

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 crise¹**

渡辺純子

junkowatanabe@econ.kyoto-u.ac.jp

京都大学大学院経済学研究科

日本の紡績企業の企業金融	1
Le financement de l'industrie textile japonaise et de ses adaptations	1
序.....	2
I. 分析のフレームワーク	3
産業調整という考え方	3
産業調整と企業金融.....	3
ブラック・ボックスとしての企業.....	4
II. 日本の綿工業の概観.....	6
産業の盛衰	6
産業組織.....	8
コーポレート・ガバナンス.....	9
III. 企業金融の特徴.....	10
使用データについての説明.....	10
1950年代初頭から60年代初頭にかけての綿紡織企業の企業財務の特徴：他の産業との比較.....	10
結論.....	19

¹ 本稿は、2007年3月15日・16日にパリで開催される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) で口答発表予定の原稿を日本語に改め、若干の加筆修正をしたものである (フランス語版も添付した)。フランス語での執筆に際しては、井川浩・井川マリジョゼ両氏 (翻訳家) およびオリヴィエ・フェイエルタク氏 (ルーアン大学) のご助力を賜った。また、本稿の作成にあたって、武田晴人氏 (東京大学)、オリヴィエ・フェイエルタク氏 (ルーアン大学) より、有益なコメントをいただいた。

序

産業が成長し、衰退化するという経済過程において、企業金融 corporate finance はどのように変化するのであろうか。逆の側面から言えば、経済環境の変化に対する企業金融の機能や役割が、問われるべき問題となろう。

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、企業組織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——これがいわゆる多角化や事業転換に相当する——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・金融市場での資本調達などの問題と並んで、継続企業における企業金融のあり方がきわめて重要な役割を果たしていたといえる。

本報告では、日本企業のこうした特性に着目し、産業構造の変化、産業の衰退化に直面した継続企業の企業金融の動向に焦点をあてて考察する。

事例とするのは、繊維工業、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である。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、1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。

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、他国の繊維産業では、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というようなケースは見られるのか。管見では、それほど多く見られないようである²。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。こうした点が興味深い問題となる。

他方、現在では、継続企業の多角化は、産業を問わず、また国を問わず、広く見られる現象になりつつある。様々な産業部門の事例との共通点や差異についても、今後、研究を深めていくことができるであろう。

もっとも、以上のような問題関心に基づく先行研究はほとんど存在せず、方法論の確立やデータの整理も含めて、一から始めなければならない状況である。本報告は、その第一歩としての試論的な性格を持つ。

本報告の構成は次のとおりである。

Section I では、方法論や分析のフレームワークについて考察する。

Section II では、Section III のため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、産業組織上の特徴などについて簡単に概観する。

Section III では、本報告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整理することが望ましいが、今回は時間的制約から上述の期間に限られた。このワーキング・ペーパーでの考察を土台として執筆予定の刊行論文では、統計データを豊富化し、より厳密な実証を行いたい。

最後に、結論をまとめる。

² イギリス綿業の衰退の要因を、企業金融の問題も含めて包括的に分析した日本人の優れた研究としては、たとえば、Chikage HIDAKA [1995] ,*The Decline of the British Cotton Industry*, Tokyo : University of Tokyo Press がある。

I. 分析のフレームワーク

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経済行為者の対応は、「産業調整」という概念で捉えることができる。

この経済用語は、まだそれほど知られていない。1980年代以降、日本の国際経済学の応用分野などでいくつかの理論的・実証的研究が開始され、欧米よりも日本で研究が進展しているようである。したがって、**industrial adjustment** という英語もそれほど定着していない。

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）がシフトすることを指す。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それ自身につながっている。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・国際的諸契機に基づいている。1970年代の石油危機、1985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、より緩やかな調整過程として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、次の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。

- 1) 市場（マーケット）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

ここでいう市場と組織（企業）は、ウィリアムソン、コース的意味でのそれである。それを、本報告で産業調整の問題に援用している。

資源配分の「資源」は、経済学的に言えば資本・労働などの生産要素を指すが、経営学的に言えばヒト・モノ・カネ、すなわち人的資源や物的資源のほか、資金などを具体的に意味している。

- 1) ~3) のそれぞれについて敷衍しよう。

1) 市場（マーケット）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に参入する。価格や利潤など市場におけるシグナル、言い換えれば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、合併・買収を含む）あるいは新規開業といったかたちで起こっている。ここでは、こうした新規参入を可能とするような参入者の資金源泉、資本市場や金融市場での資金調達の可能性など、証券制度・金融制度のあり方が分析すべき重要な要因となる。

2) 企業（組織）を通じた資源配分：上記1) のよう諸資源の移動は、現実には既存企業の内部でも発生している。すなわち、既存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。いわゆ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：市場と組織（企業）の間には、「中間組織」が想定できる。中間組織というのは、ウィリアムソンやコースの議論をベースとして、とくに日本で拡張された概念である。なぜなら、この中間組織に当たる組織形態は、日本で多く見られるからである。戦前の財閥、戦後の企業集団などの企業グループ、下請制、系列 *keiretsu*³ など、日本的企業システムと言われるものがこれに相当する。

「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。

もし、産業調整の問題をこの中間組織にまで拡張するとしたら、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一つとなろう。

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。本報告では、とくに2) もしくは3) のメカニズムが存在することを強調しておきたい。

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、そこはまさにブラック・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意思決定を行っていると考えられる。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、いくつかの使いそうな分析概念やツールをやや *at random* にあげてみよう。

・経営者の意思決定とコーポレート・ガバナンス

経営史学のコンテキストで言えば、投資分野や資金調達方法を選択する企業家や経営者の意思決定についての研究がポピュラーなアプローチであろう。

さらに、最近の研究成果を踏まえていけば、そうした経営者の意思決定には、コーポレート・ガバナンスが影響を与えている。ある事業部門への新規投資（および、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、株主も含むステイク・ホルダーの意向を反映している。本報告での分析は、こうした問題も念頭に置いている。

³ *keiretsu* という日本語はついにそのまま英語になるほど国際的に知られるようになったが、これは企業集団と下請制の両方を混同して意味している用語である。これについては、下谷政弘氏の研究などがある。

・多角化論

経営者史的アプローチやコーポレート・ガバナンス論とは違った角度からの研究として、ここで着目したい理論の一つに、ペンローズの「企業成長の理論」がある⁴。この考え方によれば、企業の経営資源には、通常、部分的に slack (未利用資源・余剰資源) が発生している。企業は、この slack 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、多角化ひいては企業成長の源泉・原動力となる。

