

Institute of Social Science, The University of Tokyo

Discussion Paper Series

J-179

September, 2009

企業統治における株主総会の役割

—大阪紡績会社の事例—

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-179

〒113-0033 東京都文京区本郷 7 丁目 3 番 1 号

東京大学社会科学研究所経済制度史研究会(中林真幸研究室)気付

yukizum@gmail.com

企業統治における株主総会の役割

—大阪紡績会社の事例—*

結城武延[†]

問題の所在

産業革命において先進国イギリスでは、当初、企業の資本規模は小さく、多数の個人企業が展開していた。しかし、欧米社会においても、企業の規模の規模が拡大するにつれて、社会から広く薄く資金を調達し得る株式会社が一般的となっていた。一方、後発国日本においては、産業革命の当初から巨大な資本が必要であった。近代化を主導した産業が莫大な資金を要する鉄道業と綿紡績業であったがゆえに、株式会社制度が普及していたのである。

しかし、この株式会社という企業形態には、個人企業にはない企業統治の問題がある。それは、株式会社において、所有者たる株主と、企業運営者たる経営者の利害が必ずしも一致せず、それを所与として、株主が自らの利益を守るためには、経営者を監視しなければならない、というものである。

この問題を解決するために、直接、株主が経営者と対話し、監視¹することによって株主の意向に沿った経営を行うように経営者を誘導する場が株主総会である。同様に、株主が株の売買を通じて企業経営を評価することによって、経営者を誘導する場が資本市場である。産業革命の主導的な役割を果たした近代日本の綿紡績業において、自身の利益を追求するべく株主は、各企業の将来性に応じて、企業を選別していた。すなわち、将来性が見込まれた企業に対しては長期的な企業価値の増大によるキャピタルゲインを、将来性のない企業に対しては短期間の配当収入増を株主は求めた。そう

* 本稿を執筆するにあたって、阿部武司先生、石井寛治先生、尾高煌之助先生、中林真幸先生、宮本又郎先生より、貴重なご助言を賜った。また、契約理論研究会（北海道大学）においては、神戸伸輔先生、伊藤秀史先生をはじめとして、参加者の皆様に多くの建設的なご助言を賜った。また、史料閲覧に際しては、東洋紡績会社社史室村上義幸氏および広報部三谷直子氏よりご指導と多大なご協力を仰いだ。お名前をここに記して、感謝の意を表したい。

[†] 東京大学大学院経済学研究科博士課程

¹ 監視の定義については、1節1項で述べる。

した選択による企業統治は、資本市場による評価に基づいていた²。

株主による企業統治が行われる場合は資本市場と株主総会なのである。株主による企業統治の全貌を明らかにするためには、したがって、株式の売買を通じて経営者の行動を制御する資本市場だけではなく、株主が自己の目的に応じて経営者を直接監視する場である、株主総会の分析が必要不可欠となる。

この観点から株主総会を分析した先行研究として、九州鉄道を分析した東條の研究と大阪紡績会社と日本生命保険会社を分析した宮本／阿部のそれ、そして日本鉄道を分析した中村のそれがあげられるだろう³。

東條は九州鉄道会社で経営悪化による配当減に端を発した九州鉄道改革運動において、対立する二派が委任状を獲得する、委任状代理戦（プロキシファイト）をとりあげている。東京、熊本を中心とした鉄道投資家、銀行家などの現社長反対派の攻撃に対して、筑豊において炭鉱業を営む三井、三菱または九州地方の炭鉱を営む企業の大株主は現経営者に宥和的であり、彼らは経営者を守り、経営者の設備投資政策を支えていたことを明らかにした。

宮本／阿部は、1890年代、1900年代初めには短期的な配当増を目的とした株主に支配されていた大阪紡績会社と日本生命保険会社の株主総会議事録の検討を通じて、1910年代になると、雇用経営者を支持する安定株主が増えることによって、雇用経営者の自律性を高め、長期成長路線を選択し得る企業統治が確立したことを明らかにした⁴。

一方、中村は、株主総会において株主主導の企業統治が強く働いていた事例をとりあげている。第十五銀行の関係者が大株主の多くを占めた日本鉄道において、彼ら大

² 結城武延、「資本市場と企業統治—近代日本の綿紡績企業における成長戦略—」，東京大学社会科学研究所ディスカッション・ペーパーシリーズ，J-171，2008年。

³ 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，中村尚史，「所有と経営：戦前期の日本企業」，工藤章／橋川武郎／グレン・D・フック編，『現代企業1 企業体制上 内部構造と組織間関係』，有斐閣，2005年，第1章。

⁴ 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。

株主の支持の下で、経営者は積極的に設備拡張を行っていた。しかし、一度、利益率、配当率と株価が急落するやいなや、経営方針に対する一般株主の強い批判を招いた。多数派工作によって批判の鎮静化を図るものの、最終的には、経営者交代を余儀なくされたことを示した。

上記の先行研究はあるものの、株主総会における発言を議案別に精査し、株主総会における監視機能を明示的に定義して、株主総会の実態を解明したものは管見の限り見当たらない。

このような研究状況をふまえて、本稿においては、日本の近代化を牽引した綿紡績業の中でも、代表的な企業であった大阪紡績会社を事例として、株主総会の実態に迫ることとする。

大阪紡績会社においては、1893年から1914年までの「株主総会議事録」⁵が現存している。この資料を主に用いて、株主による監視が企業の意思決定に与えた影響を分析する。

本稿は以下のように構成されている。第1節では、1項で株主による監視の定義を明確にした後に、先行研究の問題点を整理するとともに株主総会の機能を明らかにするために実証すべき命題を示し、2項以降でその命題を実証する。第2節は、1節に続き、株主総会の機能を総会の事例を通じて明らかにする。第3節においては、1、2項で業績の変化に対して株主が示した反応を分析し、3項で経営者に与えられていた誘因を分析する。

第1節 株主総会の機能

1 課題の設定と監視の定義⁶

まず監視を定義しよう。

契約理論における監視は通常、次のように想定されている。株主は、どのような経営者の行動が株主利益を最大化させる理想の結果をもたらすのかを知っているが、経営者がそのような行動をとっているかどうか、経営者の努力水準がどの程度であるか

⁵ 「大阪紡績株主総会議事録」、東洋紡績会社社史室所蔵。

⁶ 本項の監視に関する議論は、神戸伸輔氏の教示による。また、本稿と重なる問題意識に基づいて株主総会を分析した理論的な研究としては、倉澤資成、「株主総会の決定プロセス」、三輪芳朗／神田秀樹／柳川範之編、『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年、第4章。

については観察できない。すなわち、選任後、雇用経営者の行動に関して株主は完全には観察することができないため、経営者が自身の利益を追求するために必ずしも株主の利益と一致しない行動をとり、経営の効率性を損なわせるというモラルハザード⁷が生じうる。したがって、株主は株主利益を損なわないような行動を経営者にとらせるために、観察可能な経営成果を評価基準として罰則あるいは報酬を設定して、経営者に誘因を与える。これが、標準的なプリンシパル＝エージェント問題によって想定される監視である。

しかし、そもそも現実の経営の場において、経営者にとらせるべき「正しい行動」を株主は知っているだろうか。株主が事前に「正しい行動」を知っており、それに沿って経営者に誘因を与えることは、現実において成り立ちうるであろうか。とりわけ、組織が複雑な大企業においては、そのような「正しい行動」を事前に知り、経営者に誘因を与えることができるような株主は少なくとも一般的ではないだろう。

