

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——

横山和輝

1 はじめに

本稿の課題は、1930年代の日本企業における役員賞与決定メカニズムの実証分析を通じて、株主と経営者との契約関係について考察することである。

Berle=Means[1932]の指摘する「所有と経営の分離」(the separation of ownership and control)は、株式会社の実質的な経営権が株主から経営者に移転したことを意味する。このとき経営者の行動が株主の利益を保護するものであるかどうかは切実な問題となる。本稿ではこの利害問題を調整する仕組みをコーポレート・ガバナンス (corporate governance) と定義する¹⁾。

株式会社においては、プロジェクトの収益に対する所有権は形式的には株主に帰属する。しかしながら株主は収益の一部を役員賞与として経営者に支払う。経営効率を高めるため、すなわちモラル・ハザード問題を回避するため、株主は何らかの手段で経営者を規律づけなくてはならない。効率的な経営を遂行させるインセンティブを金銭面から付与する手段、これが役員賞与と支払いである。このとき、株主にとっては役員賞与を支払った後でもプロジェクトに投資した資金の機会費用に等しい収益率を確保できるかどうかという利害問題がある。一方、経営者にもまたプロジェクトの遂行にあたって自らの投下した努力水準に見合う利得を取得できるかどうかという利害問題がある。このような利害対立が調整されることによって役員賞与水準が決定される。株主がいかにして経営者を規律づけるか、あるいは株主と経営者の利害対立がどのように調整されているか、その一端を知ることができるという点で、役員賞与決定メカニズムはコーポレート・ガバナンスにおける重要な側面としてとらえられる²⁾。

では役員賞与決定メカニズムの実証分析を1930年代の日本企業を対象として行なうことに

1) 広義には会社の出資者が経営者に効率的な経営を遂行させるための仕組みとしてコーポレート・ガバナンスを再定義することもできる (Shleifer=Vishny[1997])。様々なアプローチからコーポレート・ガバナンスをめぐる研究が行なわれている (Shleifer=Vishny[1997]のほか、深尾・森田[1997]および小佐野[2001]などのサーベイ参照)。

2) 胥[1996]・[1998]、Bruce=Buck[1997]、谷川[2001]などのサーベイ参照。

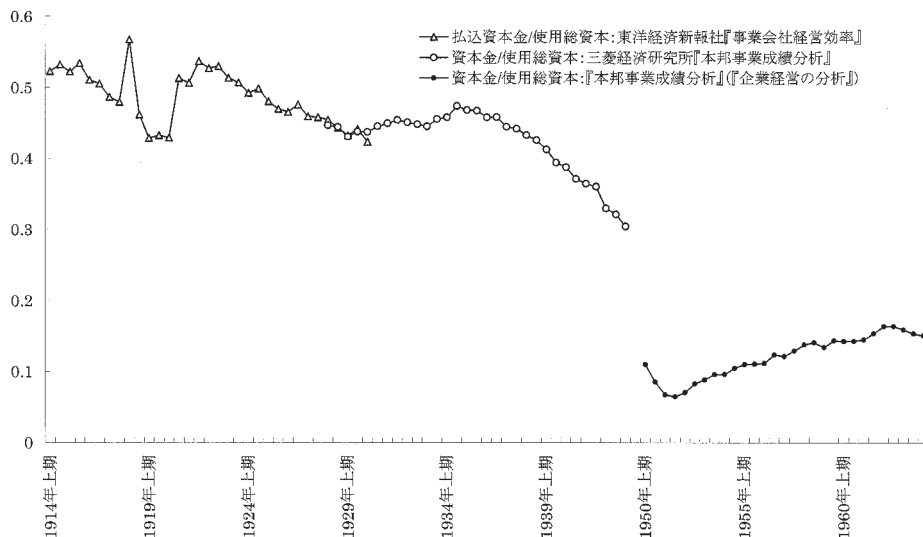


図-1 自己資本比率の長期統計

どのような意味があるのかについて説明しておこう。

図-1 は日本企業における自己資本比率の長期的推移を描いたものである。戦前の企業金融は高い自己資本比率をマークしていた(館=諸井[1965], 志村[1969], 寺西[1982], 岡崎[1993]・[1994], 伊藤[1995]など)。銀行業の歴史的発展や社債市場の拡大を受けて自己資本比率は低下傾向をみせるとはいえ、戦後に比して戦前が高い自己資本比率をマークしていた点は大きな特徴といえる。戦前の自己資本比率の高さは株式担保金融(株主が銀行から取得株式を担保として株式払込の資金を借り入れるかたちで銀行の投資資金を間接的に事業会社に供給させていた慣行)に支えられたものであったが、少なくとも名目上は、資金供給者としての株主の位置付けは戦後よりも高く評価されるべきであろう³⁾。

戦前日本のコーポレート・ガバナンスを議論した先行業績としては岡崎[1993]・[1994]や宮島[1995]がある。これらの研究はいずれも戦前の日本企業が株主の積極的なモニタリングによって経営の効率化を実現していたことを強調している点で共通している。また、岡崎[1999]は1930年代の財閥系企業を例にあげて、株主である財閥家族・持株会社による積極的な経営介入が財閥系企業の高い収益性をもたらしていたことを強調した。

3) 戦前の自己資本比率の高さを強調する論考(例えば岡崎[1993]・[1994])に対して、石井[1999]は銀行制度の発達と株式市場の発達を裏付けていたことを軽視しがちであると警鐘を鳴らしている。しかし岡崎[1993]・[1994]が強調するのは利害関係者としての株主の重要性が戦後以上に強かった点であり、決して株式担保貸出といった慣行を軽視している訳ではない。なお株式担保金融については高村[1963]や伊牟田[1976]などの詳細なケーススタディがある。

役員賞与の決定メカニズムを株主が経営者との利害調整を行ないつつ経営効率を高める手段として捉えるならば、1930年代の日本企業は格好の分析対象といえる。

以下の構成は次のとおり。まず第2節において実証分析のフレームワークを説明し、第3節において分析結果を提示する。第4節では分析結果の含意と解釈を述べる。第5節において結論と展望を示す。

