

## 日本の紡績企業の企業金融\*

渡 辺 純 子

### 序

産業が成長し，やがて衰退するプロセスにおいて，企業金融はどのように変化してきたのか？あるいはまた，企業金融のあり方の相違は，企業成長や経済成長にどのような影響を与えていたのか？

日本の多くの産業では，比較的長期間にわたって，経済環境・産業構造の変化に対する対応は，開廃業（企業の参入と退出）を通じた適応だけではなく，継続企業（going concern）の組織を通じた適応が観察されている。既存企業の組織を通じた適応とは，企業内に存在する既存の経営資源をある産業部門から別の産業部門に移動させること——多角化や事業転換——である。

これを企業金融の面からみるならば，環境変化や新しい事業機会への対応には，新規参入企業の資本源泉，たとえば資本市場・金融市場での資金調達などの問題と並んで，継続企業における企業金融がきわめて重要な役割を果たしていたといえる。

---

\* 本稿は，2007年3月に開催された企業金融の歴史に関する国際コンファレンス *Financer les entreprises face aux mutations économiques du XXe siècle*（フランス経済・財務・産業省／フランス経済・金融史委員会主催）に提出した論稿（渡辺純子「日本の紡績企業の企業金融（Le financement de l'industrie textile japonaise et de ses adaptations de 1945 à la crise）」 *Kyoto University Working Paper*, J-59, March 2007）に若干の加筆修正をしたものである。コンファレンス参加者および京都大学経済学部の諸先生のほか，武田晴人（東京大学），鎮目雅人（神戸大学），白鳥圭志（東北学院大学），阿部武司（大阪大学），川本真哉（早稲田大学），脇村春夫（元大阪大学），南條隆（日本銀行金融研究所），加藤健太（高崎経済大学）の諸氏から有益なコメントをいただいた。そのごく一部は本稿への改稿に反映されているが，大部分は今後の課題として持ち越さざるを得なかった。

本稿では、日本企業のこうした特性に着目し、産業構造の変化、産業の衰退に直面した継続企業の企業金融の動向を考察する。事例とするのは繊維工業であるが、その中でもとりわけ歴史的に最も古くから日本の繊維工業の中核をなしてきた綿工業の企業群に焦点をあてる。日本の大手綿紡績企業は、産業革命期以降、現在に至るまで、一世紀以上の長期にわたって存続した継続企業の代表的事例であり、産業の成長と衰退、多角化、非繊維を含む他業種への事業転換を経験してきた。

本稿の課題からは離れるが、この事例研究はより広いコンテキストにおいて、いくつかのインプリケーションを持つであろう。たとえば、他国の繊維工業では、日本のように繊維企業が非繊維部門も含めて多角化し、継続企業として存続するケースはどの程度見られるのか。管見では、それほど多く見られないようである<sup>1)</sup>。もしそうだとすれば、日本の繊維企業の経験はどのような経済的・経営的諸条件の下に成り立ったのか。他方、現在では、継続企業の多角化は、産業部門を問わず各国で広汎に見られる現象である。様々な産業部門の事例との共通点や相違についても、今後、研究を深めていくことができるであろう。

以上のように、継続企業の企業金融の歴史の変遷はきわめて興味深い研究テーマの一つであると思われるが、先行研究はこれまでのところわずかしか存在しない<sup>2)</sup>。こうしたなかで、大日本紡績の事例分析を通じて、大手紡績企業が環境適応に必ずしも成功していないことを明らかにした白鳥圭志氏の研究が

1) 国際比較を進める上で、有力な手がかりとなる研究としては、日高千景『イギリス綿業衰退の構図』東京大学出版会、1995年、米川伸一『紡績業の比較経営史研究』有斐閣、1994年、同『東西紡績経営史』同文館、1997年、同『東西繊維経営史』同文館、1998年、同『紡績企業の破産と負債』日本経済評論社、2000年、などがある。

2) 戦前について、包括的に全体像を把握しようとした研究として藤野正三郎・寺西重郎『日本金融の数量分析』東洋経済新報社、2000年、がある。また、戦後の綿紡績企業のリストラクチャリングについては、Takeshi Abe, "The Restructuring of Cotton Spinning Companies in Post-war Japan," *Discussion Paper*, 05-19, 2005, Asli M. Colpan and Takashi Hikino, "Changing economic environments, evolving diversification strategies, and differing financial performance: Japan's largest textile firms, 1970-2001," *Industrial and Corporate Change*, Vol. 14, Issue. 6, 2005 などがある。

注目される<sup>3)</sup>。その原因はメインバンクのモニタリング機能（規律づけ）の欠如と個人株主層の存在による近視眼的経営にあるとされている。継続企業の規律づけの不十分さに基づく過剰投資や利益の社外流出という論点は、本稿が冒頭で示した課題を検討するうえでも極めて重要である。本稿ではその点に立ち入って検討することはできないが、こうした諸問題を本格的に分析するための予備的作業として、上述のガバナンス問題を含む方法論の整理、大手紡績企業一般の企業金融の概括的な把握を行うことを主眼とする。

本稿の構成は次のとおりである。第Ⅰ節では、方法論や分析のフレームワークについて考察する。第Ⅱ節では、第Ⅲ節の予備的説明として、日本の綿工業の発展・衰退のプロセス、産業組織の特徴について簡単に概観する。第Ⅲ節では、本稿の中心的課題である企業金融の問題について、1950年代初頭から60年代初頭までの財務諸表データを整理し、そこから導き出される論点を提示する。この作業の資料的限界については後述する。本来であれば、その前後の時代を含む、より長期のデータを利用することが望ましいが、時間的制約から本稿での作業は上述の期間に限られた。最後に、結論をまとめる。

## I 分析の枠組み

### 産業調整という考え方

産業が成長し、衰退化するという経済過程に対する企業の適応は、「産業調整」という概念で捉えることができる。産業調整とは、競争力や成長性を失った衰退産業から、それらを持つ（あるいは将来それが見込める）成長産業へと資源（資本・労働力などの生産要素）をシフトさせることを指す<sup>4)</sup>。マクロ的に見れば、それは産業構造の変化を通じた経済成長のプロセスにつながっている

3) 白鳥圭志「高度成長期における大日本紡績の財務政策——1950年代から60年代前半における企業統治と資金政策」『一橋大学大学院商学研究科・日本企業研究センター Working Papers Series』No. 18, 2006年。

4) 小宮隆太郎・奥野正寛・鈴木興太郎編『日本の産業政策』東京大学出版会, 1984年, 伊藤元重・清野一治・奥野正寛・鈴木興太郎『産業政策の経済分析』東京大学出版会, 1988年, などを参照。

