

Institute of Social Science, The University of Tokyo

Discussion Paper Series

J-171

September, 2009

資本市場と企業統治

—近代日本の綿紡績企業における成長戦略—

東京大学大学院経済学研究科

博士課程 結城武延

2009 年 9 月

J-171

〒113-0033 東京都文京区本郷 7 丁目 3 番 1 号
東京大学社会科学研究所中林真幸研究室気付気付

yukizum@gmail.com

資本市場と企業統治

—近代日本の綿紡績企業における成長戦略—*

結城 武延[†]

JEL Classification: D92, G34, N25

Key Words: 綿紡績業, 近代日本経営史, 企業統治, 直接金融, 長期成長戦略

* 本稿を執筆するに当たり、中林真幸先生、阿部武司先生、宮本又郎先生、岡崎哲二先生の諸先生方からは、多大なるご支援と、ご教示を賜った。また、契約理論研究会(一橋大学)においては、伊藤秀史先生、堀一三先生をはじめ、ご参加下さった皆様から、大変貴重なコメントを賜った。くわえて、産業組織研究会(東京大学)においても、松村敏弘先生、佐々木弾先生、並びにご参加して下さった方々より、貴重なご助言を賜った。お名前をここに記して深く感謝の意を表したい。

[†] 東京大学大学院経済学研究科博士課程、〒113-0033 東京都文京区本郷7丁目3番1号、東京大学社会科学研究所中林真幸研究室気付。E-mail yukizum@gmail.com

問題の所在

本稿は、日本の近代化過程にあつて、それを主導した綿紡績業を対象として、資本市場が企業統治に与えた影響を検証することを課題とする。企業が、短期的な利潤の追求のみならず長期にわたる生産性向上、それを通じた長期的な利潤の最大化を追求する存在（going concern）として定着することは近代的な経済発展の正否を決定的に左右する。それゆえに、企業統治⁽¹⁾における長期成長戦略⁽²⁾の確立の成否は経営史研究において最も重要な課題の一つであり続けている。これまでの経営史研究から得られた重要な知見は、アルフレッド・チャンドラー（Alfred Chandler）のそれに代表される、企業の長期的な成長を追求する雇用経営者の出現がそれを可能にしたというものである⁽³⁾。綿紡績業が、1900-1910年代において企業合併や積極的な設備投資で規模を拡大し、長期的な企業価値最大化を追求したのは、現在の配当のみに関心を持つ近視眼的な株主達の声を抑えて、長期成長戦略を追求した雇用経営者の台頭によるものだといわれている⁽⁴⁾。

こうした見解の背後にある着想は、株式会社の場合、各株主の持株比率が十分に小さければ、各株主の企業統治への関心が薄れ、それが経営者のモラルハザードを誘発する危険がある反面、企業の成長によって自身の生涯所得も増大する雇用経営者が出現すると、むしろ株主の制約を受けずに長期成長戦略を保持できるというものであった。現在の配当のみに関心があり、短期利潤を追求する株主、すなわち近視眼的な株主⁽⁵⁾は長期的な企業価値を追求しない。したがって、近視眼的な株主による企業統治は、長期的な企業価値は達成されないことから、しばしば企業運営の失敗例であると考え

(1) 企業の利害関係者の便益を最大化させるように経営者に当該企業を運営させる仕組みを企業統治とよぶ。

(2) 長期成長戦略とは企業の長期的価値が最大化されるような企業の意思決定を意味している。具体的には、長期的には利潤が得られる投資機会があれば、設備投資を通じてその機会を得ようとする行動である。

(3) Chandler, Jr, Alfred, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977, pp.8-11.

(4) 由井常彦／大東英祐編、『日本経営史3 大企業時代の到来』、岩波書店、1995年、31～44頁。

(5) 将来の利益を犠牲にしても、現在の利益（配当金）を優先する株主の行動が近視眼的な行動、あるいは、投資機会を犠牲にしても当期利益を優先させるような企業の意思決定を本稿では短期利潤戦略と定義する。

られている。このことから、効率的な企業の合理的な選択の結果、すなわち、到達する均衡は、経営者が企業の長期的価値最大化を追求した唯一のそれであるとみなされている。これがチャンドラーに代表される雇用経営者台頭による企業統治の考え方であった。

しかし、資本市場において企業情報や景気動向に基づき株主が株式の売買を行う場合、いかえれば、株主が資本市場において価格受容者（Price Taker）として行動する場合、近視眼的な株主による企業統治も合理的な選択であるという結論が導き出せる。契約理論の観点から、株主による企業統治の構造を明らかにしたアギオンとステイン（Aghion and Stein）がそれである⁽⁶⁾。彼らは経営者の個人所得に株価を組み込むことで、経営者は株価の動向に対応して意思決定を行うものとしている。

株主は当該企業の経営状態や産業動向を観察し、株式保有で得られる収益が最大化されるように、当該企業について将来成長が見込めそうな場合、長期成長戦略に対して高く評価し、もはや成長が見込めそうにない場合、短期利潤戦略に対して高く評価する。この評価は資本市場において株主が価格受容者（Price Taker）として行動する場合、株価の形成で具現される。

したがって、経営者が選択できる戦略、すなわち長期成長戦略と短期利潤戦略はいずれも、所有者である株主と経営者双方にとって合理的な選択となり得る。経営者が株価の動向にも気を配って企業の意思決定を行うとき、近視眼的な株主による企業統治も、長期的視点に立つ株主による企業統治も企業が到達し得る均衡なのである。

企業が直接金融⁽⁷⁾に依存し、かつその株式が市場において公開されている限り、一人一人の株主の株式所有比率小さかったとしても、市場を通じて実現される株価は当該企業の資本調達費用を直接に左右することから、企業の意思決定に多大な影響を及ぼす。資本市場において、雇用経営者が対峙しているのは個々の株主ではなく、彼らの行動が集約された結果としての株価であったはずであり、そして株価は絶対に無視することのできない重要性を持っていたはずなのである。

そうであれば、雇用経営者の役割と同様、資本市場が企業統治に与えた影響も分析されなければならないはずであるが、近代日本経営史において、そのような視点に基

⁽⁶⁾ Aghion, Philippe and Stein, Jeremy, C., “Growth vs Margins: Destabilizing Consequence of Giving the Stock Market What It Wants”, *Journal of Finance*, 1025–1058, 2008.

⁽⁷⁾ 黒字主体である投資家などが赤字主体である企業などに直接、資金が移転される方法である。

づいて体系的に資本市場と企業統治の関係について論じた研究は少なく、特に定量的な観察は決定的に不足しており、企業統治と資本市場との関係に関する事実そのものが明らかにされていない⁽⁸⁾。そうした研究状況を承け、本稿では、戦前日本において直接金融に大きく依存し続けた産業である綿紡績業を事例として、所有者である株主が、資本市場における株価の形成を通じて、企業統治に及ぼした影響の分析を行う。

これまでの経営史研究において資本市場と企業統治の視点から、長期的な成長を遂げた企業の分析を進めた研究のなかでも注目されるべきは九州鉄道を分析した東條（1985）のそれと大阪紡績と日本生命保険会社を分析した宮本／阿部（1999）のそれである⁽⁹⁾。

東條は九州鉄道会社で経営悪化による配当減から端を発した九州鉄道改革運動において、企業の長期成長を目的とした経営者に宥和的な炭鉱業を兼営する大株主が、経営者の長期成長戦略を支えていたことを明らかにした。宮本／阿部は、株主総会議事録の検討を通じて、1890年代、1900年代初めは短期的な株主に支配されていた企業において、安定株主の確保によって、1910年代になると雇用経営者の自立性が高まり、長期成長戦略を選択し得る企業統治が確立したことを明らかにしている⁽¹⁰⁾。

しかしながら、これらの研究をはじめ、定性的な研究において、雇用経営者の自立性が企業統治に果たした役割は明らかにしているが、資本市場が企業統治に果たした役割については定量的に明らかにされていない。資本市場が企業統治に与えた影響についての定量的な研究が必要とされる所以である。

分析期間は1903～18年の約15年間としている。分析期間をこの時期にした理由を

⁽⁸⁾ そのような視点に基づいた先行研究としては、岡崎哲二、「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展—歴史的パースペクティブ」、青木昌彦／ロナルド・ドーア編、『システムとしての日本企業』、NTT出版、1995年、第13章を参照。岡崎は戦前日本において内部資本市場が発達し外部資本市場から比較的独立した財閥系企業とそうではない非財閥系企業の資本構成やROEに対する配当率の感応度の違いを検討することで、戦前日本の企業統治構造が株主主権に近いものであることを示した。

⁽⁹⁾ 東條正、「明治期鉄道会社の経営紛争と株主の動向—「九州鉄道改革運動」をめぐって—」、『経営史学』、Vol.19, No.4, 1～35頁、1985年。宮本又郎／阿部武司、「工業化初期における日本企業のコーポレート・ガバナンス—大阪紡績会社と日本生命保険会社の事例—」、『大阪大学経済学』、48巻3, 4, 1999年。

⁽¹⁰⁾ 株主と経営者の関係に着目して企業統治を論じた研究として、他には中村尚史、『日本鉄道業の形成-1869-1894年-』、日本経済評論社、1998年、第8章が挙げられる。また雇用経営者の自立性と安定株主の確保の観点から企業統治を論じたものとして他に代表的な研究を挙げるとすれば、高村直助、『再発見 明治の経済』、塙書房、1995年、139～147頁がある。

述べておこう。1900～1年の景気後退を経て、日露戦争前後から第一次世界大戦直後にかけて、綿紡績業においては各企業が積極的な設備投資や企業合併などによる規模の拡大、兼営織布や綿糸の高番手化などの経営の多角化に努めてきた。この時期における企業間の戦略の差異がその後の企業の勝敗を決めて、後の六大紡となる企業群が台頭していく契機となった。したがって、近代日本の綿紡績企業で企業統治における長期成長戦略の確立を明らかにするためには1900年代、1910年代を分析期間として設定しなければならないのである。

第一節では、分析の際に企業間のROEの大小で企業を4群に分類し、企業群間で生産性が利益に与えた影響が異なっていたのかどうかを確認する。第二節は、資本市場が企業統治に及ぼした影響を、企業の経営戦略と株価の対応関係を定量的に分析することで明らかにする。その際、企業群間で各企業が長期成長戦略と短期利潤戦略を選択していたという、複数の均衡が存在していたことを示す。第三節は経営者に対する誘因制御の問題を検討している。具体的には、経営者報酬と企業の業績評価の対応関係を推計することで、経営者に対する誘因制度の構造を明らかにする。

