

論文の内容の要旨

論文題目 企業統治における株主と債権者―戦前期日本の電力会社を中心として―

氏名 北浦貴士

本稿の課題は、戦前期日本の株式会社における資金調達の様子を、企業統治を巡る株主間及び株主・債権者間の利害対立という観点から明らかにすることである。戦前期日本の株式会社の資金調達において、戦前期を通じて株式の比重が最も高かったが、戦間期には社債・借入金といった負債の比重が高まった。このような資金調達の特徴を踏まえて、戦前期日本における株式会社の企業統治に関する研究は、主に株主と経営者との関係を対象としていた。先行研究は、大株主が自ら経営に関与するとともに、配当政策を自身の意向に基づいて決定することによって、株主と経営者間の利害対立を調整していた点を明らかにした。しかし、戦間期に負債の比率が高まっていったという事実からすると、株主と経営者との関係に加えて、債権者と株主や債権者と経営者の関係性についても考察する必要があるだろう。また、大株主が自ら経営に関与することが多かった戦前期日本の株式会社において、株主・経営者間の利害対立に代わって生じる問題は、経営に関与する大株主と経営に関与しない少数株主の間の利害対立であると考えられる。ここから、本稿では、少数株主が、株式会社に投資するようになった理由及び債権者が戦間期に株式会社に対する融資額や社債引受額を増加させた理由を、株主間及び株主・債権者間の利害対立という観点から考察している。本稿の主な分析対象は、戦前期に最も多額の資金を調達した電力大手 5 社であり、分析対象時期を、国立銀行条例が制定される 1872 年から、商法が改正され、電力管理法等が制定される前年の 1937 年としている。

第 1 章では、1890 年商法の会社部分施行前において、地方官庁が実施した株式会社に対する設立規制の内容とその意義を、株主有限責任という観点から明らかにしている。会社設立認可に関する府県史料を用い、具体的な規制の運用を検討した結果、東京府・大阪府ともに先行研究において明らかにされていなかった規制（発起人身元調及び定款訂正指示）が、地方官庁の裁量の下で実施されていた。規制の目的は、株式会社の設立時に、発起人の確実な払込を担保することにあった。地方官庁による規制は、当時株式会社が必ずしも有限責任が認められるわけではなかった状況で、株主有限責任を社会的に機能させることを企図して実施され、東京控訴院の見解を変更させたという点で効果を有したのである。

第 2 章では、1887 年～1917 年の東京電灯の資金調達と企業統治を解明している。まず、当該期の商法・税制と、東京電灯の資金調達及び企業統治の関係を見た。その結果、東京電灯は商法の分割払込制度を利用し、時価額面差額を株主に付与することによって、円滑に株式を発行していた。また、株主と経営者が一致するようにした商法上の経営組織設計の結果として、役員の 27%～40%が 10 大株主であった。さらに、税制は、1918 年まで企業の減価償却行動に対して無差別であった。以上の法制度の下で、東京電灯は高収益・高

配当性向の下で、高率配当を実施していた。減価償却は、固定資産に対して規則的に実施されず、利益の一定割合を積み立てることで実施された。また、1898 年上期にその割合が 20%から 10%に引き下げられることによって、配当性向が高められていた。

第 3 章では、高配当政策を可能にした電力大手 5 社の会計行動を検討することを通じて、1918～24 年の電力大手 5 社の資金調達と企業統治を考察している。当該期の主要な資金調達手段は株式発行であった。株式発行は大株主の比率を引き下げたが、それでもなお大株主の中心は個人であった。個人株主からの株式による資金調達により、電力大手 5 社は高配当性向を維持せざるをえなかった。このような配当政策が、電力大手 5 社の会計行動に与えた影響を、税制と東京電灯の関東大震災の対応及び合併会計処理の側面から検討した。まず、1918 年に整備される減価償却税制は、資本金額が大きかった電力会社に適用される税率が低かったため、電力大手 5 社に節税目的の減価償却を実施させる誘因とはならなかった。一方、東京電灯は、関東大震災時の損失に対する固定資産評価益の計上、減価償却の一部停止及び利益を減少させない合併会計により、配当原資を確保した。他社も、初期の償却額を抑える償却方法の採用や減価償却の一定期間停止によって配当原資を確保した。以上から、当該期の電力大手 5 社は、高配当維持という目的を達成することを前提に、採用すべき会計行動を決定していたと結論付けられる。