る。ミクロ的に見れば、それは企業の多角化、リストラクチャリング、あるいは事業再生・産業再生の問題とも深く関わっている。

この定義からわかるように、いわゆる衰退産業は産業調整の問題に直面せざるをえないことになる。繊維工業は、歴史的に最も早く、この問題に直面した産業部門の一つである。調整圧力は、国内外における要素費用（資本・労働コスト）の変化、需要の変化、発展途上国の工業化による国際分業（比較優位構造）の変化、貿易摩擦など、国内的・国際的諸契機による。1970年代の石油危機、85年プラザ合意（急激な円高）のように、調整圧力が急激で強い場合もあるが、より緩やかな変化のなかで産業調整が進行する場合もある。

問題は、こうした調整がスムーズに、かつ望ましい方向になされることである。その調整パフォーマンスが、企業成長のみならず、一国の経済成長、あるいは経済の停滞（不況）や失業をめぐる社会的摩擦の回避とも関連しているのである。

### 産業調整と企業金融

スムーズかつ望ましい産業調整を促すための諸要因としては、様々なものが考えられるが、経済的・経営的諸資源の移動を媒介する企業金融の役割は、そのなかでも重要な要因の一つとして着目されるべきであろう。

産業調整のメカニズムには、原理的には、1) 市場を通じた資源配分、2) 企業（組織）を通じた資源配分、3) 「中間組織」を通じた資源配分の3つのルートがあると考えられる。この各々において、企業金融の機能や役割は若干異なるものとなっている。それぞれについて敷衍しよう。

1) 市場を通じた資源配分：衰退産業から企業が退出する一方で、成長産業では企業が新規参入する。市場メカニズムを通じて、こうした調整が促進される。多くの場合、中小企業の撤退（倒産、被合併・買収を含む）あるいは新規開業というかたちで生起している。ここでは、新規参入の際の資金調達、資本市場・金融市場、あるいは証券制度を含めた広義の金融制度のあり方が分析す

べき重要なファクターとなる。

2) 企業（組織）を通じた資源配分：上記1)のような諸資源の移動は、現実には既存の継続企業の内部でも発生している。すなわち、継続企業が保有する経営資源は、当該企業の戦略的意思決定のもとに、既存の事業部門（衰退産業部門）から新規事業部門（成長産業部門）へと投資（再配分）されている。多角化などがこれにあたる。ここでは、多角化の原資として、1)と同様に資本市場や金融市場からの資金調達（外部金融）も重要であるが、それまでの事業による蓄積である内部留保などの内部金融がどのような役割を果たしていたのかが興味深い問題となろう。

3) 中間組織を通じた資源配分：市場と企業（組織）の間には、いわゆる中間組織が想定できる<sup>5)</sup>。中間組織は、基本的には独立した個々の企業から成り立っているが——その意味で、これらの企業はそれぞれ市場のなかに存在しているのであるが——、親会社・子会社の関係に典型的なように、別企業とはいっても実質的には1つの企業組織として見るほうがよい場合もある。産業調整の問題を中間組織にまで拡張して考える場合、企業間の資本関係（株式相互持合い、株式所有と経営支配など）を含む企業金融のあり方がどのような機能を持ったのかが考察すべきポイントの1つとなるであろう。

上記1)～3)をトータルに分析することが最終的には望ましいが、それは余りにも大きな課題となる。本稿でとくに着目するのは、2)もしくは3)のメカニズムである。

#### ブラック・ボックスとしての企業

しかし、2)と3)のメカニズムを真に探ろうとするならば、そこはブラック・ボックスで、容易にはわからない。通常、企業ないし企業グループは、産業の衰退化が明白になってから、事後的に多角化や事業転換を行うわけではなく、中長期的な展望に基づいて事前的に投資に関する戦略的意思決定を行っている

5) 具体的には、下谷政弘『日本の系列と企業グループ』有斐閣、1993年などを参照。

と考えられる。こうした企業行動を動機づける根本原理は何であるのか？

これを探るための手がかりとして、いくつかの分析概念を、at random であるがあげてみる。

・経営者の意思決定とコーポレート・ガバナンス：経営史学の分野では、投資先や資金調達方法を選択する企業家・経営者の意思決定に関する研究（経営者史的アプローチ）が、最もポピュラーであろう。さらに、最近では、そうした意思決定に影響を与えるコーポレート・ガバナンスの問題に関する研究が進展している。ある事業部門への新規投資——そして、それをファイナンスする企業金融——に関する戦略的意思決定は、経営者のほか、株主などを含むステイク・ホルダーの意向を反映している<sup>6)</sup>。

・多角化論：ここで着目したい理論の1つに、ペンローズの「企業成長の理論」がある<sup>7)</sup>。この考え方によれば、企業の経営資源には、通常、部分的にスラック（未利用資源・余剰資源）が発生している。企業は、このスラックを活用しようとして、新たな事業分野を見つけだそうとするのである。これが、多角化や企業成長の原動力となる。このペンローズのアイデアは興味深く、示唆に富むが、理論的にも実証的にも精緻化されてはいない。その後、経営学における多角化論・経営戦略論などがこの組織原理の解明にアプローチしている。

・内部資金市場：上記のペンローズの見解を企業金融の問題に援用すると、多角化の資金源泉の一つは、既存企業の内部で発生した余裕資金——内部留保などの形をとっている——である可能性がある。こうした企業（もしくは企業グループ）の内部金融については、「内部資金市場」論（「内部資本市場」とも言われる）を検討する必要がある。「内部資金市場」とは、企業（組織）の内部での資金配分であるにも関わらず——したがって、そこでの資金配分は先に

6) 近年、経済史・経営史の分野でもこうした研究は数多く出されつつあるが、綿紡績企業を含む包括的な分析としては、宮島英昭『産業政策と企業統治の経済史——日本経済発展のミクロ分析』有斐閣、2004年、綿紡績企業の事例分析としては、白鳥、前掲論文、などを参照。

7) Edith Penrose, *The Theory of the Growth of the Firm*, London, Basil Blackwell, 1959. (末松玄六訳『会社成長の理論（第2版）』ダイヤモンド社、1980年）。

見たような経営者の戦略的意思決定など、基本的には組織原理に基づいて行われるのであるが——、市場における資金配分のアナロジーとして捉えられるということを示している<sup>8)</sup>。

外部資金市場すなわち企業の外部金融——金融市場・資本市場など——を考察する場合には、資本コストなどの要因を見ることによって、市場の効率性や企業の資金調達を選択の妥当性を論じることになる。また、たとえば株式・社債・銀行借入など資金調達を選択がコーポレート・ガバナンスに影響を与える——逆に、コーポレート・ガバナンスがそうした資金調達の選択に影響を与える——というように、企業金融は、たんなるコスト計算や市場の効率性以上の問題を内包している。内部資金市場についても、(資料的な制約はともかくとして)理論的には、ほぼ同様の視点から分析することができるであろう。

・「内部資産市場」：内部資金市場の分析は、企業の財務諸表に見る諸項目——減価償却分を含む諸積立金、利益金処分など——の計数を把握できるという点で、第一次的接近としては比較的容易であるが、それ以上の実態把握には大きな困難が伴う。とくに、多角化している企業の場合、セグメント情報は近年に至るまでほとんど開示されていなかったため、内部資金がどの事業部門に配分されているかがわからない。

