

## 審査の結果の要旨

氏名 結城武延

### 論文の構成

本論文は19世紀終わりから20世紀初めにおける綿紡績企業を事例として、近代日本における資本市場の発達、それを受けた企業統治の成立、そして複数単位企業組織の形成をひとつながりに捉えることを目的としたものである。論文の構成は以下の通りである。

- 序章 資本主義的経済発展と株式会社
  - 1 株式会社の役割—問題の所在—
  - 2 株式会社の問題：所有と経営の分離—課題と分析視角—
  - 3 本稿の構成
- 1章 近代日本における株式会社制度—商法における会社機関の規定
  - 1 戦前日本における商法の成立過程
  - 2 商法における会社機関の規定—株主総会，取締役，監査役—
  - 3 判例の分析—損害賠償責任の件
- 2章 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—
  - 1 高収益企業と低収益企業
  - 2 資本市場による企業統治の確立
  - 3 経営者の誘因制御
- 3章 企業統治における株主総会の役割—大阪紡績会社の事例—
  - 1 株主総会の機能
  - 2 株主総会の事例
  - 3 業績の変化と株主の反応
- 4章 企業金融と企業統治—大阪紡績会社における取締役と監査役—
  - 1 大阪紡績会社の所有と企業金融の構造
  - 2 1890年代から1900年代初頭における企業統治
  - 3 1900年代から1910年代における企業統治
- 5章 複数単位企業の生産組織—20世紀初頭の鐘淵紡績会社の合併—
  - 1 戦前日本における大規模紡績会社の誕生
  - 2 合併における利益の源泉
  - 3 合併の成果
- 6章 企業内の資源配分—綿紡績企業における中間管理職の役割—
  - 1 中間管理職の役割
  - 2 鐘淵紡績会社における中間管理職（工場長）の役割
  - 3 経営の成果
- 終章 近代日本における株式会社
  - 1 近代日本における株式会社の発展—綿紡績業を事例として—
  - 2 「外」なる差異から「内」なる差異へ
  - 3 今後の課題

### 内容の解説

序章においては本論文の視角が語られる。現在の資本主義諸国において株式会社が支配的な企業形態であることは言うまでもないが、日本においては、19世紀末の企業勃興当初から株式会社制度が支配的であった。なかでも、綿紡績業は産業革命を主導した産業のひとつであり、巨額の初期投資を必要とするその勃興にあたっては、当初から株式会社形態が採られた。その意味で、綿紡績業は、日本の産業革命期における資本市場の発達、それと補完的に進行した企業統治の成立を見るに最適な事例であることを著者は強調する。そ

の上で、近年の契約理論と組織の経済学の発展を受けた問題意識が提示される。株式会社とは、資本市場がある程度の効率性、すなわち、公開された情報が市場参加者のすべてに共有されているという、ユージン・ファーマの言う「弱い意味の効率性」が満たされていることを前提として、合理的な投資家からより小さいリスク・プレミアムによって資金を集める企業形態である。言い換えれば、公開された経営情報に対して投資家がどう反応するかが、株式会社の企業形態としての妥当性を左右することになる。それゆえ、本論文の第一の焦点は、企業経営と資本市場の関係、具体的には、経営情報に対する株価の反応、株主総会における資本家の行動と経営者の対応、そして取締役会と監査役会の役割に置かれ、分析にあたっては、参照される理論的な枠組みとして基本的なプリンシパル・エージェントモデルが採用される。一方、もし市場において完全情報が満たされているならば、すなわち、生産の現場で生じていることがただちに市場参加者に知られるならば、そもそも、取引を市場から引き上げる企業組織が、資源配分の仕組みとして採択されることはない。そうした「企業の境界」問題として知られる、組織の経済学における理論的な枠組みを念頭に置きつつ、本論文の第二の焦点は、企業が、合併によって市場から内部化した事業所をいかに効率的に経営しようとしたかを探ることに置かれる。

1章においては、戦前日本の会社法における会社機関の位置づけが概観される。東京株式取引所と大阪株式取引所は1878年に設立され、紡績企業の勃興は1880年代に始まるが、商法の公布施行は1899年であり、しかも、施行後においても監査役の責任を強化する1911年改正をはじめとして重要な部分の改正が続いた。それゆえ、分析対象期間における法制度環境の整理は2章以降における分析の結果を理解するために不可欠である。1章は幕末から1911年以前の法制度を概観し、株主請求権の保護を強化する方向で法整備と判例の形成が進んだことを確認する。

