931	0.61	0.41	-5.61	0.99	0.62	0.48	0.79	0.30	301
1932	0.62	0.39	-5.96	0.99	0.63	0.50	0.80	0.30	395
1933	0.66	0.20	0.02	1.00	0.65	0.52	0.82	0.30	399
1934	0.66	0.20	0.09	1.00	0.67	0.53	0.83	0.29	399
1935	0.66	0.20	0.06	1	0.66	0.52	0.82	0.29	397
1936	0.66	0.23	-2.00	1.00	0.66	0.53	0.81	0.28	411
1937	0.63	0.46	-7.73	1.00	0.65	0.52	0.77	0.25	397
1938	0.65	0.18	0.08	0.99	0.65	0.52	0.78	0.27	384
1939	0.64	0.18	0.08	0.99	0.64	0.50	0.77	0.27	311
1940	0.62	0.17	0.10	0.98	0.62	0.50	0.74	0.23	304
1941	0.61	0.17	0.11	0.99	0.60	0.49	0.74	0.25	282
1942	0.59	0.18	0.10	0.98	0.58	0.46	0.72	0.26	219

製造業
自己資本比率

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	0.67	0.18	0.25	0.99	0.66	0.53	0.83	0.30	66
1915	0.68	0.18	0.14	0.96	0.69	0.56	0.82	0.26	67
1916	0.68	0.18	0.24	1.00	0.72	0.55	0.81	0.25	70
1917	0.69	0.18	0.17	0.99	0.72	0.58	0.83	0.25	74
1918	0.67	0.17	0.30	1	0.68	0.54	0.81	0.27	80
1919	0.69	0.16	0.31	1	0.71	0.59	0.80	0.22	87
1920	0.71	0.17	0.20	1.00	0.73	0.62	0.85	0.23	94
1921	0.70	0.17	0.26	0.98	0.70	0.60	0.85	0.25	100
1922	0.68	0.19	0.12	0.99	0.69	0.56	0.83	0.28	102
1923	0.66	0.19	0.10	0.98	0.66	0.55	0.82	0.27	127
1924	0.66	0.20	0.08	0.98	0.66	0.54	0.81	0.27	132
1925	0.65	0.21	0.09	0.99	0.64	0.52	0.84	0.32	130
1926	0.64	0.22	-0.07	0.99	0.63	0.52	0.82	0.30	132
1927	0.66	0.20	0.08	0.99	0.65	0.53	0.82	0.29	180
1928	0.65	0.27	-1.74	1	0.66	0.54	0.84	0.30	193
1929	0.64	0.29	-2.08	1.00	0.66	0.54	0.81	0.27	195
1930	0.62	0.52	-6.06	1.00	0.66	0.52	0.79	0.28	198
1931	0.64	0.49	-5.61	0.99	0.68	0.55	0.83	0.28	198
1932	0.64	0.46	-5.96	0.99	0.68	0.55	0.82	0.27	252
1933	0.69	0.19	0.02	1.00	0.71	0.59	0.84	0.25	255
1934	0.69	0.19	0.10	1.00	0.72	0.57	0.84	0.27	256
1935	0.69	0.19	0.06	1	0.71	0.58	0.83	0.25	256
1936	0.67	0.24	-2.00	1.00	0.69	0.56	0.81	0.25	268
1937	0.63	0.54	-7.73	1.00	0.67	0.55	0.78	0.23	270
1938	0.66	0.17	0.11	0.99	0.67	0.54	0.79	0.24	263
1939	0.64	0.17	0.20	0.99	0.66	0.50	0.77	0.26	234
1940	0.62	0.16	0.20	0.98	0.62	0.50	0.74	0.24	233
1941	0.60	0.16	0.25	0.95	0.59	0.48	0.73	0.26	216
1942	0.58	0.17	0.25	0.98	0.57	0.45	0.70	0.25	177

