

公開持株会社・日本産業と傘下企業の会計行動

小野武美

つまり私は民主主義で、他は帝国主義でいったわけです。その帝国主義がいわゆる財閥なんだ。私の民主主義というのは、仕事はみな株主の利益のためにやることなんです。私は今でいうサラリーマンの親玉ですよ。—— 鮎川義介〔1993〕、120頁。

1. 戦前持株会社の所有構造と会計的機能

戦前のわが国で見られた財閥系企業においては、通常、「財閥ファミリーが財閥企業の実質的なオーナーであるという、古典的な所有関係がいちおう確立していた」¹⁾が、そこには「持ち株会社という介在」²⁾機関が存在していた。こうした持株会社（以下、「純粹持株会社」を単に持株会社という）が出現した背景には「財閥が多角化して事業が拡大していくなかで、増大する利益を管理し、巨大化する組織を統括する本社組織が必要だと考えられ」³⁾たことがあり、「そうした動きの到達点が、持株会社の成立」⁴⁾として顕現したのであるが、そこに見られるのは「所有と所有の分離」とでも呼ぶべき現象であった。即ち、「本源的所有者」である財閥の同族と「派生的所有者」である持株会社が分離し、持株会社は「専門所有者」として事業会社の統括・監督に当たるというものであるが、この場合、次のような状況が現出することに注意する必要があるろう。

それは、本源的所有者である持株会社の出資者の会社支配に関する権利が有名無実化してしまうということである。何故なら、持株会社の出資者は事業会社の活動に対して直接的には関与できないという意味で、「事業会社における企業の経営は完全に持株会社の株主の支配から隔絶されることとな」⁵⁾り、持株会社と事業会社への「会社の二重化は、その結果として〔持株会社〕株主の権利の倍化をきたさないで、却ってその権利内容の縮減をもたらす」⁶⁾と言わざるをえないからである。事実、戦前の財閥においても財閥オーナーである同族の殆どは、「実質は利益配当をうけとるのみの持分資本家的な存在」⁷⁾に墮して、実際上の采配を振るうことは無かったのである。こうした事態は、持株会社経営者の立場から見れば、持株会社が「現場〔の事業会社〕に対しては同族の介入を間接化するという緩衝装置」⁸⁾として

機能したことを意味し、他方で同族は「株〔又は持分〕を絶対に売らない非常に安定した株主〔又は出資者〕⁹⁾であったことを意味するわけである。

更に戦前期の持株会社の殆どは、株式会社化せずに合名会社や合資会社の形態をとっていた。こうした閉鎖的企業形態をとった背景には、「できるだけ〔持株会社の〕経理を秘密にしておきた」¹⁰⁾ などの思惑があったとされる。こうした持株会社「本社に対する同族の封鎖的な所有が維持されるなかで、本社利益の同族への流出を極力抑制してもなお本社が必要資金を調達することに限界が生じ」¹¹⁾ たことから、持株会社は自らが所有する事業会社の株式を公開するようになり、その結果、「戦間期を通して、財閥資本の各部門の自律性が強まり、コンツェルン組織のもとでの統括方法が次第に分権化を前提としたものへと変化していった」¹²⁾ とされるが、「他面で依然として高率の株式所有によって〔持株会社〕本社は直系企業の人事、投融資計画等の経営の最重要点を集中的に管理し、それをもって財閥としての組織的統一性を維持したのである。」¹³⁾ そうした持株会社による集中的管理の中核に事業会社に対する会計・財務的な監視・統括機能が位置していたわけである。

このように閉鎖的所有構造の持株会社が、株式を公開した事業会社を統治するというのが、戦前の財閥における企業統治の一般的なあり方であったわけであるが、唯一の例外として、持株会社自身が株式会社となり株式を公開した例があった。自らを「公衆持株会社」と称した日本産業である。このような戦前における閉鎖的持株会社と公開持株会社の並存は、我々に「持ち株会社がコーポレート・ガバナンスの担い手として重要」¹⁴⁾ であると同時に「持ち株会社のコーポレート・ガバナンスは誰がやるのか」¹⁵⁾ という問題の存在を気付かせてくれるであろう。更には持株会社の所有構造が持株会社自身の経営行動に如何なる影響を及ぼし、延いては傘下の事業会社の行動にどのように関係していくのかという問題の所在も示唆されることになる。そこで以下本稿では、日本産業の事例分析を通して、持株会社の所有構造と傘下企業の会計行動の連関について具体的に検証を進め、持株会社の会計的機能の一端を明らかにしていきたい。