2 実証分析のフレームワーク

2.1 インセンティブ・メカニズム

プロジェクトから得た収益は、名目上は株主が全額の所有権を主張できる。しかしながら株主は収益の一部を経営者に支払うことで効率的な経営を遂行させるインセンティブを付与する。

情報の非対称性 (asymmetries of information) が存在するもとで不完備契約 (incomplete contracts) を結ぶ場合にどのようなインセンティブ・メカニズムが機能するか、これが本節での考察対象となる。

依頼人 (principal) である株主は代理人 (agent) である経営者にプロジェクトを遂行させる (株主はリスク中立的、経営者はリスク回避的であると仮定する)。この契約を交わした後に経営者はみずからの努力水準を決定する⁴⁾。

プロジェクトの成果は経営者の努力水準のみならず、経営者の努力とは全く無関係な何らかの要因 (nature) によっても左右される。災害・テロといった予期せぬ不運が生じれば、たとえ高い努力水準のもとに遂行されたプロジェクトであっても失敗する可能性がある。逆に、プロジェクトが低い努力水準のもとに遂行された場合であっても、景気の過熱や何らかの流行現象などの大きなプラス要因が作用することでプロジェクトの収益が高い水準をマークしてしまうことも考えられる。特にこの場合、株主が収益のみを判断基準として役員賞与を支払うことになれば、経営者の努力水準が過大評価されることになり、モラルハザード問題が生じる。この問題を解決するために、株主はモニタリングによって経営者を規律づけることになる。

不確定要因の存在は契約の書き方にも影響する。契約である以上、明文化された内容に反した行動を一方がとった場合にもう一方が法的手段に訴えてこれを阻止することができる。役員賞与の水準が契約文書に明文化されているならば、明文化された内容通りに役員賞与が支払われない場合、経営者は株主に対して訴訟を起こすであろう。

契約初期時点では予測不可能な不確定な要因が作用するため、役員賞与に関する具体的内容

4) 本稿の想定するインセンティブ・メカニズムは契約初期の時点では経営者自身も努力水準を決定していないので逆選択モデル (adverse selection model) とは異なる。

は契約に盛り込めないことになる。したがって株主はプロジェクト終了後に経営者と再交渉を行ない(具体的には株主総会における議決投票を通じて)、支払うべき役員賞与の水準を決定することになる⁵⁾。

プロジェクトの収益は契約に最終的な所有者を明記できない所得であるから残余所得(residual income) とよばれる。この点で、役員賞与の決定メカニズムとは、残余所得の分配メカニズムそのものに他ならない。

プロジェクトの成果、すなわち収益 R は経営者の努力水準 e (≥ 0) と何らかの不確実要因 θ の関数となる。

$$R = r(e, \theta) \quad (1)$$

努力水準 e は経営者が決定するものであり、 e が高いほどプロジェクトの成功確率が高くなる。

$$\partial R / \partial e > 0 \quad (2)$$

役員賞与 W は収益 R から支払われるのでまず R の関数として把握しておく。

$$W = w[r(e, \theta)] \quad (3)$$

不確実要因 θ は株主と経営者の予期せぬところで発生する外生的ショックである。

経営者は、株主と契約を交わさない場合の効用 U_0 と照らし合わせた上で契約を結び、努力水準 e を決定して効用 U_m を最大化させる。すなわち経営者の効用関数は(4)式、目的関数は(5)式で表される。

$$U_m = u_m(W, v, e) \geq U_0 \quad (4)$$

$$\max_e u(W, v, e) \geq U_0 \quad (5)$$

なお(4)式の+、-は偏微分係数の符号条件である。役員賞与 W の増大はもちろん経営者の効用を高める。また、経営者はリスク回避的であるので、役員賞与の分散 v が低下するほど経営者の効用は増大する。これは、経営者がリスク回避的であることを表現したものである。また経営者にとって努力することは不効用となる。なお(4)式における不等号の成立は参加制約条件であり、これが成立しない場合には経営者は株主の提示した契約書にサインしない。

株主の効用関数は次のように示される。

$$U_s = u_s(R - W, C) \quad (6)$$

株主は収益から役員賞与を差し引いた金額が増えることで効用を増加させるが、モニタリング・コスト C (≥ 0) を支払うことで効用を押し下げる。モニタリング・コストがゼロの場合、株主はモニタリングしないことを意味する。

⁵⁾ もちろん完備契約(complete contracts)を結んであらかじめ明記された額の役員賞与が必ず支払われる場合も存在しうるが、本稿はそのようなケースを取り扱わないし、実証分析においても対象外としている。

株主の効用関数には役員賞与 W や収益 R に関する分散は含まれない。これは経営者がリスク回避的であるのに対して株主がリスク中立的であることを表現しなおしたものである。ここで、経営者に固定給 α を与えて経営者のリスクを軽減させ、株主みずからがそのリスクを負担することで経営者を契約に参加させることができる。

ただし、株主が固定給のみを与える場合、経営者は効用 U_m を最大化させるために $e=0$ と決定する。これは経営者が全く努力しないことを意味し、(1) 式からプロジェクトの成功確率が押し下げられてしまうことになる。株主はこのような事態を避けるために、役員賞与 W が R に依存して増大するような契約を提示することで経営者に努力するインセンティブを付与する。

$$\partial W / \partial R > 0 \quad (7)$$

したがって関数 (3) は (6) 式のような線形関数として表わされる。

$$W = \alpha + \beta R \quad \alpha > 0, 0 < \beta < 1 \quad (8)$$

定数項 α は経営者に対して与えられる固定給であり、 β はプロジェクトの成果のうちどの程度の割合が付与されるのかを示す係数である⁶⁾。簡単に言えば、固定給と出来高の和として役員賞与水準が決定されることになる。

このとき株主の目的関数は次のようになる。

$$\max\{u_s[(1-\beta)R - \alpha - C]\} \quad (9)$$

契約を結んだ後で株主はモニタリングするかどうかを判断し、モニタリングを行なう場合にはモニタリング・コストを支払う（行なわない場合には $C=0$ ）。収益 R から W ならびに C を差し引いた所得を入手することで効用 U_s を得る。この株主の目的関数こそ役員賞与の決定メカニズムにほかならず、株主の C に関する選択と α ならびに β に関する意思決定が問題となる。