非製造業
自己資本比率

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	0.65	0.16	0.37	0.97	0.65	0.52	0.76	0.24	27
1915	0.63	0.15	0.35	0.97	0.62	0.54	0.74	0.20	27
1916	0.67	0.16	0.37	0.98	0.70	0.54	0.77	0.23	27
1917	0.70	0.16	0.37	0.99	0.70	0.57	0.78	0.21	28
1918	0.69	0.18	0.21	1	0.67	0.58	0.86	0.28	31
1919	0.72	0.18	0.22	1	0.73	0.60	0.87	0.27	34
1920	0.70	0.17	0.27	0.98	0.69	0.57	0.83	0.25	38
1921	0.72	0.18	0.23	0.98	0.73	0.63	0.85	0.22	39
1922	0.71	0.20	0.24	0.98	0.75	0.58	0.91	0.33	41
1923	0.70	0.19	0.21	0.99	0.69	0.58	0.87	0.29	51
1924	0.70	0.19	0.19	1.00	0.72	0.60	0.85	0.25	53
1925	0.69	0.19	0.18	0.99	0.64	0.54	0.87	0.33	51
1926	0.68	0.19	0.19	0.99	0.65	0.52	0.85	0.32	51
1927	0.65	0.20	0.15	1.00	0.60	0.50	0.81	0.31	83
1928	0.60	0.18	0.16	1.00	0.58	0.50	0.74	0.25	94
1929	0.57	0.17	0.12	0.96	0.54	0.47	0.66	0.19	94
1930	0.56	0.19	0.10	0.99	0.52	0.44	0.64	0.20	103
1931	0.55	0.19	0.09	0.99	0.52	0.43	0.62	0.19	105
1932	0.60	0.21	0.09	0.99	0.55	0.45	0.74	0.29	148
1933	0.60	0.21	0.09	1.00	0.55	0.48	0.75	0.27	150
1934	0.62	0.21	0.09	1.00	0.57	0.49	0.75	0.27	149
1935	0.62	0.21	0.06	0.99	0.58	0.48	0.78	0.30	145
1936	0.62	0.30	-2.00	0.99	0.61	0.49	0.81	0.31	149
1937	0.56	0.76	-7.73	1.00	0.60	0.48	0.76	0.28	132
1938	0.63	0.20	0.08	0.99	0.60	0.50	0.80	0.30	122
1939	0.62	0.21	0.08	0.99	0.62	0.50	0.77	0.27	78
1940	0.63	0.20	0.10	0.98	0.62	0.51	0.76	0.25	74
1941	0.65	0.20	0.11	0.99	0.64	0.52	0.83	0.30	69
1942	0.64	0.20	0.10	0.98	0.65	0.52	0.79	0.28	45

鉄道企業
自己資本比率

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	0.63	0.14	0.38	0.88	0.64	0.52	0.71	0.19	15
1915	0.58	0.12	0.35	0.81	0.56	0.52	0.68	0.16	15
1916	0.62	0.12	0.37	0.84	0.60	0.53	0.71	0.17	15
1917	0.65	0.10	0.46	0.78	0.63	0.56	0.76	0.20	15
1918	0.66	0.12	0.52	0.91	0.62	0.56	0.71	0.15	15
1919	0.69	0.12	0.51	0.91	0.67	0.61	0.77	0.16	15
1920	0.69	0.15	0.42	0.95	0.69	0.54	0.82	0.28	15
1921	0.75	0.17	0.42	0.98	0.78	0.63	0.92	0.28	15
1922	0.75	0.15	0.53	0.97	0.76	0.62	0.91	0.29	15
1923	0.74	0.14	0.52	0.99	0.72	0.63	0.86	0.23	23
1924	0.74	0.13	0.43	0.97	0.74	0.65	0.82	0.17	23
1925	0.71	0.17	0.35	0.99	0.70	0.60	0.85	0.25	24
1926	0.69	0.16	0.39	0.97	0.70	0.56	0.83	0.26	24
1927	0.64	0.17	0.35	1.00	0.60	0.48	0.75	0.26	39
1928	0.58	0.14	0.36	0.97	0.58	0.49	0.68	0.19	41
1929	0.54	0.12	0.36	0.85	0.53	0.44	0.60	0.17	41
1930	0.52	0.12	0.36	0.89	0.51	0.43	0.60	0.18	43
1931	0.51	0.12	0.34	0.89	0.50	0.43	0.57	0.14	44
1932	0.50	0.12	0.26	0.90	0.50	0.43	0.55	0.12	48
1933	0.50	0.13	0.25	0.91	0.49	0.42	0.56	0.14	49
1934	0.51	0.13	0.27	0.90	0.50	0.43	0.58	0.15	48
1935	0.51	0.12	0.29	0.88	0.51	0.43	0.58	0.15	46
1936	0.52	0.13	0.30	0.89	0.50	0.45	0.57	0.12	46
1937	0.51	0.15	-0.09	0.92	0.50	0.46	0.55	0.10	39
1938	0.53	0.13	0.29	0.87	0.52	0.46	0.57	0.11	38
1939	0.56	0.12	0.41	0.87	0.54	0.47	0.62	0.15	23
1940	0.57	0.13	0.42	0.91	0.54	0.49	0.61	0.13	20
1941	0.61	0.15	0.42	0.91	0.58	0.53	0.66	0.13	19
1942	0.57	0.08	0.40	0.67	0.59	0.53	0.62	0.09	12