そこで、本稿においては、監視についてより現実を反映した以下のような想定を置いた。①株主は、そもそも株主利益を最大化させる経営者の「正しい行動」がいかなるものかを事前には知らない、すなわち、プリンシパル＝エージェント問題の前提条件がそもそも成り立っていない。それゆえ、まずは株主総会において、株主は経営者に対して経営に関する質疑を行い、経営者がそれにこたえるという過程を経て、株主は経営者に正しい行動をとらせるために役立つ情報を得る。その後、②株主はそれぞれ利益に資すると思われる経営方針を他の株主の前で述べ議論を経て、経営方針に関して合意に到達する。③経営者に経営方針を指示し、経営者は経営を執行する。

当然のことだが、株主が「正しい行動」を知らずに、経営者の行動を監視することはありえない。何よりも、もともと株主が、何が正しいのかを正確に知っていれば、なぜ株主総会で経営の中身を長時間かけて議論するのも説明できない。それゆえ、株主は「正しい行動」を知らないことから出発し、株主が株主総会で情報を収集し、それから始めて、経営者に経営を執行させるという、想定に基づいて、株主総会の実態を分析することが本稿の目的である。

次に、戦前日本の企業統治に関する先行研究の問題設定と結論、それに対する批判によって、本稿において明らかにしなければならない実証命題を示そう。

⁷ 依頼主と代理人との契約締結後の情報の非対称性に乗じて、依頼人の利得を損なっても代理人が自らの利得を稼得しようとする行動を、モラルハザードと定義する。（伊藤秀史、『契約の経済理論』、有斐閣、2003年、143頁。）

先行研究である宮本／阿部の結論は、1890年代から日露戦争前まで、雇用経営者は株主の歓心を得るために高配当を出し続けたが、日露戦争以後は雇用経営者の発言権が強まり、雇用経営者による自律的な経営の下で、低配当政策、積極的な設備投資が可能になったというものであった⁸。この結論を導く証拠として、株主総会出席者数の減少と委任状の増加、雇用経営者の株式所有率の増加、安定株主の株式所有率の増加を挙げており、これによって株主による監視が弱まったと論じた。

しかし、この雇用経営者主導による企業運営の確立という見解を批判したのが、安場である⁹。安場は「両氏の提出した資料には株主総会が機能していたことを否定する証拠はなんら示されていない。」と述べた上で、「経営に無関心な株主が増加したことを示唆しているのではなく、小株主が、大株主と経営者が彼らの利益を守ってくれるものと信じていたことを示すものではなかったか。」と宮本／阿部の提示した証拠に対して新たな解釈を提示している。そして、株主が短期的な利益を追求するという見方に対して、「株主の利益は必ずしも株主の短期的利益の極大化によって実現できるものではない。一部の株主の主張がそのような短期的利益の極大化に向かった時は、経営者は会社の長期的利益の極大化をはかって、株主全体の長期的利益にそのような政策を採用すべき」と、企業の長期的な利益の追求と株主利益の最大化が一致する余地があることを示唆している¹⁰。

こうした安場の主張は、企業統治の一端を説明しているが、短期的な配当収入増もまた合理的な選択でありうるものが、少なくとも明示的には組み込まれていない。しかし、将来性のない企業であれば、積極的な設備投資が長期的な企業価値の増大につながるとは限らず、配当増の方が、株主利益に資することはもとより、資源配分の効率性という意味でものぞましいことはありうる。合理的な株主は企業の将来性を考慮して、長期的な株価上昇を求めるのか、短期的な配当収入増を求めるのかを選択するであろう。そうした留保は、安場の主張にも必要であろう。

このような大阪紡績会社の株主総会の機能に関する研究とその批判から、以下の命題がいまだ実証されていないといえる。すなわち、第一に、株主総会における監視の

⁸ 宮本／阿部上掲論文、184頁。

⁹ 安場保吉、「【覚書】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号、4号（1999年3月）について」、『大阪大学経済学』、49巻1号、1999年。

¹⁰ 安場上掲論文、262-3頁。

実態そのもの、第二に、株主の監視機能は低下したのか否かである。

対象とする大阪紡績会社は、分析期間において、紡績業全体に占める利益率の順位が中上位に位置しており¹¹、実際、株主総会において、株主の間で将来性に関して悲観的な議論と楽観的な議論がたたかわされていた。そして、それを反映して、内部留保を高めて設備投資を行ったり、逆に、より配当を出したりする、そうした株主総会における意思決定を経て、大企業として成長した大阪紡績会社は、株主総会における株主の監視機能を解明するには好適であるといえよう。

それでは、次項から命題の実証に移ろう。

2 大阪紡績会社小史—大株主と取締役員の構成—

最初に、大阪紡績会社の概略を述べておこう。日本初の株式会社の綿紡績企業(1883年設立)であり、昼夜兼業、印度棉の使用、織布部門への進出等、先駆的な経営戦略を模索し続けたパイオニア的な存在であった。そして1914年、三重紡績会社と合併し、東洋紡績会社を設立し、現在に至っている。創立当初、発起人は矢嶋作郎(東京電灯社長)、松本重太郎(第百三十国立銀行頭取)、小室信夫(縮緬問屋、蜂須賀家代理)、藤田傳三郎(銅山業、土木請負、軍需品調達、靴製造)、渋沢栄一(第一国立銀行頭取)と当時の財界有力者で構成されており、投資家たちの注目を集めた。また設立当初の株主構成は華族(38.0%)、大阪有力商人(30.9%)、東京有力商人(28.7%)であった。

経営者については、1883-86年は藤田傳三郎、1887-98年は松本重太郎が就任していたが、ともに兼任重役であった。その後、1898年から東洋紡績会社となる1914年まで、大阪紡績会社の工務支配人であった山辺丈夫が社長の座に就き、これによって、雇用経営者が誕生することとなった¹²

次に、1890年代から1914年までの大株主の株式所有構造についてみてみよう。表1によると、時系列的な特徴として大株主所有比率は、23.74%(1894年)、22.93%(1899年)、21.57%(1904年)、17.3%(1909年)、20.78%(1914年)と1914年に若干増加

¹¹ 結城上掲論文、3頁。

¹² 雇用経営者が誕生する経緯については、前社長松本重太郎引退時の発言が象徴的に示している。「(中略)最早今日にては工業も著しく進歩し従来と異にして、其人の名に依り事を為すに非ず。少々経費を節減し製額を登し、他に關係少なき専心其業務に従事する社長を置かざるを得ざる時に際したると、自分に於ては無據事情に依り辞任する事とは成れり。」(1898年1月12日第29回株主通常総会議事録)

するものの、徐々に低下している。大株主に占める取締役と監査役の人数は1名（1894年）、2名（1899-1909年）、5名（1914年）と増加している。また長期保有する主要株主は1900年代初頭までは創立メンバー（松本重太郎、渋沢栄一）、華族（徳島藩蜂須賀家、高松藩松平家）や有力な綿関係の商人（阿部市太郎、中野太右衛門）であったが、1900年代後半以降は大株主に占める株式取引所仲買人（小川平助、芝田大吉）が増加し、大株主の構成員は頻繁に入れ代わっていたこともうかがえる。