第一節 企業間の利益格差の要因分析

1 綿紡績企業の配当政策と経営動向

はじめに綿紡績業の配当政策と経営動向を概観するために、1903～18年における綿紡績業全体の配当性向とROEの関係をみよう⁽¹¹⁾(図1)。用いた史料は大日本紡績聯合会が半期毎に発行した『綿糸紡績事情参考書』の、企業別の資本金、当期の利益金、配当金などが記載された「全国紡績株式会社営業成績表」である。『綿糸紡績事情参考書』は全国の紡績株式会社の生産動向、経営動向、綿製品の輸出入の動向などの数値が網羅されており、綿紡績業について産業レベルで定量的に分析する際に最も有用である。今後の分析においても、用いる経営指標の多くは『綿糸紡績事情参考書』を用いている。

図より、50～100%の範囲内で配当性向が集中している一方で、相対的に高収益・低配当、低収益・高配当まで幅広く分布していたことが確認される。このように異なる企業群が存在していたとすれば、資本市場においても、株主は投資対象として企業の

⁽¹¹⁾ 配当性向=配当金/当期利益×100, ROE=当期利益/払込済資本金×100。

性質によって異なった評価を行う可能性がある。

したがって、本稿においては、第一次的接近として、企業を、ROEを基準として4つの区分、すなわち、「上位企業群」、「中上位企業群」、「中下位企業群」、「下位企業群」に分類しよう。具体的には、各期間において、ROEを基準として、各企業をランク付けしている（表1）⁽¹²⁾。たとえば、ある期間において、全企業が40社であるとすれば、それぞれ「上位企業群」＝「上位10社」、「中上位企業群」＝「11～20位の企業」、「中下位企業群」＝「21～30位の企業」、「下位企業群」＝「31～40位の企業」となる。ROEを基準に分類を行う理由は、それが比較的観察が容易でかつ株主利益に直結する指標であり、投資家が企業の評価を行う際に最重要となる判断材料となるからである。くわえて、ROEと残余のうちで株主に配分される部分（配当金）が負の関係であるがゆえに、ROEの相対的な位置は内部留保の相対的な位置、したがって、設備投資の相対的な位置に直接影響を与えていると考えられるからである。

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

表2は企業別・群別に各業績指標を比較している。上位圏内の2企業群（上位と中上位）を比較すると、一貫して、上位企業の方が中上位企業よりもPER（＝時価総額／当期利益＝株価／一株あたりの当期利益）が高く、配当利回り（＝年間配当金／時価総額＝一株あたりの年間配当金／株価）が低い。これは、上位企業が各期において株主に直接還元される割合（配当利回り）が相対的に低くても、資本市場において株価が高く評価されていることを意味している。上位企業の将来性が市場において高く評価されているのである。また、1900年代、1910年代を通じて、赤字を出していた下位企業群を除いた他の企業群はすべて、配当利回りの平均が10～12%の範囲内におさまっている。一方で、高収益企業ほど配当性向は相対的に低い傾向にある。これは投資家に対して一定水準の配当利回りを保証すれば、内部留保を高める（配当性向を低める）ことが可能であったことを示唆している⁽¹³⁾。すなわち、内部留保を高めて積極

⁽¹²⁾ 分析の便宜上、1900年代から1910年代を通じて、株価と営業成績がともに1年以上観察できる企業をサンプルとした。

⁽¹³⁾ 他に特徴として配当率（＝年間配当金／払込済資本金）は上位企業群が一貫して他

的に設備投資を行うためには、一定以上の利益を上げて、一定範囲内の配当利回りを保証し続けることが肝要だったのである。

2 生産性の測定

資本市場の評価が異なる性質を持つ企業群間で異なる評価を行っていたとしても、それが生産の実態面に対応していたのか否かは確認されるべきである。市場において合理的な投資家によって企業間の相違の評価がなされる場合は、企業間の生産性の違いを掬い上げているはずである。そこで、労働生産性に着目しつつ、企業群で比較することによって、実態面の相違と資本市場の相異なる評価について明らかにしよう。

綿紡績業の生産性の測定は数多くなされてきたが、その中でも包括的な研究は高村(1971)のそれ⁽¹⁴⁾である。高村氏は「機械の生産性」⁽¹⁵⁾が綿紡績業の企業間の利益格差にとって重要な変数であったこと、日露戦争後は規模の経済性がより顕著に見られたことを明らかにした。

また清川(1973)⁽¹⁶⁾は技術進歩が企業の生産性に与えた影響を考察しており、後発国である日本においては機械紡績導入後の早い段階で、伝統的なミュール紡績を用いて高番手の綿糸を生産するよりも太糸の生産性の高い最新式のリング精紡機を生産形態に組み込むことによって、新しい市場を開拓(中国、インド市場)することができ、綿業先進国で、高番手生産の英国と市場を棲み分けることができたことを示した。

宮本(1986)⁽¹⁷⁾は、高村の時期区分に則り、1890年代、1900年代、1910年代の3

の企業群よりも高いことも挙げられよう。産業革命期の会社を起こした記憶が強いことから、この時期における「配当」とは額面に対する配当金の額(配当率)を想定していることが多い。しかし、投資家は「額面に対する」配当率を求めているわけではない。現在、当該企業の株式を購入しようと考えている投資家にとって重要なのは、現在の株価と一株当たりの年間配当金の比率(配当利回り)であろう。株価が上昇し、配当率が上昇しているという現象は、配当利回りの定義(年間配当金/時価総額=一株当たりの年間配当金/株価)より、一定の配当利回りを与えていることに他ならない。

⁽¹⁴⁾ 高村直助、『日本紡績業史序説 上』、塙書房、1971年。

⁽¹⁵⁾ 運転錘数1錘当りの綿糸生産量、すなわち資本生産性をさす。

⁽¹⁶⁾ 清川雪彦、「綿工業技術の定着と国産化について-日本、中国およびインド綿工業比較研究：(1戦前日本)、『経済研究』〔一橋大学〕、第24巻、第2号、117~137頁、1973年。及び、清川雪彦、「日本綿紡績業におけるリング紡機の採用をめぐる-技術選択の視点より-」、『経済研究』〔一橋大学〕、第36巻、第3号、214~227頁、1985年。

⁽¹⁷⁾ 宮本又郎、「明治期綿紡績企業の生産性について」、『大阪大学経済学』、35巻4、1986年。

つの時期それぞれにおいて産業レベルで資本生産性、労働生産性の測定し、それらと技術体系、規模、賃金との対応関係を定量的に明らかにした。宮本は、1900年代、1910年代に労働生産性の格差が企業間の生産効率に決定的な影響を与えていたことを示した。

以上のような先行研究によって、1890年代から1910年代にかけて、綿紡績企業の生産性と技術進歩や規模、賃金との関係は明らかにされてきたが、生産性が利益に与えた影響については定量的に論じられてはいない。上位に位置する企業が低配当政策を背景に設備投資の増大や他企業の合併を行い得た可能性を考慮すれば、企業群の間で生じた収益の差が、設備投資の差に結びついていたのか否かを確認する必要がある。したがって、ここではROEを生産性に回帰させて、その関係を明らかにしよう。

推計式で用いる生産性の定義は、労働生産性＝管糸出来高／（営業日数×就業時間×従業員数（職工数））、資本生産性＝管糸出来高／（営業日数×就業時間×生産設備数（錘数））である。労働生産性は労働投入に対してどれだけ生産量が増えたのかをみる指標であり、資本生産性は資本投入に対してどれだけ生産量が増えたのかをみる指標である。

労働生産性と資本生産性の定義により、労働生産性は、労働生産性＝資本生産性×労働装備率（＝生産設備数／従業員数）と2つの要素に分解される。労働装備率は従業員1人あたりの生産設備数、すなわち職工1人がどれだけの錘数を操作しているのかを示しており、どれだけの設備投資がなされていたのかを表す指標となる。これらの生産性指標を用いて以下の検証を行う。

推計する際には、各企業の個性および時系列の特性を考慮したパネルデータ分析を行い、被説明変数と説明変数の間にみられる関係を明らかにする。これは、調査対象ごとの時系列データ、つまり、パネルデータとなっているデータを単なるプールドデータとみなして推計した場合に（プーリング推定）、個別企業の個性が反映され、推計結果を歪めてしまう可能性が指摘されているためである⁽¹⁸⁾。したがって、今後、本稿の推計においては、パネルデータ分析を行った上で、最も適合度の高い推計モデルを採用することとする。

検証（1）では、企業群間でROEと労働生産性の関係に違いがあったのか否かを調

⁽¹⁸⁾ 伴金美／中村二郎／跡田直澄、『エコノメトリックス〔新版〕』、有斐閣、2006年、159～163頁。

べる。次に、企業群の間で ROE と労働生産性の相違が生じた場合、その要因が検証されなければならない。検証（2）は、労働生産性を資本生産性と労働装備率に分解することによって、どちらの要素がより重要な要因であったのかを調べる。検証（1）の推計式は以下のようになる。

$$\text{検証 (1)} \quad \begin{aligned} ROE_t &= \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t \\ t &= 1903-18 \end{aligned}$$

ROE_t は t 期の ROE で、 X_t は t 期の労働生産性である。検証（2）の推計式は以下である。

$$\text{検証 (2)} \quad \begin{aligned} \ln ROE_t &= \ln \alpha + \beta_1 \ln X_{1t} + \beta_2 \ln X_{2t} + \varepsilon_t \\ t &= 1903-18 \end{aligned}$$

X_{1t} は t 期の資本生産性、 X_{2t} は t 期の労働装備率である。

3 回帰分析の結果

まず企業群別の生産性に関する基本統計量を確認しよう（表 3）。

1903～1910 年については、ROE、労働生産性、資本生産性および労働装備率すべてにおいて上位企業群の平均が他の企業群のそれを上回っている。標準偏差をみると、ROE と労働装備率については上位企業群が相対的に大きく、トップ企業間で ROE と設備投資の格差が大きいことがうかがえる。労働生産性については下位企業群のバラつきが相対的に大きいのは、著しく非効率な企業の影響を反映している。

1911～1918 年については、ROE と労働生産性に関しては、依然として上位企業群が相対的に高いが、他の指標についてはその優位性が減じている。標準偏差をみると、ROE および労働生産性については、上位、中上位企業群の格差が大きく、上位争いが活発であることがうかがえる。

パネルデータ分析の結果をみよう。ここでは、個別企業の個体属性を考慮したモデル（固定効果）、個別企業の属性を確率変数と仮定し、各説明変数と個体属性の間に相関関係があるとみなすモデル（変量効果）、単純にデータをプールして回帰分析したモ