第 4 章では、1923～31 年にかけて発行された電力外債における会計に関する契約条項が、電力会社の減価償却行動に与えた影響を明らかにしている。電力外債発行に際しては、社債引受会社と電力大手 5 社の間で、減価償却会計に関する契約条項が、締結された。これらの契約条項は、外債発行電力会社の減価償却行動に対して、以下の影響を与えた。東邦電力では、遅くとも 1926 年 4 月期以降、減価償却会計条項と社債引受会社による監視の下で、東邦電力の経営者は契約条項を遵守する減価償却を実施していた。次に、東京電灯では、契約条項の違反に対して、社債引受会社が経営介入により会計処理を修正させ、社債権者保護を図った。大同電力・日本電力・信越電力では、外債発行に伴って、継続的な減価償却が実施されるようになった。電力会社が、減価償却会計条項を遵守して減価償却を実施しているかどうかを監視していたのは、社債引受会社であった。そして、社債引受会社に対して判断材料を提供していたのは、会計プロフェッションによる継続的な監査であった。

第 5 章では、1930 年以降の国内金融機関の電力大手 5 社の配当政策及び償却行動に対する経営介入が、配当政策及び償却行動に与えた影響を明らかにしている。電力大手 5 社が、自社株式を取得した結果、個人大株主の比率は減少し、個人大株主の電力大手 5 社に対する影響力を低下させていったと推測される。対して、国内金融機関は、電力大手 5 社に対して度々減価償却率の引上げと配当率の引下げを要求するとともに、経営状態のモニタリングを目的に役員を派遣していた。その結果、1930 年代前半の電力大手 5 社の減価償却率が上昇していったことと対照的に、配当率は低下していった。電力大手 5 社は、金融機関からの要求を受け入れることによって、借入や社債発行が可能となったのである。

第 6 章では、両大戦間期日本において、会計プロフェッション監査の果たした役割を、債権者による規律との関係から明らかにしている。まず、法制度との関係を見ると、会計監査は法制度（1927 年の計理士法）整備以前から利用され、法制度は、利用実態を追認する形で整備された。次に、会計監査の果たした役割については、分析の結果、会計プロフェッションは、事前（融資前及び社債発行前）及び事後（融資後及び社債発行後）の継続的モニタリング活動を債権者から委託され、監査結果を債権者に報告していた点が判明した。

以上の分析の結果、株主が電力大手 5 社に投資できるようになった理由として、まず、株主有限責任制度が挙げられる。また、分割払込制度と、時価額面差額の株主への付与は、円滑な株式発行に貢献した。それは同時に、新株発行・追加払込時に高株価を維持する必要性を生じさせ、高株価のための高配当性向政策と裁量的会計行動が、電力大手 5 社によって実行された。高配当性向政策は、大株主経営者と経営に関与しない中小株主の間の利害調整に役立っていたと考えられる。それは、1930 年の東京電灯の配当率引下げに際して、中小株主が配当率引下げに反対し、配当率引下げを受け入れる代わりに、大株主経営者を退陣させたという点に如実に現れているといえる。次に、債権者が 1920 年代後半以降、電力大手 5 社に資金を提供するようになった理由として、債権者が電力大手 5 社に対して、継続的かつ規則的な減価償却を実施させ、内部留保を厚くさせたことが挙げられる。それは、債権者と経営者間の会計に関する契約条項と会計監査や役員派遣というモニタリングの仕組みによって可能となった。規則的な減価償却の実行による内部留保は、債権者にとって担保と同様の機能を果たしたためである。それは、同時に、1930 年代前半の電力会社の収益性が低下している時期に、配当率を引下げさせることとなった。

戦前期の電力大手 5 社の資金調達に関する仕組みの下で、電力大手 5 社は、各局面で資本コストを引き下げるように資金調達方法を変化させていった。電力大手 5 社の資金調達構造の変化は、企業統治構造をも変化させていった。すなわち、1924 年までは個人大株主が経営を行っていたが、1925 年以降債権者の発言力が徐々に増加していった。同時に、1930 年以降の自己株式取得の結果として、個人大株主の発言力が低下し、役員に占める大株主の割合も低下していった。このような電力大手 5 社の資金調達方法と企業統治の変化は、戦間期の負債残高と総資産残高の増加という戦前期日本の株式会社の資金調達の特徴から鑑みると、他の株式会社にも当てはまると推測されるが、その詳細は、今後の課題としていい。