重役（取締役と監査役）の株式所有構造については表2をみてみよう。重役の株式所有比率は6.5%（1894年）、4.9%（1899年）、5.7%（1904年）、5.4%（1909年）と若干減少傾向が続き、1914年には14.1%と増加をみせている。くわえて、注目すべき点は重役に占める兼任重役の割合は依然として多かったことである。兼任重役は非常勤取締役であることから、重役を務めている企業について常勤取締役ほどに知悉しているわけではなかった。当時の兼任重役は他の企業の株式も大量に所有していることから、兼任重役にとって当該企業は、所有している複数の企業の中の一企業であった。兼任重役が当該企業にのみ最大限注意を傾けて、経営を監視する誘因は減殺されている可能性があったのである。また、当該企業から得られる利得のみが収入源ではなかったため、経営者の意向にそのまま従うような誘因も減殺されている可能性があった。いずれにせよ、株式所有構造の分析だけでは、安定株主がいたかどうかはいえない。これが、株主総会における株主の発言を精査することによって、株主の本当の意図を探らなければならない所以でもある。

3 株主総会による監視

本項の目的は、株主総会議事録の情報に基づき、株主総会における監視機能とはいかなるものか、そして監視が機能していたのか否かを明らかにすることにある。

用いる史料は東洋紡績株式会社社史室所蔵の「株主総会決議録」である。1893年から1914年までの株主総会の議事内容が記載されており、当該期間中は定時株主総会が35回、臨時株主総会が11回、開催されている。また、記載内容の中身は、まず開催日時、場所、出席株主数、委任状の数が記述されている。そして議案内容が記述され、議案に関して発言があった場合は、発言主の氏名とともにその発言内容も記載されている。

表3は、株主総会出席率と、経営者の原案の議決のされ方、すなわち、株主総会にお

いて経営者の原案が株主の発言がなにもなく満場一致で可決されたのか、あるいは、株主による異議申し立てや質疑応答があった上で可決されたのかどうかに着目し、監視機能の有無を確認したものである。表では、期間中に出された総議案数を分母、その内で「賛成多数¹³」で決まった議案を分子として、「株主発言率」を定義している¹⁴。

株主による監視機能が弱まっていたとすれば、株主発言率は徐々に低下していったであろう。宮本／阿部の結論が正しかつたとすれば、日露戦争以降は経営者の原案がほとんど株主に監視されることなく採択される、すなわち、発言率は0%に近づくはずである。しかし、表によると、必ずしもそうはなっていない。

すべての重役が兼任重役であり、社長の松本重太郎もまた大株主であった時期（1893-96年）においては、発言率が非常に低かった（6.25%）。しかし、雇用経営者山辺丈夫が社長に就任（1898年）以後、発言率は1904年まで増加傾向を示す（46.67%、1898-1900年、47.06%、1901-1904年）が、日露戦争前後（1905-08年）にはふたたび下落した（18.75%）。そして1909-12年においては、発言率が最も増加している（61.11%）。日露戦争以降一貫して株主の発言率が低下していたわけではなく、株主の監視が低下していたとはいいがたいのである。それでは、株主はいかなる議案に対していかなる場合にどの程度の監視（発言）を行っていたのであろうか。

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

定期株主総会で毎回議案として出される利益処分に対しては、すべての重役が兼任であった1893-7年の発言率は0%であったが、その後は一転して6割を超える時期も多くあった。経営者、取締役と大株主がほぼ一致していた兼任重役の時期は株主と経営者間における経営者の行動に関する情報の非対称性の程度は小さく、利害の対立もあ

¹³ 議案に対して、株主からの発言が何もない場合、または、「満場一致で可決」と記載されていた場合を「満場一致」と定義している。一方、「賛成、賛成と叫ぶ者多し」など賛成多数で可決されたことが記されていた場合、または、議案に対して株主が発言を行った場合を「賛成多数」と定義している。

¹⁴ 株主が経営者の監視機能を果たしたという本来の意味での「発言率」を定義すれば、「株主総会出席者数／発言者数」、あるいは、各経営者原案に対する「反対者数／株主総会出席者数」となるだろう。しかしながら、株主総会決議録には、ある議案に対して何人が賛成して、何人が反対したのかなどの情報は記載されていない。したがって、本稿においては、代理指標として、発言率＝賛成多数議案／議案総数を用いている。

まらなかったといえよう。したがって、発言率0%は、株主と経営者の利害の不一致があまりみられなかったことを反映していると考えられる。一方、雇用経営者の時期に入ると、株主、経営者と取締役は一致しておらず、株主と経営者との間で経営者の行動に関する情報の非対称性が存在し、さらに、株主利益を最大化させる経営者のとるべき行動は株主にとって未知数であり株主間で合意も形成されていなかった。それゆえ、株主は、株主総会において、株主利益に直結する利益処分について活発に質疑や発言を行うことによって、情報を収集し、株主利益にとって望ましい経営方針に関して株主間で合意を形成して、経営者に株主利益に沿うような行動を促していたことがうかがえる。

通常、株主総会にわざわざ出席し、積極的に発言するためには機会費用がかかる。経営が悪化している場合には、株主総会に出席し発言することによって、経営が改善され株主利得が増大する可能性が高いことから、発言に伴う便益が費用を上回るであろう。一方、経営が好調の場合には、すでにある程度の株主利得が保証されていることから、発言に伴う便益よりも費用が上回っていた可能性が高い。これが、雇用経営者の時期において、利益処分に対する発言率に大きな差があった理由であると考えられる。これについては後述する。

株主がどの程度、発言を行っていたのかを株主総会の議論時間によって示したのが、**表5**である。兼任重役の時期においては、平均して166分にもおよぶ議論がなされていた。これは、取締役および経営者自身も、株主利益を最大化させる経営者の「正しい行動」がいかなるものかを事前には知らないために、経営者と株主間で議論の対立（発言率）はないものの、取締役会議の延長線として株主総会において長時間話し合う必要があったことを示唆している。一方、雇用経営者の時期に入ると、1908年まで議論時間は徐々に低下し（98分から40分）、1909-12年になると再び議論時間が増加している（55分）。

雇用経営者の時期において、議論時間が変動した要因について明らかにしたのが**表6**である。表によれば、議論時間は自社の株価やROEの絶対値のみばかりではなく、同業種他社との相対的な利潤に対しても負の関係にあったことがわかる。業界比較、すなわち、紡績業全体に占める大阪紡績会社の相対的位置についても、株主総会の議論の中である程度の関心が払われていたことを示唆している。結果より業績が悪化（好転）すればするほど、議論時間は長く（短く）なっていたこと、株主は、1898年以降

の所有と経営が分離した後においても、企業経営の監視を怠っていなかったことも示されている。また、経営が好転（悪化）した時期は1905－8年（1909-12年）であり、これは株主の発言率が低下した（増加した）時期と一致している（表4）。

次節においては、株主総会において、株主がいかなる議案の場合に積極的に発言を行い、経営の監視をしていたのかをみていこう。

第2節 総会における監視の事例

1 配当政策

日露戦争以降の株主総会における経営者と株主の対話の事例をみていくことによって、株主が具体的にいかなる経営の監視を行っていたのかをみていこう。次の事例は1905年7月16日第44回定時株主総会で議論された利益処分に関する問題である。この時期、日露戦争後好況で高収益を達成していたにもかかわらず、他企業と比べて（額面に対する）配当率が低かったことに対して、一部の株主が異議を唱えていた。そのような背景のもとで、いかのようなやりとりが株主と経営者の間でかわされていた。