デル（プーリング推定）という 3 つのモデルのいずれが望ましい推計式かを検討している。F 検定が有意であれば、プーリング推定よりも固定効果モデルの方が望ましく、ハウスマン検定が有意であれば、変量効果モデルよりも固定効果モデルの方が望ましい推計式であることを示している。これら 3 つの推計モデルを比較することによって、その推計結果はより頑健的となる。

ROE を被説明変数とし、労働生産性を説明変数とした推計式結果、すなわち検証 1 については表 4 をみてみよう。産業全体でみると労働生産性は ROE に対して正の相関関係をもっている。次に企業群別でみると、上位及び下位企業群では ROE と労働生産性の間に有意な関係は確認されなかった一方で、中上位及び中下位企業群では ROE と労働生産性の間に正に有意な関係があった。

次に、ROE を被説明変数とし、資本生産性と労働装備率を説明変数とした推計式の結果、すなわち検証 2 については表 5 をみてみよう。産業全体でみると資本生産性と労働装備率ともに ROE に対して正に有意である。次に企業群別でみると、上位及び下位企業群では ROE と資本生産性と労働装備率の間に有意な関係はみられなかったが、中上位及び中下位企業群では ROE と資本生産性と労働装備率の間に正に有意な関係があった。

これらの結果は以下のように解釈できる。産業構造でみると、綿紡績経営において、ROE を増大させるためには、機械の回転率を上げる資本の生産性だけではなく、労働装備率の上昇、すなわち、職工 1 人あたりの錘数を増加させ、資本集約化を図る必要があったことを示唆している⁽¹⁹⁾。上位企業群で ROE と生産性との間に有意な関係がみられなかったのは、各企業がほぼ最適な労働資本比率を実現させており、資本生産性や労働装備率の格差が ROE の格差にはつながっていなかったからである。中上位企業群では、t 値は労働装備率のそれ（3.54）が資本生産性のそれ（2.81）よりも高く、この企業群内においては、より資本集約化させた企業が ROE を増大させているといえる。一方、中下位企業群では、t 値は資本生産性のそれ（2.20）が労働装備率のそれ（2.18）よりも高い。この企業群内においては、資本生産性、すなわち機械の回転率を上げた企業がより高収益をあげていたのであろう。また、下位企業群は、ROE とどの生産性指標の間にも有意な関係はみられない。この結果の解釈は、上位のそれと同じというよりも、低収益で非効率な経営をしていた企業が多く、生産性の増大によって収益を

⁽¹⁹⁾ 伴／中村／跡田前掲書，162 頁。

上げるといふ生産構造にうまく結び付けられなかったことを反映している。

以上の ROE と生産性の関係をまとめると、高収益をあげるためには、資本生産性の増大だけではなく、労働装備率の増大も重要であったことが示唆される。つまり、設備投資をより積極的に行い、それを効率的に運営させた企業が高収益を達成しえたのである。

それでは、高収益の企業群が積極的な設備投資を行った一方、低収益の企業群が十分な設備投資を行わず、低収益に陥ってしまったとすれば、それをもたらした企業統治とはどのようなものであったのだろうか。

第二節 資本市場による企業統治の確立

1 企業統治の実証分析

まず企業統治における長期成長戦略に関する2つの仮説を提示しよう。一つ目は企業統治に関するこれまでの経営史研究で中心的な枠組みとして用いられてきた、チャンドラーのそれである⁽²⁰⁾。企業の規模が大きくなり、経営内容が多様化するにつれて経営者が専門家となり、企業の経営と所有が分離する。大規模化に伴い、所有は広範囲に分散し、個々の株主たちは個別の企業経営に関する知識や経験もないばかりでなく、分散投資を行うので、個別企業の経営自体に関心を持つ誘因が小さくなる。株主にかわって、雇用経営者が短期の企業経営だけではなく、長期の意思決定をも左右することになる。雇用経営者は自らの所得を最大化するために、短期的な利潤を極大化する戦略（短期利潤戦略）よりも自分の働く企業の長期的な安定と成長に適した戦略（長期成長戦略）を選択するようになった。かくして雇用経営者の意思決定がそのまま企業の意思決定として選択される。これが、チャンドラーの仮説である。

近代日本経営史研究の多くもまた、この枠組みに基づいてなされてきた。先行研究においては、優秀な雇用経営者が目先の配当ばかりを追う株主の声を抑えて、先見的な視野を持って積極的な設備投資を行い、新たな市場を開拓した事例が数多く積み上げられてきた。綿紡績業の場合においてもまた、大阪紡績の山辺丈夫、尼崎紡績と撰津紡績の菊池恭三、鐘淵紡績の武藤山治、富士瓦斯紡績の和田豊治など優れた経営者が先見性を持って、長期成長戦略を選択し、企業の長期的価値を高めたのは疑いよう

⁽²⁰⁾ Chandler, *The Visible Hand*.

もない⁽²¹⁾。

こうしたチャンドラーの仮説は、成長した企業経営の合理性を説明するものであるが、敗れ去った企業の意思決定の合理性の如何に関しては沈黙している。

一般的に、株主が株式所有から得られる利得は長期的な株価の上昇から得られるそれ（キャピタルゲイン）と現在の配当から得られるそれ（インカムゲイン）で構成されている。しばしば配当収入を求めることが、長期成長戦略を求めていることだと一般的には考えられている。確かに、デイトレーダーが株価値上がり益を得ることに比べれば、配当は半期ごとという意味でより「長期」を追求しているといえる。しかし、株主が投資による長期の株価値上がり益を求める場合は、配当は将来の投資を犠牲にして現在の利益を優先することにつながるものと判断するだろう。すなわち、企業の成長を考える、文字通りの長期の文脈において、株価値上がり益を求める株主は、現在の配当（短期利潤戦略）よりも、投資（長期成長戦略）を優先するのである。

しかし、短期利益を追求する株主が、短期利潤戦略を選択することも、一つの合理的な選択であり得る⁽²²⁾。長期か短期かは、当該企業の性質と株主の時間選好によって合理的に選ばれる二つの選択肢であり、前者が合理的、後者が非合理的という話ではない。すなわち、各株主自身の時間選好、所有企業の性質によって長期成長戦略ばかりでなく、短期利潤戦略も合理的な経営に成り得る。そして、株主はいずれかを選んだ後、報酬体系を設計する。その反応として、経営者は長期成長戦略あるいは短期利潤戦略を選択するのである。

株主は、各々の資産選択に応じて、長期的収入（キャピタルゲイン）をより選好する場合も、短期的収入（インカムゲイン）をより選好する場合もあり得る。そして、株主が経営者に株主利益を増大させるように行動を制御する手段は 2 つある。すなわち、(1) 株主は常に一定の配当利回りを満たすことを要求する、(2) 役員賞与を当期利

⁽²¹⁾ 宮本／阿部上記論文、および、阿部武司／松村敏、「和田豊治と富士瓦斯紡績会社—『和田豊治日記』刊行に寄せて—」、『近代日本研究』〔慶応義塾福沢研究センター〕、第十巻、125～159 頁、1993 年、および、由井常彦／大東英祐編、『日本経営史 3 大企業時代の到来』、岩波書店、1995 年。川井充、「従業員の利益と株主利益は両立するか？—鐘紡における武藤山治の企業統治—」、『経営史学』、Vol.40, No.2, 2005 年、阿部武司、『近代大阪経済史』、大阪大学出版会、2006 年。

⁽²²⁾ 短期的経営であっても、会社企業として合理的な意思決定を行っていた事例として、17 世紀のイギリスにおける合本企業を、大塚久雄は指摘している（大塚久雄、『大塚久雄著作集 第一巻』、岩波書店、1969 年、第 4 章、第一節。

益に連動するように設計するのである⁽²³⁾。

一定の配当利回りを要求することによって、株主は一定の投資資金を確実に回収することができる。当期利益の増減は配当利回りの増減に直結することから、株主は経営者報酬を当期利益に連動するように設計するであろう。これら 2 方向の誘因を経営者に与えれば、経営者の方で、外部環境や市場に応じて、一定の配当を払った後に内部留保を高めて設備投資を増強するのか、あるいは、当期利益をさらに配当として吐き出すのか、どちらが自身の所得を最大化させるのかを判断して経営を行うだろう。

経営者は、設備投資が、長期的には自身の所得最大化に結びつくのであれば、長期成長戦略を選択する。他方、内部留保を犠牲にしても配当金を出して今期の高い役員賞与をもらう方が、経営者報酬の最大化につながり、かつ、当該企業の長期的企業価値の増大がもはや望めそうにないと判断すれば、経営者は短期利潤戦略を選択するだろう。長期成長戦略だけではなく、短期利潤戦略の合理性にも着目する、これが 2 つ目の仮説となる。

本節では、上述の 2 つ目の仮説に基づき、資本市場が企業統治に果たした役割を実証的に明らかにしたい。

本節で行う実証手順は以下のようなになる。まず、前節で分類した企業群別に基づき、各企業が相対的に長期成長戦略と短期利潤戦略、どちらに重きを置いていたのかを検証する。これは仮説において、各企業の経営者が自身の所得増大のためにどちらの戦略を選択していたのかを確定させるためである。そのために経営者が取り得る意思決定の中で、利益処分の決定に着目する。利益処分の決定、すなわち残余の配分決定は、利益の増減に対して内部留保を高めるのか、株主への還元である配当金の支払いを優先するのかという、企業の投資資金の源泉に直接関わるからである。

ここでは利益処分にあたって、内部留保か配当金かという経営者の選択をみるために、説明変数を ROE、被説明変数を配当率の回帰分析と、説明変数を ROE、被説明変数を配当性向（＝配当金／当期利益）のそれを行う。

次に、経営者の戦略に対する資本市場の反応は株価に反映されることから、株価は

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

$t = 1903 - 18$

⁽²³⁾ この仮定の妥当性については、第 3 節で論じる。

という推計式で求まるものとしよう。 $(P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$ は株価の収益率， $(ROE_t - ROE_{t-1})/ROE_{t-1}$ はROEの増加率， D =兼営織布ダミー， I =運転錘数である。株価とROEについて，変化率にしたのは，各企業の相対的な位置の関係を明らかにするためである。また運転錘数については規模の影響を排除するために1期前の運転錘数を2期前の運転錘数で除している。ROEの項の回帰係数(β_1)は経営者の現在の経営を資本市場がどう評価しているのかを，運転錘数項の回帰係数(β_2)，1期前の兼営織布項の回帰係数(β_3)については経営者が過去に行った設備投資活動に対して資本市場がどう評価したのかをみるものである。