2. 公開持株会社・日本産業と日産コンツェルンの展開

日本産業は、「大正財閥」の一つとされた久原房之助率いる久原財閥を引き継いで、鮎川義介が新たに編成しなおしたものである¹⁶⁾。即ち、久原財閥は、第一次大戦後の反動不況の中で、中核事業である久原鋳業の主力製品である産銅価格が暴落し、また、多角化戦略の中で展開した久原商事が破綻に追い込まれたことによって、巨額の債務を抱え、結局、房之輔は退陣を余儀なくされ、彼の義兄に当たる鮎川義介に再建を託したのである¹⁷⁾。経営を引き継いだ鮎川は、久原鋳業の債務整理に成功して昭和3年に同社の社長に就任し、同年12月の株主総会に(1)久原鋳業の持株会社への改組、(2)持株会社自身の株式の公開、(3)社名の

「日本産業株式会社」への改称，を骨子とする改革案を提出し承認され¹⁸⁾，ここに新生日本産業が誕生することとなった。

日本産業は，当初，総投資額の約 7 割を鉱山部門（久原鉱業の鉱山部門を引き継いで設立された日本鉱業）に投下していたので，当時の世界恐慌の煽りを受けて昭和 5 年上期以降 5 期連続の無配を余儀なくされる状況に追い込まれたが，その後昭和 6 年の満州事変以後の景気回復過程のなかで，同社の業績は急激に好転するに至った。というのは，傘下の日本鉱業は，金，銀，銅のそれぞれに於いて全国産出高の約 3 割を占めており，金輸出再禁止措置，政府の金買い上げ価格の引き上げ等を背景に大幅に業績が回復したからであった¹⁹⁾。こうした状況を受けて日本産業の株価は，昭和 5 年に一時 12 円にまで下落したが，その後急騰して昭和 9 年には 145.6 円を付けるまでになった²⁰⁾。

このような状況を背景に，日本産業は，「公開持株会社日本産業の機能と機構をフルに活用した多角化戦略」²¹⁾を展開した。即ち，「満州事変以降の株式ブームに乗っての傘下子会社株式のプレミアム付き公開・売出し→その直後の親・子会社株式の株主割当による未払込資本金の徴収と増資→プレミアムや払込資本金の新事業分野への投下，あるいはそれらの資金を利用しての，また株価の高騰している日本産業株式との交換を通じての既存企業の吸収合併→日本産業株主の増大→同社の払込資本金の徴収と増資……」²²⁾といった循環過程の中でコングロマリットの企業集団を急成長させていったのである。その結果，日産コンツェルンは，久原財閥から引き継いだ日本鉱業，日立製作所といった企業に加えて，日本水産，日産自動車，日本化学工業，日本油脂，等の多角的分野で有力企業を擁する一大コンツェルンを形成したのである。

昭和 7 年から 12 年にかけて日本産業の払込資本金は 5250 万円から 1 億 9837 万円へ，収入は 179 万円から 1570 万円へ，内配当収入は 157 万円から 1355 万円へと増大し，その結果，「日産コンツェルンは三井，三菱両財閥につぐ一大企業集団」²³⁾となった²⁴⁾。同時に日産コンツェルンは「確かに重化学工業を中心とする企業集団であったが，他の新興財閥にみられない水産，保険などの事業を経営しており，既成財閥の特徴とされる，いわゆる『八百屋式』コンツェルンの様相を呈していた」²⁵⁾ことも，その事業構成上の特質とされた。

このように日本産業は，短期間に三井，三菱に匹敵する大コンツェルンを形成したわけであるが，「公開持株会社であるがゆえのジレンマもまた持っていた。すなわち，同社は，右の公開持株会社金融ならびに既存企業吸収合併策を有利に展開するため，株価を高水準につりあげておかなければならなかった。それゆえ，日本産業は傘下企業からの取得配当金の大半を，期によってはそれを上回る資金を株主配当として社外に流出させなければならず」²⁶⁾，そうした財務的逼迫が傘下企業の配当政策延いては会計政策に少なからず影響を及ぼしたことが考えられるのである。

3. 日産コンツェルンに於ける利益分配・配当吸引行動と利益比例的減価償却

3.1 日本産業の利益分配と配当吸引

日本産業は持株会社として、収入の大半を配当収入と（途中からは）株式売却益に依存していたが、その「配当・売却益依存率」（収入総額に占める配当収入と株式売却益の割合）は昭和4年から12年にかけて平均して約80.1%であった。これはほぼ同時期に於ける三井の平均依存率約75.6%よりやや高く、三菱の平均依存率約82.1%（但し、これには利子も含まれている）より若干低い水準であった（表1）。又、日本産業の取得配当金の内訳を見ると、初期の日本鉱業への依存が徐々に低下し（6割台から4割台へ低下）、他の傘下事業会社の比率が増大しているが²⁷⁾、「このことは日産財閥の、鉱山部門依存から脱却し、異種産業部門の兼営によって危険を分散し、あわせて安定的な事業収益の平衡を旨とした多角化戦略が、かなりの成果」²⁸⁾をあげたことを物語っている。