史料1 1905年7月16日第44回定時株主総会（株主、吉田持三郎の発言）¹⁵

私は色々当事者の御話を承りて、此の原案は御尤と思ひますから速に原案通り可決を希望致します。実は三割の配当といふ希望もあつたので御座ひますが、よく承って見ると原案は適當のことと思はれますので、此度は原案を可決致して、其代り、後期にをきましては三割説を唱へた者及各株主も満足するやうな配当をすと云ふことを、社長から出来得るならば茲に明言して戴きたいと思ひます。

このように、株主である吉田持三郎は山辺社長の原案に賛成の意思表示を示しつつも、「後期にをきましては三割説を唱へた者及各株主も満足するやうな配当をすと云ふことを」、経営者に確約するように求めている。この発言に対して、雇用経営者である山辺社長は以下のような返答をしている。

¹⁵ 大阪紡績会社株主総会議事録，東洋紡績会社社史室所蔵。以下の史料引用について、カタカナは平仮名に改めた。

史料2 1905年7月16日第44回定時株主総会（山辺社長の発言）¹⁶

唯今朗読致した通り、今回は積立金、配当準備積立金、繰越金等を引去って二割の配当を致すと云ふ原案で御座ひます。実は、当期は意外に多くの純益もありましたので、充分の配当を致して株主諸君の御満足を得たいので御座います、併しながら御承知の通り、現下の所では当会社の基礎が尚薄弱でありますから、斯の如く利益のあった時に積立を致して、将来の基礎の堅実を計った方が株主諸君の御利益と信じまして、夫れ故、二割の配当と云ふことに致した訳で御座います。右につきまして、株主諸君中には三割の配当をして、然るべきだと云ふ御意見の御方もある様子で御座いますで、先程私より書附を御廻し致して、御意見を聞いたような次第で御座ひます。夫れで、何をか当期だけは二割の配当を以てご満足を願ひたいと思ひます。唯今吉田君より当期は原案に賛成するが后期に於ては、利益が多かったならば、相当の配当をして三割説に同意の諸君のご満足を得る様にと云ふ御注意かありましたが、是は素より役員一同に於きましても何処までも今回と全じ配当率を維持して行ふと云ふ考ではありまぬ故、会社財政の基礎を培養し得られた暁には、充分なる配当を致す考て御座います。此事は重役に於きまして明言致します。夫れでどうか今回の所は原案に御賛成を願ひます。

山辺社長は、「利益のあった時に積立を致して、将来の基礎の堅実を計った方が株主諸君の御利益と信じまして」と、低配当政策を行い、長期成長戦略を選択した方が株主の将来の利益につながると株主に原案に対する理解を求めつつも、「会社財政の基礎を培養し得られた暁には、充分なる配当を致す考て御座います。此事は重役に於きまして明言致します」と述べ、高配当を要求する株主に対しても配慮をみせている。この山辺社長の発言に対して、小笠原誉志夫なる株主は以下のような発言をしている。

史料3 1905年7月16日第44回定時株主総会（株主、小笠原誉志夫の発言）¹⁷

¹⁶ 大阪紡績会社株主総会議事録，東洋紡績会社社史室所蔵。

¹⁷ 大阪紡績会社株主総会議事録，東洋紡績会社社史室所蔵。

唯今朗読になった案に就て原案に賛成を表します。併し、夫れについては一應満場に御諮りしたい。殊に過た来三割説を主張して居られた方にも、公然御相談致したいと存じます。元来、私は当初より会社の原案は甚だ穏当な者と信じて居ります。何となれば当会社は、種々の辛酸を嘗めて来て悪口を言う人の口からは其運命が危ふいとまで唱はれたのであります。夫れが幸いにも重役諸君の経営と時運の挽回とに依って今や頗る好運に向つて来たので御座います。而して此場合二割の配当をして尚充分に機械の消却も出来、他に積立も沢山出来んと云ふことは、当会社にとって非常なる幸福で、我々株主の共に喜ぶ所であります。就ては、又今回三割説を主張せられた所の人々の御心中を探て見ると是亦一應御尤なことである。実は此間私共の所へも委任状をよこせよと云ふ者がまいりましたので、其際、私は反対だと云ふ返事をしたのであるが、其返事の文言は今日から考へて見ると、甚だお気の毒な返事をしたと思つて、唯今では悔悟して居ります、と云ふ者の、其返事の趣意は元来株券の売買をする人々は往々にして、配当期迄は権利を存して置いて、而して後は、直に株を売却して仕舞ふ、夫れで後の事は構わないから、配当を取れる丈取ろうと云ふ様な人がある。之に反して、何日迄も当会社の株主として株を持って居ると云ふ考の眞の株主は矢張り積立て置けば自分の者で唯会社の基礎を強固にして置けば自分等の利益である、夫れを無理に余計配けて取ろうと云ふのは、例の株を売却する方の趣意であろうと斯く考へましたからして、其趣意を簡単に書いて、私は反対だと云ふ返事をして置いたのです。所が、今日此処へ来て三割説を唱へられた人々の資格なり性行なりを考へて見ると、意外にも現在沢山の株を持って居られる人々で尚今日も株を買いつつある即ち将来壺会社の株主たる事となるを自ら任じて居られる人々であると云ふ事を承りました。

小笠原誉志夫は「此場合二割の配当をして尚充分に機械の消却も出来、他に積立も沢山出来んと云ふことは、当会社にとって非常なる幸福で、我々株主の共に喜ぶ所あります」と述べており、企業への再投資が株主にとっても利益になると考え、原案に対して賛成の意思表示をみせている。さらに、一般的な株主は「元来株券の売買をする人々は往々にして、配当期迄は権利を存して置いて、而して後は、直に株を売却して仕舞ふ、夫れで後の事は構わないから、配当を取れる丈取ろうと云ふ様な人」で

短期利潤を追求するが、自分自身は「何日迄も当会社の株主として株を持って居ると云ふ考の真の株主は矢張り積立て置けば自分の者で唯会社の基礎を強固にして置けば自分等の利益である」と、長期的な企業価値を追求する株主であると明言している。また、今回の議案において、「三割説を唱へられた人々の資格なり性行なりを考へて見ると、意外にも現在沢山の株を持って居られる人々で尚今日も株を買いつつある即ち将来壺会社の大株主たる事となるを自ら任じて居られる人々であると云ふ事を承りました。」と、今回、高配当を要求している株主の中には長期的な株主利益を求めている大株主もいたことも指摘している。この小笠原誉志夫の発言に対して、山辺社長は以下の返答をしている。

史料3 1905年7月16日第44回定時株主総会（山辺社長の発言）¹⁸

先刻来原案につひて色々御説も出ましたが、休憩中よくよく熟考致しました所、皆さんのご請求もあることで御座いますので、後期に入りまして營業の成績がよくて相当の利益を見まゆる様なことでありますれば、其際には皆さんの御満足を得るような充分に注意をして配当率を定めまことに致しますで、左様御承知を願ひます。而して、今回は原案を御承認下さることを希望いたします。

山辺社長は長期的な企業価値を追求する株主たちに原案を支持されてはいるものの、大株主の一部にも高配当を要求する者がいることを知り、「後期に入りまして營業の成績がよくて相当の利益を見まゆる様なことでありますれば、其際には皆さんの御満足を得るような充分に注意をして配当率を定めまことに致します」と述べて、高配当を要求する株主の要望についても気を配っている様子を示している。そして、実際の利益処分は今期（1905年上期）の配当率20%、配当性向50.7%と原案を通したが、次期（1905年下期）においては、配当率25%、配当性向63.4%と内部留保を犠牲にしても、約束どおり、高配当を要求する株主の意向に応えようとしていたのである。