もともと、ペンローズのアイデアは非常に興味深く、示唆に富むが、彼女自身は、それを理論的にも実証的にも精緻化しているわけではない。

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を試みている⁵。

・「内部資金市場」

上記の経営学での諸理論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⁶。

「外部資金市場」すなわち企業の外部金融——具体的には金融市場や資本市場など——を考察する場合、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本調達の妥当性を論じることになるであろう。また、たとえば株式・社債・銀行借入の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・ガバナンスのあり方がそうした資本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。そこまで踏み込んで論じることが望ましい。

「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、セグメント情報は開示されていないため——近年になって漸く、一部の情報開示がルール化された程度である——、内部資金がどの事業部門に配分されているかを知ることができない。

⁴ E.Penrose [1959], *The Theory of the Growth of the Firm*, London: Basil Blackwell (末松玄六訳 [1980]『会社成長の理論<第2版>』ダイヤモンド社)。

⁵ David J. Collis and Cynthia A. Montgomery [1998], *Corporate Strategy: A Resource-Based Approach*, the McGraw-Hill Companies, Inc (根来龍之・蛭田啓・久保亮一訳 [2004]『資源ベースの経営戦略論』東洋経済新報社)。

⁶ 日本の企業システムに関する議論では、終身雇用や年功序列を指して、「内部労働市場」という用語が定着している。内部資金市場は、内部労働市場から派生して登場した用語であると考えられる。内部資金市場については、鈴木良隆氏、武田晴人氏、岡崎哲二氏、宮島英昭氏などが、主に戦前日本の財閥に関する事例研究に即して検討しつつあるが、資料的困難もあり、まだ十分に解明されているとはいえない。他方、日本以外の諸外国でも、企業金融論やコーポレート・ガバナンス論において、近年、内部資金市場が着目され、理論的・実証的研究が進展しつつある。

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年代に繊維産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業に売却もしくは賃貸された。

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」——熟した用語ではないが、ここでは仮にこう呼んでおく——も視野に入れる必要があろう。

・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——に言及する。

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⁷。

第二次大戦後、とくに1970年代以降、繊維産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力の移動と並んで、資金のグループ内配分には何か特徴的なことが見られるのか——経済学で言う内部補助の問題——が興味深い。

本報告は、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、section II 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。

戦前から戦後にかけての綿製品を含む繊維製品（糸・織物のみ：二次製品は含まない）の生産量については、図1に示した（データの制約から、この図では1926以前および1976年以降の数値については示していない）。

⁷ 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。

Figure 1(a) : Output in Spinning Sector

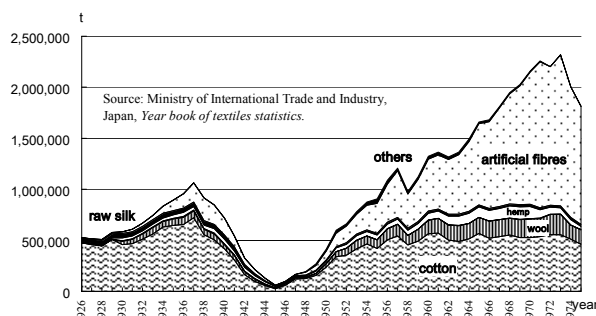
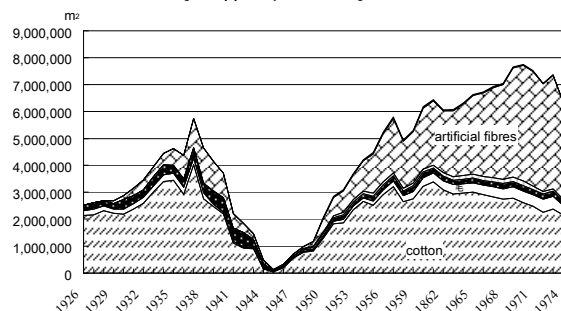


Figure 1(b) : Output in Weaving Sector



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をし、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、国際競争力の獲得が可能となった理由としては、いくつか指摘できる。一般的には、低賃金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努力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たといえる。

しかし他方で、綿工業の衰退化は、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、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性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達成したのである。

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極度に圧迫されるようになった。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、国内民需は圧迫されたものの綿製品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交易）は完全に途絶し、綿工業を含む繊維産業の生産はほとんどゼロとなった。

本業である繊維産業の生産がほとんど不可能となるなかで、戦時期の紡績企業は、航空機部品工業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⁸。

⁸ 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経営の対応の問題を示し

日本の敗戦とともに、第二次大戦後は再び民需が興隆する時代が到来し、綿紡績企業も本業に回帰する。戦後復興期、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のである。

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）を喪失したことから、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、日本は輸入制限や輸出自主規制を余儀なくされ、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年代くらいから、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年代の石油危機・スタグフレーションの時代には賃金コストの上昇、国際競争力の悪化が顕著になり、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、さらに中国製品の日本市場への逆輸入（日本企業の対外直接投資による中国での現地生産を前提とする）がこれに加わり、日本国内の繊維業者は存亡の危機に立たされた⁹。

こうした環境の中で、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合繊（とくに新産業として高い成長性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。

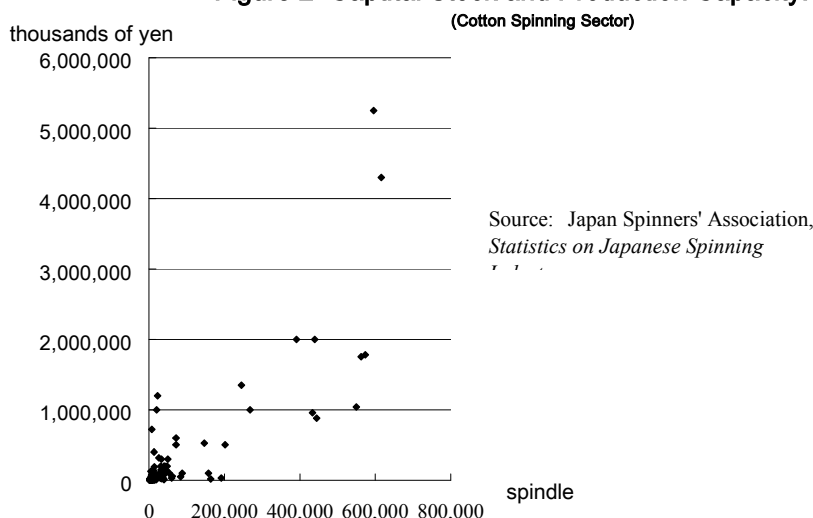
まず、産業組織についてみると、日本の綿工業では、大企業から中小企業までのバラツキが極めて大きいことが特徴である。その歴史的な変遷 evolution を示すことが望ましいが、ここでは簡単に戦後の1950年代半ばの状況を示しておこう。

図2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。

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。しかし、その再編成のあり方が戦後の繊維産業における産業組織や企業組織を形成し、戦後の当該産業・企業の発展の前提条件となったのである。以上の内容については、Junko Watanabe, *Restructuring in Textile Manufacturing Companies*, Business History Society of Japan, *Japanese Research in Business History*, No.22, March 2006.などを参照。