このように日本産業の配当・売却益依存率は、三井・三菱等の既成財閥と大差のない水準であったが、その配当政策に関しては、当時から「日産の配当は毎期過重であり、真面目さを欠いている。積立金や社内留保に薄すぎる。それは余りに市場性のみを考慮している関係であろうが、堅実な事業運営とは云えない」²⁹⁾との批判がなされていた。これに関して実際の配当の状況を見てみると表2のようになる。日産の平均配当性向は約52.9%であったが、損失等で配当できなかった時期を除いて計算すると約66.8%となる。これに対して三井合名は約87.7%、三菱合資は約65.6%、住友合資は約57.2%であった。単純に比較すると他の既成財閥に比べて必ずしも配当性向が高いとは判断できないことになるが、そこには若干の考慮が必要となる。

即ち、三井の場合には「社員である三井十一家がこの配当金を実際に全額受け取ったわけではない。……三井十一家は歳費を主とした一定額の配当金（1929～36年の時期では、半期290万円、年580万円）を配分されるだけで、残りは共同積立金あるいは三井合名会社への『預け金』となった」³⁰⁾という事情があった。この積立金を一種の内部留保として考えれば、三井の実質配当性向は約23.7%にまで急減することになる。又、三菱の場合には賞与も含んだ金額で配当性向を計算しているのので、その分実質配当性向は割引いて見る必要がある。こうしたことを考慮に入れると、やはり日産の配当性向は、既成財閥の持株会社に比べて高かった可能性が大きいであろう。

このような日産の高配当政策或いはそれに対する批判に対して、鮎川は「それは見当外れですよ。どうも持株会社と単独企業体と一緒にして物を見るから、そうした錯覚に陥るのですよ。抑々日産は持株会社であって資産の大部分は有価証券ですから、直接事業会社のように生産設備、工業権等の減価償却の為に社内留保をなす必要はなく、又其所有有価証券も

表 1 日本産業と三井・三菱の配当収入・売却益 (単位：千円)

	収入	配当収入	有価証券売却益	純益金	配当・売却益依存率
(日本産業)					
昭和 4 年下期	2,742	2,609	—	1,841	0.951
5 年上期	2,020	1,936	—	1,081	0.958
下期	791	573	—	204	0.724
6 年上期	604	406	—	264	0.672
下期	608	388	—	145	0.638
7 年上期	1,788	1,566	—	737	0.876
下期	2,586	2,363	—	1,567	0.914
8 年上期	7,317	2,703	—	5,555	0.369
下期	7,619	3,128	—	5,910	0.411
9 年上期	14,376	4,094	9,171	10,590	0.923
下期	16,381	4,938	8,260	11,933	0.806
10 年上期	9,367	7,915	597	6,747	0.909
下期	11,121	8,751	600	7,606	0.841
11 年上期	12,083	8,925	1,641	8,906	0.874
下期	14,317	9,490	3,871	11,367	0.933
12 年上期	11,562	10,435	552	8,106	0.950
下期	15,703	13,552	—	10,956	0.863
(平均)					(0.801)
(三井合名)					
昭和 4 年下期	16,984	13,122	—	11,463	0.773
5 年上期	15,090	11,704	—	9,692	0.776
下期	13,165	9,596	—	8,361	0.729
6 年上期	12,116	8,953	—	7,574	0.739
下期	11,307	7,602	—	7,316	0.672
7 年上期	14,014	7,843	—	5,031	0.560
下期	21,375	10,271	—	7,649	0.481
8 年上期	15,508	11,650	—	10,207	0.751
下期	26,003	17,444	5,188	15,848	0.870
9 年上期	27,631	12,303	11,518	15,434	0.862
下期	15,867	11,966	—	5,556	0.754
10 年上期	16,371	12,444	—	8,794	0.760
下期	16,148	12,303	—	9,793	0.762
11 年上期	18,060	10,943	2,795	9,637	0.761
下期	25,860	14,949	8,253	19,478	0.897
12 年上期	18,900	15,866	187	12,051	0.849
下期	19,719	16,399	588	12,729	0.861
(平均)					(0.756)
(三菱合資)					
昭和 4 年	28,947	9,053	13,894	14,413	0.793
5 年	10,743	8,155	1	6,438	0.759
6 年	7,748	5,507	3	2,344	0.711
10 年	19,763	14,522	3,739	10,541	0.924