こうしたウィーク・ポイントを補完するためにも、資金(金融資産)以外の経営資源——労働力などの人的資源や工場・土地などの物的資産——の配分を併せて検討することが有益であろう。実際、日本の紡績企業の多角化や転業は、合成繊維・化学など、繊維に関する技術を基礎として発展したもののほか、不動産事業など、工場や土地などの遊休資産を活用したものが多い。日本の紡績企業が、戦前から所有していた工場は、1970年代に繊維工業の衰退と入れ替わるように発展した流通業(スーパー・マーケット)・レジャー産業などの諸企

8) 内部資金市場については、経済史の分野では、鈴木良隆、武田晴人、岡崎哲二、宮島英昭の各氏らが、主に戦前日本の財閥に関する事例に即して検討している。他方、日本以外の諸外国でも、コーポレート・ガバナンス論などの分野において、近年、内部資金市場の概念が着目され、理論的・実証的研究が進展しつつある。

業に売却もしくは賃貸された。資産の売却は有利子負債削減などに当てられた。

産業調整と企業金融との関係を考察する場合、より広義には、こうした「内部資産市場」——確立された用語ではないが、ここでは仮にこう呼んでおく——も視野に入れる必要がある。

・企業グループ内での再編：最後に、中間組織を通じた産業調整の一例として、企業グループ内での再編——ここでは、具体的にトヨタ・グループの名をあげよう——について述べる。自動車で今や世界的に有名となったトヨタ自動車のグループには、トヨタ紡織という関連企業がある。トヨタ紡織は、中小企業ではあるが、戦前から存在し——中国に直接投資も行っていた——むしろ歴史的にはトヨタ自動車に先立って発展してきた伝統ある企業である<sup>9)</sup>。第二次大戦後、とくに1970年代以降、繊維工業が衰退化するとともに、トヨタ紡織はリストラクチャリングを行っており、余剰人員をトヨタ自動車のほかトヨタ・グループ内の企業に転籍させている。その一方で、トヨタ紡織は、現在でも繊維メーカーとして好業績を保っているが、その繊維製品のほぼ100%がトヨタ自動車関連企業に納入する産業用繊維（カー・シート、ベルトなど）に特化している。こうしたグループ内での取引関係や労働移動（雇用調整）と並んで、資金のグループ内配分には内部補助が見られるのかといった問題が興味深い。

本稿は、以上のような諸問題に直ちに解答を与えうるものではないが、これらに少しでも接近するための分析の第一歩としたい。

## II 日本の綿工業の概観

### 産業の盛衰

日本の綿工業が直面した産業調整の問題を理解するために、第II節では当該産業の成長と衰退のプロセスについて簡単に概観しておこう<sup>10)</sup>。

9) 周知のように、トヨタ自動車は、豊田自動織機という紡績機械メーカーから生まれた企業である。

10) 以下の記述は、著者自身のこれまでの研究をふまえたうえでの概説的なものであるが、戦前の綿紡績業について、より専門的には、高村直助『日本紡績業史序説』上・下、塙書房、1971年、同『近代日本綿業と中国』東京大学出版会、1982年、などの研究がある。

日本では、1870年代から90年代にかけて、イギリスを中心とするヨーロッパ諸国から綿紡績業の近代技術が移植され、産業革命が達成された。その後、日本の綿紡績業は、急速に西欧諸国にキャッチアップし、外国製品の輸入代替を果たした。続いて、それは輸出産業化する。さらに、綿糸だけではなく、綿布も同様のプロセスをたどった。こうした急速な産業発展が可能となった理由としては、いくつか指摘できる。一般には賃金コストの低さが言われることが多いが、それだけではなく、資本集約的な投資や生産過程における様々な合理化が生産性上昇とコスト低下をもたらし、高い国際競争力の獲得につながっていた。

しかし他方で、綿工業の国際競争力の変化は、1920年代から徐々に始まっていたと見ることもできる。工場法の施行により、労働力の利用に制約条件が課され、労働コストが相対的に上昇したことから、国内生産は有利性を失いつつあった。それゆえ、日本の綿紡績企業は、1920年代から中国への対外直接投資を開始した。そして、中国においては低番手（低付加価値）品・東南アジア向け輸出品などを生産する一方、日本国内では高付加価値品の生産に徐々にシフトした。

さらにこれと並行して、日本の綿紡績企業は、綿工業以外の分野への多角化を開始した。羊毛工業などのほか、当時、新産業として高い成長が見込まれたレーヨン工業、あるいは上述の綿製品の高付加価値化と対応して、染色加工業などの分野が中心である。

1930年代は、日本の綿紡績業の全盛期であった。金本位制離脱後の円安政策ともあいまって、綿製品輸出はイギリスを追い越し、世界一となった。また、20年代の揺籃期には技術面・経営面で困難のあったレーヨン工業への多角化も軌道に乗るようになった。日本の綿製品輸出は、イギリスの植民地圏にも多く向けられたため、イギリス帝国のポンド・ブロックなどとの貿易摩擦を引き起こしたが、全体として、生産量・輸出量などの点で戦前・戦後を通じたピークを迎えたのである。

しかし、1937年7月に日中戦争が始まり、日本が戦時経済に突入すると、民需産業である綿工業は縮小した。40年頃までは、戦時経済運営のための外貨獲得を目的として、綿製品の国内民需は圧迫されたものの輸出は奨励されたため、綿工業はそれなりに維持されていた。しかし、41年以降、太平洋戦争に突入すると、第三国貿易（日本の植民地以外との貿易）は完全に途絶し、綿工業を含む繊維製品（軍需用を除く）の生産はほとんどゼロとなった。本業である繊維製品の生産が途絶するなかで、戦時期の紡績企業は、航空機部品などの軍需産業へ進出した。この時期の経営は、非常に特異である<sup>11)</sup>。

日本の敗戦とともに、第二次大戦後は再び民需が復活し、綿紡績企業も本業回帰する。戦後復興期の日本は、綿製品などの軽工業品の輸出に依存して、外貨を獲得した。そして、日本の綿工業は1950年代には（輸出量は戦前水準を凌駕することはなかったものの）再び世界一の輸出国となった。

しかし、それがアメリカやヨーロッパとの貿易摩擦を発生させた。戦後の日本の綿製品輸出は、戦前の植民地市場（中国・朝鮮などの東アジア）を喪失したこともあって、北米向け・ヨーロッパ向けのウエイトを高めていた。これらの国との貿易摩擦の中で、日本は輸出自主規制や相手国からの輸入制限に直面し、綿製品の生産量も頭打ちとなった。また、発展途上国の綿製品自給化とそれに続く輸出工業化により、日本は輸出市場を徐々に失うとともに、日本の国内市場も蚕食されるようになる。