⁹ 1980年代後半以降の日本の繊維産業の状況については、Junko Watanabe, 2004, 'L'industrie textile d'Osaka au tournant des années 90', *Asia In Extenso*, Septembre 2004, publication de recherche en linge (on line research publication), www.iae.univ-poitiers.fr などその一端を示した。

Figure 2 Capital Stock and Production Capacity:1955



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、紡績部門のほか織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。大手紡績企業が十数～数十工場を保有するのに対し、中小紡績企業は1～2工場である。また、前者は織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）は様々であり、その相違それ自体が経営史的分析の対象になることは言うまでもない。

したがって、紡績企業の企業金融も、どの企業をサンプルとして選定するかによって、異なるのである。

本報告では、III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。上記図2との関係でいうと、ここでいう上位十数社とほぼ対応している（詳しくは後述）。

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、1) 株主支配型企业、1) 経営者支配型企业、3) 同族企業など、大きく言って3つのタイプがあった。

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、1) もしくは3) 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* で経営攪乱要因とされる。

しかし、1920年代以降、大企業組織が形成されるとともに——戦前はとくに合併・買収が大きく、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。次第に2) が支配的となったのである。

2) 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、それでもなお非常に分厚い内部留保を形成することができたのである。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。

もともと、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。戦前のそれについては、財閥のそれ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ことが多い。とはいえ、その多くは計量経済学を用いて大量観察し、財閥系企業と比較して一定の傾向を導出する作業に止まっている。戦後のそれについては、研究はほとんど皆無である。

次節の Section III で導き出される事象のいくつかも、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。今後の課題が多く残されている。

III. 企業金融の特徴

使用データについての説明

本報告では、一次的な研究作業として、1950年代初頭から60年代初頭にかけての綿紡績企業の財務諸表の計数を整理し、そこから見えてくる論点を整理することにする。その際、個別企業の動向に詳しく立ち入るよりも、綿工業界全体の動向と産業全体の動向を比較することに力点を置いた。

用いる資料は、三菱経済研究所というシンクタンクが年に2回刊行している『本邦事業成績分析』という統計書である。これは、三菱経済研究所が全産業（企業の入れ替わりはあるが、各期ごとに約400～500社を抽出）および各産業（綿紡織業の場合は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。そのため、精密さという点ではやや欠けるが、大量観察ができ、産業ごとの比較が可能であるという利点を持っている。さらに、同統計書は、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¹⁰、企業金融の歴史分析を行う多くの研究者がこれに依拠している。

日本銀行なども同様の統計書を刊行しているが¹¹、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。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。

さらに、今回の報告では、対象時期は、1950年から63年までに限定されている。

本来であれば、その前後の時期の動向も併せて示すほうが、当該時期の特徴も浮き彫りにできようが、時間的な制約から今回は断念した。というのも、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膨大な作業を要するからである。

1950年代初頭から60年代初頭にかけての綿紡織企業の企業財務の特徴：他の産業との比較

このコロークの第3セッション（本稿が発表されるセッション）のタイトルは、「成長期の企業金融」le *financement de l'expansion* 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

¹⁰ ただし、1944年から49年までは発刊されていない。また、1963年以降は『企業経営の分析』という後継雑誌に接続する。

¹¹ 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.

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のである。

日本企業が急速に成長する背景には、周知のように、いわゆるメインバンク制の下でのオーバー・ローン、オーバー・ボロウイングの関係がある。日本の金融市場・資本市場の状況としては、さまざまな歴史的経緯から、この時期には間接金融——銀行借入れ——に依存していた。

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、Section II 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、衰退化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、単純に成長産業・衰退産業と色分けすることができない。

さらに、綿紡織企業の企業業績は、単純に綿紡織業という事業分野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。（生産金額のウエイトについては下記の表を参照）

**Tableau : Diversification des grandes firmes de filature
(proportions en valeur de la production) : 1955**

Entreprise	Produits (classés selon chaque entreprise concernée)	proportions
Toyo Boseki	Coton	63.2%
	Laine	20.2%
	Fibres chimiques (pulpe incluse)	16.6%
Kanegafuchi Boseki	Coton	57.1%
	Laine (chanvre)	19.0%
	Soie	8.6%
	Fibres artificielles et autres (y comprises les fibres synthétiques et les résines synthétiques transformées)	15.3%
Kureha Boseki	Fil et tissu de coton, tissu de coton transformé	86.7%
	Laine et tissu de laine	6.4%
	Tissus de soie et de soie artificielle (« Autres articles textiles » pour le second semestre 1955 et « Produits secondaires » pour le second semestre 1959)	5.0%
	Rebuts et autres	1.9%
Nisshin Boseki	Produits de coton	94.9%
	Produits de papier	1.3%
	Amiante	1.3%
	Résines synthétiques	2.0%
	Autres	0.5%
Shikishima Boseki	Fil et tissu de coton	97.0%
	Fibranne	

	Toile, corde pour pneu, fil de coton à coudre	3.0%
Daiwa Boseki	Filature et tissu (y comprises les filatures de fibranne, de laine et de fibres synthétiques à partir du second semestre 1957)	81.1%
	Autres (fibranne frisée, rebut de coton)	18.9%
Kurashiki Boseki	Filage et tissage du coton	80.7%
	Fil et tissu de fibranne	3.9%
	Filage et tissage de la laine	15.4%
Nitto Boseki	Coton (fil, tissu, tissu transformé)	51.8%
	Fibranne, fil et tissu de fibranne, tissu de fibranne transformé, disulfure de carbone	40.1%
	Filage du soie	3.5%
	Fibres minérales (laine de roche, fibre de verre)	4.6%
	Autres	—

Source : Compte des valeurs de chaque entreprise. (Financial Statement)

以上の点に留意しながら、いくつかの図表について検討しよう。

①資金源泉

図 3 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。

Figure3 Internal and External Finance (manufacturing)