2.2 インセンティブ・メカニズムのタイプ

株主は所有する株式に比例して株主総会における議決権を行使できる。このとき、現実問題としては大株主の意向が強く反映されることになる⁷⁾。それほど多くの議決権をもたない中小

6) Holmstrom=Milgrom[1987]は、このように役員賞与 W が収益 R の線形関数として定式化されることを示している。Jensen=Murphey[1990]や Hadlock=Lumer[1997]などは株主から経営者に支払われる金銭的インセンティブを株主資産 (shareholder wealth) の関数として表現している。利潤最大化問題と株価最大化問題のどちらを重視するかによって表現はこのように変わってくるが、いずれにしても株主の効用最大化問題を取りあげている点では変わらない。本稿で株価最大化問題を考えなかったのは、後述の実証分析における株価データに関する資料制約上の問題によるものである。

7) 戦前を例にとってみよう。増地[1936]には1934年時点の160社の株主総会に関するデータが収集されている。それによると株主総会の出席者は1社平均69.7名(総株主数の1.4%)、持株比率では7.4%ほどである。

株主の意向はよほど大株主と意気投合していない限り反映されない⁸⁾。したがって現実問題としては大株主の意思決定として役員賞与水準が決定される。

大株主がモニタリングする場合、それによって経営者がモラルハザードを犯さないことが保障されるので中小株主はモニタリングしないであろう。しかしながら同時に、みずからのモニタリングに中小株主がフリーライドすることを予想した場合、大株主もまたモニタリング・コストを支払うのをためらうことになる。このような事態のもとでは、経営者は株主が誰もモニタリングしない状況のもとでプロジェクトを遂行するので、モラルハザード問題が生じてしまう。

この解決策として2つ考えられる。第1に、Stiglitz[1985]や Shleifer=Vishney[1986]は、モニタリング・コストを回収するのに十分なほど大株主が株式を所有している場合にこのような事態が解決されることを指摘した。つまり大株主の株式払込みが十分な場合、モニタリングが行なわれることで経営者はプロジェクトを効率的に遂行し、それによって得られた収益の一部を確保することで大株主はモニタリング・コストを回収できる。

もう1つの解決策は、収益に連動して経営インセンティブを付与するという仕組み、すなわちプロフィット・シェアリング (profit sharing) をより強く機能させることである。収益が高くなればなるほど支払われる役員賞与の水準が高くなるのであれば、経営者はより高い努力水準のもとでプロジェクトを遂行するであろう。この場合、経営者はプロジェクトの成果をあげることで実質的に残余所得を取得することができる。したがって株主はモラル・ハザード問題を解決するためにモニタリング・コストを支払う代わりに残余所得の請求権の一部を経営者に付与していることになる。

モニタリング・コストを支払うか、あるいはプロフィット・シェアリングを強く機能させて残余所得の請求権の一部を経営者に移転するか、このいずれかの手段を用いて株主はモラル・ハザード問題を解決しようとする。

この解決策の違いに基づいて、村瀬[1995]ならびに Murase[1998]はインセンティブ・メカニズムを次のように2つのタイプとして類型化した。

Type-A⁹⁾

株主は積極的な経営介入を行ない、経営者の行動が株主の利得を損なうものと判断した場合、経営者を交代する。株主は解任の脅威を与えることで企業経営の効率化を図る。解任の脅威と引き換えに、株主は経営者に固定的もしくは高額なインセンティブを付与する。

8) La Porta=Lopez-de-Silanes=Shleifer[1999]は、27カ国の株式所有構造について比較検討した上で、株主と経営者の利害対立よりも大株主と中小株主の利害対立がむしろ深刻であるという見解を提示した。おそらく、役員賞与決定メカニズムもまた株主と経営者の利害調整だけでなく、大株主と中小株主の利害調整の結果として機能するものと考えられよう。

9) 村瀬[1995]の「株主所有型」、Murase[1998]の「A-firms」という類型に相当する。

Type-B¹⁰⁾

株主は経営介入をおこなわず、解任の脅威を恒常的には与えない。そのかわり役員賞与と収益をより強く連動させることで経営者の高い努力水準を誘発し、経営の効率化を図る。大株主が十分な払込を行なっている場合には Type-A を選択する、すなわちモニタリングによるモラル・ハザードの回避を試みる。それが不可能な大株主は Type-B のメカニズムを採択し、残余所得の請求権の一部を経営者に移転させることで経営者に効率的な経営を行なわせる。

ここで、Type-B の株主は収益の額に応じてより多くの残余所得が経営者に移転することを躊躇するかもしれない。残余所得の所有権を主張することで役員賞与を大幅にカットし、場合によってはプロジェクトがいかにも多くの収益をもたらそうとも役員賞与をゼロとすることが考えられる。株主によるこのような機会主義的行動 (opportunistic behavior) が予想される場合、経営者は契約を結ぼうとはしないであろう。そのため、Type-B の株主と経営者が契約を取り交わすためには、機会主義的行動を抑制する何らかのシステムが存在していなければならない。

倉澤[1993]などが指摘するように、戦後日本の株式持合といった慣行は株主による経営介入や株式売却を抑制する機能も持つ。このような論点にたって村瀬[1995]ならびに Murase [1998] は株式持合いが Type-B の株主と経営者の契約を成立させる条件となっていることを指摘する。また、厳密な意味での株式持合いを行なうことができない相互会社形態の生保会社の場合でも、政策投資（保険商品の販売プロモートを意図した株式取得）を通じて企業と長期的関係をもつことが知られているし、戦前においてもそのような長期的関係を基礎とする株式所有が行なわれていた(横山[2000])。株式持合いや政策投資などの長期的関係、いわゆるリレーションシップ・マネージメントが存在することで株主の機会主義的行動は抑止される。十分な株式払込みを行なっていない大株主はこのようなリレーションシップ・マネージメントの構築を条件として Type-B のインセンティブ・メカニズムを採択することになる。