こうしたプロセスを経て、1960年代位から、日本では綿工業は衰退に向かったとみることができる。60年代の高度成長期と70年代には賃金コストの上昇、国際競争力の低下が顕著になり、日本の綿工業は韓国・香港・インドの綿工業のキャッチアップを受けることになった。80年代後半から90年代にかけては、

11) 戦時期の紡績企業の経営・企業財務の変化ほど、本稿の冒頭で示した経済環境の変化と企業の対応の問題を示している事例はない。日本の敗戦によって戦争が終結した後の戦後復興期には、紡績企業は経営再建に直面せざるを得なかった。Junko Watanabe, "Restructuring in Textile Manufacturing Companies," *Japanese Research in Business History*, Business History Society of Japan, No. 22, 2006などを参照。

さらに中国製品の日本市場への輸入（日本企業の中国での現地生産による逆輸入も多く含まれる）がこれに加わり、日本国内の繊維企業——とりわけ中小企業——は存続の危機に立たされた<sup>12)</sup>。

こうした状況と並行して、日本の綿紡績企業は、1950年代から徐々に、戦後急速に需要を拡大しつつあった化繊（とくに新産業として高い成長が見込まれた合成繊維）や非繊維への多角化を開始した。

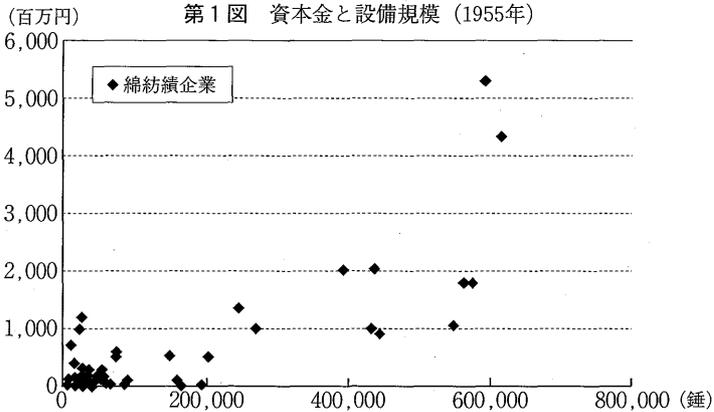
### 産業組織

このような産業の変化に対して、供給者である企業はどのように変化したのか。ここでは、日本の綿紡績業における産業組織や企業組織の特徴についてみていく。

まず、産業組織（ここでは、市場構造の一部についての言及にとどまるが）についてみると、日本の綿工業では、大企業から中小企業まで企業規模のバラツキが極めて大きい。その歴史的な変遷を示すことが望ましいが、ここでは簡単に戦後の1950年代半ばの状況を示しておこう。第1図は、1955年時点で綿紡績部門に存在した約130社の資本金と設備規模を示したものである。上位十数社とそれ以外とでは、資本金や設備規模に見る企業規模が全く異なっている。

この上位十数社とそれ以外との格差は、次に見るガバナンス特性のほか、様々な点で企業組織上の差異を反映している。たとえば、紡績部門のほか繊維布部門を持っているか否か、レーヨン・羊毛・合成繊維などに多角化しているか否かなどである。大手紡績企業の保有工場数が十数～数十工場であるのに対し、中小紡績企業のそれは1～2工場である。また、前者は繊維布部門も持つのに対し、後者は紡績業専業である場合が多い。製品市場も、輸出向け、内需向けなどの相違がある。さらに、多角化度という点では、他の繊維事業に多角化

12) 1980年代後半以降の日本の繊維工業の状況については、Junko Watanabe, "L'industrie textile d'Osaka au tournant des années 90," *Asia In Extensio*, Septembre 2004, publication de recherche en lingé (on line research publication), [www.iae.univ-poitiers.fr](http://www.iae.univ-poitiers.fr) などとてその一端を示した。



典拠：日本紡績協会『綿糸紡績事情参考書』1955年上期・下期。

注：設備規模は、精紡機（スピンドル）の錠数の数値を用いた。

しているのは、大手企業に限られる。そして、上位十数社の中でも、その個性や経営内容（多角化の分野や度合いなど）は様々である。

したがって、紡績企業の企業金融の特徴も、どの企業をサンプルとして選定するかによって当然異なってくる。本報告では、第Ⅲ節で説明するように、企業の選定は、用いる統計データにおいて予め選定されているものに依拠せざるを得ない。上記第1図との関係でいうと、上位から中堅に位置する十数社とほぼ対応している。

### コーポレート・ガバナンス

企業規模の相違は、コーポレート・ガバナンスなど企業特性の相違とも多かれ少なかれ対応している。戦前日本の綿紡績企業には、所有と経営の分離の進展度合いにより、株主支配型企业（同族企業を含む）と経営者支配型企業の2つのタイプがあった<sup>13)</sup>。

13) 宮島、前掲書のほか、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』第48巻第3・4号、1998年などを参照。

生成期の紡績企業、あるいは戦間期以降も中小企業の場合は、前者のタイプである。そこでは、大株主の経営への介入、高率の社外流出（株式配当）などが見られた。内部留保よりも配当を重視する、株主の行動や経営に与える圧力は、しばしば近視眼的 myopic で経営を攪乱する要因とされる。

しかし、1920年代以降、大企業組織が形成されるとともに——とくに戦前は合併・買収が頻繁に行われ、スピードの経済で紡績企業が急速に発展してきた——、所有と経営が分離し、コーポレート・ガバナンスも変化した。後者が次第に支配的となったのである。

後者の経営者支配型の企業では、株主の影響が小さくなり、綿工業における高利潤は、専門経営者の長期的視野の下で内部資金の蓄積に向かうようになる。この契機となったのが、第1次大戦期の高利潤である。アジア市場に対するヨーロッパ諸国からの輸出が途絶・減少した間隙を縫って、日本の紡績企業が輸出を伸ばし、高利潤をあげた。利潤の一部は高配当で社外流出したが、大手企業のいくつかにおいては、それでもなお分厚い内部留保を形成した。この内部留保の一部が、1920年代以降、綿工業における合理化投資や中国への対外直接投資、他繊維への多角化投資に向けられるようになった。

もっとも、綿紡績企業のコーポレート・ガバナンスについては、まだ十分に研究が進められておらず、未解明な点が多い<sup>14)</sup>。戦前のそれについては、財閥に関する研究と並んで、綿紡績企業は非財閥系企業の代表事例として研究の対象とされるが、財閥系企業と比較して一定の傾向が導出されるにとどまっている。戦後のそれについては、前述の白鳥氏の論稿を除いて研究はほとんど皆無である。第Ⅲ節で示す論点のいくつかも、コーポレート・ガバナンスの問題と関連すると推測される部分があるが、その点についてまだ実証できていない。今後の課題が数多く残されている。