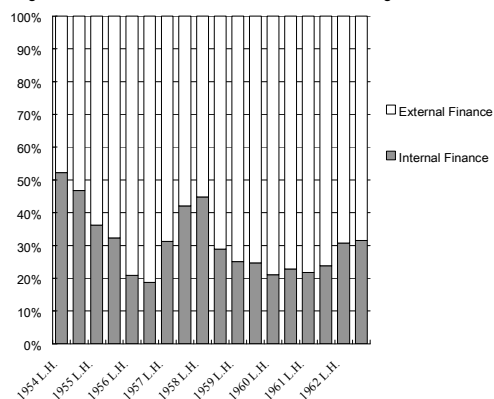
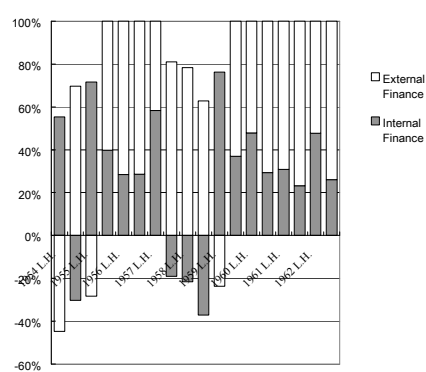
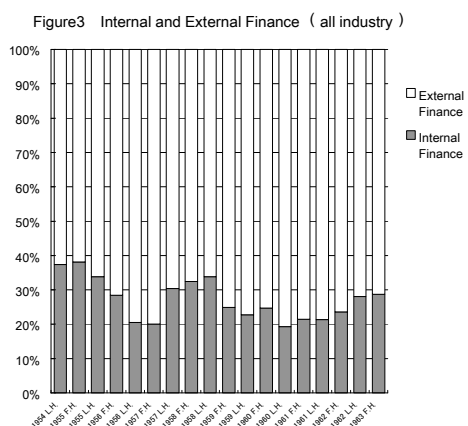


Figure3 Internal and External Finance (cotton textile)





全産業・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ェイトが相対的に大きい、他方で、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分厚い内部資金と比較して、戦後のそのウェイトはどの程度であったのかを比較してみる必要もあるが、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ェイトがより高かったと予測される。第2次大戦期の戦時経済の中で、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経営的に非繊維事業として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・戦後の企業再建整備の過程で、紡績企業の内部資金のウェイトは戦前より縮小したと考えられる。

負債比率（負債／自己資本 $\text{debt/equity capital}$ ）で見ても、綿紡織業は全産業・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、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¹²。

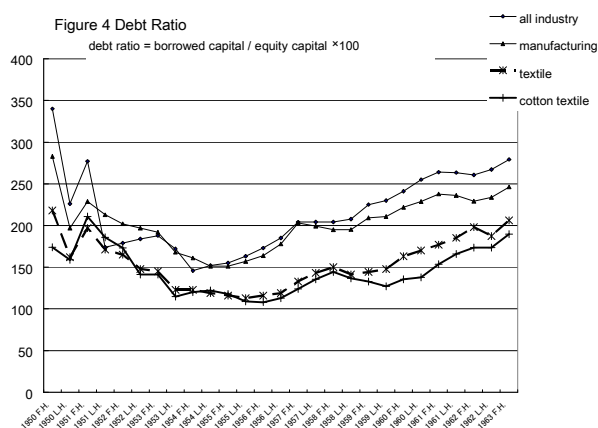
¹² 大紡績企業の金融機関借入れについては、ほとんど先行研究がないが（白鳥圭志 Keishi SHIRATORI が大日本紡績について分析した Discussion Paper などの研究がわずかにある程度である）、興味深い問題の一つである。

たとえば、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（全産業・製造業におけるのと同様に、綿紡績企業の場合でもしばしばメインバンクに相当する銀行が存在した）が、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、大手綿紡績企業が開始しようとする新規事業がたとえ事業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。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反応する）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る可能性もある：とくにある種の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、豊富な内部資金市場を有する大手紡績企業は、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。

このように考えると、内部金融と外部金融との関係は、資本コストを基準とした単なる選択的・代替的な関係であるにとどまらず、もう一つ、外部資金市場での資金調達力の源泉としての内部資金市場という面もあるかもしれない。この点は、企業価値理論とも関わる問題であろう。

以上の点については、武田晴人氏のご教示・示唆によるところが大きい。



外部資金の内訳では、製造業では、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、綿紡織業では、それらのウエイトは小さく、短期借入、その他の外部資金（ここには売掛金・買掛金などの企業間信用などが含まれる）のウエイトが大きい。

内部資金の内訳では、綿紡織業では、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。

Figure5 External Financing (manufacturing)

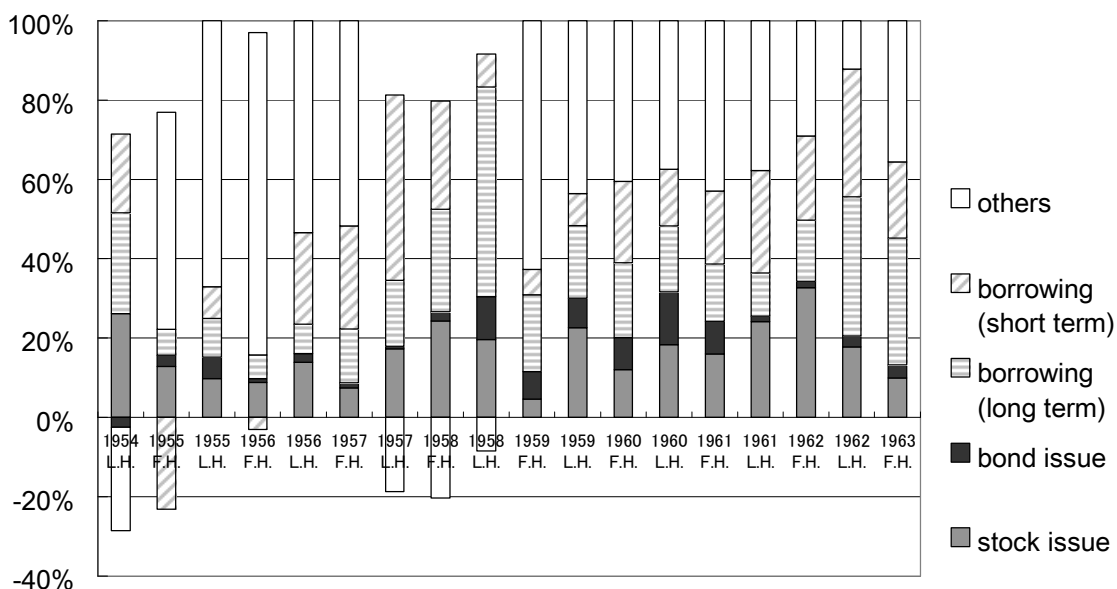


Figure5 External Financing (cotton textile)