残余所得の請求権と残余コントロール権（契約もしくは法律に明文化されていない資産の使用に関する意思決定の権利）は同一の主体によって行使されるものと考えられる (Hart [1995])。このような想定のもとでは、残余所得の請求権を保持する Type-A の株主は残余コントロール権も行使できる主体だということになる。一方、Type-B は残余所得の請求権が実質的に経営者に移転しているため、残余コントロール権の移転も生じているものと考えられる。この点では、Type-B は経営者のオートノミーを保障しつつ経営者のモラル・ハザードを防ごうとするインセンティブ・メカニズムだと言い換えられる (村瀬[1995])。

10) 村瀬[1995]の「従業員所有型」、Murase[1998]の「J-firms」という類型に相当する。

2.3 推定式

インセンティブ・メカニズムのタイプにかかわらず、役員賞与は(8)式(厳密には目的関数の(9)式)で決定される。しかしながらモデル分析の上では $\alpha > 0$, $0 < \beta < 1$ という条件が把握できるのみである。(8)式を推定式として計量分析を行ない、定数項 α や係数 β の推定値を得たとしても、そのサンプル企業についてType-AであるかType-Bであるかは即断できない。

重要な判断基準は、大株主が残余所得の請求権を移転しているかどうかという点にある。そこで、大株主の持株比率 S を用いて(8)式を次のように書き換える。

$$W = \alpha + (\beta_0 + \beta_1 S)R \quad (10)$$

ここで R の係数となる $(\beta_0 + \beta_1 S)$ を、感応度(sensitivity)とよぶことにする。 β_1 の推定値が有意に正であれば大株主が感応度を高めていたことになる。このことは大株主がType-Bのインセンティブ・メカニズムを選択し、プロフィット・シェアリングを強く機能させるかたちで経営インセンティブを付与していたことを意味する¹¹⁾。

この観察において、比較分析は有効であろう。すなわち、分割されたそれぞれのサンプルについて推定された感応度を比較することで、それぞれのサンプル企業がどちらのタイプに近いのか相対的な評価を下すことができる。

具体的には財閥系企業と非財閥系企業という区分を手始めに行なう。財閥系企業の株主(財閥家族・持株会社)が積極的にモニタリングを行なうことで経営効率化を達成していたという岡崎[1999]の主張が整合的であるのならば、財閥系企業を対象とした推定においてはType-Aのインセンティブ・メカニズムが成立していたことを示唆する分析結果が得られるであろう。この点では岡崎[1999]の主張が支持されるかどうかの検定が行なわれることにもなる。

また、そもそもType-AとType-Bの選択においては大株主が十分な株式払込みを行なっているかどうかのポイントとなっている。そこで大株主の持株比率を基準にしてサンプル分割を行なった上での比較分析も行なう。これはStiglitz[1985]やShleifer=Vishney[1986]の指摘した大株主のモニタリングに対する中小株主のフリーライド問題について検討する実証分析としての性格をもつことになる。

11) 村瀬[1995]は1980年度から1989年度までの東証1部上場の電気機器産業87社、鉄鋼産業23社を対象とした分析を行なった結果、本稿でいう β_1 の推定値が正に有意であることをつきとめつつ、本稿の類型でいうところのType-Bのインセンティブ・メカニズムが機能している点を指摘した。

3 実証分析

3.1 データ

長谷川[1938]には1930年代における主要企業84社の定款が収録されている。これによると、12社については利益金のうち何%を役員賞与とするかが規定されておらず、66社については「利益金百分ノ十以内」というように上限を設定するのみであり、具体的な配分比率は株主総会の決議を通じて決定されていた。したがって1930年代の日本企業に関して、不完備契約に基づくインセンティブ・メカニズムを仮定することは十分な現実対応があるといえる¹²⁾。

株式所有構造については東洋経済新報社『株式会社年鑑』あるいは大阪屋商店『株式年鑑』から得られる。ここでは株主と経営者とのプリンシパル＝エージェンシー関係を想定しているため、上位10名株主のうち、役員株主は除外する¹³⁾。

財務データについても『株式会社年鑑』や『株式年鑑』から入手できるが、これらは明らかな誤植が散見されるほか、役員賞与の額について「役員賞与その他」あるいは「役員賞与及び交際費等」と記載されるなど賞与の具体的水準について判断できない曖昧な表記が多くみられる。そこで役員賞与の水準を正確に把握するために、三菱経済研究所『本邦事業成績分析』も用いることにした。

サンプルとなるのは製造業企業116社である。なお、サンプル企業には経常利益が正であっても役員賞与がゼロとなるケースが存在する¹⁴⁾。このようなセンシング (censoring) の問題が生じる場合には、OLSによる回帰分析では推定にバイアスがかかる。この問題を解決する推定方法には、truncated regression もしくは Tobit model の2つがある。どちらの方法を選択するかは、ゼロと観察される被説明変数が理論的に負の値をとり得るのかどうか依存する¹⁵⁾。経営者の努力が低水準であろうと株主が判断した場合には、賠償金支払いなどのペナルティーが課されることになる。このようなペナルティーは理論的に想定できても役員賞与のデータではゼロとしか観察できない。そこで本稿ではOLSによる回帰分析とともに Tobit model によ

12) 定款で役員賞与の水準や収益の配分比率に関する明確な規定がある会社や役員賞与が株主総会ではなく取締役会議で決定される会社をサンプルから除外した。

13) 役員株式所有と役員賞与との関係については、ストック・オプションを考察する分析対象としてより綿密な分析がなされるべきであろうが、今後の課題としたい。

14) 赤字決算を報告したケースでは役員賞与は支払われていないが、本稿ではこのケースは除外している。本来ならば、黒字決算が連続しているケース、赤字から黒字に転じた場合さらに黒字から赤字に転じた場合などに場合分けして分析すべきであるが、決算が半期ごとに報告されたのに対し、株式所有構造のデータは年次データとしてしか入手できない。そのため、3年間連続で黒字決算を報告した会社に限定して、それらの財務データを年次データとして把握して分析するという方法を採用した。この点の修正については今後の課題としたい。