2章においては、企業勃興期の資本市場がどの程度に効率的で、投資家がどの程度に合理的であったのかが、紡績企業の会計情報と株価、配当性向、経営者報酬との関係を通じて吟味される。その結果、資本市場は利益率の高い企業群には低い配当性向を許し、かつ、投資の増大に株価の上昇を以て報いる一方、利益率の低い企業群には高い配当性向を求め、かつ、その投資に対しては無反応であることが明らかにされた。経営者報酬が利益率に依存していたことは高収益群も低収益群も同じである。経営者に対して利益率上昇への強い誘因を与えるとともに、長期的な成長、すなわち長期的な株価の上昇が期待される企業には低配当による内部留保と投資を許す一方、長期的な成長の可能性が明らかではない企業の投資には反応しないとする本章の結果は、現在の資本主義社会が期待する資本市場の機能が、20世紀初頭の日本に既に形成されていたことを示すとされる。独創的な着眼を率直に検証して得られた斬新な結果である。

3章は、市場と企業が直接に対面する株主総会を取り上げる。公開された会計情報によって将来の企業価値の期待値を偏りなく予測できるのであれば、時間と費用をかけて株主総会に足を運ぶ意味は極めて小さくなる。しかし、もし、株主総会における経営者との質疑応答が株主に新たな情報を与えるのであれば、株主総会への出席は極めて意義あるものとなる。分析対象とされている20世紀初頭は、主要上場企業において従業員が、経営の専門家として役員に選任される事例が出始めていた。それは事後的に振り返るなら、資本家自身による経営から経営者による経営への移行の始まりであったが、そのことは、まさにプリンシパル・エージェント問題が文字通りの問題として浮上し始めたことを意味する。実際、3章が取り上げる大阪紡績会社においては、従業員出身の社長である山辺丈夫が従業員出身役員とのさらなる選任を総会に提案したとき、極めて真剣な議論が闘わされることになった。最終的には、山辺の説明に対して、いわゆる長期保有型の大株主が納得し、従業員出身役員の増加が認められることになった。一方、そのことは、経営者に対する誘因が弱められることを意味せず、紡績企業における役員報酬が利益率と株価に依存していたこ

とが重ねて強調される。この結論は、いわゆる「経営者支配」と「株主主権」とが矛盾するかのようには語られてきた、アルフレッド・チャンドラー以来の経営史における枠組みに再考を迫るものともなっている。少なくとも日本の産業革命の主要産業たる紡績業において、資本家から従業員への経営者の交代と、後者による経営の「支配」は、それが企業の成長、すなわち株価の上昇によって株主に奉仕すると考えられる場合にのみ認められた。また、本章の結論は、株主総会において投資家に新たな情報が提供され、経営者の行動に関する信念が改訂され、それゆえ、より望ましい次善解に到達する可能性が拡大することを含意していることにも触れ、企業統治の標準的なモデル化のあり方を再検討する必要性も訴えている。合理的、経済学的に考えて筋が通らないならば、経営史学界の常識であっても躊躇なく疑う姿勢と、筆書きの株主総会議事録を辛抱強く読み解く歴史家としての技倆が組み合わされた独創的な結果である。

4章は、株主総会において議案に沿った経営を委任される取締役会が分析対象とされる。従業員出身役員が増え始める1900年代以降、大阪紡績会社の取締役会においては、従業員出身の社長である山辺丈夫が提出する原案の無修正通過率が高まるが、それは取締役会の監視機能が低下したことを意味しなかった。当該期において取締役の出席率は社外取締役のそれも含めて上昇傾向を辿り、特に、取締役と監査役の損害賠償責任を強化する商法改正がなされた1911年以降には、取締役、監査役共に極めて高い出席率が達成されることになる。さらに、当該期において、取締役会に提出される経営情報が年を追う毎に充実していったことも強調される。これらを以て、取締役会が経営情報開示の場としての重要性を高め、そのことによってより望ましい次善解への到達が促されたと結論づける。3章を読んだ読者には、当然、ならば株主総会だけで経営ができるのか、と素朴な疑問が浮かぶはずであるが、おそらくは著者もそうした疑問を持ったのであろう。ここでも素朴な問いを素直に史料に問う姿勢が、通説にとらわれない独創的な結果をもたらすことに成功している。