したがって，ここでは，ROEを短期利潤戦略の，兼営織布ダミー及び運転錘数が長期成長戦略の代理指標とみなそう⁽²⁴⁾。この推計式で，短期利潤戦略の代理指標の回帰係数(β_1)が正に有意で，かつ，長期成長戦略の代理指標の回帰係数(β_2 ， β_3)がともに有意ではないという結果が出れば，資本市場は短期利潤戦略に対してのみ高い評価を与えていることを意味する。一方，長期成長戦略の代理指標の回帰係数(β_2 ， β_3)の少なくとも1つが正に有意であるという結果が出れば，資本市場は長期成長戦略に対しても高い評価を与えていることを意味する。

2 回帰分析の結果

まず企業の経営戦略が長期成長戦略，短期利潤戦略どちらにウェイトを置いていたのかを，時期別に示した。被説明変数が配当率である場合(表6-1)，1903～1910年については，中上位と下位が正に有意であった。また1911～1918年については，上位，中上位，中下位が正に有意であった。

さらに，被説明変数が配当性向である場合(表6-2)，1903～1910年と1911～1918

⁽²⁴⁾ 1890年代末を転換期として，戦前日本の綿紡績企業は紡績機械のほとんどをミュールからリングへと切り替えた。技術進歩に対応した形でより生産性の高い機械に切り替えたのが転換の主な理由であり，三重紡績の斉藤恒三，大阪紡績の山辺武夫，尼崎紡績の菊池恭三といった当時の技術者が直接英国を視察し，買い付けを行っていた(清川(1973))。また，1890年代以降から日露戦争以降にかけて，市場機会に応じて，紡績企業は綿糸部門だけではなく，織布部門にも進出した(阿部(2006)前掲書，107～9頁)。つまり，1900年代，1910年代の綿紡績企業の設定投資の方向は，1つはリングの増錘，もうひとつは兼営織布部門の追加であった。

年ともに、上位と中上位企業群が負に有意であった⁽²⁵⁾。

現在の収益（ROE）が増加した場合、内部留保に残余利益をまわすためには、株主利益も考慮しなければならない。したがって、ある程度配当率を増大させ、株主にも高収益の恩恵を与える一方で、後の残余部分を増やす（配当性向を下げる）という戦略が、株主の反発も受けずにスムーズに内部留保をまわすことができる手段となりうる。これは表 2 において、上位グループほど配当率が高くなっていることと整合的である。中上位企業群が分析期間を通じて、このような戦略を選択していたことは注目に値する。この企業群は、労働装備率、すなわち、設備投資の増大によって ROE を増大せしめていたからである。中堅よりも上位に位置していた企業は、さらに経営の資本集約化を進めることによって、長期的な企業価値を追求していたのである。

資本市場の反応と経営戦略の関係に関するパネルデータ分析の結果を示したのが表 7 である⁽²⁶⁾。

1903～1910 年については、すべての企業群で株価と ROE のみ正の相関関係があり、さらに、上位および中上位企業群の方が中下位企業群および下位企業群よりも t 値および係数の値が大きい。これは、投資家が一貫して高収益をあげている企業を高く評価している状況を表している。この時期の金融恐慌、日露戦争後の長期不況は、投資資金の回収をより不確実なものにさせて、投資家の投資リスクを増加させた。すなわち、この結果は、投資家が短期利潤戦略を評価していたというよりも、投資資金の回収が不確実な時代においても、一定以上の高収益を出し続けた企業を、より投資資金回収の確実な対象として投資家が評価していたことを反映している。

1911～1918 年については、中上位企業群が運転錘数増加率のみ正に有意、中下位企業群は ROE のみ正に有意であった。運転錘数の増加分の回帰係数が、1910 年以降、中上位企業群において正であったのは、当該企業が設備投資をすることによって、将来の企業価値が増大し、それに伴って将来の株価が上昇することを資本市場が見込んでいる（キャピタルゲインが得られることを期待している）ことを表している。資本市場は将来性のある企業の長期成長戦略を高く評価していたのである。一方、1910 年代以降、上位及び下位企業群についてみると、どの指標も株価は反応していない。この

⁽²⁵⁾ ただし、上位企業群については 10%水準で有意であった。

⁽²⁶⁾ すべての推計式において、プーリング推定が支持されたため、ここではプーリング推定を行っている。

結果は、これらの企業群の勝敗は明らかであるがゆえに、その経営選択の結果は投資家にとって織り込み済みである可能性を示唆している。

いかなる企業群であっても、投資家からみて、各企業に対する将来のキャピタルゲインの予想が不確実であることから、継続的に高収益をあげている企業に対して高評価していた時期が1900年代であり、圧倒的に高収益の企業と継続的に低収益の企業に関するキャピタルゲインの予想は織り込み済みであった一方で、中堅の位置する企業に関するそれについてはいまだ不明瞭であった時期が1910年代であった。そして中堅に位置する企業についても、投資家は所有株式の投資リターンが最大化されることを期待して各企業の評価をした。すなわち、相対的に高収益を上げている企業に対しては、長期的なキャピタルゲインの増大を期待して長期成長戦略に高い評価を与え、相対的に低収益の企業に対しては、短期的なインカムゲインの増大を求めて短期利潤の増大にのみ高い評価を与えていたのである。

3 合理的な資本市場

これまで企業経営に対して株価が反応していたことをみてきた。しかし、異なる企業群間で異なる評価が行われていたことと、その評価が合理的であったことは同値ではない。これまでの分析によって、上位と中上位企業群が長期成長戦略を重視する一方、中下位と下位企業群が短期利潤戦略を優先してきたことがわかった。そこで、本項においてのみ、分析の便宜上、上位と中上位を「上位」、中下位と下位を「下位」に再定義し、投資家が株式投資で求める株式リスクプレミアムを、長期成長戦略志向型企業（上位）と短期利潤戦略志向型企業（下位）とで比較することによって、資本市場の合理性を検討しよう⁽²⁷⁾。

株式リスクプレミアムは、投資先のリスクを加味した当該企業の期待収益率である。したがって、投資家が長期成長戦略志向型企業に投資した場合と、短期利潤戦略志向型企業に投資した場合で株式リスクプレミアムに大きな違いがあれば、片方が投資家にとって有利な投資で、もう一方が不利な投資ということになり、市場は合理的に戦略を評価していたとはいえなくなる。逆に、どちらのタイプの企業に投資しても、長

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

期的にみて、それほど期待収益率が変わらないのであれば、経営戦略について資本市場は合理的に評価していたといえよう。

それでは、上位の企業と下位の企業それぞれの株式リスクプレミアムについてみよう。分析期間を通じての長期的な株式リスクプレミアムを比較すると、上位は 14.85、下位は 16.00 であり、下位が若干上回っていたものの、それほど差はない(図 2)⁽²⁸⁾。株式リスクプレミアムの推移は、図 3 である。日露戦争前後から第一次大戦前については、上位と下位の差があまりなく、第一次大戦後については、下位の株式リスクプレミアムが上位のそれよりも増大する傾向にある。

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

また、第一次大戦以降に上位企業よりも下位企業の株式リスクプレミアムが大きい理由は、株価上昇益である⁽²⁹⁾。1914~18年の株式リスクプレミアムの平均は上位企業が 16.9 に対して、下位企業のそれは 22.73 であった。株式リスクプレミアムの構成要素である株価変化率と配当利回りについては、上記企業は 10.15, 12.03, 下位企業は 17.28, 10.73 であった。第一次大戦後の好況の恩恵を下位企業も受けたことについては、市場も予想外であり、それが思わぬ株価上昇益につながったのであろう。

それでは、このような資本市場の評価に対応して、企業群で異なる戦略が選択されるという複数の合理的な均衡が生じていたとすれば、各企業群の経営者はいかなる誘因によって、そのような意思決定を行っていたのであろうか。

第三節 経営者の誘因制御問題

1 経営者報酬契約とその実態

第二節において明らかにされたのは経営者の意思決定とそれに対する資本市場の反応であった。次に、経営者がいかなる誘因に基づいて意思決定を行っていたのかを明らかにしなければならない。そのために、経営者が得られる利得である経営者報酬と、

⁽²⁸⁾ 上位, 中上位, 中下位, 下位で算出した場合は, 14.42, 15.28, 16.62, 13.62。

⁽²⁹⁾ 図 3 の注を参照。

株主利益に直結する当期利益との関係をみていくことが本節の目的となる。

企業経営に関する情報の非対称性の下で、経営者の選択した戦略が、株主の利益の最大化につながっていたのかは自明ではない。それは検証すべき課題である。これは、契約締結後に、経営者が、その情報優位性を利用して、株主利益を犠牲にしても、経営者自身の利益を増大させる経営戦略をとるという情報の非対称性から生じる、すなわち、モラルハザードの問題である⁽³⁰⁾。それゆえ、株主は、株主利益を最大化するためには、経営者に報酬などによる誘因を与えることによって、モラルハザードが誘発しないようにしなければならない。

株主にとって望ましい経営者の報酬体系とはなにか。一般的には、経営者の努力と相関が高く、かつ事後的に観察可能な業績指標の内、株主利益にとって重要なそれを組み込んで設計した経営者の報酬体系である。具体的には、ROEが観察可能で重要な業績指標となろう⁽³¹⁾。

経営者に与られた報酬体系の構造を検証する前に、まずは、当時の綿紡績業で、株主が経営者報酬をどういう基準で決定しようとしていたのかを確認しよう。

そこで、本項においては、経営者報酬である役員賞与の決定の仕方について記述している定款を、主要企業である大阪紡績、鐘淵紡績、尼崎紡績を事例としてみていく。

大阪紡績では定款に、「当会社取締役ノ撰挙ハ毎年一月株主總會ニ於テ三十株以上所持ノ株主中ヨリ人員三名ヲ投票撰挙」と定められ、一定数以上の株式を保有する株主が役員ノ選挙権を得る。当期利益に占める役員賞与の割合は「毎季ノ景況ニ応」じ、「純益金百分ノ五ヨリ七迄」とされているが、実際には規定の範囲内を上回る場合もあった⁽³²⁾。

鐘淵紡績では定款に、「会社ハ百株以上ヲ所有スル株主中ヨリ五名以下ノ取締役ト三名以下ノ監査役トヲ選ブベシ」と定められており、大阪紡績とほぼ同様の手順で役員が選ばれるが、役員賞与は通常株主總會において、「当期ノ積立金額及ヒ利息又ハ配当金ノ分配案ヲ提出シ認定ヲ求ムベシ。」とされ、定款明文上の限度額は定められていなかった⁽³³⁾。