15) Maddala[1992], 342頁。

る推定も試みる。

3.2 財閥系企業と非財閥系企業

岡崎[1999]は、財閥系企業において株主（財閥家族・持株会社）の強力なモニタリングを行っていたとして、モニタリングに対する積極性という点で財閥系企業と非財閥系企業との間に明確な違いが存在していたことを強調する。このような違いがインセンティブ・メカニズムにおける違いとして把握できるかどうかについて、財閥系企業と非財閥系企業とをそれぞれ別個にグルーピングし、(10)式を推定式とする回帰分析を行なう。

財閥系企業は35社、非財閥系企業は81社である。このグルーピングについて、本稿では持株会社整理委員会[1951]のほか、森川[1978]、宇田川[1982]、麻島[1991]、橘川[1996]ならびに岡崎[1999]を参照した。なお財閥系企業とされた35社は表-1に示されている。

用いる変数は次の通りで、その記述統計量は表-2に示されている。

W：経営者一人当たり役員賞与（千円）

表-1 財閥系企業

三井系	三菱系	古河系	その他・新興財閥
鐘淵紡績 王子製紙 台湾製糖 日本製粉 小野田セメント 北海道炭坑汽船 太平洋炭鉱 熱帯産業 電気化学工業 大日本セルロイド 芝浦製作所 日本製鋼所	麒麟麦酒 三菱鉱業 三菱重工業 日本光学工業 安田・浅野系 帝国製麻 浅野セメント 磐城炭鉱 浅野小倉製鋼	古河石炭鉱業 旭電化工業 富士電機製造 古河電気工業 川崎系 川崎造船所 住友系 日本電気	帝国人造絹糸 大阪鉄工所 日本鉱業 日立製作所 戸畑鋳物（国産工業） 旭ベンベルグ絹糸 中央毛糸紡績 日本曹達 昭和肥料

表-2 記述統計量（財閥系企業と非財閥系企業）

変数	Subsample							
	財閥系企業 (n=105)				非財閥系企業 (n=243)			
	平均値	標準偏差	最小値	最大値	平均値	標準偏差	最小値	最大値
W	15671.0	15426.0	0	88889.0	8829.8	10079.0	0	54545.0
R	381920.0	438130.0	12875.0	2986400.0	170750.0	211290.0	7714.3	1100100.0
S(1)	0.3541	0.2525	0.0435	0.9958	0.1762	0.2051	0.0138	0.9750
S(10)	0.5521	0.2577	0.1193	0.9958	0.3384	0.2247	0.0592	0.9825

R：経営者一人当たり経常利益（千円）

S(1)：筆頭株主の持株比率

S(10)：上位10名株主（のうち役員株主を除く）の持株比率

表-3は回帰分析を行なった結果を示すものである。推定係数の有意性という点では総じてOLSとTobit Modelの双方とも同様の結果が得られている¹⁶⁾。

財閥系企業についてみると β_1 の推定値はS(1)を用いた場合でもS(10)を用いた場合でもともに有意ではない。つまり大株主は感応度を高めるような行動をとっていないことになり、Type-Aのインセンティブ・メカニズムが選択されていたものと判断できる。

表-3 財閥系企業と非財閥系企業の分析結果

S(1)を用いた結果	Subsample			
	財閥系企業 (n=105)		非財閥系企業 (n=243)	
OLS		t-value		t-value
β_0	0.02828	11.69	0.03423	17.96
β_1	0.00136	0.20	0.06071	5.22
constant	4711.1	3.88	1694.2	3.45
Adj-R squares	0.651		0.672	
Tobit model		t-value		t-value
β_0	0.02855	8.55	0.03484	12.47
β_1	0.00193	0.27	0.06420	4.72
constant	4079.5	2.99	944.19	1.63
Log-likelihood function	-1019.0		-2132.8	
W=0となるサンプル数	10		38	
S(10)を用いた結果	Subsample			
	財閥系企業 (n=105)		非財閥系企業 (n=243)	
OLS		t-value		t-value
β_0	0.02729	8.885	0.02847	12.34
β_1	0.00371	0.55	0.05244	6.26
constant	4573.1	3.71	1535.6	3.18
Adj-R squares	0.652		0.686	
Tobit model		t-value		t-value
β_0	0.02750	7.11	0.02894	9.59
β_1	0.00421	0.58	0.05429	5.46
constant	3940.1	2.86	817.45	1.44
Log-likelihood function	-1018.8		-2129.0	
W=0となるサンプル数	10		38	

これに対し、非財閥系企業においては β_1 の推定値が有意に正である。非財閥系企業の大株主は感応度を高めることでプロフィット・シェアリングをより強く機能させるインセンティブ・メカニズムを選択していたことが示唆されている。

以上の分析結果から、財閥系企業と非財閥系企業とをグルーピングした場合には、財閥系企業が Type-A、非財閥系企業が Type-B というかたちで類型把握できることになる。

ただし注意しなければならないのは、財閥系企業と非財閥系企業とのグルーピングがどの企業を財閥の傘下にあるとみなすかによって変わってくる点である。財閥系企業を「同族支配下にある独占的地位をもつ多角的事業経営」として暫定的に定義することは可能である¹⁷⁾。しかしながら具体的にどの企業を「同族支配下」にあるとみなすのか、その判断は資金面のみならず人的関係にも着目する必要がある。時期によっても「同属支配下」に属するかどうか異なってくるだろう¹⁸⁾。持株会社のコントロールという数量化しがたい概念を用いる以上、このような問題は回避しがたく、本稿のグルーピングも便宜的なものにすぎない¹⁹⁾。したがって、財閥系企業を Type-A、非財閥系企業を Type-B とする類型把握もまた便宜的なものである²⁰⁾。このような問題点はあるものの、岡崎[1999]の主張を支持・補足する分析結果が得られているものといえよう。

3.3 集中型企業と分散型企業

第2節でのモデル分析では持株会社の有無は問題とはならない²¹⁾。重要な点はモニタリン

16) 本稿の回帰分析においては(8)式に株主の持株比率そのものを説明変数として加えた推定式、

$$W = \alpha_0 + \alpha_1 S + (\beta_0 + \beta_1 S) R$$

$$W = \alpha_0 + \alpha_1 S + \beta R$$

について推定も行ない、推定係数の有意性について確認している。いずれの場合も β_1 の有意性に関する結果は変わらない。なお α_1 についてはロバストに有意な結果を得ることはできなかったため、真のモデルとして含まれるべき項ではないものと判断した。また、定数項ダミーとして年次ダミーや産業ダミーを推定式に組み入れた回帰分析も行なったが、特に有意なダミー変数はなく、 β_1 の有意性についても変わらなかったためその結果報告も割愛した。