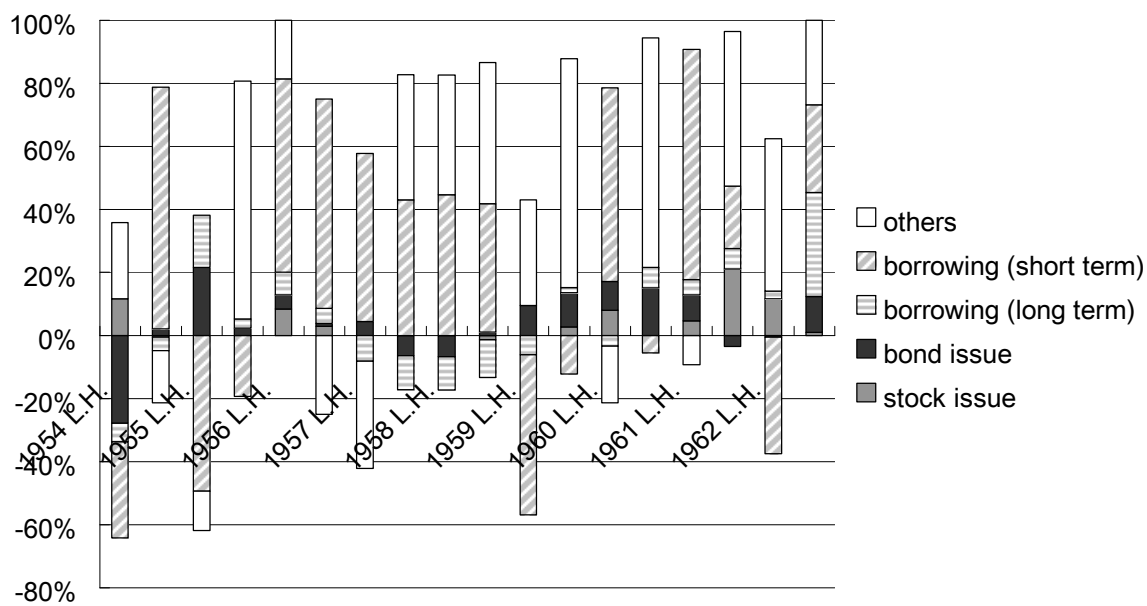


Figure 6 Internal Financing (manufacturing)

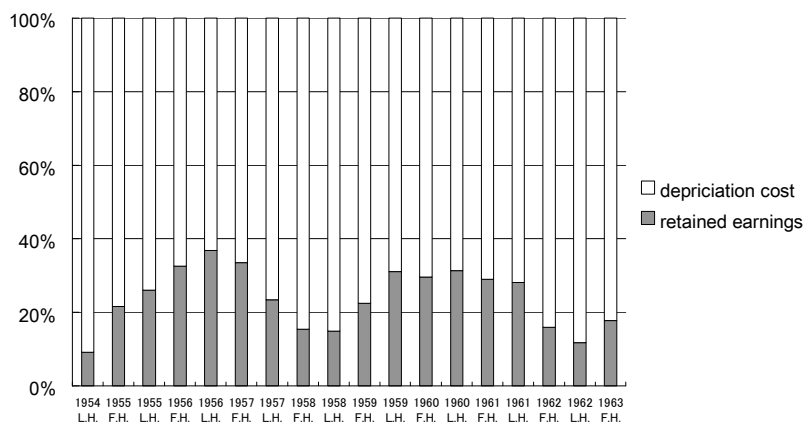
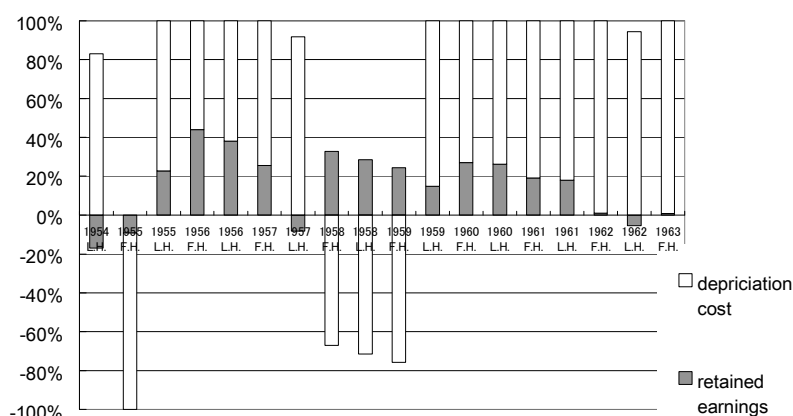


Figure 6 Internal Financing (cotton textile)



②資金使途

資金使途の側を見ると、綿紡織業で、1958年に固定資産（とくに生産設備）の取り崩しが行われている。詳細については、各社別に分析しなければわからないが、特定の企業での減少というよりも、複数の企業で少しずつ固定資産額が減少している。

したがって、これは、設備のスクラップ化によるものと推測される。1950-51年には朝鮮戦争ブームで需要が拡大し、既存企業の設備増設のほか多数の中小企業の新規参加が起こったが、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、55年以降、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近代設備のビルドも行われる（いわゆる「スクラップ&ビルド」）のである。

Figure 6 Use of Funds (manufacturing)

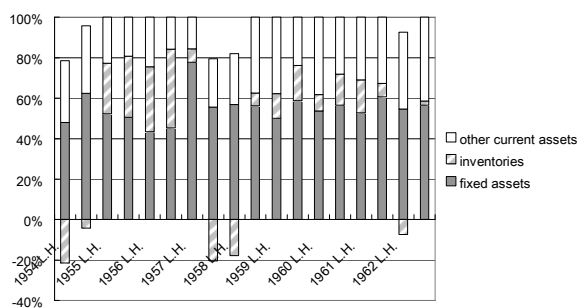


Figure 6 Use of Funds (cotton textile)

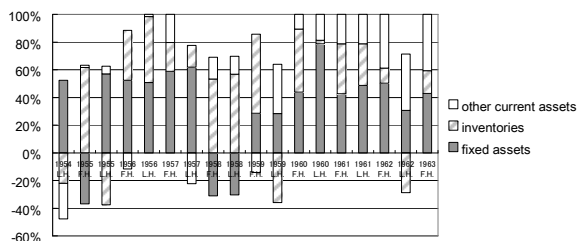


Figure 7 Fixed Assets (manufacturing)

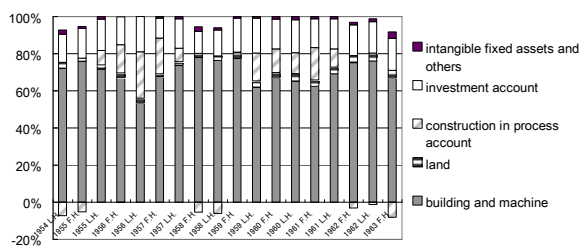


Figure 7 Fixed Assets (cotton textile)

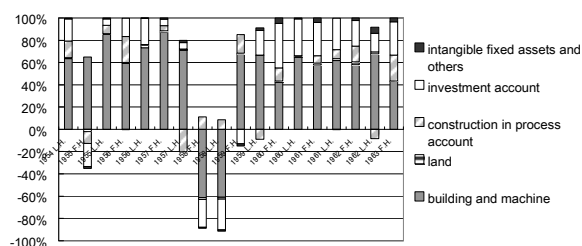


Figure 8 Other Current Assets (manufacturing)