14) 大日本紡績を分析した白鳥、前掲論文では、高度成長期にメインバンク（三和銀行）が同社の大株主となる一方で、個人株主層が依然として多いことを指摘している。このガバナンス構造がどの程度一般的であるのかについては、今後、改めて検討してみたい。

### III 企業金融の特徴

#### 使用データについての説明

本稿で用いる資料は、三菱経済研究所『本邦事業成績分析』である。これは、同研究所が全産業（企業の入れ替えはあるが、各期約400～500社を抽出）および各産業（「綿及びスフ紡織業」の場合は17～18社を抽出）の財務諸表を独自の基準で分類し、まとめたものである。利用のメリットとしては、(1) 大量観察ができ、産業間の比較がある程度可能となること、(2) 同書は戦前の1930年から直近まで一応連続的に利用可能であるため、長期的な観察が可能となることである<sup>15)</sup>。

もっとも、本稿で対象とする時期は、1950年代初頭から63年までに限定されている。本来であれば、その前後の時期についても同様に対象とすべきであるが、時間的な制約から今回は断念した<sup>16)</sup>。また、企業間の違いもあるが、今回は個別企業の動向に詳しく立ち入るよりも、産業全体の動向と産業間の比較に力点を置いた。以下では、対象期間の計数を整理し<sup>17)</sup>、そこから見えてくる論点をいくつか指摘する。

#### 綿紡織企業の企業財務の特徴

1950年代初頭から60年代初頭は、日本経済の戦後復興期から高度成長期前半

15) ただし、1944年から49年までは発刊されていない。1930年以前については、前継の『本邦事業成績分析調査附表』などで補足可能である（戦前の資料については、川本真哉氏よりご教示いただいた）。1963年以降は『企業経営の分析』という後継する。なお、日本銀行なども同様の統計書を刊行しているが（日本銀行統計局『本邦主要企業経営分析調査』、The Bank of Japan, Statistics Department, *Analysis of Financial Statements of Main Industrial Corporations in Japan*, Tokyo), 掲載しているデータの種類や量は、上述の『本邦事業成績分析』よりも少なく、また、時期も戦後に限られている（1959年度版から『主要企業経営分析』に後続し、1995年度版までで廃刊）。とはいえ、独自の調査項目もあり、また、三菱経済研究所のそれとは基準も若干異なる。今後は日本銀行の統計書も併せて検討したいと考えるが、今回は、『本邦事業成績分析』のみに限定した。

16) 戦前および1963年以降のデータを接続させるためには、(統計の基準やサンプルなどが若干異なっているため) 調整のための再計算に時間を要するからである。

17) 以下に掲載する図表では、資料の制約により、項目ごとに対象年次が若干異なる。

の時期である。実際、石油危機以前の1950年代半ばから60年代にかけて、先進資本主義国は歴史上かつてなかった高度成長を経験した。日本経済も、この時期、欧米を上回る年率10%の成長率で急速に欧米にキャッチアップし、高度成長を成し遂げた。日本企業が急速に成長する背景には、周知のようにメインバンク・システムの下での間接金融体制——銀行借入れへの依存——がある。

この時期の綿紡織業あるいは綿紡織企業の企業金融の分析は、やや複雑である。とくに、それを経営パフォーマンス（企業業績）との関係で評価することは容易ではない。というのも、第Ⅱ節で見たように、綿紡織業はこの時期にはまだ一応国際競争力を維持しているものの、衰退も始まっているからである。したがって、この時期の綿紡織業は、成長産業か衰退産業かに明確に色分けすることができない。さらに、綿紡績企業の企業業績は、単純に綿紡織業という事業部門の収益性を示しているわけではない。既述のように、大手紡績企業は、すでに戦前から他の繊維事業へ多角化しており、1950年代には合成繊維への投資が開始されるが、各事業部門のセグメント情報は示されていないからである。（生産金額のウエイトについては下記の第1表を参照）

以上の点に留意しながら、さらにいくつかの図表について検討しよう<sup>18)</sup>。

## 1 資金源泉

第2図は、資金源泉を内部資金／外部資金の比率に分けて示したものである。両者の定義は；内部資金＝内部留保＋減価償却費，外部資金＝株式・社債の新規発行＋金融機関借入れ（長期・短期）＋その他（支払手形や各種の引当金など）である。

製造業と綿紡織業とを比較すると、綿紡織業では内部資金のウエイトが相対的に大きく、また、その変動も大きい。第1次大戦期に形成された紡績企業の

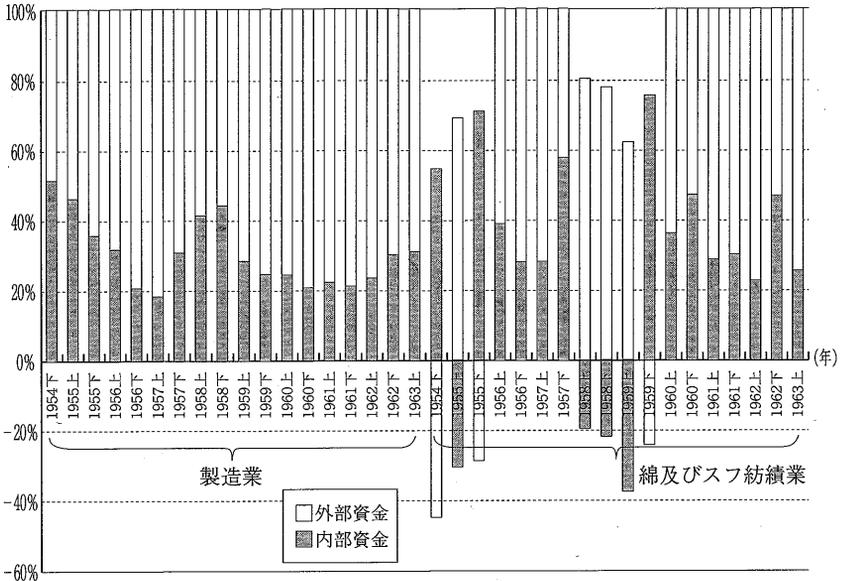
18) 典拠は全て三菱経済研究所『本邦事業成績分析』各期である。「全産業」「製造業」「紡織業」「綿及びスフ紡織業」の4項目について集計したが、紙幅の都合から大半の図で「全産業」と「紡織業」の掲載は割愛した。「全産業」の傾向は、「製造業」とほぼ同様であり、「紡織業」のそれは「綿及びスフ紡織業」とほぼ同様である。