17) 石井[1991]、246頁。

18) 例えば麻島[1988]参照。

19) 本稿では持株会社整理委員会[1951]のほか、森川[1978]、宇田川[1982]、麻島[1991]、橘川[1996]ならびに岡崎[1999]を参照とはしたが、本稿の分析において何らかの不適切な措置がとられていたとしても、その責務はこれら先行業績が負うものではない。

20) Type-A の想定においては、株主は経営者に対して解任の脅威を与えることになっているが、財閥系企業において経営者が解雇された事例はむしろ例外的である(安岡[1998])。

21) Williamson[1996]でも指摘されているように、多数の部門が持株会社のもとで垂直統合される場合には個々の事業部が独立している場合よりも効率的にプロジェクトが遂行されるものと考えられる。岡崎[1999]はこのような視点から持株会社の有無を重視し、財閥系企業と非財閥系企業のコーポレート・ガバナンスを多面的に比較している。

グ・コストを回収できるほどの株式払込を行なっている株主が存在するかどうかという点である。したがって、大株主が株式をどの程度所有しているのかを基準にグルーピングした上で回帰分析を行なうのがむしろ素直な手続きだといえる。

そこで財閥系企業か非財閥系企業かという区分けを取り外し、全 116 社について 1934 年から 1936 年までの 3 年間における筆頭株主の持株比率の平均値を算出する。そのランキングについて上位 58 社を集中型企業、下位 58 社を分散型企業と便宜的に名づけて別個にグルーピングし (8) 式に関する回帰分析を行なった。

記述統計量は表-4 ならびに回帰分析の結果は表-5 に示されている。

回帰分析の結果をみると、OLS と Tobit model という推定方法の違いは推定結果に大きな差をもたらしていない。いずれの方法についてみても、集中型企業では S(1) と S(10) の双方について β_1 は負に有意に推定されていることがわかる。集中型企業においては収益に連動して株主が配当もしくは内部留保というかたちで残余所得を所有していたことになる。

また、分散型企業では S(1) と S(10) の双方とも β_1 の推定値は正に有意である。これは非財閥系企業における推定結果と同様の示唆を与える分析結果といえるだろう。分散型企業の大株主は、プロフィット・シェアリングの機能を強め、残余所得の請求権を実質的に経営者に移転していたものと考えられる。

この分析結果を別の側面からサポートする実証分析の結果が表-6 に示されている。これは大株主の持株比率に自己資本比率 cr (= 自己資本 / 総資産) を用いた分析結果である。自己資本比率は企業の資金調達における株式に対する依存度を示す指標であるから、これに大株主の持株比率を乗じたものは、企業が大株主からの資金供給にどの程度依存しているのかを表わす値だと便宜的に捉えることができる。

ここでも OLS と Tobit Model とでは推定値の有意性について特に異なる結果が得られている訳ではない。まず感応度に自己資本比率 cr のみを入れた分析結果をみると、集中型企業においては自己資本比率が感応度を有意に低めているのに対し、分散型企業においては有意ではない。また、S(1) あるいは S(10) を乗じた値を入れた推定結果についてみると、持株比率のみを用いた表-5 の分析結果とほぼ同様に、集中型企業においては感応度が下げられ、分散型企業においては感応度が高められているという結果が得られている。

つまり企業の資金調達における筆頭株主の株式払込みに対する依存度がある程度高いサンプル企業においては感応度が高められているのに対し、そうではないサンプル企業では感応度が押し下げられているものと判断できる。

以上の分析結果から、集中型企業と分散型企業とをグルーピングした場合には、集中型企業が Type-A、分散型企業が Type-B というかたちで類型把握できることになる。

表-4 記述統計量（集中型企業と分散型企業）

変数	Subsample							
	集中型企業 (n=174)				分散型企業 (n=174)			
	平均値	標準偏差	最小値	最大値	平均値	標準偏差	最小値	最大値
W	10154.0	11048.0	0	61111.0	11634.0	13485.0	0	88889.0
R	210780.0	253750.0	12875.0	1369600.0	258150.0	362260.0	7714.3	2986400.0
S(1)	0.3971	0.2305	0.0247	0.9958	0.0626	0.0345	0.0138	0.1575
S(10)	0.5975	0.2131	0.1005	0.9958	0.2083	0.0913	0.0592	0.49867

表-5 集中型企業と分散型企業の分析結果

S(1)を用いた結果	Subsample				
	集中型企業 (n=174)		分散型企業 (n=174)		
OLS			t-value	t-value	
	β_0	0.05032	11.76	0.01605	4.43
	β_1	-0.02958	-3.62	0.29807	4.25
	constant	2097.8	3.53	3502.8	4.82
Adj-R squares		0.713		0.673	
Tobit model			t-value	t-value	
	β_0	0.05080	9.17	0.01579	3.70
	β_1	-0.02938	-3.20	0.31819	3.88
	constant	1589.9	2.37	2502.3	2.86
Log-likelihood function		-1591.9		-1562.3	
W=0となるサンプル数		20		28	
S(10)を用いた結果	Subsample				
	集中型企業 (n=174)		分散型企業 (n=174)		
OLS			t-value	t-value	
	β_0	0.05476	9.896	0.01446	3.78
	β_1	-0.02990	-3.52	0.08195	4.43
	constant	2366.3	4.04	3909.9	5.46
Adj-R squares		0.712		0.675	
Tobit model			t-value	t-value	
	β_0	0.05576	8.13	0.01448	3.23
	β_1	-0.03059	-3.23	0.08530	3.93
	constant	1848.0	2.78	2956.5	3.39
Log-likelihood function		-1591.8		-1562.1	
W=0となるサンプル数		20		28	