⁽³⁰⁾ 伊藤秀史、『契約の経済理論』、有斐閣、2003年、147頁。

⁽³¹⁾ 乙政政太、『利害調整メカニズムと会計情報』、森山書店、2004年、16～19頁。

⁽³²⁾ 「大阪紡績会社定款・営業規則」、岡本幸雄編、『明治期紡績関係史料』、九州大学出版会、1996年。

⁽³³⁾ 「鐘淵紡績会社定款」、岡本『明治期紡績関係史料』。

また、尼崎紡績において、役員を選出方法については、大阪紡績や鐘淵紡績と同様に、「会社ハ百株以上ヲ所有スル株主中ヨリ五名以下ノ取締役ト三名以下ノ監査役トヲ選ブベシ」と定められ、一定数以上の株を所有する株主が役員を選挙権を得ていた。そして、役員賞与については当期利益の内、「百分ノ十（前半期繰越金アラハ之ヲ除ク）」と割合を決めつつも、「株主ノ配当金五歩以下ノ時ハ株主總會ノ決議ヲ以テ更ニ割合ヲ定ムヘシ」と、当期利益のうち株主に分配される残余（配当金）が少なかった場合は、株主總會において株主の裁量によって変更できる余地を残している⁽³⁴⁾。

3社の定款に共通しているのは一定数以上の株式を保有する株主が役員として選出され、役員賞与は株主總會において株主が決める余地が残されているという点である。異なる点は株主總會で決まる自由度であり、各期に経営者への配分が株主總會において決まる企業もあれば（鐘淵紡績）、その割合があらかじめ一定の範囲内に決まっている企業もあった（大阪紡績：5～7%、尼崎紡績：10%）。

企業の役員賞与が実際には当期利益の内どの程度を占めていたのかなのであろうか⁽³⁵⁾。1903～18年を通じて当期利益の内、役員賞与が占める割合はそれぞれ、鐘淵紡績で2～6%、尼崎紡績で5～10%、大阪紡績（東洋紡績）で4～15%となっている。実際の役員賞与は定款の枠を超えて決まっていたのである。

実際の役員賞与は必ずしも定款で一律に決まっていたわけではなく、株主總會においてその割合が議論される場合があった。定款で記述された割合を決める規準は、いずれの企業についても当期利益であった。経営者の経営戦略の評価を行う指標として、現在の企業収益を株主がいかに重視していたのかがうかがえる。

2 経営者の誘因制御問題

当時の株主が、いかなる業績指標を基準として、経営者報酬を決定していたのかを明らかにするのが本項の目的である。前項の分析でみたように、株主は経営者の報酬決定に影響を与えることができた。そこで、まず経営者報酬と各業績指標の基本統計量を求め、企業群間の違いを概観する。次に経営者報酬（役員賞与）がどの程度、業績評価を基準として決定されていたのかを、役員賞与を被説明変数として、ROEを説明変数とした回帰分析を行い、探ってみよう。

⁽³⁴⁾ 「尼崎紡績定款」、岡本『明治期紡績関係史料』。

⁽³⁵⁾ 各企業の役員賞与及び当期利益については、各期各企業の「考課状」を参照した。

企業群別の基本統計量について、役員賞与、ROE、株価の動向をみていく（表 8）。役員所与、株価、の平均はいずれの期間も上位企業群が高水準であった。一方、標準偏差をみると、役員賞与は上位企業群が大きかったが、株価と ROE については中上位、中下位が大きい場合もあった。中下位企業群の役員賞与の最頻値が 0 円であるのは、企業の多くがしばしば低利益または赤字によって、無配当に至り、その場合は、役員賞与が支払われないことがあったからである。

次に、経営者報酬体系がいかに設計されていたのかを探るために回帰分析を行う。その際、各変数は収益率を用いている⁽³⁶⁾。

3 回帰分析の結果

パネルデータ分析の結果を示したのが、表 9 である。すべて企業群の役員賞与は、ROE に強く連動していることがわかる。1%水準で有意であり、自由度修正済み決定係数も高い。

いずれの企業群についても、経営者報酬は現在の ROE に連動して設計されていたことは、2 節で提示した仮説を支持している。どのような収益構造を持つ企業であっても、やはり、現在の収益をおろそかにした経営は許されない、ということである。これは第一項でみたように、当期利益のうち何パーセントかを配分するという定款の規定からも支持される。

このように、現在の ROE に連動する形で報酬体系を設計するということは、一方では過大投資を妨げ、他方では低収益構造から脱却する誘因を与える効果があることが示唆される。

小括

先行研究でたびたび強調されてきた大企業に成長した企業における雇用経営者の先導的役割が重要であったことは事実ではあるが、雇用経営者の能力が発揮され得たのは、資本市場において、株主が雇用経営者のそのような意思決定を支持していたことが背景にあった。

株主は自らの利得を最大化するべく所有する企業の将来性に応じて、現在の配当収

⁽³⁶⁾ 差分（当期の値－前期の値）をとった理由は、各企業の個性の影響を除去するためである。

入を犠牲にしてもなお、より高い将来の株価値上がり益が望めそうな場合は、配当よりも内部留保を優先させる経営者の意思決定を支持した。一方、当該企業への再投資が将来の株価値上がり益につながらないと判断した場合は、経営者が現在利益を配当として吐き出す戦略を評価していた。

そして企業経営において経営者は、2方向の誘因制御、すなわち（1）一定の配当利回りの保証、（2）当期利益に連動した経営者報酬、を与えられていた。経営者はそのような誘因制御の下で自身の所得を増大させるように、自らが経営する企業環境に応じて、企業の長期的成長を追求するか、あるいは、短期的利潤を追求するのかを判断していた。

それでは、一定以上の配当は強く求めないという中上位以上の企業にみられる企業統治を課した場合に、なぜ経営者は内部留保を、私的利益のために利用することなく、株主利益につなげたのか。それは、経営者報酬が当期利益に強く連動した形で設計され、かつ、経営者は自身の経営する企業の成長の可能性をよく知っており、将来の企業価値の増大が経営者自身の長期的な所得の増大につながるからであった。このように、経営者が判断したとすれば、内部留保の私的流用は経営者の最適反応にはならない。

他方、中下位以下の企業においては、経営者自身がもはや成長の見込みがないと判断し、投資はせず、利益の増分は配当として吐き出すことが、経営者報酬を増大させる経営者の最適反応になったのである。事実、2節でみたように、1900年代、1910年代にわたって、利益の増分の一部を株主に還元し（配当率を増加させ）、残りを内部留保に回す（配当性向を下げる）意思決定を行ったのは中上位以上の企業のみであった。「雇用経営者の自立性」は、このような誘因制御の下ではじめて効率的に機能しうるものであったと考えられるのである。

近代日本の資本市場においては、配当率の一定以上の保証と当期利益を指標として、株主は企業を評価、統治しており、そのような株主の行動を所与として、経営者は自身の所得を最大化するように、経営する企業の性質と将来性に応じて最も望ましい経営戦略を選択していた。長期成長戦略を選択することによって長期的な企業価値の最大化を達成し得た相対的に高収益な企業群と、今期のROEの上昇を追求することを求められた相対的に低収益な企業群という、複数の合理的な均衡が存在していたのが1900年代、1910年代の綿紡績業の常態であった。

表1 利益率による企業群の分類

%

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

資料 大日本綿糸紡績同業聯合會報告、『綿糸紡績事情参考書』。

注1 利益率別の企業分類: ≤25%:上位, >25%, ≤50%:中上位, >50%, ≤75%:中下位, >75%, ≤100%:下位。

注2 表のパーセント表示は、『綿糸紡績事情参考書』において半年毎に記載された全企業における利益率(ROE)ランク付けの各期間(1903-10年, 1911-18年)の平均を示している。たとえば, 1903-1910年において, ある企業の利益率が, 1903年上期に40社中5位であれば, $5/40 \times 100 = 12.5\%$ となり, 「上位企業群」としてカウントされる。そして期間中を通じて利益率の平均の順位が25%以内であれば, 「上位企業群」に分類される。

注3 大阪紡績と三重紡績は1914年6月に合併して東洋紡績を新設したので, 1914年下期以降の東洋紡績のデータは三重紡績に含めた。尼崎紡績と摂津紡績は1918年6月に合併して大日本紡績を新設したので, 1918年下期の大日本紡績のデータは摂津紡績に含めた。和歌山紡績と和歌山織布は1911年3月に合併して和歌山紡績を新設したので, 1911年上期以降の和歌山紡績のデータは和歌山織布に含めた。

表2 綿紡績企業の業績動向(1903-1918)

単位: %

		1903-1910						1911-1918						
	企業名	PER	配当利回り	ROE	運転錘数 増加率	配当性向	配当率	企業名	PER	配当利回り	ROE	運転錘数 増加率	配当性向	配当率
上位	尼崎	11.75	10.11	31.28	0.04	54.92	32.69	尼崎	13.96	9.95	24.02	0.17	63.44	29.48
	摂津	14.09	8.90	26.09	0.04	58.09	28.57	岸和田	14.22	11.13	37.87	0.07	61.51	42.09
	大阪合同	16.17	9.87	13.65	0.02	77.56	18.92	福島	14.71	8.91	28.47	0.06	60.74	35.59
	岸和田	8.52	16.01	24.58	0.04	60.55	28.13							
	和歌山織布	14.44	14.35	15.36	0.10	89.56	21.04							
	上位平均	12.99	11.85	22.19	0.05	68.14	25.87	上位平均	14.30	10.00	30.12	0.10	61.90	35.72
中上位	大阪	10.02	14.07	12.31	0.08	57.37	13.00	大阪	12.81	11.30	10.42	0.08	66.98	13.11
	鐘淵	11.71	9.88	14.99	0.02	57.79	14.15	鐘淵	11.61	12.64	21.32	0.10	64.66	26.31
	堺	11.05	11.91	20.69	0.04	61.91	21.58	大阪合同	18.95	8.37	20.95	0.04	70.92	23.64
	東京瓦斯	9.25	20.45	13.49	-0.13	83.33	23.92	倉敷	10.04	14.78	27.80	0.05	62.15	32.37
	日本	17.25	8.95	9.26	0.01	72.94	12.81	堺	9.93	13.34	15.15	0.05	61.92	17.77
	福島	15.24	11.37	15.49	0.11	72.49	18.04	下野	14.77	12.99	4.17	-0.07	95.92	8.00
	富士	15.33	10.43	13.25	0.14	60.69	14.64	摂津	14.67	11.72	28.03	0.14	65.11	34.41
	三重	10.87	11.50	16.42	0.08	59.04	18.21	富士	10.11	14.13	17.25	0.04	62.56	20.08
								三重	10.08	11.89	26.64	0.10	52.09	28.11
								愛媛	10.63	11.78	14.62	0.06	58.95	19.46
								和歌山織布	13.64	13.12	29.86	0.14	71.63	29.82
中上位平均	12.59	12.32	14.49	0.04	65.70	17.04	中上位平均	12.48	12.37	19.66	0.07	66.63	23.01	
中下位	愛媛	-32.26	8.89	5.25	0.27	36.36	8.20	天満織物	16.77	16.68	9.48	0.04	53.21	10.93
	尾張	31.80	8.13	6.00	-0.02	100.42	10.00	内外綿	12.27	12.54	16.94	0.04	66.89	18.91
	金巾製織	13.14	9.54	8.46	0.20	53.19	10.24	日清	24.56	6.26	7.24	0.04	72.87	11.02
	郡山	2.98	8.30	13.08	0.02	32.54	9.69	日本	20.50	7.88	7.98	0.05	78.10	12.00
	天満織物	9.78	14.66	6.59	0.10	62.43	8.28	和泉	8.59	15.24	8.27	0.05	64.36	10.75
	東京	11.52	18.78	6.70	0.14	90.42	11.25							
	内外綿	12.95	10.21	12.50	-0.01	64.43	13.53							
	和歌山	29.07	8.44	3.81	0.11	115.58	7.14							
	中下位平均	9.87	10.87	7.80	0.10	69.42	9.79	中下位平均	16.54	11.72	9.98	0.04	67.08	12.72
	下位	下野	20.54	10.01	4.64	0.27	99.14	8.21	東京	6.79	24.31	4.90	0.06	79.52
日清		15.83	3.78	2.15	0.04	54.10	4.16	日出	16.98	9.09	7.76	0.19	74.51	11.34
下位平均		18.18	6.89	3.40	0.16	76.62	6.19	下位平均	11.89	16.70	6.33	0.12	77.01	9.53