業企力軍

[illegible]

推計使用サンプル (28-36)
自己資本比率

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1928	0.66	0.21	0.12	1	0.67	0.54	0.84	0.30	171
1929	0.65	0.21	0.06	1.00	0.67	0.54	0.82	0.28	173
1930	0.66	0.21	0.02	1.00	0.67	0.54	0.81	0.27	172
1931	0.68	0.21	0.02	0.99	0.69	0.56	0.84	0.28	172
1932	0.67	0.21	0.02	0.98	0.69	0.57	0.83	0.26	174
1933	0.69	0.19	0.02	1.00	0.69	0.59	0.84	0.25	174
1934	0.69	0.18	0.12	0.99	0.71	0.59	0.84	0.25	174
1935	0.70	0.17	0.12	0.97	0.71	0.59	0.82	0.23	172
1936	0.69	0.17	0.23	0.99	0.70	0.56	0.82	0.26	169

全サンプル

ROA

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	0.06	0.05	-0.08	0.28	0.05	0.03	0.08	0.04	89
1915	0.08	0.05	-0.01	0.34	0.06	0.04	0.10	0.06	92
1916	0.12	0.08	0.00	0.43	0.10	0.06	0.16	0.10	97
1917	0.14	0.10	-0.01	0.46	0.12	0.05	0.20	0.15	98
1918	0.15	0.09	-0.01	0.42	0.14	0.08	0.22	0.15	101
1919	0.13	0.10	-0.22	0.37	0.11	0.07	0.19	0.13	109
1920	0.12	0.10	-0.09	0.40	0.10	0.05	0.18	0.12	115
1921	0.06	0.09	-0.47	0.34	0.07	0.03	0.11	0.08	124
1922	0.07	0.10	-0.48	0.50	0.07	0.03	0.12	0.09	125
1923	0.04	0.08	-0.31	0.20	0.06	0.02	0.09	0.08	126
1924	0.06	0.07	-0.32	0.29	0.06	0.03	0.09	0.06	173
1925	0.06	0.06	-0.23	0.19	0.06	0.03	0.09	0.06	176
1926	0.04	0.08	-0.39	0.18	0.06	0.02	0.08	0.06	178
1927	0.04	0.06	-0.45	0.20	0.05	0.02	0.07	0.06	257
1928	0.04	0.15	-2.26	0.18	0.05	0.02	0.07	0.05	262
1929	0.04	0.05	-0.39	0.14	0.05	0.02	0.06	0.04	270
1930	0.01	0.14	-2.22	0.26	0.03	0.00	0.05	0.05	293
1931	0.02	0.06	-0.53	0.14	0.03	0.00	0.05	0.05	299
1932	0.03	0.05	-0.59	0.43	0.03	0.01	0.05	0.05	389
1933	0.05	0.05	-0.27	0.28	0.04	0.02	0.07	0.05	387
1934	0.06	0.06	-0.52	0.30	0.05	0.03	0.08	0.06	389
1935	0.06	0.05	-0.28	0.24	0.05	0.03	0.08	0.05	394
1936	0.04	0.19	-3.25	0.19	0.05	0.03	0.08	0.05	404
1937	0.06	0.04	-0.03	0.21	0.06	0.04	0.08	0.04	382
1938	0.06	0.04	-0.15	0.22	0.06	0.04	0.08	0.04	376
1939	0.07	0.03	-0.08	0.20	0.06	0.04	0.08	0.04	304
1940	0.07	0.03	0.00	0.23	0.06	0.05	0.08	0.03	298
1941	0.06	0.03	-0.12	0.21	0.06	0.04	0.08	0.04	279
1942	0.05	0.03	-0.06	0.13	0.05	0.04	0.06	0.03	212