2 取締役員選挙

次の事例は1909年12月18日第53回定期株主総会における取締役選挙に対する議

¹⁸ 大阪紡績会社株主総会議事録，東洋紡績会社社史室所蔵。

論¹⁹である。これは、定款改正後に取締役の定員が6名以内から7名以内になった後に、山辺社長が株主総会で議論する前に取締役を1名増やそうとしたことが問題となっていた。山辺社長のそのような行動に対して、古子喜十郎なる株主は「唯今承ると、取締役七名といふことではありますが、是迄は六名であつたのを別紙原案も発布せずして此席で直に七名というふ事を御定めになるのは速拙ではありますまいか」と、経営陣の行動に疑問を呈している。

それに対して、山辺社長は「是は定款が七名といふことになって居るのであります」として、定款に書いているので構わないという返答をしている。さらに、「定款の定員は満つるとも或は又缺員のあつた時に補缺をせずは役員の方で其俣で置くこともあり、それは役員の方で」あるとし、定款内であれば、取締役の増員などの長期的な意思決定は役員の方で決めることができると述べている。

このような山辺社長の見解に対して、古子喜十郎は「議案を出すのは役員の方ではありますが、七名にするとか八名にするとかいふ事は役員の方にはない。是は株主の方の決議による」と、あくまで株主との対話を通じて、そのような意思決定は決めるべきだとしている。さらに、「株主に諮って定めるなら差支ありませぬが、此席において社長が独断を以て人員を定めるといふ事はない筈であります。」と、あくまで株主決議によるものだとしている。

この発言に対して、賛同者が続き、高谷恒左郎なる株主も「原案の不備であろうといふことは免れない」、「株主諸君の御意見を聴いて六名とか七名とかいふ事をご決定になったら宜しかろうと思ひます」と賛同の意を述べている。さらに、古子喜十郎は続けて、「社長は希望を述べられたのではない。明に重役の方の権限内に於て七名と定めると言われたのである。是は実に怪しからぬことと思ひます。」と発言し、山辺社長が株主との対話を行わずに、企業の長期的な意思決定を勝手に決めてしまったことの問題点について追及している。このような株主たちの猛反発に対して、山辺社長は「唯今の御説も御尤もで御座います。私は先刻の発言中に取締役は七名を選挙したいといふ希望を述べた積りでありましたけれども、取締役は七名と此方で決めた様にお聴取りになったお方もある様で御座いますので、更に其言は取消」すと、自らの選択の過ちを述べている。そして最終的には、山辺社長の対応は株主中から3名の選挙委員を選出し、新たに株主で経営陣を選びなおすように提案し、選挙委員によって新たに7名

¹⁹ 大阪紡績会社株主総会議事録，東洋紡績会社社史室所蔵。

の取締役が選出されている。

ここで注目すべき点は、山辺社長が、生え抜き従業員であった大川英太郎（母は渋沢栄一夫人と姉妹）と岡村勝正（山辺丈夫と又従兄弟）を取締役に入れようとしたことである。結末としては、株主たちの大反対によって、大川英太郎は取締役になったものの、岡村勝正は監査役に格下げされて、その代わりに、外部の大株主である阿部彦太郎と肥塚源次郎が取締役として就任した（表 7）。生え抜きの従業員を役員に昇格させることによって、企業の意思決定における雇用経営者の支配力を拡大させようとする山辺丈夫の行動は、経営者の行動が株主は完全には観察できないことから生じるモラルハザードが増大する危険性を孕んでいた。そのような経営者の行動は、長期的な企業価値の増大を追求している株主とっても憂慮すべき事態であり、経営者に対して取締役選挙に関する情報の提供を求め、反対の意思表示をしたのである。

3 小括

日露戦争前後以降においても、経営者は株主の発言を重要視し続けており、株主もまた企業経営に関心を抱き、積極的に発言を行っていた。そして経営者の長期的な利益を極大化する政策は、長期的な利益を求める株主の支持があつてはじめて採択されるものであり（事例 1）、長期的な意思決定が将来の利益に直結しなかったことが分かるやいなや、株主は長期的な利益ではなく短期的な利益を追求するようになる。また株主総会による株主の監視を経ずに採決しようとした経営者の意思決定は、株主の厳しい監視にさらされて、その原案は株主によって修正をせまられた（事例 2）。

これらの事実は、東洋紡績会社設立まで、大阪紡績会社は株主総会における株主の監視の下で、株主の意向をふまえた経営を行っていたことを示唆している。

第3節 業績の変化と株主の反応

1 自社業績の変化と株主の反応

いかなる状態の場合において、株主が経営に対する監視を強めたのかを明らかにするために、自社業績の変化と株主の反応の関係をみてみよう。表8によると、経営者の原案に対して発言率が低かった時期（1905-1908年、発言率18.75%）は最も配当率とROEが高く、一方、発言率が最も高かった時期（1909-1912年、発言率（61.11%）はROEが低下傾向にあり、配当性向が最も高かったことがわかる。また、この2時点の特徴とし

ては、1905-08年は全期間中、最も合併（2／3（回））や増資（3／6（回））の議案が可決されており、設備拡張に関する意思決定が最もなされた時期であったこと、1909-12年は営業報告書に対する異議申し立てが最も多い時期（6／7（回））であり、外部資金調達は社債発行にしばられ、その調達理由は「流通資本が欠如」した場合に限られていたことがあげられる。株主は企業の業績に応じて、株主の期待利得を最大化させるべく短期利益の追求か企業の長期的利益の追求かを決めていたのである。

2 他社比較

次に、業績の他社比較したのが表9、10である。表からわかることは、利益率と株価についてはどの企業も1905-08年に、大幅に上昇している一方、1909-12年には低下。大阪紡績会社は相対的にその落差が大きい。配当政策は、どの企業も1905-08年に、配当率を大幅に増加、1909-12年には減少している。大阪紡績会社は1909-12年に最も配当率を下げていく（配当性向は高い）。また設備投資と資産額をみると、日露戦争前後にかけて、どの企業も大幅に増大するが、1908-12年の増加率については大阪紡績会社が相対的に小さいことが示されている。これらの表からも、同一産業における業績の相対的な位置によって、株主が現在の配当収入の増大を追求するか、あるいは、積極的な設備投資によって長期的な企業価値を追求するのかを決めていることがわかる。

3 経営者の利得

次に、経営者の報酬形態から、株主が経営者に与えた誘因構造を明らかにしよう。定款において、当期利益金の内、役員賞与の割合が決まっていたが、弾力的に決まっており、また役員は一定基準の株式を所有している者に限定されていた²⁰。すなわち、経営者報酬の増減は、株主総会によって左右されていたのである。

表11は山辺社長の大阪紡績会社における利得を示したものである。株式所有比率は1.01%（1899、1900年）から2.50%（1913年）と倍増しており、株主利益の割合が大きくなっていった。株主利益（配当）と経営者利益（役員賞与）を比較すると、役員賞与の方が役員賞与に比べて2-3倍（1905、1910、1911、1913年を除く）大きかった。経営者報酬において役員賞与が占める割合は非常に大きかったのである。