公開持株会社・日本産業と傘下企業の会計行動

11年 (平均)	22,773	12,140	8,712	13,894	0.916 (0.821)
-------------	--------	--------	-------	--------	------------------

出所) 日本産業：宇田川〔1976〕, 121頁の表より作成。

三井合名：松元〔1979〕, 56表, 60表, 68表, 71表より作成。

三菱合資：岡崎〔2006〕, 4-5頁の表より作成。

注1) 配当・売却益依存率 = (配当収入 + 有価証券売却益) / 収入

2) 三菱合資の配当収入には利子も含まれている。

表2 日本産業と三井・三菱・住友の配当性向 (単位：千円)

(日本産業)	純益金	配当金	配当性向
昭和4年上期	2,476	1,837	0.742
下期	1,841	1,575	0.856
5年上期	1,082	0	0
下期	△204	0	0
6年上期	△264	0	0
下期	△144	0	0
7年上期	736	0	0
下期	1,566	1,050	0.670
8年上期	5,555	2,100	0.378
下期	5,909	3,250	0.550
9年上期	10,591	4,285	0.405
下期	11,932	5,670	0.475
10年上期	6,747	5,964	0.884
下期	7,606	5,633	0.741
11年上期	8,906	6,228	0.699
下期	11,366	6,228	0.548
12年上期	8,106	5,997	0.740
下期	10,955	11,780	1.075
13年上期	16,490	12,247	0.743
下期	17,883	14,878	0.832
14年上期	30,270	16,875	0.557
下期	30,539	16,875	0.553
15年上期	30,617	16,875	0.551
下期	24,281	16,875	0.695
(平均1)			(0.529)
(平均2)			(0.668)
(三井合名)			
昭和4年上期	11,325	9,283	0.820
下期	11,463	10,449	0.912
5年上期	9,692	9,676	0.998
下期	8,361	6,585	0.788
6年上期	7,574	5,568	0.735
下期	7,316	7,082	0.968
7年上期	5,031	6,266	1.245
下期	7,649	7,333	0.959

8 年上期	10,207	9,366	0.918
下期	15,848	15,506	0.978
9 年上期	15,434	4,600	0.298
下期	5,556	3,900	0.702
10 年上期	8,794	7,900	0.898
下期	9,793	9,400	0.975
11 年上期	9,637	9,000	0.934
下期	19,478	19,000	0.975
12 年上期	12,051	11,400	0.946
下期	12,729	12,400	0.974
13 年上期	15,602	15,000	0.961
下期	12,702	12,350	0.972
14 年上期	15,393	14,820	0.963
下期	19,497	15,000	0.769
15 年上期	30,577	15,000	0.491
(平均 1)			(0.877)
(平均 2)			(0.237)
<hr/>			
(三菱合資)			
昭和 4 年	14,413	4,509	0.313
5 年	6,438	5,191	0.806
6 年	2,344	2,397	1.023
7 年	1,538	1,802	1.172
8 年	5,076	1,198	0.236
9 年	2,138		
10 年	10,541	3,601	0.342
11 年	13,894	3,599	0.259
12 年	15,035	12,373	0.823
13 年	14,884	12,000	0.806
14 年	14,186	18,000	1.269
15 年	75,726	11,400	0.151
(平均)			(0.655)
<hr/>			
(住友合資)			
昭和 4 年	3,088	1,250	0.405
8 年	2,034	2,050	1.008
10 年	16,567	5,700	0.344
13 年	1,502	750	0.499
15 年	1,245	750	0.602
(平均)			(0.572)

出所) 日本産業：『株式年鑑』（大阪屋商店），各年版より作成。

三井合名：松元〔1979〕，60 表，71 表より作成。

三菱合資：麻島〔1987〕，表 2-9 及び 2-10 より作成。

住友合資：麻島〔1987〕，表 3-8 より作成。

注) ・日本産業の (平均 1)：調査対象の配当性向の平均値。

(平均 2)：配当 0 の期を除いた期間の配当性向の平均値。

・三井合名の (平均 1)：調査対象の配当性向の平均値。

(平均 2)：三井十一家への配当金（半期 2900 千円）を実質的な配当とした場合の配当性向の平均値。

・三菱合資の「配当金」は配当・賞与の合計額。

時価が帳簿価格の平均二倍余りになって居る関係上これに対し減価償却は無用なのです。……ただ問題とすべき準備金ありとすれば、それは将来手持株の値下り損に見合ふべきものであるが、日産の所有有価証券の含み〔益〕其物が事実上積立金に相当するものなることに御納得が行く筈と思います。……之を簿記上の積立金として特に銘を打って出す必要はないのです。此故に日産に於て子会社より受入れる正味収果をそっくり其儘配当しても何等非難の理由は立ちません³¹⁾と反論していた。