第1表 大手紡績企業の多角化

会社名	生産品目 (各社の分類に基づく)	生産金額中に占める割合 (1955年下期)
東洋紡績	綿	63.2%
	羊毛	20.2%
	化繊 (パルプを含む)	16.6%
鐘淵紡績	綿	57.1%
	毛 (・麻)	19.0%
	絹	8.6%
	人繊その他 (合成繊維・合成樹脂加工を含む)	15.3%
呉羽紡績	綿糸・綿布・加工綿布	86.7%
	毛糸・毛織物	6.4%
	繊維雑品	5.0%
	屑物その他	1.9%
日清紡績	綿製品	94.9%
	紙製品	1.3%
	石綿	1.3%
	合成樹脂	2.0%
	その他	0.5%
敷島紡績	綿糸・綿布	97.0%
	スフ糸	—
	帆布・タイヤコード・カタン糸	3.0%
大和紡績	紡績・織布	81.1%
	その他 (捲縮スフ・落綿屑物)	18.9%
倉敷紡績	綿紡織	80.7%
	スフ糸・スフ布	3.9%
	毛紡織	15.4%
日東紡績	綿 (綿糸・綿布・加工綿布)	51.8%
	スフ・スフ糸・スフ布・加工スフ布・二硫化炭素	40.1%
	絹紡糸	3.5%
	鉱物繊維 (岩綿・硝子繊維)	4.6%
	その他	—

典拠：各社『有価証券報告書』。

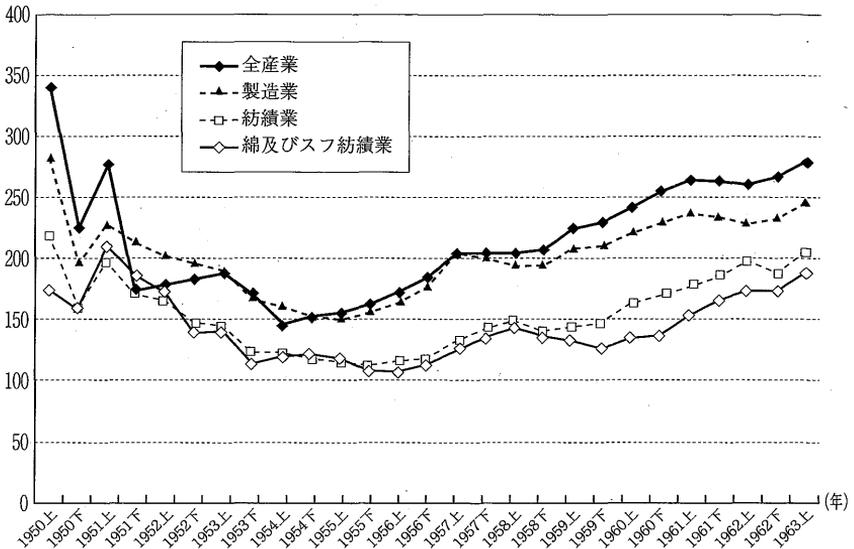
第2図 外部金融と内部金融



分厚い内部資金と比較して、戦後のそのウエイトはどの程度であったのかが興味深い点であるが、前述のように、今回は戦前との厳密な比較ができない。大雑把に言えば、戦前のほうが内部資金のウエイトがより高かったと推測される。第2次大戦期の戦時経済のなかで、紡績企業の内部資金は軍需産業に動員され、さらに余裕資金の動員という範囲を超えて、外部資金への依存度を高めた。そして、戦後は、こうした軍需関連事業のうち非繊維事業として経営的に成り立ちそうなものについては、別会社として紡績会社本体から分離（企業分割）された。この戦中・戦後のいわゆる「企業整備」の過程で、紡績企業の内部資金のウエイトは戦前より縮小したと考えられる。

第3図の負債比率（負債／自己資本）で見ても、綿及びスフ紡織業は製造業と比べて顕著に低く、自己資本比率が高い。とはいえ、1950年代前半に（戦時および戦後復興期前半と比較して）低くなった負債比率は、50年代後半以降、

第3図 負債比率

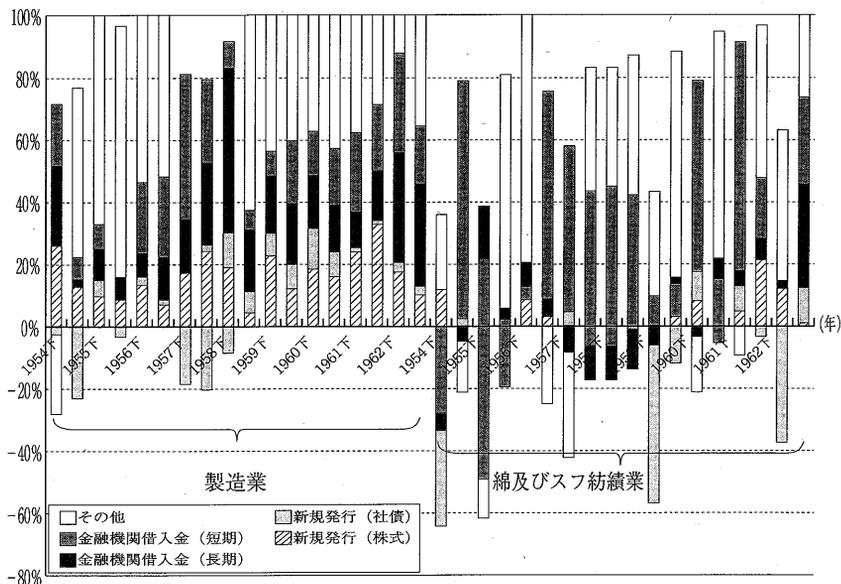


全産業・製造業とトレンドを同じくして上昇している。この理由の一端は、巨額の資金を必要とする合繊投資など非繊維への多角化にあると考えられる<sup>19)</sup>。

外部資金の内訳(第4図)では、製造業の場合、株式・社債発行のほか金融機関からの長期借入が増大しているのに対し、綿及びスフ紡績業の場合にはそれらのウエイトは小さく、短期借入、その他の外部資金(売掛金・買掛金など

19) 大紡績企業の金融機関借入れに関する研究がほとんど存在せず、未解明の点が多いが、仮説的には次のようなことが考えられる。戦後の間接金融体制のもとで、銀行は、プロジェクト審査ではなく企業審査を行っていた可能性がある。つまり、大手紡績企業が開始しようとする新規事業がリスクの高いものであっても、既存事業を基盤とする当該企業の内部資金市場もしくは内部資産市場において、各事業部門間での内部補助が行われる可能性があるために、銀行にとってのデフォルト・リスクは小さなものとなる(後者の内部資産市場との関連では、いわゆる担保主義を想起すればよいであろう)。したがって、まったく新規の企業家が事業を立ち上げる(そして、資本市場や金融市場がそれに対応する)のと比較して、既存の継続企業の新規事業立ち上げ(多角化)のほうが資金調達面で有利であった可能性もある: とくに情報の非対称性が存在する場合には、新規企業の市場での資金調達を妨げる場合が多い。要するに、大手紡績企業は、外部資金市場でも有利なポジションを確保することができるかもしれないのである。以上の点については、武田晴人氏、白鳥圭志氏からコメントを受けているが、実証的検討は今後の課題としたい。