1890年代以降の時期は紡績企業の合併が進んだ時期でもあった。5章においては、その「紡績大合同」を先導した鐘淵紡績会社を対象として、取引を市場から組織内部に取り込む合併が、いかにして生産効率を高めえたのが検討される。そして、少なくとも鐘淵紡績会社においては、被買収工場の生産費管理が厳格化されることはもとより、兵庫工場をはじめとする主要工場が培った工程管理の知識が被買収工場に移植され、さらに、各工場の生産費用実績が毎月、本社に把握されるとともにすべての工場長に共有されたこと、それらが被買収工場の生産性上昇を実現したこと、それゆえ、資本市場もまた同社の買収を好感し、高株価を与えたことが示される。これらを以て、当該期には経営支配権市場としての資本市場が適切に機能するとともに、大合同に成功した企業においては現場に暗黙裏に蓄積された知識を共有することによって生産性の上昇が達成されたとの解釈が示される。

6章は5章と同じく鐘淵紡績会社を対象として、現場からの知識の収集と、本社が定型化した知識の現場への適用を担った工場長の役割が検討される。同社の武藤山治社長が工場長の果たす役割を重視していたこと、また、それと表裏の事柄として、工場長が本社に伝達する情報を歪める可能性に備えて現場の労働者が本社に直接に工場長の失策を報告する仕組みを備えていたこと、そして、各工場の生産費用の推移は、工場の効率性が工場長に左右されるとする推論と矛盾しないことが述べられる。

終章においては如上の内容が改めて要約されるとともに、残された課題が示される。特に、大阪紡績会社や鐘淵紡績会社といった巨大企業の事例研究から一般的な結論を導く本論文の限界が言及され、事例研究のさらなる積み重ねが必要であることが述べられる。

## 論文の評価

本論文の最大の貢献は、日本において自由な資本市場が整備され、株式会社が勃興した時期に、その企業勃興を主導した紡績業を対象として、「定型化された事実」を共有する出発点を提出したことに求められる。資本市場における株価の形成から、株主総会の機能、取締役会の役割、合併の効果、現場の知識を収集、周知してその合併効果を実現させるための中間管理職の役割へと、市場から工場の現場までひとつつながりの絵を主要産業について描いた貢献は評価に値すると考えられる。企業統治を教えるにあたって、それと関わる「定型化された事実」に、19世紀末や20世紀初頭はもとより、必要があれば17世紀まで遡って言及し、然る後にそれを説明する経済理論を紹介することは、米国の教科書の例を引くまでもなく、決して特別なことではないはずである。対して我が国においては、企業統治に関わる経済学的、法学的教養は概して1950年代を以て断絶している。仮に、我が国においても、1世紀以上にわたる資本主義企業の統治の歴史を回顧するための参照点を与える「定型化された事実」が必要であるとするならば、本論文はその形成に着手したと評価することできよう。

これまでそうした「定型化された事実」が提出されてこなかった最大の理由は、1世紀前の事実を調べるにあたってその現代的意義にしばしば無頓着であった、経済史および経営史の学界全体の動向に求められる。翻って、現代的意味に留意しつつ1世紀前を振り返ろうとした本論文は、その副産物として、これまでの経済史／経営史研究において常識として共有されてきた認識を改める手がかりを与えている。そのひとつが、「経営者支配」の成立が株主利益の保護を弱めたとする認識を覆す結果である。経済史／経営史研究における常識を疑う姿勢が、歴史研究の現代的意義を問う流れにつながりうるならば、それもまた、本論文が持つ貢献ということになる。

一方、そうした野心的な取り組みは評価に値するものの、個々の実証手続きにはさらなる詰めが求められる部分も散見される。たとえば、4章の前半において資本構成を説明する仮説と実証は、そもそも続く本論部分にとって不可欠な内容ではないが、論文に含める以上は、仮説の一貫性と実証結果の解釈により注意が払われるべきであった。あるいは、法制度について述べた1章には、特に判例の分析において、準備の足りないところが見られる。その他の章にも、実証結果についてのさらなる頑健性の検証が望まれる部分はいくつか見受けられた。

それらの課題を考慮しつつも、実証研究として独創的かつ頑健な貢献と見なしうる分析結果を検討した結果、審査委員会としては、著者が自立した研究者として学界に貢献する資質を備えていると判断した。その判断に立って、本審査委員会は、著者に対して博士（経済学）を授与することが妥当であると結論するものである。