表-6 自己資本比率 (cr) を用いた分析結果

OLS	Subsample			
	集中型企業 (n=174)		分散型企業 (n=174)	
説明変数		t-value		t-value
R	0.05456	8.02	0.03404	5.09
R*cr	-0.03230	-2.78	-0.00974	-0.65
constant	2255.9	3.77	3940.6	5.22
Adj-R squares	0.705		0.639	
R	0.05390	14.08	0.02076	6.08
R*S(1)*cr	-0.06640	-5.14	0.45379	3.04
constant	1798.7	3.10	3657.6	4.93
Adj-R squares	0.733		0.656	
R	0.059	12.36	0.021	5.74
R*S(10)*cr	-0.066	-5.10	0.114	2.92
constant	2042.3	3.58	3948.1	5.35
Adj-R squares	0.732		0.655	

Tobit Model	Subsample			
	集中型企業 (n=174)		分散型企業 (n=174)	
説明変数		t-value		t-value
R	0.05500	6.78	0.03439	4.35
R*cr	-0.03206	-2.49	-0.00885	-0.52
constant	1739.9	2.57	2917.2	3.19
Log-likelihood function	-1593.9		-1569.6	
R	0.05436	10.35	0.02065	5.02
R*S(1)*cr	-0.06607	-4.50	0.49414	2.86
constant	1315.1	2.01	2635.4	2.94
Log-likelihood function	-1586.9		-1565.7	
R	0.0597	9.51	0.0208	4.83
R*S(10)*cr	-0.0663	-4.51	0.1198	2.66
constant	1552.8	2.40	2959.0	3.30
Log-likelihood function	-1586.8		-1566.2	
W=0となるサンプル数	20		28	

4 2つのインセンティブ・メカニズム

4.1 Type-A のインセンティブ・メカニズム

第3節の分析結果は、財閥系企業もしくは集中型企業は残余所得の請求権を経営者に与えることなく経営規律づけを行っていたことを示すものである。とりわけ集中型企業においては感応度を低下させることで残余所得の請求権を保持しようとする株主の行動をよみとることが

できる。岡崎[1999]は財閥系企業を例にあげて戦前の株主が積極的にモニタリングを行なうことで経営効率性が高められていたことを主張した。財閥系企業にせよ集中型企業にせよ、Type-Aのインセンティブ・メカニズムが機能したことを示唆する点では岡崎[1999]の歴史把握を支持する結果がえられたともいえる。

さらに、先述したように Stiglitz[1985]や Shleifer=Vishney[1986]は十分な株式払込みを行っている大株主がモニタリング・コストの回収を図る点を主張した。集中型企業において大株主が感応度を切り下げていたことを示す分析結果はこのような見解と整合的であるといえよう。

4.2 Type-Bのインセンティブ・メカニズム

非財閥系企業もしくは分散型企業についてはプロフィット・シェアリングを通じて経営効率を高めていたという Type-Bのインセンティブ・メカニズムが機能していたことが示された。このサンプル企業において役員賞与は収益により強く連動して支払われていたことになり、残余所得の所有権が実質的に経営者に移転していたものと考えられることができる。

村瀬[1995]ならびに Murase[1998]によって指摘された 1980年代日本企業のインセンティブ・メカニズムが機能する企業を戦前においても見出すことができたことになるが、このことは同時に、経営者オートノミーを拡大させるようなインセンティブ・メカニズムがすでに戦前において機能していたことを意味する。戦前日本のコーポレート・ガバナンスについて議論したものの多くは、株主の発言力が強大であったという捉え方を提示している²²⁾。岡崎[1993]・[1994]、宮島[1995]は戦時統制・戦後改革という歴史的ショックを通じて経営者オートノミーが拡大した点を強調しているが、その前提条件の1つが戦時統制期以前の段階に形成されていたものと考えられる²³⁾。

経営史研究においては第1次大戦後から専門経営者の台頭が進展していたことが指摘されている(例えば由井[1995]参照)²⁴⁾。第1次大戦後に出現した専門経営者に東京横浜電鉄の創業者である五島慶太がいる。彼は配当政策において強い発言力をもっていたことで知られている。配当率が10%未満の鉄道会社に支給される政府補助金の取得を意図して、あえて配当率を押し下げていた²⁵⁾。このケースは経営者が残余所得の分配をコントロールしていた例であるが、残余

22) 明治期の鉄道会社を対象として株主総会の機能を分析した片岡[1988]は、決議においては多数決でなく全会一致の原則が貫かれていたこと、あるいは経営者に有利な採決が可能な状況であっても全会一致が実現されるように経営者が奔走する、という史実を提示した。

23) 岡崎[1993]・[1994]、宮島[1995]の歴史把握に対してはすでに批判的検討がなされている。宮本=阿部[1999]はケーススタディ(大阪紡績・日本生命)を通じてすでに明治期から経営者が巨力なオートノミーを発揮していたことを強調する(ただし安場[1999]は宮本=阿部[1999]の考察を疑問視している)。

24) 高橋[1977]は金融恐慌を境として経営者の地位が向上したという歴史把握をなしている。

請求権が実質的に付与されるようなインセンティブ・メカニズムの存在は、専門経営者にとって望ましいものであったに相違ない。

5 結論と展望

本稿は、株主が経営者を規律づける仕組みとして役員賞与決定メカニズムを把握した。このメカニズムは、モニタリングによって経営規律づけを図るタイプと残余所得の請求権を譲渡することで経営効率を高めようとするタイプとに区分される。モニタリングおよび残余所得請求権の実質的譲渡、このどちらを選択するかが株式所有の分布状況によって異なることを戦前の日本企業に対する実証分析を通じて確認した。財閥系企業のように持株会社によって傘下企業がコントロールされる場合、あるいは株式を集中的に所有する株主が存在する場合には、モニタリングを通じた経営規律づけがなされていた。非財閥系企業もしくは株式が分散所有されている企業については残余所得請求権の譲渡を通じて株主は経営効率を高めさせていた。