確かに鮎川の言うとおり、持株会社・日産はその所有有価証券の市場価値が維持される限り、傘下の事業会社からの配当を全額分配しても直ちに企業価値が毀損されることにはならないであろうが、問題は自らの配当の大半を子会社からの受取配当金に依存していた状況の下で、傘下の事業会社が持株会社への配当を強られる状況が現出した可能性があるのではないかということである。もしそうであれば、傘下の事業会社の配当行動並びに会計行動に何らかの兆候が出ると考えられるので、以下、傘下事業会社の状況について見ていくことにする。

3.2. 日産傘下企業の利益比例的減価償却

本稿では日産傘下の事業会社の状況を探るべく、日産コンツェルン内の主要企業とされる、日本鉱業、日立製作所、日本化学工業（日産化学工業）、日本油脂、日本水産、並びに日本鉱業の子会社であった日産汽船に関して、『本邦事業成績分析』（三菱経済研究所）³²⁾所収の財務データに基づき若干の分析を行った。尚、日産コンツェルンの特徴を知るための比較対象として既成大財閥の代表である三井、三菱、住友の各事業会社の内で上記『本邦事業成績分析』よりデータが得られるものを利用した。対象とした期間は、日本産業が成立した昭和4年以降で、各個別企業のデータが得られる昭和6年下期から太平洋戦争へ突入する直前の昭和15年迄の10年間である。

まず、配当性向であるが、日産各社の平均配当性向は約66.9%であり、三大財閥各社が平均して40%から50%台であることかになると、明らかに高い配当性向を示していたと言えるであろう。尤もこのような高い配当性向は、必ずしも低い利益水準のところから無理矢理に配当を捻出した結果ではない。日産各社の平均利益率は、払込資本金利益率こそ三井・三菱とほぼ同水準であったが、対収入金利益率は約19.2%、減価償却費控除前の対収入金償却前利益率は約26.1%で、三大財閥に比して高く、一定の利益水準を確保した上で、そこから高い配当を支払っていたことが伺えるのである。

次に減価償却率について見ると、日産各社の対収入金減価償却率の平均は約8.2%で、三井、三菱よりは高いが住友よりは低い値を示していた。これは日産コンツェルンが鉱山、化学などの装置産業を抱えており、必然的に固定比率が高くなることから導き出された結果とも考えられるが、他方で対固定資産減価償却率は、日産各社の平均が約6.3%で三大財閥の

表 3

	配当性向	払込資本金利益率	収入金利益率	償却前利益率 (対収入金)	償却前利益率 (対固定資産)
日産各社平均	0.6690	0.1647	0.1917	0.2609	0.1226
三井各社平均	0.5957	0.1769	0.1802	0.2208	0.1092
三菱各社平均	0.4159	0.1675	0.1130	0.1601	0.1111
住友各社平均	0.5463	0.1134	0.1579	0.1906	0.1012
減価償却率 (対収入金)	減価償却率 (対固定資産)	固定比率			
0.0818	0.0626	0.7790			
0.0719	0.0639	0.7312			
0.0762	0.0769	0.7167			
0.1038	0.1002	0.7445			

出所：『戦前期本邦事業成績分析』各年版より作成。調査対象会社は以下のとおりである。

日産（日本鋳業，日立製作所，日本化学工業〔日産化学工業〕，日本油脂，日本水産，日産汽船）

三井（三井鉱山，北海道炭鉱汽船，日本製鋼所，台湾製糖，芝浦製作所，王子製紙，電気化学工業，大日本セロイド，小野田セメント，鐘淵紡績，三井物産，三越）

三菱（三菱鋳業，麒麟麦酒，明治製糖，三菱電機，三菱重工，日本光学，三菱製紙，旭硝子，三菱倉庫，東神倉庫，三菱商事，日本郵船，日清汽船，近海汽船）

住友（大阪北港，住友別子銅山，住友炭鉱，住友鋳業，住友金属工業，住友電線製造所〔住友電工〕，日本電気，住友化学工業，日本板硝子，住友倉庫）

注 1) 払込資本利益率（尚，原著では「払込資本収益率」と表記されている）

= (純益金 × 2) / 払込資本金；収入金利益率 = 純益金 / 収入金

2) 償却前利益 = 減価償却費 + 純益金

3) 減価償却率(対固定資産) = (償却高 × 2) / (固定資産 + 償却高 - 未成工事)