第4図 外部資金の内訳



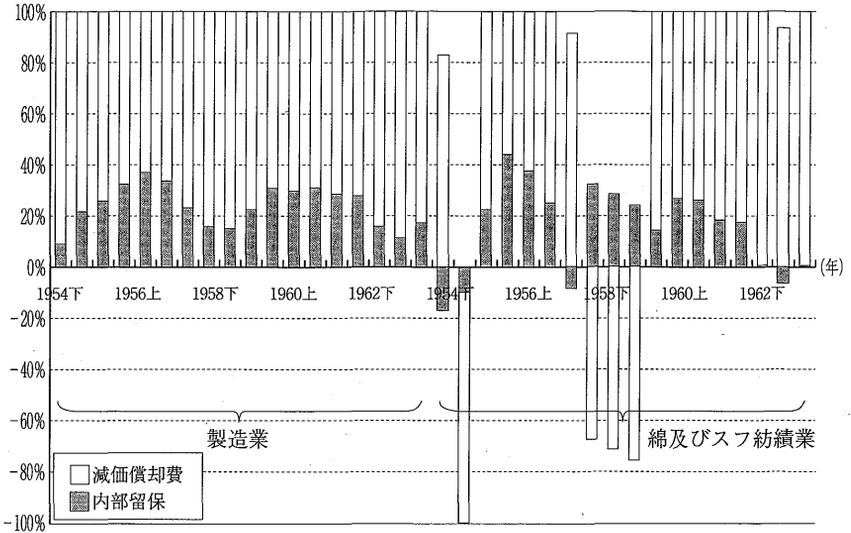
の企業間信用も含む) のウエイトが大きい。

内部資金の内訳(第5図)では、綿及びスフ紡績業では、年によって内部留保・減価償却費の取り崩しが行われていることがわかる。また、図の掲載は省略したが、現金・預金の変動も激しい。

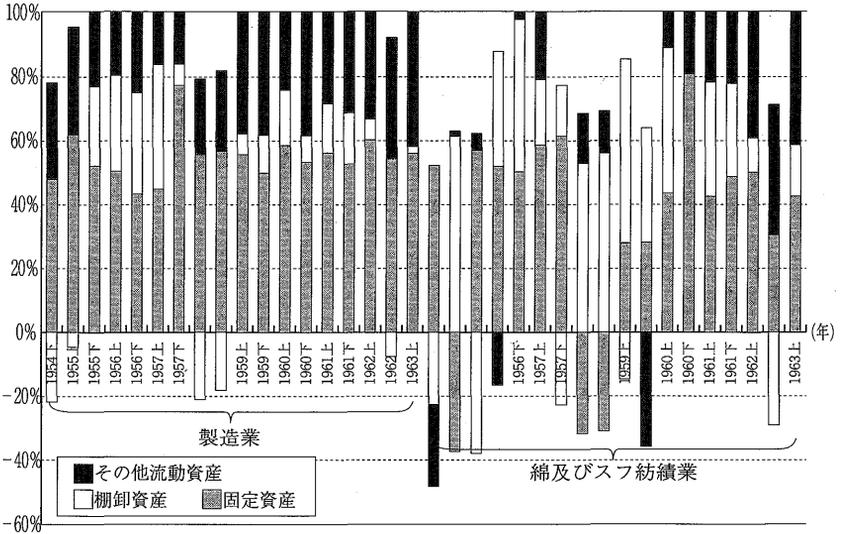
## 2 資金使途

資金使途の側を見ると(第6図)、綿紡績業で、1958年に固定資産(とくに生産設備)が減少している(第7図)。これは、56年に施行された繊維工業設備臨時措置法に基づく措置によるものと推測される。50—51年の朝鮮戦争ブーム時に需要が拡大し、既存企業の設備増設のほか多数の中小企業の新規参入が起こったが、52年以降、早くも過剰設備が問題となった。過剰設備は、「繊維不況」をもたらし、輸出価格の低下は二重価格問題・ダンピング問題を引き起

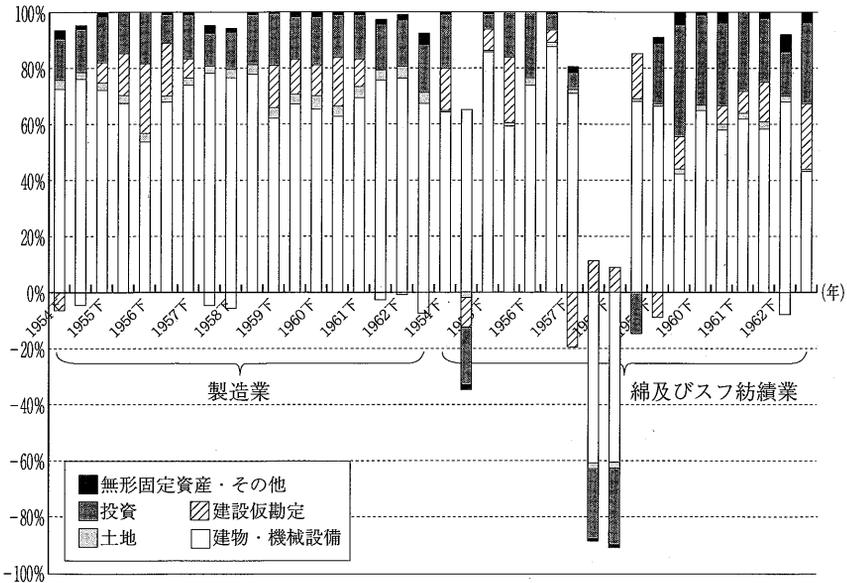
第5図 内部資金の内訳



第6図 資金使途の内訳



第7図 固定資産の内訳

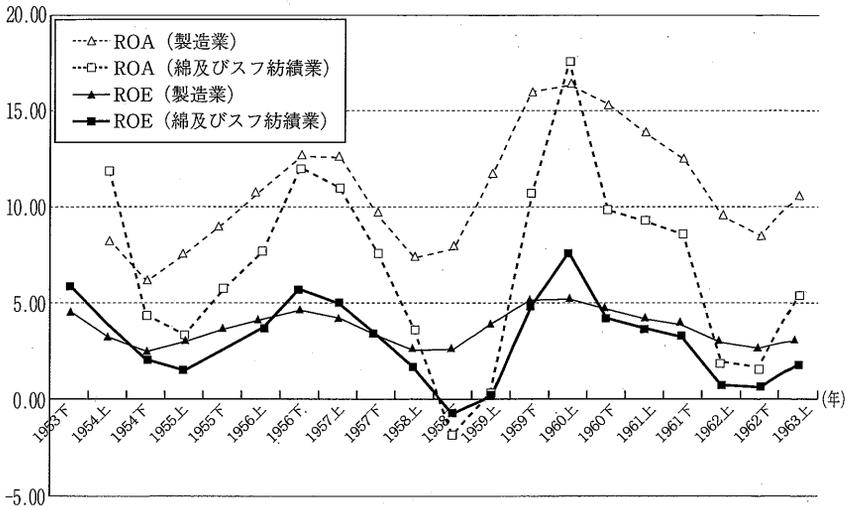


こしたため、日本政府は50年代後半以降、さまざまな「繊維不況」対策を行うようになった。その一つが過剰設備対策であり、紡織機の封緘（格納）・廃棄事業が開始されたのである。他方、1960年代に入り、日本が貿易・為替の自由化を行う段階になると、綿紡織業も改めて国際競争力強化を迫られ、設備のスクラップ化と同時に設備近代化のためのビルドも行われる。