製造業
ROA

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	0.07	0.06	-0.08	0.28	0.05	0.03	0.09	0.05	62
1915	0.09	0.06	-0.01	0.34	0.08	0.05	0.11	0.06	65
1916	0.14	0.08	0.00	0.43	0.13	0.08	0.17	0.08	70
1917	0.16	0.09	-0.01	0.46	0.17	0.10	0.21	0.12	70
1918	0.17	0.09	0.00	0.37	0.16	0.11	0.24	0.13	73
1919	0.15	0.10	-0.22	0.37	0.14	0.09	0.22	0.14	78
1920	0.14	0.10	-0.07	0.37	0.14	0.07	0.22	0.15	80
1921	0.06	0.09	-0.35	0.26	0.06	0.02	0.11	0.09	86
1922	0.06	0.10	-0.48	0.26	0.07	0.03	0.13	0.10	88
1923	0.04	0.09	-0.31	0.20	0.06	0.01	0.09	0.08	93
1924	0.06	0.07	-0.19	0.29	0.06	0.03	0.10	0.07	122
1925	0.05	0.06	-0.23	0.19	0.06	0.02	0.09	0.07	125
1926	0.03	0.09	-0.39	0.18	0.05	0.01	0.07	0.06	127
1927	0.04	0.07	-0.45	0.20	0.04	0.01	0.07	0.06	176
1928	0.03	0.18	-2.26	0.18	0.05	0.02	0.07	0.05	176
1929	0.04	0.05	-0.39	0.14	0.05	0.02	0.07	0.05	180
1930	0.00	0.17	-2.22	0.26	0.02	-0.01	0.05	0.06	194
1931	0.02	0.06	-0.53	0.14	0.02	0.00	0.05	0.05	194
1932	0.03	0.06	-0.59	0.43	0.03	0.00	0.05	0.05	245
1933	0.06	0.06	-0.27	0.28	0.06	0.03	0.09	0.06	240
1934	0.07	0.07	-0.52	0.30	0.07	0.04	0.10	0.06	241
1935	0.07	0.05	-0.28	0.24	0.06	0.04	0.09	0.05	249
1936	0.06	0.04	-0.09	0.17	0.06	0.04	0.09	0.05	258
1937	0.07	0.03	-0.03	0.20	0.07	0.05	0.09	0.04	255
1938	0.07	0.03	-0.02	0.20	0.07	0.05	0.09	0.04	256
1939	0.07	0.04	-0.08	0.20	0.07	0.05	0.09	0.04	226
1940	0.07	0.03	0.00	0.23	0.07	0.05	0.08	0.03	225
1941	0.06	0.04	-0.12	0.21	0.06	0.04	0.08	0.04	210
1942	0.05	0.03	-0.06	0.13	0.05	0.03	0.06	0.03	168

非製造業
ROA

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	0.04	0.03	-0.02	0.13	0.04	0.03	0.06	0.03	27
1915	0.05	0.04	0.00	0.17	0.04	0.03	0.07	0.03	27
1916	0.08	0.08	0.02	0.38	0.06	0.04	0.07	0.03	27
1917	0.09	0.10	0.00	0.45	0.05	0.04	0.09	0.05	28
1918	0.09	0.09	-0.01	0.42	0.06	0.05	0.09	0.04	28
1919	0.09	0.08	-0.01	0.35	0.07	0.05	0.10	0.05	31
1920	0.08	0.09	-0.09	0.40	0.07	0.04	0.12	0.08	35
1921	0.06	0.11	-0.47	0.34	0.08	0.04	0.10	0.06	38
1922	0.08	0.09	-0.08	0.50	0.07	0.05	0.11	0.06	37
1923	0.06	0.05	-0.10	0.14	0.07	0.04	0.09	0.05	33
1924	0.06	0.08	-0.32	0.15	0.07	0.04	0.09	0.05	51
1925	0.06	0.03	-0.06	0.12	0.06	0.04	0.09	0.05	51
1926	0.06	0.04	-0.05	0.15	0.06	0.04	0.09	0.04	51
1927	0.05	0.04	-0.18	0.12	0.05	0.04	0.08	0.05	81
1928	0.05	0.03	-0.03	0.12	0.05	0.03	0.07	0.04	86
1929	0.04	0.03	-0.14	0.10	0.05	0.03	0.06	0.03	90
1930	0.03	0.05	-0.32	0.20	0.04	0.01	0.05	0.04	99
1931	0.02	0.06	-0.53	0.12	0.03	0.00	0.05	0.04	105
1932	0.03	0.03	-0.08	0.20	0.03	0.01	0.05	0.04	143
1933	0.03	0.04	-0.18	0.28	0.03	0.00	0.05	0.04	147
1934	0.03	0.04	-0.10	0.27	0.03	0.01	0.05	0.05	148
1935	0.04	0.03	-0.04	0.18	0.04	0.01	0.05	0.04	145
1936	0.01	0.31	-3.25	0.19	0.04	0.02	0.06	0.04	146
1937	0.04	0.03	-0.03	0.21	0.04	0.02	0.06	0.03	127
1938	0.04	0.04	-0.15	0.22	0.04	0.03	0.06	0.03	120
1939	0.05	0.03	0.00	0.13	0.05	0.03	0.06	0.03	78
1940	0.05	0.03	0.01	0.13	0.06	0.04	0.08	0.04	73
1941	0.06	0.03	0.01	0.16	0.06	0.04	0.08	0.04	69
1942	0.06	0.02	0.01	0.12	0.06	0.04	0.07	0.03	44