4) 固定比率 = 固定資産 / 株主資本

平均より低い結果となっていた。即ち，日産各社は相対的に固定資産の規模が大きいので，減価償却費の比率は収入金に対しては比較的大きく出るが，固定資産の規模に比しては必ずしも高いわけではなかったと解釈できるであろう。（以上，表 3 参照）

日産傘下の事業会社の高い配当性向の一因が，自らが高い配当を維持しなければならない親会社日本産業の配当吸引圧力だとすれば，日産傘下の各社は，高い配当水準を維持する為に，「償却前利益」に感応的な減価償却政策を採らざるを得ないことになるであろう。即ち，償却前利益が減少した場合には一定の配当を維持するために償却費を減らし，逆に償却前利益が増加した場合には一定の配当を確保した上で償却費を増大させる，というように減価償却費を配当を維持するための緩衝装置として使わざるを得ないということである³³⁾。このような「償却前利益に比例した……減価償却」³⁴⁾が実施されていたかどうかを見るために，ここでは償却費と償却前利益の関数関係について，以下のような回帰式を推定した。

$$(1) \text{ 減価償却率 (対収入金) } = a + \beta_1 (\text{償却前利益率 [対収入金]}) + \beta_2 (\text{固定比率}) + \beta_3 (\text{配当性向}) + \varepsilon$$

$$(2) \text{ 減価償却率 (対固定資産)} = \alpha + \beta_4 (\text{償却前利益率 [対固定資産]}) + \beta_5 (\text{固定比率}) + \beta_6 (\text{配当性向}) + \varepsilon$$

表4 減価償却率と償却前利益率

変数	切片	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6
(1) 式	-0.152*	0.288*	0.139*	0.050			
(t 値)	(-4.176)	(9.234)	(5.006)	(1.094)			
(2) 式	-0.081*				0.647*	0.080*	0.008
(t 値)	(-2.870)				(6.669)	(4.417)	(0.290)
自由度修正済決定係数：	(1) 式：0.7074			(2) 式：0.4546			
F 値：	(1) 式：48.538*			(2) 式：15.558*			
VIF：	(1) 式：3.600			(2) 式：1.834			
DW 比：	(1) 式：0.433			(2) 式：1.120			
サンプル数：	(1) 式：60			(2) 式：60			
注)*：	1%水準で有意						

(1), (2) とともに減価償却率を被説明変数とし償却前利益率を説明変数とする回帰式であるが、(1) は償却率及び償却前利益率をフローである収入金=売上高に対する割合で計り、(2) は償却率及び償却前利益率をストックである固定資産高に対する割合で計ったものである。更にここでは償却率に対して影響を与える可能性のある説明変数として、固定比率と配当性向を加えた。固定比率は、それが高くなれば償却費が増える可能性があるが、他方で償却負担を抑制しようとする可能性も排除できないであろう。又、配当性向は、それが高い場合は利益が逼迫している状況が考えられるので償却費は抑制されている可能性がある。

以上の説明変数を組み入れた重回帰分析の結果は、(1), (2) の各式ともに F 値は 0 より十分に大きく、各説明変数の一部もしくは全部が被説明変数である減価償却率に影響を与えていることを示していた。特に償却前利益率及び固定比率の係数は統計的に有意であり、償却前利益率が高いほど、又、固定比率が高いほど、減価償却率が高くなるという結果を示したのである³⁵⁾。但し、配当性向に関しては有意な結果は得られなかった。この結果は、日産コンツェルンの傘下企業が、償却前利益に感応的な減価償却政策を採っていたことを示すとともに、他方で固定資産の比重に比例して償却負担も重くなるという状況を反映していたものと解釈できるであろう。(以上、表4参照)

4. 公開持株会社の会計的帰結

これまで見てきたような公開持株会社・日本産業の行動は、自らの株式公開によって大きく特徴付けられていたと言えるであろう。一般に「持株会社は、金融仲介機関のようにも活動的株主のようにも行動する」³⁶⁾が、その所有構造の相違により、財務・会計行動は大きく

異なってくる。即ち、三井・三菱・住友に代表される閉鎖的所有構造を持った持株会社の同族のように「その支配的株主が長期的視野を持つ場合、……彼らは短期的な配当シグナルにあまり興味を持たない」³⁷⁾ ので、同族持株会社の受ける配当圧力を相対的に弱かったと考えられるのに対して、日産の場合には「日本産業そのものが公衆持株会社として、所有構造が旧財閥のように閉鎖的でなかったことから」³⁸⁾、社会的資金の動員という便益を獲得するとともに、群小株主からの配当圧力をまともに受けることになり、それが自らの配当行動や傘下企業の配当・会計行動に影響を及ぼしたと考えられるのである。