資料 各企業の財務情報については、大日本績連合会『綿糸績事情参考書』及び各社「考課状」より採録。株価は『大阪朝日新聞』、『中外商業新報』より採録。

注1 PER(株価収益率)=時価総額/当期利益, 配当利回り=年間配当金/時価総額×100, ROE=当期利益/払込済資本金×100, 運転錘数増加率=(今期錘数-1期前錘数)/1期前錘数, 配当性向=配当金/当期利益, 配当率=年間配当金/払込済資本金。

注2 各指標は期間の算術平均で求めた。

表3 生産性に関する基本統計量(1903-1918)

	上位			中下位		
	1903-1910			1911-1918		
	ROE	労働生産性	資本生産性	労働生産性	資本生産性	労働生産性
平均	21.81	228.02	4.45	53.02	30.88	251.01
標準誤差	1.54	8.44	0.07	2.34	2.92	13.90
中央値	19.45	210.11	4.47	47.48	25.91	231.03
最頻値	16.61	248.42	4.37	70.20	#N/A	#N/A
標準偏差	11.95	65.37	0.52	18.16	17.51	83.41
尖度	1.53	0.53	-0.05	-0.16	5.65	5.16
歪度	1.21	0.83	0.26	0.79	2.31	2.08
最小	7.26	122.06	3.41	29.29	12.63	150.26
最大	62.88	422.36	5.86	100.23	96.63	556.16
観察数	60			35		

	1903-1910			1911-1918		
	ROE	労働生産性	資本生産性	労働生産性	資本生産性	労働生産性
平均	8.52	177.07	4.37	38.12	10.48	247.26
標準誤差	0.71	7.58	0.07	1.30	1.15	15.23
中央値	7.36	161.89	4.39	35.77	8.72	216.20
最頻値	#N/A	145.83	4.18	33.44	#N/A	#N/A
標準偏差	5.42	58.25	0.58	9.97	8.50	112.91
尖度	-0.90	1.12	3.95	3.33	11.68	-0.34
歪度	0.36	1.04	0.79	1.43	3.05	0.74
最小	-1.16	72.34	2.86	16.43	0.11	97.30
最大	19.73	364.27	6.68	74.72	49.76	541.90
観察数	59			55		

	中上位			下位		
	1903-1910			1911-1918		
	ROE	労働生産性	資本生産性	労働生産性	資本生産性	労働生産性
平均	15.72	167.05	4.34	41.72	21.70	208.81
標準誤差	0.98	6.99	0.06	1.31	1.42	5.39
中央値	11.62	158.56	4.43	39.77	16.71	201.20
最頻値	9.41	129.76	4.56	25.02	#N/A	226.39
標準偏差	10.50	74.62	0.67	13.98	15.47	58.51
尖度	0.85	23.25	5.03	16.22	3.54	20.56
歪度	1.19	3.75	-1.41	3.08	1.76	3.63
最小	1.50	24.33	1.05	23.20	4.85	103.61
最大	50.21	695.00	5.74	132.46	85.89	581.79
観察数	113			118		

	1903-1910			1911-1918		
	ROE	労働生産性	資本生産性	労働生産性	資本生産性	労働生産性
平均	5.56	151.26	4.14	35.79	6.90	206.97
標準誤差	1.04	25.49	0.16	4.63	0.90	19.22
中央値	4.01	121.38	4.06	32.12	6.23	197.21
最頻値	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
標準偏差	3.74	91.91	0.59	16.70	2.84	60.79
尖度	0.23	8.55	-0.25	8.93	1.07	3.42
歪度	1.08	2.84	-0.10	2.82	1.06	1.14
最小	1.64	95.10	3.08	23.20	3.53	111.72
最大	13.83	433.99	5.13	87.56	12.96	348.09
観察数	13			10		

資料 説明変数である各種生産性指標については、大日本綿糸紡績同業聯合會報告、『大日本紡績聯合會月報』、『営業実況報告書』より作成。被説明変数であるROEについては、各企業の「考課状」と「綿糸紡績事情参考書」、『全国紡績会社営業成績表』より作成。

注 各種生産性指標の求め方は、以下のようである。労働生産性＝管糸出来高/(営業日数×就業時間×職工数(片番))*1000。資本生産性＝管糸出来高/(営業日数×就業時間×運転鐘数)*1000。職工人あたり鐘数＝運転鐘数/職工数(片番)。ただし、生産している糸による生産効率を考慮するために、管糸出来高については標準化を行った。資本生産性については製額換算率を適用(守屋典郎(1973)を参照)。労働生産性については、人員換算率を適用した(宮本又郎(1986a), 152頁の推計より算出)。

表4 生産性と利益率の関係一検証I一(1903-1918)

分類	産業全体			中上位		
	採択されたモデル	変量効果	プーリング	採択されたモデル	変量効果	プーリング
被説明変数:ROE	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value
労働生産性	0.61	6.22	0.00	0.26	1.35	0.18
定数項	-0.64	-1.25	0.21	1.30	1.29	0.20
R ²	0.08			0.01		
観察数	464			95		

分類	産業全体			中上位		
	採択されたモデル	変量効果	プーリング	採択されたモデル	変量効果	プーリング
被説明変数:ROE	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value
労働生産性	0.42	4.58	0.00	0.26	1.37	0.17
定数項	0.21	0.42	0.68	1.31	1.32	0.19
R ²	0.08			0.02		
観察数	464			95		

分類	中下位			下位		
	採択されたモデル	変量効果	プーリング	採択されたモデル	変量効果	プーリング
被説明変数:ROE	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value
労働生産性	0.72	4.47	0.00	0.08	0.22	0.83
定数項	-1.24	-1.45	0.15	1.91	0.97	0.35
R ²	0.14			0.05		
観察数	114			23		

分類	中下位			下位		
	採択されたモデル	変量効果	プーリング	採択されたモデル	変量効果	プーリング
被説明変数:ROE	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value
労働生産性	0.72	4.47	0.00	0.06	0.18	0.86
定数項	-1.24	-1.45	0.15	2.06	1.13	0.26
R ²	0.14			0.05		
観察数	114			23		

資料 説明変数である各種生産性指標については、大日本綿糸紡績同業聯合會報告、『大日本紡績聯合會月報』、『営業実況報告書』より作成。被説明変数であるROEについては、各企業の「考課状」と『綿糸紡績事情参考書』、『全国紡績会社営業成績表』より作成。

注1 ROE、労働生産性ともに対数変換をして推計。

注2 分類別のF値及びハウスマン検定のP値は以下である。F値:0.00, 0.12, 0.90, 0.04, 0.11(産業全体, 上位, 中上位, 中下位, 下位), ハウスマン検定:0.46, 0.71, 0.54, 0.49, 0.50(産業全体, 上位, 中上位, 中下位, 下位)。

表5 生産性と利益率の関係—検証2—(1903-1918)
労働生産性＝資本生産性 × 労働装備率
推定方法 パネル推計(ブーリング推定)

分類 採択された モデル	産業全体			中上位		
	変量効果 t-value	p-value	ブーリング t-value	ブーリング t-value	ブーリング t-value	ブーリング p-value
被説明変 数:ROE	0.68	3.49	0.00	0.44	1.35	0.18
資本生産 性				0.96	2.81	0.01
労働装備 率	0.51	4.25	0.00	0.25	1.02	0.31
定数項	-0.41	-0.71	0.48	1.05	0.99	0.32
R ²	0.05			0.01		
観察数	464		95		0.06	231

推定方法 パネル推計(変量効果)

分類 採択され たモデル	産業全体			上位			中上位		
	変量効果 t-value	p-value	ブーリング t-value	ブーリング t-value	ブーリング t-value	ブーリング t-value	ブーリング t-value	ブーリング p-value	
被説明変 数:ROE	0.46	2.76	0.01	0.43	1.36	0.18	0.95	2.83	0.01
資本生産 性									
労働装備 率	0.55	4.56	0.00	0.31	1.28	0.20	0.63	3.48	0.00
定数項	-0.33	-0.61	0.54	0.84	0.81	0.42	-1.27	-1.35	0.18
R ²	0.05			0.01			0.06		
観察数	464		95				231		

分類 採択された モデル	中下位			下位		
	ブーリング t-value	p-value	ブーリング t-value	ブーリング t-value	p-value	ブーリング t-value
被説明変 数:ROE	0.74	2.20	0.03	-0.26	-0.33	0.74
資本生産 性						
労働装備 率	0.50	2.18	0.03	0.28	0.51	0.62
定数項	-0.45	-0.44	0.66	1.69	0.76	0.46
R ²	0.06			0.08		
観察数	114		23			

分類 採択され たモデル	中下位			下位		
	ブーリング t-value	p-value	ブーリング t-value	ブーリング t-value	p-value	ブーリング t-value
被説明変 数:ROE	0.81	2.44	0.02	-0.15	-0.22	0.83
資本生産 性						
労働装備 率	0.43	1.93	0.05	0.37	0.74	0.46
定数項	-0.29	-0.29	0.77	1.26	0.63	0.53
R ²	0.06			0.08		
観察数	114		23			

資料 説明変数である各種生産性指標については、大日本綿糸紡績同業聯合會報告『大日本紡績聯合會月報』、「営業実績報告書」より作成。被説明変数であるROEについては、各企業の「考課状」と「綿糸紡績事情参考書」、「全国紡績会社営業成績表」より作成。