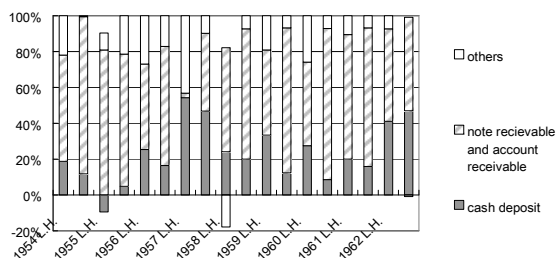
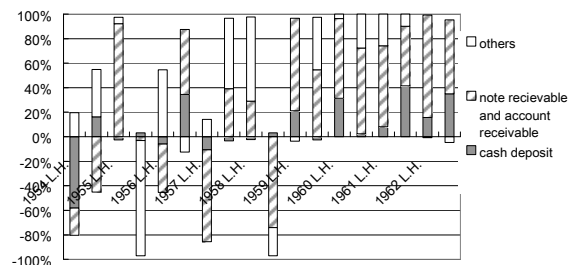
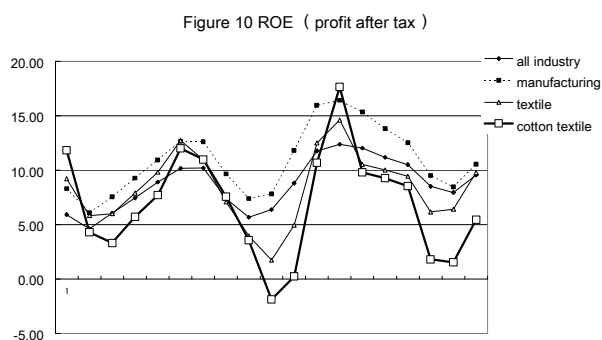
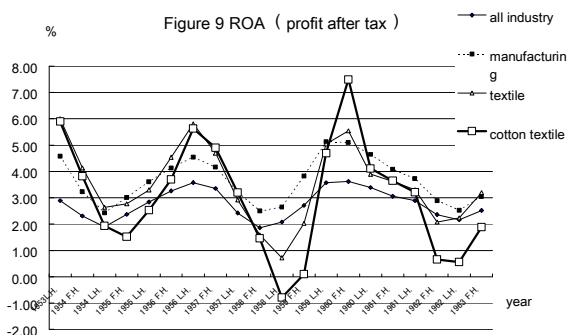


Figure 8 Other Current Assets (cotton textile)



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。それにも関わらず、他方で、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。



これと同じことであるが、裏面から確認すると、保留率の低さとなって現れている。

Figure 11 Dividend Rate

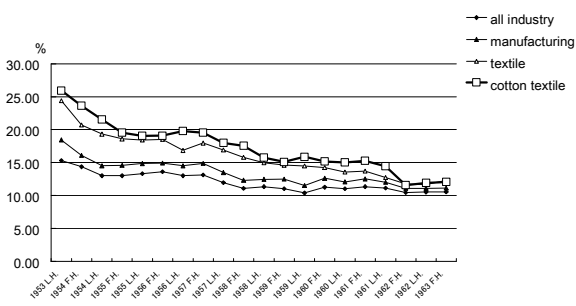


Figure 12 Pay-out Ratio

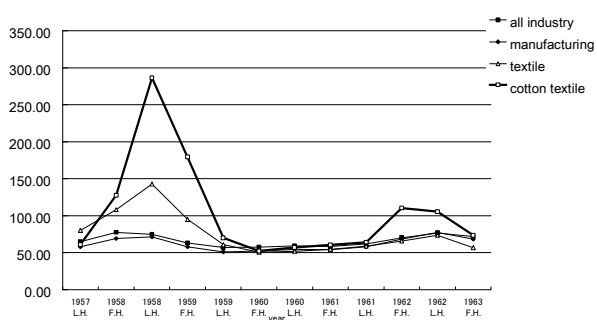
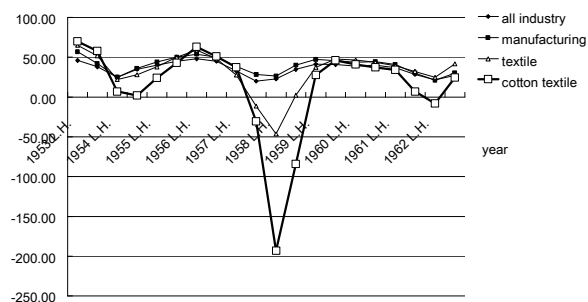


Figure 12 Ratio of Retained Earnings



④企業別動向

ごく簡単に、企業別の動向（収益率や留保率）を見ると、企業間の違いもありそうである。その分析については、今後の課題としたい。

Figure13 Corporate ROA

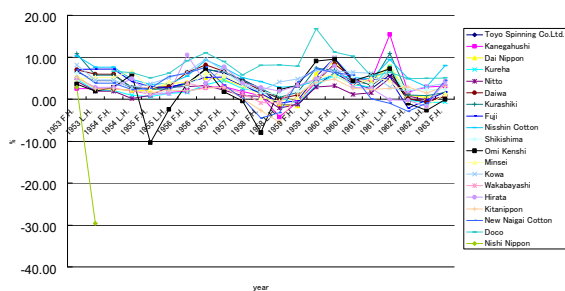
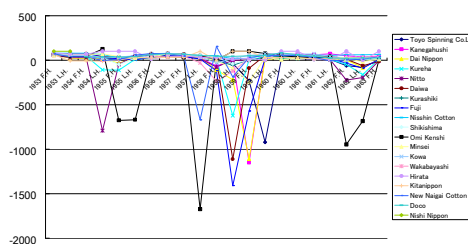


Figure 14 Corporate Retained Earnings Ratio



結論

以上、いくつかの論点について、雑駁に検討してきたが、最後に本報告での暫定的な結論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——歴史のプロセスのなかで、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、当面ごく簡潔に、次のようにまとめることができるであろう。

戦前は、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対外直接投資・多角化を開始した。戦時中は、この豊富な内部資金が軍需産業に動員されるが、戦争経済における激しい消耗と綿紡織業のような民需産業の企業を含めた徹底的な動員のために、戦争末期には、余裕資金の範囲を超えて、外部資金への依存度を高めた。戦後復興期には、戦時の経営が清算され、大手紡績企業は再び本業に回帰した。負債比率も改善する。しかし、1950年代後半以降は、全産業・製造業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、全産業と比較して、その相対的ウェ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。

以上のような点で、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。これは、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、十分な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。企業内資源配分のメカニズム。こうした点についても、さらに具体的に検証してみる必要がある。

Le financement de l'industrie textile japonaise et de ses adaptations de 1945 à la crise¹³

Junko Watanabe (Université de Kyoto)