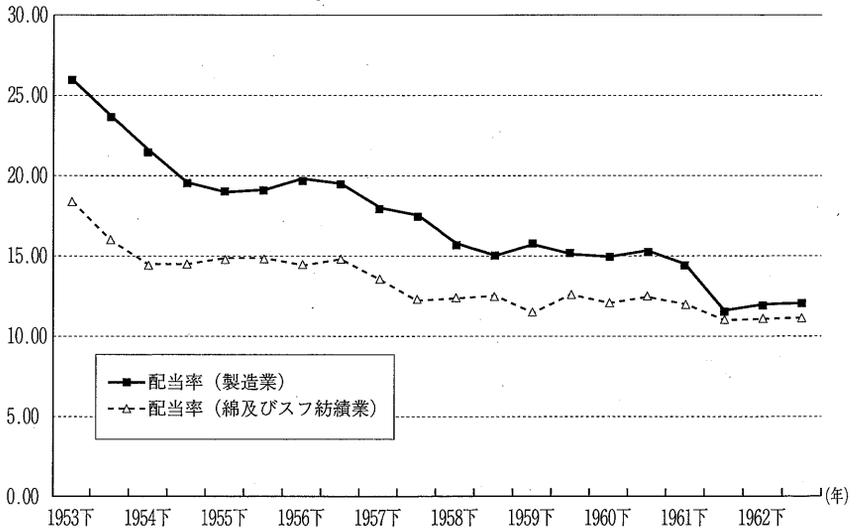
### 3 保留率・配当率・配当性向

1950年代後半以降、綿紡織業をはじめとする繊維産業では、しばしば「繊維不況」といわれた。実際、企業収益（ROA/ROE）も全産業・製造業と比べて低い（第8図）。それにも関わらず、他方で、第9.1図にみるように、一貫して高い配当率が維持されている。景気動向や企業収益に感応的ではなく、配当率が維持されているために、配当性向も異常に高い年がみられる。これと同

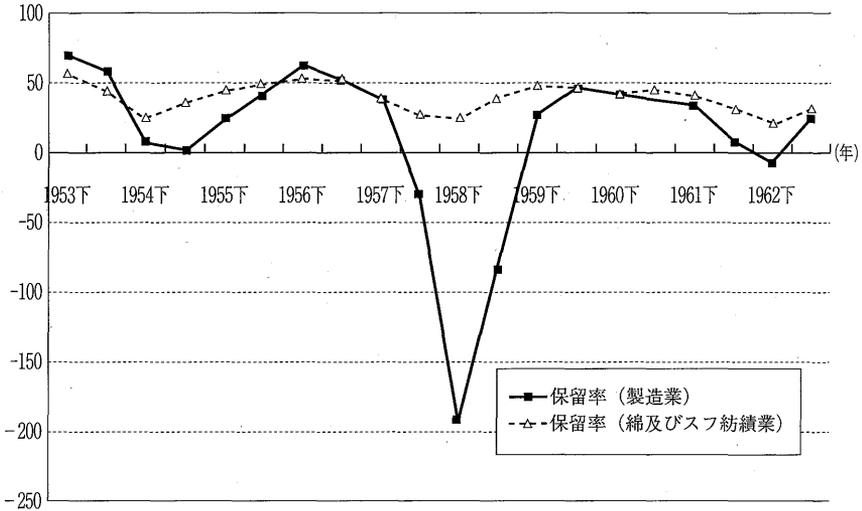
第8図 ROA (総資本利益率) とROE (自己資本利益率)



第9.1図 配当率



第9.2図 保留率



じことであるが、裏面から確認すると、保留率の低さ（第9.2図）となって現れている（ここでは、配当性向の図は割愛し、保有率の図のみ掲載した）<sup>20</sup>。

## 結 論

以上、いくつかの論点について大雑把に検討してきたが、最後に本稿での暫定的結論と残された課題を冒頭の課題設定に即してまとめよう。

経済環境が変化する——産業が成長し、衰退化する——歴史的プロセスのなかで、企業金融はどのように変化したのか？ この問いについては、当面ごく簡単に、次のようにまとめることができるであろう。戦前の大手紡績企業は、第1次大戦期に蓄積した豊富な内部資金あるいは自己金融をベースに对外直接投資・多角化を開始した。戦時中はこの内部資金が軍需産業に動員されるが、戦争末期には、綿紡績企業は余裕資金の範囲を超えて外部資金への依存度を高

20) 第9.2図における1958年前後の数値は異常値である可能性もあるので、今後詳細な検討をしたい。

めることになった。戦後復興期には、戦時の経営が清算され、大手紡績業は再び本業回帰した。負債比率も改善する。しかし、1950年代後半以降は、製造業一般とトレンドを同じくして、再び負債比率が高まる。この要因としては、合繊投資など非繊維事業への多角化が考えられる。

このように、経済環境の変化に対応して、日本の大手紡績企業は、内部資金市場をベースとしながらも、さらに外部資金市場を活用する（従って、内部資金・外部資金比率や負債比率は時期によって変化する）ことによって、企業経営を継続させてきた。こうして、日本の紡績企業は、本業の衰退化とは必ずしも運命を共にしなかったのである。

紡績企業の内部資金市場の機能や役割については、さらなる検討が必要であるが、製造業一般と比較して、その相対的ウエイトの大きさや変動の激しさから、それが独特の機能や役割を果たしていたことが推測される。

以上のことから、日本の大手紡績企業の内部資金市場をベースとした経済活動は、日本経済全体の成長への貢献という点でもポジティブなものとして評価できる。

しかし、問題点がないわけでもない。成長分野から衰退分野への資源配分が市場を通じてではなく、企業組織を通じて行われていること——すなわち内部金融——には、コストとベネフィットがある。コストとしては、豊富な内部資金がもたらす過剰投資や不適切な分野への投資 free cash flow のリスクがあることである。つまり、市場によってテストされない——すなわち、株価のシグナルに感応的でない——ために効率性が保たれていなかった可能性がある。また、基本的には自己金融で、外部資金（銀行、メインバンク）のコミットメントがそれほど大きくなかったことによるモニタリングの欠如という問題もある。free cash flow を回避するメカニズムがビルトインされていたかどうか。規律づけの欠如をどのように補完するか。こうした点についても、今後さらに具体的に検証する必要があるだろう。