Berle=Means[1932]の指摘する「所有と経営の分離」は、少数株主が増えることで経営者に決定的な影響力を与えるほど議決権をもつ株主が存在しなくなる点を指摘したものである²⁶⁾。このようなオーソドックスな把握に加えて、大株主と中小株主の利害問題（大株主のモニタリングに対する中小株主のフリーライド問題）を調整した結果として大株主がモニタリングではなくプロフィット・シェアリングを通じて経営者を規律づけると同時に、残余所得の請求権ならびに残余コントロール権を実質的に経営者へ譲渡するという側面も再確認できよう。この点で、本稿の実証分析は、「所有と経営の分離」という Berle=Means[1932]の提示した命題を Stiglitz[1985]ならびに Shleifer=Vishney[1986]の議論を用いて修正できることを示唆するものだともいえよう。

「所有と経営の分離」を株式所有の分散化という歴史的プロセスのなかで捉えなおすならば、次なる課題が浮かび上がってくる。株式が分散して所有されるようになれば、このような歴史的プロセスはより加速的に進行するものと予想される。

したがって今後の課題として、株式流通市場の発展過程、IPO (initial public offering) すなわち株式上場、株式所有構造の変化を射程におく必要がある²⁷⁾。コーポレート・ガバナンスの長期的パースペクティブを議論するためには、株式所有構造の歴史的プロセスに対するより整合的な理解が不可欠要素となってくるだろう。

25) このエピソードは、厚木通運社長（1960年当時）の立花栄吉が記した「モルガンお雪に資金を頼む」（五島慶太伝記並びに追想録編集委員会[1960]）という追想に紹介されている。

26) 増地[1936]はそのような事態が日本でも生じていたことを1934年時点でのデータ分析を通じて強調した。

27) 戦前日本の株式流通市場に関する研究としては志村[1969]が網羅的な分析を行なっている（なお志村[1996]による株式所有構造に関する推計値の一部は武田[1986]によって修正されている）。

参考文献

- 麻島昭一[1988]「序章 課題と方法」麻島編『財閥金融構造の比較研究』, 御茶の水書房.
- [1991]『本邦生保資金運用史』, 日本経済評論社.
- 石井寛治[1991]『日本経済史(第2版)』, 東京大学出版会.
- [1999]『近代日本金融史序説』, 東京大学出版会.
- 伊牟田敏光[1976]『明治期株式会社分析序説』, 有斐閣.
- 宇田川勝[1982]『昭和史と新興財閥』, 教育社.
- 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.
- [1994]「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展」『金融研究』第13巻第3号.
- [1999]『持株会社の歴史』, ちくま書房.
- 小佐野広[2001]『コーポレート・ガバナンスの経済学』, 日本経済新聞社.
- 片岡豊[1988]「明治期における株主と株主総会」『経営史学』第23巻第2号.
- 倉澤資成[1993]「資本市場の機能: 敵対的買収と株主持合」『ファイナンス研究』第16号.
- 橘川武郎[1996]『日本の企業集団』, 有斐閣.
- 五島慶太伝記並びに追想録編集委員会[1960]『五島慶太の追想』, 五島慶太伝記並びに追想録編集委員会.
- 志村嘉一[1969]『日本資本市場分析』, 東京大学出版会.
- 胥鵬[1996]「経営者インセンティブ」伊藤秀史『日本の企業システム』, 東京大学出版会.
- [1998]「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『社会科学研究』第50巻第1号.
- 高橋亀吉[1977]『日本の企業・経営者発達史』, 東洋経済新報社.
- 高村直助[1963]「企業勃興期における紡績業の構造」『史学雑誌』第72号 7-8月号.
- 武田晴人[1986]「大正九年版『全国株主要覧』の第一次集計結果」『経済学論集』第51巻第4号.
- 寺西重郎[1982]『日本経済の発展と金融』, 岩波書店.
- 長谷川安兵衛[1938]『株式会社の諸問題』, 東京泰文社.
- 深尾光洋・森田泰子[1997]『企業ガバナンス構造の国際比較』, 日本経済新聞社.
- 増地庸治郎[1936]『我が国株式会社に於ける株式分散と支配』, 同文館.
- 宮島英昭[1995]「専門経営者の制覇」山崎広明・橘川武郎編『日本経営史4「日本的」経営の連続と断絶』, 岩波書店.
- 宮本又朗・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」『大阪大学経済学』, 第48巻第3・4号.
- 村瀬英彰[1995]「株式所有構造と役員賞与の決定」『日本経済研究』No. 29.
- 持株会社整理委員会[1951]『日本財閥とその解体』資料編, 持株会社整理委員会.
- 森川英正[1978]『日本財閥史』, 教育社.
- 安岡重明[1998]『財閥経営の歴史的研究』, 岩波書店.
- 安場保吉[1999]「宮本又朗・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」『大阪大学経済学』, 第48巻第3・4号[1999年3月]について」『大阪大学経済学』, 第49巻第1号.
- 由井常彦[1995]「概説 一九一五-三七年」由井常彦・大東英祐『日本経営史3 大企業時代の到来』, 岩波書店.
- 横山和輝[2000]「1930年代における生保株式運用の現代的意義」『金融経済研究』第16号.
- Bruce, A. and T. Buck [1997], "Executive Reward And Corporate Governance" in Keasy, K., S. Thompson and M. Wright [eds.], *Corporate Governance*, Oxford University Press, New York.
- Hadlock, C. J. and G. B. Lumer [1997], Compensation, Turnover, and Top Management Incentives: Historical Evidence, *Journal of Business*, 70 (2): 153-187.
- Hart, O. [1995], *Firms Contracts And Financial Structure*, Oxford University Press, New York.
- Holmstrom, B. and P. Milgrom [1987], Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives, *Econometrica* 55 (2): 303-

- 328.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphey [1990], Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98 (2) : 225-264.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer [1999], Corporate Ownership around the World, *Journal of Financial Economics*, 29 : 315-335.
- Maddala, G. S. [1992], *Introduction to Econometrics (Second Edition)*, Prentice-Hall.
- Murase, H. [1998], Equity Ownership and the Determination of Managers' Bonuses in Japanese Firms, *Japan and the World Economy* 10 : 321-331.
- Shleifer, A., and R. Vishney [1986], Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94 : 461-488.
- and — [1997], A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52 : 737-783.
- Stiglitz, E. J. [1985], Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Capital and Banking* 17 (2) : 133-152.
- Williamson, O. E. [1996], *The Mechanism of governance*, Oxford University Press, New York.

(2003年5月19日受領)