このように日本産業は、「旧財閥とは異質のコンツェルン金融＝支配を展開し……勃興する証券市場を基盤とし法人所有を徹底した、開かれたコンツェルン金融を創出することによって、技術合理的な 1930 年代重化学新興財閥＝日産へと再編＝転回を遂げたのである」³⁹⁾ が、こうした公開持株会社構想は、当初から評価されていたわけではなかった。即ち、「この構想による日本産業株式会社発足のことが一たび発表されると、内外にわたり多くの反響と衝撃を与え……長年にわたる久原鋳業の不振のあとを受けた鮎川によるこの新方式の採用は、当時の財界からすれば無軌道な観念論としか思われず、以後株価の低迷をきたす等、その成功ははなはだ危ぶまれた」⁴⁰⁾ のであるが、その後の経済環境の好転とともに、既述の如く日産コンツェルンは短時日で急激に膨張することとなった。

そうした状況下で、日産コンツェルンの総帥・鮎川義介は極め強大な権限を振るうこととなった。即ち、「純粹持株会社の目的は、自ら業務を行わず、従属会社の業務を支配することにあるため、その取締役〔＝経営者〕はきわめて限られた責任をもって自由奔放に広大な支配を行いうるという立場」⁴¹⁾ に立つことになり、彼はその立場を存分に活用した訳である。これは既成財閥の持株会社経営者が「実質的にはかなりの実権を有しながら財閥家族にたいしてあくまで主従の関係にたち、『主家』のために持株会社の立場から経営にあたり、……傘下諸事業はすべて主家の財産として等質的に観念せられていた」⁴²⁾ (傍点一原著) のとは対照的であったと言わざるを得ないであろう。このように絶大な権限を手中に収めた鮎川が、唯一「圧力」として意識せざるを得なかったのが資本市場からの圧力であった。そしてこうした資本市場からの圧力を背景にした、公開持株会社を中心としたコンツェルンの自転車操業的な財務機構の中に各企業の配当政策・会計政策も必然的に組み込まれていったのである。

注

- 1) 岩井〔1994〕, 93 頁。
- 2) 同上。
- 3) 武田〔1995〕, 111 頁。
- 4) 同上。
- 5) 大隅〔1987〕, 182 頁。
- 6) 同上, 183 頁。

- 7) 安岡〔1976〕, 26 頁。
- 8) 武田〔1995〕, 138 頁。
- 9) 同上。
- 10) 安岡〔1976〕, 23 頁。
- 11) 武田〔1987〕, 235 頁。
- 12) 同上, 234 頁。
- 13) 橋本〔1982〕, 164 頁。
- 14) シェアード〔1998〕, 22 頁。
- 15) 同上。
- 16) 日本産業の成立前史に関しては、宇田川〔1987〕, 219-252 頁を参照。
- 17) 宇田川〔1976〕, 112-113 頁。
- 18) 同上, 118-119 頁。
- 19) 宇田川〔1984〕, 45-46 頁。
- 20) 株価は『株式年鑑』(大阪屋商店)による。
- 21) 宇田川〔1984〕, 47 頁。
- 22) 同上, 47-50 頁。
- 23) 同上, 60 頁。
- 24) 日本産業の株式市場を利用した急膨張は、その後徐々に翳りをみせ、プレミアム稼ぎの減少を補うための借入金の増大や同社の高株価を利用した合併政策の困難化等の事態が発生した。さらに追い討ちをかけるように昭和 12 年に入ると、戦時体制の一環として臨時租税増徴法、北支事件〔変〕特別税等の政策が実施され、子会社並びに持株会社に対して特別税が課されることになった。こうした苦境の折に、当時の満州国から極めて有利な条件で産業誘致の話が持ち込まれ、日産はその本拠地を昭和 12 年 11 月 20 日に満州国へ移し、満州国法人となって会社名も「満州重工業開発」となったのである(宇田川〔1976〕, 137-139 頁)。尚、本稿では満州重工業開発の時期も含めて「日本産業」の名称で通している。
- 25) 宇田川〔1984〕, 60 頁。
- 26) 同上, 64 頁。
- 27) 宇田川〔1976〕, 130 頁の表。
- 28) 同上, 125 頁。
- 29) 和田〔1937〕, 311 頁。
- 30) 松元〔1979〕, 233-234 頁。
- 31) 和田〔1937〕, 312 頁。
- 32) 本稿では、中村〔2006〕の復刻版を利用した。
- 33) 日本産業の配当吸引圧力が傘下企業の減価償却政策に対して影響したことを示す直接的な証拠・証言は見いだせなかったが、日産の前身であり、日産傘下企業中の最重要企業であった日本鉱業は、その社史に自らの減価償却に対する態度を「大正元年久原鉱業設立以来、昭和 15 年上期まで、減価償却に対してきわめて消極的態度を持してきた当社」(日本鉱業〔1957〕, 229 頁)と表現しており、日産傘下に於いても減価償却を積極的に行わなかったことを認めている。
- 34) 高寺・醍醐〔1979〕, 247 頁。
- 35) 尚、回帰診断の結果、(1) のダービン・ワトソン比はかなり低く、誤差項に正の系列相関がある