注1 ROE、資本生産性及び労働装備率ともに対数変換をして推計。

注2 分類別のF値及びハウスマン検定のP値は以下である。F値:0.00, 0.08, 0.80, 0.06, 0.10(産業全体, 上位, 中上位, 中下位, 下位), ハウスマン検定:0.36, 0.13, 0.92, 0.21, 0.34(産業全体, 上位, 中上位, 中下位, 下位)。

表6-1 利益処分の決定:ROEと配当率

1903-1910				1911-1918									
推定方法 OLS				推定方法 OLS									
上位		中上位		上位		中上位							
被説明変数=配当率				被説明変数=配当率									
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value
定数項	14.354	10.875	0.000	9.739	12.404	0.000	定数項	6.461	5.346	0.000	6.936	8.271	0.000
ROE	-0.076	-1.412	0.163	0.088	2.235	0.027	ROE	0.113	3.302	0.002	0.255	7.997	0.000
R ²	0.016			0.031			R ²	0.221			0.368		
観察数	64			94			観察数	37			103		

中下位				下位			中下位				下位		
被説明変数=配当率				被説明変数=配当率			被説明変数=配当率				被説明変数=配当率		
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value
定数項	10.912	6.482	0.000	4.560	3.199	0.006	定数項	7.350	7.177	0.000	20.914	2.999	0.017
ROE	0.282	1.660	0.102	0.886	3.702	0.002	ROE	0.321	4.340	0.000	-1.051	-1.117	0.296
R ²	0.026			0.443			R ²	0.271			0.027		
観察数	51			18			観察数	44			12		

表6-2 利益処分の決定:ROEと配当性向

1903-1910				1911-1918									
推定方法 OLS				推定方法 OLS									
上位		中上位		上位		中上位							
被説明変数=配当性向				被説明変数=配当性向									
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value
定数項	97.096	18.635	0.000	78.090	27.602	0.000	定数項	69.247	15.508	0.000	73.972	24.095	0.000
ROE	-1.241	-5.868	0.000	-0.918	-6.469	0.000	ROE	-0.247	-1.958	0.059	-0.424	-3.641	0.000
R ²	0.358			0.249			R ²	0.075			0.103		
観察数	64			94			観察数	37			103		

中下位				下位			中下位				下位		
被説明変数=配当性向				被説明変数=配当性向			被説明変数=配当性向				被説明変数=配当性向		
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value
定数項	94.513	8.077	0.000	61.273	4.390	0.001	定数項	72.938	11.160	0.000	89.650	8.534	0.000
ROE	-2.770	-2.344	0.022	2.977	1.270	0.224	ROE	-0.564	-1.201	0.236	-1.850	-1.341	0.222
R ²	0.064			0.037			R ²	0.009			0.091		
観察数	51			18			観察数	44			12		

資料 大日本綿糸紡績同業聯合會報告、『綿糸紡績事情参考書』。

注 ROE=当期利益/払込済資本金, 配当性向=配当金/当期利益, 配当率=配当金/払込済資本金 いずれもパーセント表示。

表 7 時期別・企業群別資本市場の評価

推定方法 OLS

1903-1910							1911-1918						
上位				中上位			上位			中上位			
被説明変数＝収益率				被説明変数＝収益率			被説明変数＝収益率			被説明変数＝収益率			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	
定数項	-0.37	-1.78	0.08	-0.04	-0.26	0.80	0.20	0.56	0.58	-0.24	-3.23	0.00	
ROE	0.32	3.57	0.00	0.25	5.51	0.00	0.08	0.74	0.46	-0.01	-0.92	0.16	
運転錘数増加率	0.12	0.70	0.49	-0.14	-0.95	0.34	-0.20	-0.68	0.50	0.36	6.55	0.00	
兼営織布ダミー	-0.01	-0.17	0.87	-0.01	-0.23	0.82	-0.01	-0.09	0.93	-0.06	-1.02	0.31	
F-value	4.48			10.28			0.35			15.39			
R ²	0.16			0.21			0.03			0.27			
観察数	64			94			37			103			
中下位				下位			中下位			下位			
被説明変数＝収益率				被説明変数＝収益率			被説明変数＝収益率			被説明変数＝収益率			
説明変数	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	t-value	p-value	
定数項	0.31	1.19	0.24	-0.29	-2.18	0.05	-0.17	-0.45	0.65	0.07	0.10	0.92	
ROE	0.04	1.90	0.06	0.17	1.99	0.07	0.01	2.67	0.01	0.22	0.62	0.56	
運転錘数増加率	-0.15	-0.67	0.50	0.08	0.78	0.45	0.32	0.88	0.38	-0.03	-0.06	0.95	
兼営織布ダミー	-0.09	-0.88	0.38	0.368	0.947	0.397	-0.12	-1.69	0.10	-0.31	-1.06	0.34	
F-value	1.57			2.48			3.17			0.44			
R ²	0.03			0.09			0.11			0.21			
観察数	51			18			44			12			

資料 各企業群の ROE については各社「考課状」、運転錘数および兼営織布については、大日本綿糸紡績同業聯合會報告、『大日本紡績聯合會月報』、「営業実況報告書」より作成。収益率（株価）は『大阪朝日新聞』、『中外商業新報』より抽出。

表 8 役員報酬及び業績指標に関する基本統計量(1903-1918)

	上位						中上位					
	1903-1910			1911-1918			1903-1910			1911-1918		
	役員賞与	ROE	株価	役員賞与	ROE	株価	役員賞与	ROE	株価	役員賞与	ROE	株価
平均	13,354.44	24.36	72.30	53,460.61	30.97	104.04	48,903.56	17.10	78.39	116,735.65	21.43	99.56
標準誤差	1,131.06	1.85	4.65	6,023.04	3.16	4.84	4,986.42	1.18	3.83	15,134.61	1.43	5.51
中央値	11,400.00	22.79	70.00	41,200.00	25.66	99.50	38,000.00	13.72	80.50	70,000.00	17.30	87.00
最頻値	10,000.00	16.61	39.00	24,000.00	#N/A	99.00	50,000.00	#N/A	45.00	80,000.00	#N/A	39.50
標準偏差	7,587.35	12.41	31.22	34,599.71	18.12	27.80	46,242.17	10.97	35.56	152,100.93	14.36	55.37
尖度	0.52	0.98	0.32	-0.67	5.29	-0.07	3.55	0.42	2.19	8.61	2.85	0.91
歪度	1.11	1.01	0.64	0.74	2.27	0.28	1.73	1.00	0.81	2.68	1.58	1.08
最小	4,600.00	7.77	23.50	14,000.00	12.63	41.50	0.00	1.50	14.00	1,300.00	4.85	28.20
最大	33,700.00	62.88	167.00	128,000.00	96.63	166.50	229,941.00	50.21	214.00	836,388.00	81.10	285.00
観察数	45			33			86			101		

	中下位						下位					
	1903-1910			1911-1918			1903-1910			1911-1918		
	役員賞与	ROE	株価	役員賞与	ROE	株価	役員賞与	ROE	株価	役員賞与	ROE	株価
平均	12,671.63	8.66	44.78	33,372.00	11.55	59.26	5,552.92	3.91	29.11	9,790.00	6.97	45.19
標準誤差	1,543.43	0.80	3.27	4,998.79	1.54	5.15	918.77	0.95	4.08	1,994.28	0.87	5.16
中央値	8,450.00	7.59	39.00	22,000.00	8.98	51.75	5,240.00	3.99	31.00	7,400.00	6.23	48.90
最頻値	0.00	#N/A	17.00	10,000.00	#N/A	85.00	10,000.00	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
標準偏差	11,022.28	5.72	23.33	35,346.79	10.91	36.44	3,182.71	3.27	14.13	6,306.47	2.76	16.33
尖度	0.33	-0.55	0.93	4.00	8.96	0.00	-0.96	1.39	0.70	3.51	1.26	-0.86
歪度	1.07	0.04	1.12	1.89	2.89	0.70	-0.07	-0.13	0.61	1.76	1.19	-0.19
最小	0.00	-4.27	12.60	0.00	0.11	12.00	0.00	-3.00	10.30	3,650.00	4.07	19.80
最大	42,303.00	19.73	112.00	160,000.00	56.63	157.00	10,000.00	9.44	60.00	25,000.00	12.96	71.00
観察数	51			51			12			10		

資料 役員賞与，ROEについては各社「考課状」，株価は『大阪朝日新聞』，『中外商業日報』

表9 経営者報酬の決定要因(1903-1918)

推定方法 OLS		パネル推計(固定効果)			
分類	上位		中上位		中上位
	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	
被説明変数: 役員賞与(t)					
ROE(t)	0.65	9.27	0.00	0.77	14.33
定数項	0.12	2.85	0.01	0.11	3.90
R ²		0.53			0.54
観察数		73			168

分類	中下位		下位		中下位
	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	
被説明変数: 役員賞与(t)					
ROE(t)	0.30	8.30	0.00	1.16	8.08
定数項	0.15	2.11	0.04	0.10	1.65
R ²		0.44			0.80
観察数		80			15

分類	上位		中上位		中上位
	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	
被説明変数: 役員賞与(t)					
ROE(t)	0.65	9.09	0.00	0.80	14.39
定数項		0.52			0.54
R ²		73			168

分類	中下位		下位		中下位
	回帰係数	t-value	p-value	回帰係数	
被説明変数: 役員賞与(t)					
ROE(t)	0.32	8.13	0.00	1.09	8.31
定数項		0.42			0.84
R ²		80			15