最後に役員賞与がどのように決定されていたのかを確認しよう。株主が自己の利益

²⁰ 結城上掲論文、8-9頁。

を最大化するために、いかなる誘因を経営者に与えたのかを明らかにする。被説明変数を役員賞与、企業の業績評価となる株価と ROE を説明変数として回帰分析を行った。結果は表 12 である。この表より、役員賞与は現在の当期利益の増減によってのみ増減していたことがわかる。

総括

標準的なプリンシパル＝エージェント問題が想定する監視では、経営者を監視する場合に用いる経営者にとらせるべき「正しい」行動に関する情報を、株主があらかじめ持っていることを前提としていた。現実の企業において、株主はそのような情報を事前に知ることはほとんどなく、むしろ、そのような情報を株主が引き出す場として企業統治における株主総会の役割を想定したほうが望ましい。そうした分析の視角からすすめてきた本稿は、とりわけ、いかなる場合に株主による監視が活発となるのかをみてきた。

株主が経営者の「正しい行動」が何たるかを見極めるために発言をし、監視を行っていたのは、当期利益が下落傾向にあった場合、あるいは、設備投資や合併等の将来の企業運営に関わる意思決定がなされる場合であった。株主は現在の配当増か、将来の株価上昇かどちらが期待収益を増大させるのが不明瞭な場合に、株主総会において、時間をかけて議論を行い、何が「正しい」行動なのかを判断しようとした。いいかえれば、株主総会において情報探索をするまでもなく、正しい行動がわかっている場合にはあえて探索しようとはしない。

株主が雇用経営者の意思決定を全面的に支持していた時期は、株主総会に出席して経営側からより多くの情報を引き出して得られる利益よりも、監視に伴う機会費用のほうが上回っていた好況期であったと考えられる。一方、自社の絶対的な収益悪化のみならず、競合他社との相対的な収益すら悪化した場合は、設備投資などの拡大戦略は株主に支持されず、同時期他社よりも低水準の設備投資を余儀なくされた。

株価も下落した時期（1909 年以降）においては、雇用経営者の意思決定は株主によって再三修正を迫られていた。もとより、株主総会で議論される事柄は、長期あるいは短期の株主利益に資するもののみではない。大企業において、とりわけ生じうるモラルハザードの一つが、取締役会の構成を経営側の有利なそれに変えていく行動である。株主の代表ではなく、職員組織の代表に置き換えていくという、そのような人事

に関しては、長期的な企業価値の追求に傾くことの多い株主であっても、経営者にかかる意思決定に関する情報の提供を求めたのである。そして株主総会において、経営者の原案を修正し、改めて株主間の合意によって、取締役の布陣が取り決められたのである。

しかし、このような株主総会主導の企業統治は、提案に対して一定の制限を設けるなど、株主の権限にある程度のしほりかけた現代の会社法の下では成り立つかどうかはまた別問題である。しかし、第2次世界大戦前の会社法、19世紀的な資本主義的制度においては、企業の所有者である株主に絶対的な権限を与えていた。そうした法制度の下で、株主総会主導の戦前の企業統治の構造は形成されていったのである。

表1 大株主の株式所有構造の推移

(1894年下期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
1位	渋沢栄一	第一銀行頭取	1000	4.17
2位	鶴川與治兵衛		700	2.92
3位	●松本重太郎	第百十三銀行頭取、毛斯綸 紡績・南海鉄道・日本製 糖・大阪運河・社長	640	2.67
4位	住友吉左衛門		574	2.39
5位	曾野作太郎	京都株式取引所仲買人	544	2.27
6位	山際霜五郎		508	2.12
7位	蜂須賀茂韶	華族（徳島藩）	492	2.05
8位	松平頼聡	華族（高松藩）	464	1.93
9位	△阿部市太郎	呉服卸商、金巾製織社長	400	1.67
10位	長島直七		376	1.57
大株主所有率合計(%)				23.74
総株式数				24000
株主数				538
株式分散度（＝総株式数/株主数）				44.61

(1899年下期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
1位	渋沢栄一	第一銀行頭取	1000	4.17
2位	曾野作太郎	京都株式取引所仲買人	890	3.71
3位	上田リウ		700	2.92
4位	松本重太郎	第百十三銀行頭取、毛斯綸 紡績・南海鉄道・日本製 糖・大阪運河・社長	640	2.67
5位	松平頼聡	華族（高松藩）	464	1.93
6位	△阿部市太郎	呉服卸商、金巾製織社長	400	1.67
7位	蜂須賀茂韶	華族（徳島藩）	392	1.63
8位	長島直七		376	1.57
9位	●山辺丈夫	大阪撚糸取締役	320	1.33
10位	山田政二郎	稲垣合名会社社員	320	1.33
大株主所有率合計(%)				22.93
総株式数				24000
株主数				585
株式分散度（＝総株式数/株主数）				41.03

注 ●取締役会長（社長）、○取締役、△監査役。

資料 各年の考課状、『株主名簿』より作成。属性については、渋谷隆一編（1984）、（1985）、高村直助「大阪紡績会社」、及び、「付表1」、山口和雄編（1970）を参照した。

表1の続き

(1904年上期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
1位	渋沢栄一	第一銀行頭取	1333	4.17
2位	中野太右衛門	内外綿頭取	1000	3.13
3位	松本重太郎	第百十三銀行頭取、毛 ス綸紡績・南海鉄道・ 日本製糖・大阪運河・ 社長	853	2.67
4位	住友吉左衛門		724	2.26
5位	△阿部市太郎	呉服卸商、金巾製織社 長	595	1.86
6位	●山辺丈夫	大阪撚糸取締役	520	1.63
7位	渋沢栄一		512	1.60
8位	津田寅吉		496	1.55
9位	萩田直三郎		456	1.43
10位	松平頼聡	華族（高松藩）	414	1.29
大株主所有率合計(%)				21.57
総株式数				32000
株主数				708
株式分散度（＝総株式数/株主 数）				45.20

(1909年)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
1位	小川平助	株式取引所仲買人	2956	2.96
2位	瀬尾喜兵衛	金巾商	2530	2.53
3位	芝田大吉	株式取引所仲買人	2080	2.08
4位	阿部彦太郎	米穀問屋	1866	1.87
5位	渋沢栄一		1532	1.53
6位	●山辺丈夫		1500	1.50
7位	○田附政次郎	綿糸卸、三品仲買人	1360	1.36
8位	中村孝太郎	染呉服卸	1240	1.24
9位	高木與作	雑業	1200	1.20
10位	上田作次郎	呉服・金貨	1033	1.03
大株主所有率合計(%)				17.30
総株式数				100000
株主数				1196
株式分散度（＝総株式数/株主 数）				83.61

(1914年上期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
1位	△瀬尾喜兵衛	金巾商	3660	3.66
2位	高木與作	雑業	3200	3.20
3位	●山辺丈夫		2500	2.50
4位	○阿部房次郎		2360	2.36
5位	○阿部彦太郎		1800	1.80
6位	○田附政次郎	綿糸卸、三品仲買人	1730	1.73
7位	芝田大吉	株式取引所仲買人	1620	1.62
8位	中村孝太郎	染呉服卸	1490	1.49
9位	廣田千秋	大同生命取締役	1216	1.22
10位	新田茂兵衛		1200	1.20
大株主所有率合計(%)				20.78
総株式数				100000
株主数				1551
株式分散度（＝総株式数/株主 数）				64.47