ことを示している。従ってパラメーターの推定量は、不偏性と一致性を持つが、最良線形不偏推定量 (BLUE ; Best Linear Unbiased Estimator) ではなく、t 値が過大に計算されている可能性があることに留意する必要がある。

- 36) Banerjee et al. [1997], p.24.
- 37) Dewenter and Warther [1998], p.881.
- 38) 下谷 [2008], 57 頁。
- 39) 霧見 [1974], 157 頁。
- 40) 日本鉱業 [1957], 67 頁。
- 41) 宮島 [1998], 43 頁。
- 42) 柴垣 [1965], 317 頁。

参 考 文 献

- 麻島昭一, 「三菱財閥」, 麻島昭一編, 『財閥金融構造の比較研究』, 1987 年, 所収。
- , 「住友財閥」, 麻島昭一編, 『財閥金融構造の比較研究』, 1987 年, 所収。
- 鮎川義介, 「日産コンツェルンの成立」, 安藤良雄編, 『昭和史への証言 2』, 1993 年, 所収。
- 岩井克人, 『資本主義を語る』, 1994 年。
- 宇田川勝, 「新興財閥 - 日産を中心に -」, 安岡重明編, 『日本の財閥』 (日本経営史講座第 3 巻), 1976 年, 所収。
- , 『日本財閥経営史 新興財閥』, 1984 年。
- , 「日産コンツェルン」, 麻島昭一編, 『財閥金融構造の比較研究』, 1987 年, 所収。
- 大阪屋商店, 『株式年鑑』, 各年版。
- 大隅健一郎, 『新版 株式会社法変遷論』, 1987 年。
- 岡崎哲二, 「三菱合資会社の有価証券ポートフォリオ管理と投資収益率」, 『三菱史料館論集』, 7 号, 2006 年。
- シェアード, ポール, 「系列の功罪と持ち株会社導入の衝撃」, 『企業系列総覧』 (『週刊東洋経済』臨時増刊), 1998 年版, 所収。
- 柴垣和夫, 『日本金融資本分析 - 「財閥」の成立とその構造 -』, 1965 年。
- 下谷政弘, 『新興コンツェルンと財閥: 理論と歴史』, 2008 年。
- 高寺貞男・醍醐聡, 『大企業会計史の研究』, 1979 年。
- 武田晴人, 「資本蓄積 (3) 独占資本」, 大石嘉一郎編, 『日本帝国主義史 2 世界大恐慌期』, 1987 年, 所収。
- , 『財閥の時代: 日本型企業の源流をさぐる』, 1995 年。
- 霧見誠良, 「第一次大戦期重化学工業化と『新興』財閥の資金調達機構」, 『経済志林』 (法政大学), 42 巻 3 号, 1974 年 11 月。
- 中村青志監修, 『戦前期本邦事業成績分析』 (三菱経済研究所), 復刻版, 2006 年。
- 日本鉱業株式会社, 『日本鉱業株式会社五十年史』, 1957 年。
- 橋本寿朗, 「産業構造の重化学工業化と資本の組織化」, 社会経済史学会編, 『1930 年代の日本経済: その史的分析』, 1982 年, 所収。
- 松元宏, 『三井財閥の研究』, 1979 年。
- 宮島司, 「持株会社とコーポレート・ガバナンス」, 『企業会計』, 50 巻 4 号, 1998 年 4 月。

安岡重明, 「〔総論〕日本財閥の歴史的 position」, 安岡重明編, 『日本の財閥』(日本経営史講座第3巻), 1976年, 所収。

和田日出吉, 『日産コンツェルン読本』(日本コンツェルン全書VI), 1937年。

Banerjee, S., B. Leleux and T. Vermaelen, "Large shareholdings and corporate control: An analysis of stake purchases by French holding companies", *European Financial Management*, Vol.3, No.1, 1997.

Dewenter, K.L. and V.A. Warther, "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms", *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No.3, June 1998.

付記: 本稿は東京経済大学・2008年度個人研究助成費(A08-05)による研究成果の一部である。

—— 2008年7月24日受領 ——