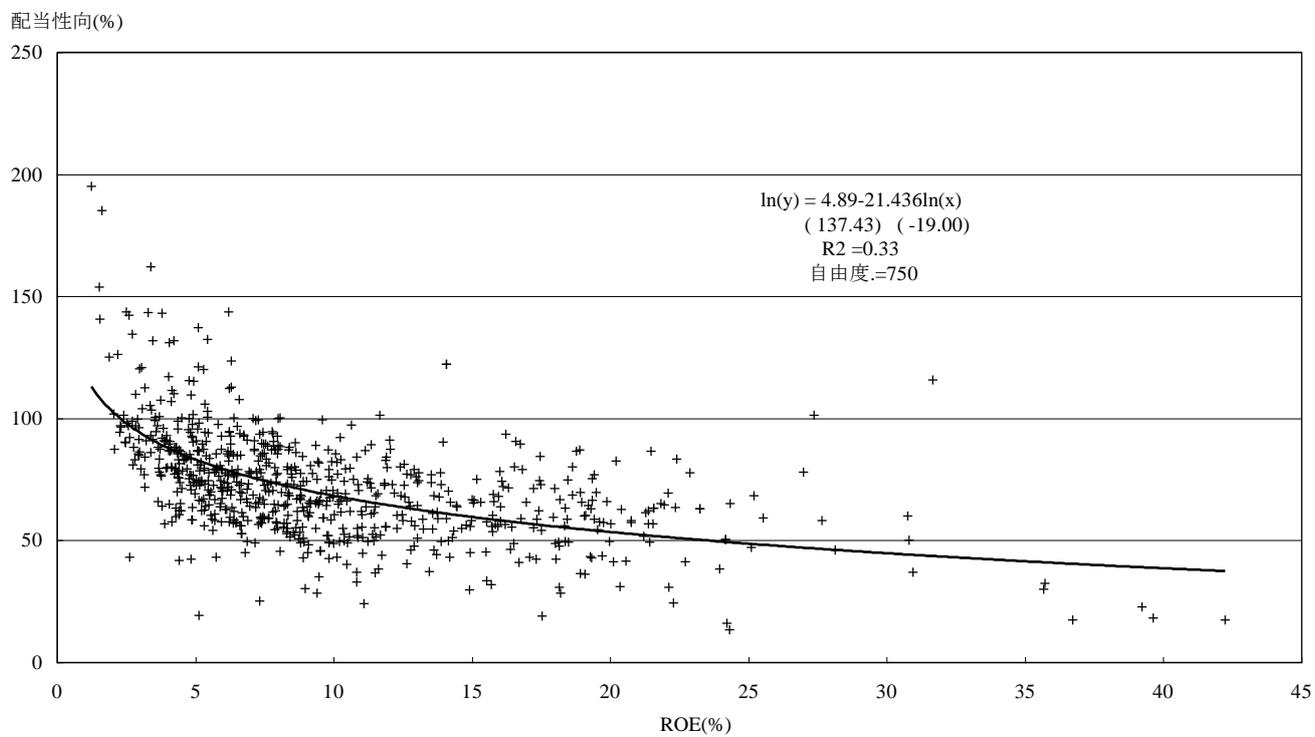
資料 各企業群の財務情報については各社「考課状」、株価は『大阪朝日新聞』、『中外商業新報』より抽出。

注1 推計式 $y(t)-y(t-1)=\alpha+\beta_1(\text{ROE}(t)-\text{ROE}(t-1))+\text{ROE}(t-1)+\varepsilon_t$

注2 $y(t)$: t期の役員賞与, $y(t-1)$: t-1期の役員賞与, $\text{ROE}(t)$: t期のROE, $\text{ROE}(t-1)$: t-1期のROE

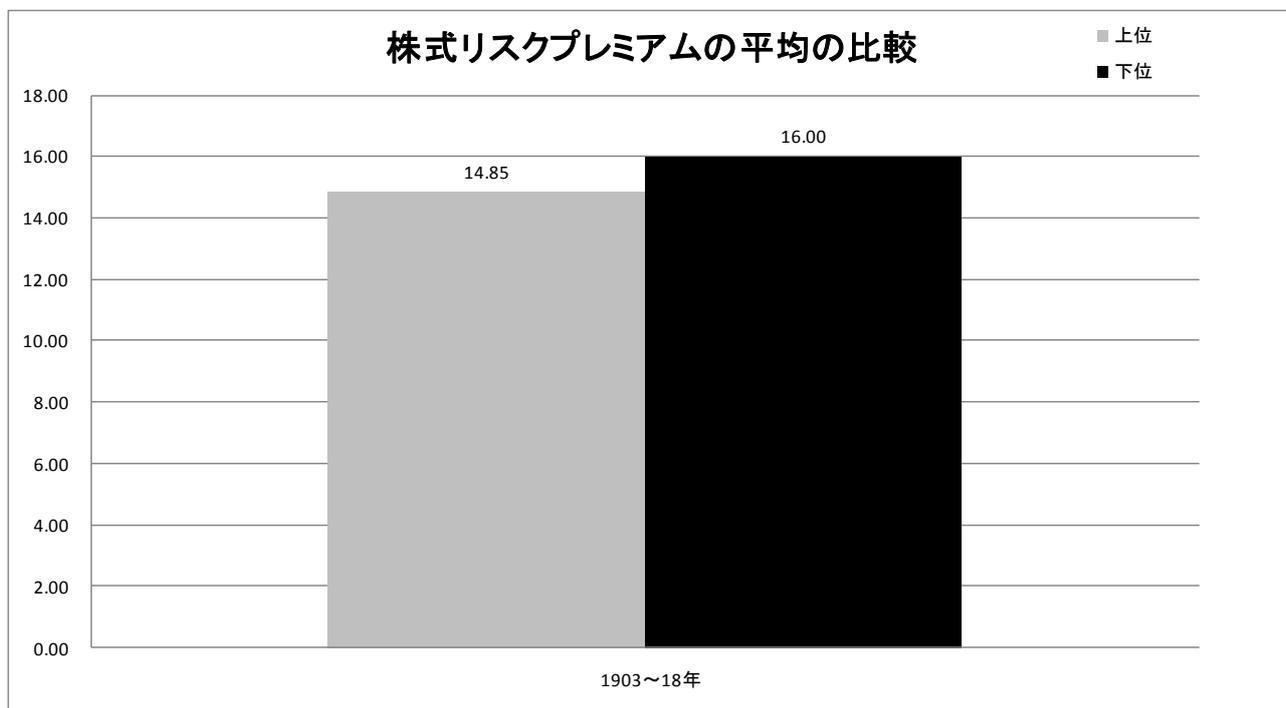
注3 分類別のF値及びハウスマン検定のP値は以下である。F値: 0.19, 0.90, 0.01, 0.67, 0.02(産業全体, 上位, 中上位, 中下位, 下位), ハウスマン検定: 0.00, 0.97, 0.01, 0.79, 0.05(産業全体, 上位, 中上位, 中下位, 下位)。

図 1 配当性向と ROE (1903-18)



資料 大日本紡績連合会『綿糸紡績事情参考書』

図 2 株式リスクプレミアムの平均の比較

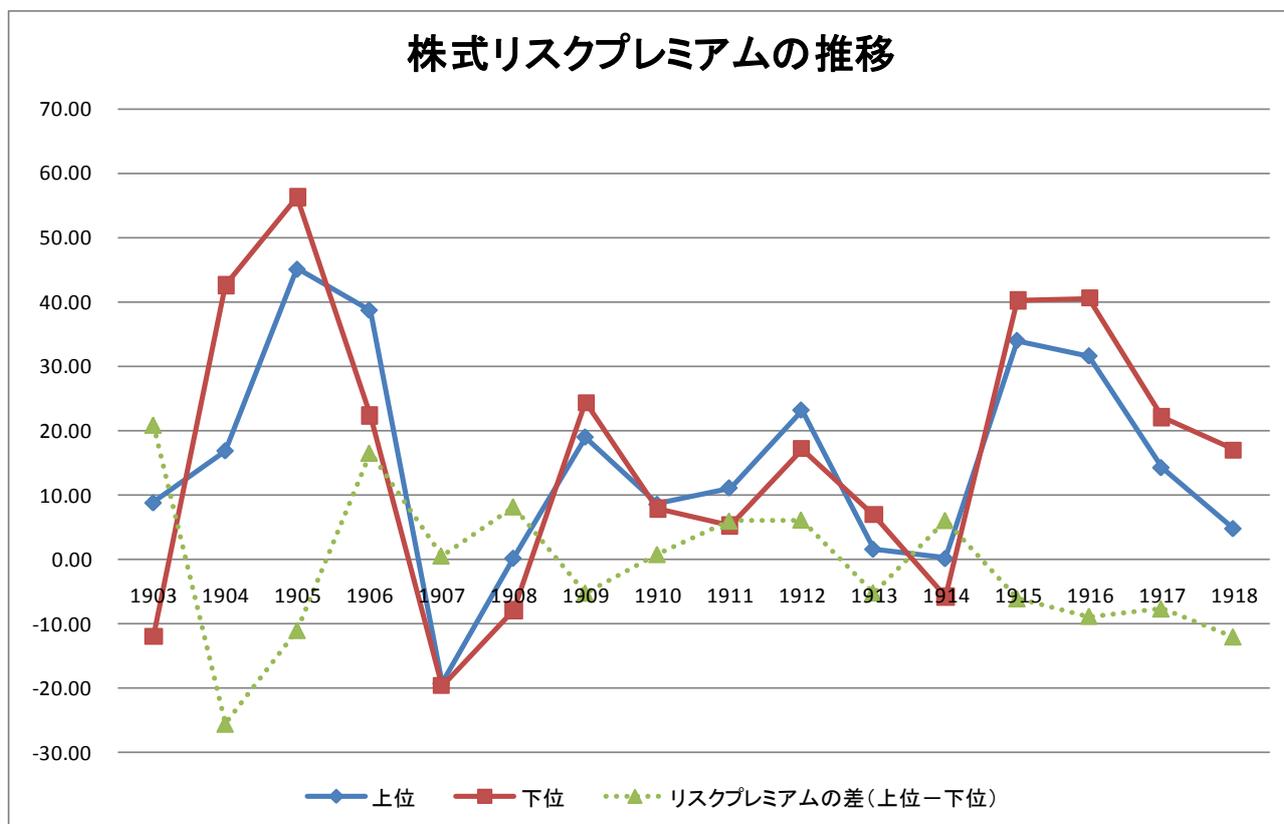


資料 株価変化率と配当利回りについては、表 2 を参照。国債利回りについては、藤野正三郎／秋山涼子、『証券価格と利子率：1874—1975年 第2巻』、一橋大学経済研究所日本経済統計文献センター、1977年より抽出

注 1 単位：％表示

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

図3 株式リスクプレミアムの推移



資料 図2を参照

注1 単位：%表示

注2 1903～18年の株式リスクプレミアムの平均：上位企業(14.85)，下位企業(16.00)。
 1903～13年の株式リスクプレミアムの平均：上位企業(13.92)，下位企業(12.94)。
 1914～18年の株式リスクプレミアムの平均：上位企業(16.90)，下位企業(22.73)。
 1903～18年の株価変化率の平均：上位企業(8.62)，下位企業(10.33)。
 1903～13年の株価変化率の平均：上位企業(7.93)，下位企業(7.17)。
 1914～18年の株価変化率の平均：上位企業(10.15)，下位企業(17.28)。
 1903～18年の配当利回りの平均：上位企業(11.53)，下位企業(10.97)。
 1903～13年の配当利回りの平均：上位企業(11.30)，下位企業(11.09)。
 1914～18年の配当利回りの平均：上位企業(12.03)，下位企業(10.73)。