注 ●取締役会長（社長）、○取締役、△監査役。

資料 各年の考課状、『株主名簿』より作成。属性については、渋谷隆一編（1984）、（1985）、高村直助「大阪紡績会社」、及び、「付表1」、山口和雄編（1970）を参照した。

表2 取締役の株式所有構造の推移

(1894年下期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
社長	松本重太郎	第百十三銀行頭取、毛斯綸紡績・南海鉄道・日本製糖・大阪運河・社長	640	2.67
取締役	佐伯勢一郎		301	1.25
取締役	伊度貞剛		220	0.92
監査役	阿部市太郎	呉服卸商、金巾製織社長	400	1.67
監査役	宅徳平		n.a.	
重役所有比率 (%)				6.50
総株式数				24,000
株主数				538
株式分散度 (=総株式数/株主数)				44.61

(1899年下期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
社長	山辺丈夫	大阪撚糸取締役	320	1.33
取締役	佐伯勢一郎	大阪系綿木綿取引所理事長、南海鉄道・大阪アルカリ取締役	251	1.05
取締役	廣瀬満正		100	0.42
監査役	阿部市太郎	呉服卸商、金巾製織社長	400	1.67
監査役	宅徳平	宅合名社長、堺酒造専務、浪速銀行・大阪麦酒取締役	100	0.42
監査役	秋馬新三郎	内外綿監査役、大阪撚糸社長、第百三十銀行監査役	n.a.	
重役所有比率 (%)				4.88
総株式数				24000
株主数				585
株式分散度 (=総株式数/株主数)				41.03

資料 各年の考課状、『株主名簿』より作成。属性については、渋谷隆一編（1984）、（1985）、高村直助「大阪紡績会社」、及び、「付表1」、山口和雄編（1970）を参照した。

表2の続き

(1904年上期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
社長	山辺丈夫		520	1.63
取締役	廣瀬満正		242	0.76
取締役	宅徳平	宅合名社長、堺酒造専務、浪速銀行・大阪麦酒取締役	156	0.49
監査役	阿部市太郎	呉服卸商、金巾製織社長	595	1.86
監査役	渋谷正十郎		128	0.40
監査役	肥塚源次郎		170	0.53
重役所有比率 (%)				5.66
総株式数				32000
株主数				708
株式分散度 (=総株式数/株主数)				45.20

(1909年上期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
社長	山辺丈夫		1500	1.50
取締役	阿部房次郎		850	0.85
取締役	廣瀬満正		504	0.50
取締役	宅徳平	宅合名社長、堺酒造専務、浪速銀行・大阪麦酒取締役	666	0.67
取締役	熊谷辰太郎		506	0.51
取締役	田附政次郎		1360	1.36
監査役	渋谷正十郎		n.a.	
監査役	藤井善助		n.a.	
監査役	肥塚源次郎		n.a.	
重役所有比率 (%)				5.39
総株式数				100000
株主数				1196
株式分散度 (=総株式数/株主数)				83.61

(1914年上期)

	名前	属性	所有株式数	所有比率
社長	山辺丈夫		2500	2.50
取締役	阿部房次郎		2360	2.36
取締役	熊谷辰太郎		400	0.40
取締役	田附政次郎	綿糸卸、三品仲買人	1730	1.73
取締役	肥塚源次郎		770	0.77
取締役	阿部彦太郎		1800	1.80
取締役	大川英太郎		303	0.30
監査役	瀬尾喜兵衛	金巾商	3660	3.66
監査役	藤井善助	日本共立生命保険会社社長	450	0.45
監査役	岡村勝正		110	0.11
重役所有比率 (%)				14.08
総株式数				100000
株主数				1551
株式分散度 (=総株式数/株主数)				64.47

表3 株主による監視機能（株主発言率）

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

資料 「大阪紡績株主総会議事録」（東洋紡績株式会社所蔵）

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

注2 株主総会出席率については、宮本又郎／阿部武司、「会社制度設立期のコーポレート・ガバナンス 大阪紡績会社と日本生命保険会社の事例」，表3，伊丹敬之／藤本隆宏／岡崎哲二／伊藤秀史／沼上幹，『リーディングス 日本の企業システム 第Ⅱ期 第2巻 企業とガバナンス』，有斐閣，2005年，第8章を参照。

表4 株主総会における議案別の議決回数と発言率の推移

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

資料「大阪紡績株主総会議事録」（東洋紡績株式会社所蔵）

注 実数値は議決回数, %については発言率を表示.

表5 株主総会の議論時間の推移

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

資料「大阪紡績株主総会議事録」（東洋紡績株式会社所蔵）

表6 雇用経営者期（1898-1914年）の議論時間と自社業績指標の関係
推計方法 OLS

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

資料 議論時間については「大阪紡績株主総会議事録」（東洋紡績株式会社所蔵），財務情報については各期「考課状」，株価は『大阪朝日新聞』，より採録．

業界比較

推計方法 OLS

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

資料 議論時間については「大阪紡績株主総会議事録」（東洋紡績株式会社所蔵），財務情報については各社各期「考課状」，株価は『大阪朝日新聞』および『中外商業新報』より．

注1 1898-1902年までは4社平均（＝三重紡績会社，鐘淵紡績会社，尼崎紡績会社，摂津紡績会社）を業界平均とした．1903年以降は，ROEについては半年毎に刊行された『綿糸紡績事情参考書』に記載された全企業の平均を業界平均とし，株価については『大阪朝日新聞』および『中外商業新報』に継続的に株価が記載されているすべての綿紡績企業を対象とした．

注2 株価＝（大阪紡績会社の株価）／（業界の平均株価），ROE＝（大阪紡績会社のROE）／（業界の平均ROE）

表7 役員の変遷

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

資料 「考課状」

注 網掛けは生え抜き従業員。大川英太郎（母は渋沢栄一夫人と姉妹）と岡村勝正（山辺丈夫と又従兄弟）は技師候補生として、大阪紡績会社創立直前（1881-2年）に、渋沢の命を受けて、愛知、桑原などの各紡績所で紡績技術を学んだ。

表8 大阪紡績会社の業績と株主の反応

	1897-1900	1901-1904	1905-1908	1909-1912	1913-1914
株価	34.00	20.16	83.21	71.34	70.67
ROE	2.93	5.44	10.53	5.56	9.20
配当率	7.88	5.58	17.92	11.62	9.33
配当性向	60.19	43.54	60.06	74.14	34.37
労働生産性	131.13	174.84	177.80	184.13	238.98
設備生産性	4.35	4.87	3.89	4.28	5.04
労働装備率	29.78	36.46	40.43	39.55	44.45
発言率	46.67	47.06	18.75	61.11	25.00
議論時間	110.00	76.00	40.00	55.07	35.00
株主総会出席率	24.93	18.23	16.45	13.98	13.40

資料 生産性については大日本紡績連合会『紡連月報』、財務情報については各期『考課状』，株価は『大阪朝日新聞』，より。

表9 他企業との業績比較

配当政策

	%									
	大阪紡績		三重紡績		鐘淵紡績		尼崎紡績		摂津紡績	
	配当性向	配当率	配当性向	配当率	配当性向	配当率	配当性向	配当率	配当性向	配当率
1897-1900	60.19	7.88	73.51	14.92	62.46	7.97	46.49	13.41	44.76	20.00
1901-1904	43.54	5.58	68.65	12.78	43.02	5.87	55.67	20.00	64.26	17.87
1905-1908	60.06	17.92	55.24	23.47	48.02	17.34	50.13	40.37	54.91	36.75
1909-1912	74.14	11.62	61.13	13.41	75.70	13.36	61.70	29.69	56.52	21.05
1913-1914	34.37	9.33	42.68	15.74	61.62	15.95	49.18	26.13	52.57	27.90