鉄道企業
ROA

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1914	0.04	0.03	-0.02	0.08	0.04	0.03	0.05	0.03	15
1915	0.04	0.02	0.00	0.08	0.04	0.03	0.04	0.02	15
1916	0.05	0.02	0.03	0.10	0.04	0.04	0.07	0.03	15
1917	0.06	0.02	0.03	0.10	0.05	0.04	0.09	0.05	15
1918	0.06	0.02	0.03	0.12	0.06	0.05	0.08	0.03	15
1919	0.07	0.03	0.02	0.15	0.07	0.06	0.08	0.03	15
1920	0.09	0.03	0.04	0.15	0.09	0.06	0.12	0.06	15
1921	0.09	0.04	0.04	0.17	0.09	0.06	0.11	0.05	15
1922	0.09	0.04	0.05	0.18	0.09	0.07	0.12	0.06	15
1923	0.09	0.03	0.02	0.14	0.09	0.06	0.12	0.06	15
1924	0.08	0.05	-0.11	0.15	0.09	0.06	0.12	0.06	22
1925	0.07	0.03	0	0.12	0.07	0.05	0.10	0.05	24
1926	0.07	0.03	0.01	0.14	0.08	0.05	0.10	0.06	24
1927	0.05	0.04	0.00	0.12	0.05	0.03	0.09	0.06	38
1928	0.05	0.03	-0.03	0.10	0.05	0.02	0.07	0.04	40
1929	0.04	0.03	-0.04	0.10	0.04	0.02	0.06	0.04	41
1930	0.03	0.03	-0.05	0.08	0.03	0.01	0.05	0.04	43
1931	0.02	0.03	-0.03	0.08	0.02	0.00	0.04	0.04	44
1932	0.01	0.03	-0.05	0.07	0.01	-0.01	0.03	0.04	48
1933	0.01	0.02	-0.06	0.07	0.01	0.00	0.03	0.03	49
1934	0.02	0.03	-0.10	0.08	0.01	0	0.03	0.03	48
1935	0.02	0.02	-0.02	0.07	0.01	0.00	0.03	0.03	46
1936	0.02	0.02	-0.01	0.07	0.02	0.00	0.03	0.03	45
1937	0.03	0.02	0	0.07	0.03	0.01	0.04	0.03	39
1938	0.02	0.04	-0.15	0.08	0.03	0	0.04	0.04	38
1939	0.04	0.02	0	0.08	0.04	0.03	0.05	0.01	23
1940	0.05	0.02	0.01	0.09	0.04	0.03	0.06	0.02	20
1941	0.05	0.02	0.02	0.10	0.05	0.04	0.06	0.02	19
1942	0.05	0.01	0.02	0.06	0.05	0.04	0.05	0.02	12

電力企業
ROA

[illegible]

推計使用サンプル (28-36)

ROA

year	平均値	標準偏差	最小値	最大値	中央値	第1四分位	第3四分位	IQレンジ	サンプル数
1928	0.04	0.06	-0.42	0.18	0.05	0.02	0.07	0.05	159
1929	0.05	0.04	-0.08	0.14	0.05	0.02	0.07	0.05	162
1930	0.01	0.06	-0.28	0.26	0.01	-0.01	0.05	0.06	171
1931	0.02	0.06	-0.53	0.14	0.02	0.00	0.05	0.04	171
1932	0.03	0.06	-0.59	0.19	0.04	0.01	0.05	0.05	173
1933	0.06	0.05	-0.27	0.23	0.05	0.03	0.08	0.05	170
1934	0.07	0.05	-0.20	0.30	0.06	0.04	0.09	0.05	169
1935	0.07	0.04	-0.09	0.18	0.06	0.04	0.09	0.05	171
1936	0.06	0.04	-0.09	0.16	0.06	0.04	0.09	0.05	167