Introduction	21
I. Cadre de l'analyse	22
Concept d'ajustement industriel	22
Ajustement industriel et financement des firmes	23
Les entreprises, <i>black box</i>	24
II. Grandes lignes de l'industrie japonaise du coton	27
Prospérité et décadence	27
Organisation industrielle	29
Gouvernance d'entreprise	31
III. Caractéristiques du financement des entreprises	31
Données utilisées	31
Caractéristiques financières des entreprises de filature du coton du début des années 1950 au début des années 1960 : comparaison avec les autres industries	32
(1) Source de financement	34
(2) Destination des fonds	38
(3) Taux de réserve / taux de distribution / ratio dividendes/bénéfice	41
(4) Tendance par entreprise	44
Conclusions	45

¹³ Je tiens à exprimer ma reconnaissance à Professeur Haruhito TAKEDA (Université de Tokyo), à Professeur Olivier FEIERTAG (Université de Rouen) et à Jean-Claude Maswana (Université de Kyoto) qui ont bien voulu assurer la lecture de ce texte et me faire profiter de ses judicieuses suggestions.

Introduction

Dans le processus économique qui voit se succéder une phase de croissance industrielle suivie d'une phase de déclin, la question des modalités de financement des firmes se pose. En d'autres termes, il faut se demander quels sont la fonction et le rôle du financement dans l'évolution de la conjoncture économique.

Pour la plupart des industries japonaises, face au changement de la conjoncture et de la structure industrielle, la stratégie adoptée a consisté aussi bien en une adaptation par le biais de création et de fermeture (*entry and exit*) d'entreprises qu'en une réorganisation d'entreprises existantes. La réorganisation sous-entend le transfert des ressources d'exploitation existant dans une filière industrielle au sein de l'entreprise à une autre filière donnée, ce qui correspond en réalité à une diversification ou à un changement d'activité.

Cela revient à dire que le financement des firmes existantes a joué un rôle très important pour répondre à la mutation de la conjoncture et à l'opportunité d'affaires au même titre que les ressources des financements des entreprises nouvellement créées qui avaient recours entre autres au marché des capitaux ou au marché financier (le marché du crédit bancaire, le marché monétaire).

Dans la présente communication, tout en prenant en compte ces caractéristiques des entreprises japonaises, nous examinerons notamment l'évolution du financement des firmes qui ont essayé de survivre au changement des structures industrielles et au déclin industriel.

Nous prenons pour exemple l'industrie textile en particulier les entreprises cotonnières qui forment le noyau le plus ancien de cette industrie. Etant des cas typiques d'entreprises ayant survécu pendant plus d'un siècle, de la révolution industrielle à nos jours, les grands filateurs japonais du coton ont connu la croissance et le déclin de l'industrie, la diversification et le changement d'activité vers d'autres branches y compris non textiles.

Aujourd'hui, la diversification d'entreprises existantes est un phénomène de plus en plus courant dans quelques industries n'importe quelle industries et dans n'importe quel pays. On pourra donc dorénavant approfondir les recherches sur les points communs et les différences entre ces cas et ceux d'autres diverses industries.

Cependant, les recherches antérieures centrées sur ces questions étant pour ainsi dire inexistantes, il est nécessaire de commencer par poser un certain nombre de questions préalables, relatives à l'établissement de la méthodologie et la mise en ordre des données. La présente communication est également une première tentative dans ce sens.

Notre communication est donc ordonnée comme suit :

Dans la section I, la méthodologie et le cadre de l'analyse sont examinés. Dans la section II, les grandes lignes de la mutation de l'industrie japonaise du coton, sa prospérité jusqu'à sa décadence, ainsi que ses caractéristiques sur le plan de l'organisation industrielle sont décrites à titre d'introduction pour la section III. Dans cette dernière, le financement des firmes, sujet principal de cette communication, des états financiers, d'une période allant du début des années 1950 au début des années 1960, sont mis en ordre et les observations induites de ces données sont

présentées. Dans la dernière section, les conclusions de l'étude sont exposés.

Les limites de cette tâche sur le plan documentaire sont décrites ci-après. Il aurait été souhaitable, du point de vue du principe, de traiter des données d'une période plus longue couvrant la période antérieure et postérieure aux années concernées mais des contraintes de temps n'ont pas permis à l'auteur d'y procéder pour le présent rapport qui constitue une étape dans une enquête plus large en cours et qui est appelée à être complétée et enrichie par d'autres données quantitatives.

I. Cadre de l'analyse

Concept d'ajustement industriel

L'opération d'un agent économique face au processus économique dans lequel l'industrie croît et décline peut être appréhendé à travers la notion d'*ajustement industriel*.

Ce terme économique d'ajustement industriel n'est pas encore bien connu. Au Japon depuis les années 1980, quelques recherches théoriques et démonstratives (positives) sur ce terme ont été menées dans le domaine appliqué de l'économie internationale. Il semble que l'étude sur l'ajustement industriel soit de ce fait quelque peu plus avancée au Japon que dans les pays occidentaux où l'expression anglaise *industrial adjustment* n'est pas tout à fait répandue.

L'ajustement industriel désigne le transfert des ressources (éléments productifs comme les capitaux et la main-d'oeuvre) des industries en déclin qui ne sont plus compétitives ou qui ne croissent plus à celles en croissance qui sont compétitives (ou qui promettent une croissance),.

Au point de vue macro-économique, l'ajustement industriel correspond donc à un processus de croissance économique à travers un changement de la structure industrielle. Et au point de vue micro-économique (autrement dit, au niveau d'une firme), l'ajustement industriel est en relation étroite avec les problèmes de diversification, de restructuration et de régénération industrielle.

Comme le montre la définition ci-dessus, les industries dites en déclin ne peuvent éviter la question de l'ajustement industriel. Historiquement, le textile est un des secteurs industriels qui a vécu ce problème avant tous les autres.

Les incitations à l'ajustement proviennent de diverses conditions tant nationales qu'internationales comme le changement du coût des facteurs (coût du capital, coût du travail), l'évolution de la demande, le changement dans la Division Internationale du Travail (structure d'avantages comparatifs) entraîné par l'industrialisation des pays en voie de développement et la concurrence commerciale. Ces évolutions peuvent être brusques et intenses comme dans le cas du choc pétrolier des années 1970 et de l'Accord de Plaza de 1985 (montée en flèche du yen) mais elle peut également prendre la forme d'un processus lent.

L'important, c'est que cet ajustement s'effectue sans friction et dans une orientation souhaitable, car de l'efficacité de ce processus dépendent d'une certaine manière non seulement le développement des entreprises concernées mais également la croissance globale de l'économie

nationale et donc sa capacité à éviter la stagnation économique (dépression) et le conflit social dû au chômage.