資料 各社各期考課状

注1 配当性向=配当金/当期利益×100, 配当率=(配当金×2)/払込済資本金×100

注2 1903-1914年の配当利回り(=配当金/時価株価総額)については大阪紡績(13.38), 三重紡績(11.24), 鐘淵紡績(10.10), 尼崎紡績(9.83), 摂津紡績(9.21)(単位%)であった。

	%, 円									
	大阪紡績		三重紡績		鐘淵紡績		尼崎紡績		摂津紡績	
	ROE	株価	ROE	株価	ROE	株価	ROE	株価	ROE	株価
1897-1900	2.93	34.00	7.40	70.25	3.22	45.28	9.70	31.14	10.68	48.90
1901-1904	5.44	20.16	6.73	72.38	5.48	39.01	9.79	51.21	7.74	43.49
1905-1908	10.53	83.21	13.28	111.44	12.54	101.69	14.44	107.84	12.85	90.26
1909-1912	5.56	71.34	6.78	91.59	5.54	113.83	8.22	115.38	7.49	87.91
1913-1914	9.20	70.67	10.27	95.00	8.25	105.90	10.63	94.93	11.55	86.33

資料 配当金, 当期利益については各社各期考課状, 株価については『大阪朝日新聞』より。

注 ROE=当期利益/払込済資本金×100

表10 他企業との業績比較

設備投資

指数:1896年上期=1.00

	設備数									
	大阪紡績		三重紡績		鐘淵紡績		尼崎紡績		摂津紡績	
	錘数	指数	錘数	指数	錘数	指数	錘数	指数	錘数	指数
1896上	51,328	1.00	56,784	1.00	39,162	1.00	27,549	1.00	33,778	1.00
1900上	41,673	0.81	71,704	1.26	132,039	3.37	44,809	1.63	50,608	1.50
1904上	47,850	0.93	81,840	1.44	214,592	5.48	44,663	1.62	99,120	2.93
1908上	113,430	2.21	162,366	2.86	179,178	4.58	44,005	1.60	87,149	2.58
1912上	129,924	2.53	255,652	4.50	374,121	9.55	77,773	2.82	145,626	4.31
1914上	144,986	2.82	274,331	4.83	414,964	10.60	104,262	3.78	156,429	4.63

	総資本									
	大阪紡績		三重紡績		鐘淵紡績		尼崎紡績		摂津紡績	
	資本額	指数	資本額	指数	資本額	指数	資本額	指数	資本額	指数
1896上	2,413,900	1.00	2,245,400	1.00	3,284,100	1.00	1,264,700	1.00	1,436,900	1.00
1900上	3,215,600	1.33	2,924,600	1.30	7,986,700	2.43	1,386,700	1.10	1,877,200	1.31
1904上	3,792,000	1.57	3,917,900	1.74	12,771,300	3.89	1,542,100	1.22	3,200,500	2.23
1908上	8,290,900	3.43	10,586,400	4.71	18,292,600	5.57	3,238,500	2.56	5,789,400	4.03
1912上	11,882,600	4.92	21,077,500	9.39	36,665,400	11.16	5,047,300	3.99	10,048,400	6.99
1914上	15,136,400	6.27	27,083,000	12.06	43,168,000	13.14	8,832,500	6.98	10,150,000	7.06

資料 錘数については『紡織月報』，『大日本綿糸紡績同業联合会報告』，『大日本紡績联合会月報』より，資本額については山口和雄編（1970），『日本産業金融史研究・紡績金融篇』巻末付表より作成。

表11 経営者の利得

	持株数	総株式数	株式所有率 (%)	配当金 (円)	1株当配当 (円)	受取配当 (円)	役員賞与 (円)	役員数 (人)	1人当役員賞与 (円)	1人当役員賞与/受取配当 (%)	経営者利益 (円)	配当性向 (%)	役員賞与/当期利益 (%)
	A	B	C=A/B	D	E=D/B	F=A×E	G	H	I=G/H	J=I/F	K=F+I	L	M
1898年上	407	24,000	1.70	42,000	1.75	712	7,400	6	1,233	173.16	1,946	56.53	9.96
1899年下	242	24,000	1.01	90,000	3.75	908	16,200	6	2,700	297.52	3,608	81.97	14.75
1900年下	242	24,000	1.01	30,000	1.25	303	6,000	6	1,000	330.58	1,303	51.55	10.31
1901年下	412	32,000	1.29	53,200	1.66	685	8,800	6	1,467	214.13	2,152	62.88	10.40
1902年下	412	32,000	1.29	0	0.00	0	0	6	0		0	0.00	0.00
1904年上	520	32,000	1.63	54,000	1.69	878	19,000	6	3,167	360.87	4,044	30.46	10.72
1905年下	1,000	48,000	2.08	222,200	4.63	4,629	26,200	7	3,743	80.85	8,372	63.85	7.53
1906年上	1,050	70,000	1.50	180,000	2.57	2,700	43,700	10	4,370	161.85	7,070	53.32	12.94
1907年下	1,180	75,000	1.57	337,300	4.50	5,307	68,300	9	7,589	143.00	12,896	57.80	11.70
1908年下	1,200	75,000	1.60	225,000	3.00	3,600	37,700	9	4,189	116.36	7,789	68.79	11.53
1909年下	1,500	100,000	1.50	231,200	2.31	3,468	50,900	9	5,656	163.08	9,124	55.63	12.25
1910年下	1,873	100,000	1.87	203,100	2.03	3,804	28,800	9	3,200	84.12	7,004	85.23	12.09
1911年下	2,000	100,000	2.00	203,100	2.03	4,062	27,800	9	3,089	76.04	7,151	81.60	11.17
1912年下	2,000	100,000	2.00	328,100	3.28	6,562	67,200	9	7,467	113.79	14,029	69.45	14.23
1913年下	2,500	100,000	2.50	338,425	3.38	8,461	46,000	10	4,600	54.37	13,061	48.76	6.63

資料 各期考課状

表12 役員賞与の決定要因

被説明変数=役員賞与						
説明変数	回帰係数	<i>t</i> -value	<i>p</i> -value	<i>F</i> -value	R ²	自由度
株価(<i>t</i>)	0.25	0.64	0.53			
株価(<i>t</i> -1)	-0.14	-0.33	0.74			
株価(<i>t</i> -2)	0.00	-0.01	0.99			
株価(<i>t</i> -3)	0.35	0.82	0.42			
株価(<i>t</i> -4)	-0.46	-1.26	0.22			
ROE(<i>t</i>)	0.84	4.90	0.00	4.66	0.54	22
ROE(<i>t</i> -1)	-0.15	-0.87	0.39			
ROE(<i>t</i> -2)	0.12	0.65	0.52			
ROE(<i>t</i> -3)	-0.05	-0.28	0.78			
ROE(<i>t</i> -4)	0.04	0.24	0.81			
定数項	0.20	1.93	0.07			

資料 役員賞与およびROEについては『考課状』，株価は『大阪朝日新聞』より。

注 各変数（役員賞与，株価，ROE）の値をすべて収益率，すなわち， $(X_t - X_{t-1})/X_{t-1}$ ，として推計している（*X*は変数の実数値）。