Ajustement industriel et financement des firmes

Divers éléments peuvent être cités comme facteurs déterminant l'efficacité plus ou moins grande d'un ajustement industriel souhaitable ; le financement des entreprises qui sert d'intermédiaire dans le transfert des ressources économiques et managériales doit être considéré comme un des facteurs les plus importants.

Théoriquement il est permis de présumer qu'il existe trois mécanismes d'ajustement industriel. Le fonctionnement et le rôle du financement varient légèrement selon que l'allocation des ressources se fait :

- 1) au travers du marché
- 2) au travers des entreprises (organisations)
- 3) au travers des *organisations intermédiaires*

Notons que les termes de *marché et organisation (entreprise)* utilisés ici ont le sens donné par R.H.Coase¹⁴ et/ou O.E.Williamson¹⁵. Le présent rapport reprend cette terminologie pour la question de l'ajustement industriel.

Les *ressources* à allouer se rapportent aux facteurs de production tel que le capital et le travail (pris dans son sens économique⁹ et désignent concrètement les ressources humaines et matérielles ainsi que les ressources des financements dans le sens usuel dans le domaine de la gestion.

Nous allons voir plus en détail les points 1) à 3) mentionnés ci-dessus.

1) Allocation de ressources au travers du marché : Alors que des entreprises disparaissent (*exit*) dans une industrie en déclin, de nouvelles entreprises émergent (*entry*) dans une industrie en croissance. Cet ajustement est mené à travers les signaux du marché entre autres le prix et le profit; en d'autres termes au travers du mécanisme du marché. Dans la plupart des cas, il se traduit par le retrait de petites et moyennes entreprises (y compris par la faillite, la fusion et le rachat) et la création de firmes. Dans ce mécanisme, les systèmes concernant les titres mobiliers et leur financement et - ressources des financements des nouveaux acteurs leur permettant de se lancer, possibilité d'approvisionnement en fonds sur les marchés des capitaux et financier, etc. - sont des facteurs importants à analyser.

2) Allocation de ressources au travers des entreprises (organisations) : Le transfert des ressources tel que décrit au point 1) ci-dessus se produit également, en réalité, au sein d'une entreprise existante : les ressources d'exploitation possédées par une entreprise existante sont

¹⁴ R.H.Coase, *The firm, the market, and the law*, The University of Chicago, Illinois, U.S.A., 1988.

¹⁵ Oliver E. Williamson, *Markets and hierarchies*, The Free Press, A Division of Macmillan Publishing Co., Inc, 1975.

retirées d'un secteur existant (secteur industriel en déclin) selon la décision stratégique de ladite entreprise pour être réinvesties (realloués) dans un nouveau secteur (secteur industriel en croissance). Les stratégies telles que la diversification en font partie. Dans cette catégorie comme dans celle du point 1), le financement externe - approvisionnement en fonds sur les marchés des capitaux et financier - joue un rôle important pour acquérir le capital nécessaire à la diversification mais le rôle joué par le financement interne à l'aide entre autres de réserves accumulées (bénéfice non distribué ; *retained earnings* ou autofinancement) durant les exercices antérieurs est un sujet encore plus intéressant.

3) Allocation de ressources au travers des organisations intermédiaires : On peut présumer l'existence d'*organisations intermédiaires* entre les marchés et les organisations (entreprises). Ce concept basé sur les arguments de O.E. Williamson et de R. Coase est développé particulièrement au Japon, car les tissus sociaux correspondant à ces organisations intermédiaires se trouvent surtout nombreux au Japon. Les systèmes d'affaires dits japonais tels que les *zaibatsu* avant la dernière guerre mondiale, les consortiums (*corporate complex* ou *corporate group*) après la guerre, la sous-traitance et les *keiretsu*¹⁶ en sont des exemples.

Les organisations intermédiaires consistent essentiellement en entreprises indépendantes - en ce sens, ces entreprises existent dans leur marché respective - mais comme le montre typiquement la relation entre les sociétés mères et leurs filiales, il est parfois plus convenable de les considérer comme formant substantiellement une organisation unifiée.

Dans l'hypothèse où l'on étendrait la question d'ajustement industriel à ces organisations intermédiaires, le fonctionnement du financement y compris la relation sur le plan des capitaux entre les entreprises (participations croisées, possession d'actions et contrôle de la direction, etc.), serait un sujet important à traiter.

Il serait souhaitable d'analyser les points 1) à 3) dans leur ensemble, ce qui représenterait un sujet d'une certaine envergure. Cependant, le présent rapport souligne simplement l'existence des mécanismes décrits dans les points 2) et 3).

Les entreprises, *black box*

On s'attachera à sonder les mécanismes 2) et 3), qui, à bien des égards, nous apparaissent opaques et contribuent à faire de l'entreprise une boîte noire à travers de laquelle il est difficile d'observer avec précision.

Il est couramment présumé que les entreprises ou les groupements d'entreprises prennent des décisions concernant les investissements nécessaires à la diversification ou au changement d'activité selon la perspective à moyen ou à long terme préalablement, (et non postérieurement) au déclin manifeste des industries. Quels sont les principes essentiels qui motivent un tel comportement des entreprises ?

Nous allons voir d'une manière plutôt empirique quelques concepts d'analyse et outils qui pourraient être utilisés pour sonder lesdits mécanismes.

¹⁶ Le terme japonais *keiretsu* est aujourd'hui tellement connu qu'il est utilisé tel quel dans des textes anglais mais il désigne en réalité à la fois les groupements d'entreprises et la sous-traitance.

• **(1) Décisions de la direction et gouvernance d'entreprise**

Au niveau de l'histoire de la gestion d'entreprise, les recherches sur les décisions des entrepreneurs ou des *managers* en matière de nouveau secteur à investir ou de mode d'approvisionnement en fonds sont les approches les plus courantes.

D'après les résultats des récentes recherches, les décisions de la direction sont sous l'influence de la gouvernance d'entreprise. En fait, les intentions de la direction et de tous les autres intéressés, y compris celles des actionnaires, sont déterminées par les décisions stratégiques relatives aux nouveaux investissements dans une filière industrielle (ainsi qu'au financement des entreprises permettant ces investissements). Le présent rapport prend en compte ce point de vue lors ses analyses.

• **(2) Théorie de la diversification**

À côté des approches par le biais de l'histoire de la gestion et de la gouvernance d'entreprise, la théorie de la croissance de l'entreprise de Penrose¹⁷ propose un autre point de vue intéressant. Selon ce concept, il existe en général une marge (*slack*) - ressources non exploitées ou en excès - dans les ressources d'exploitation des entreprises. Afin d'exploiter cette marge, les firmes cherchent de nouveaux domaines d'activités. Ce comportement sert de source motrice pour la diversification, voire la croissance de l'entreprise.

Bien que l'idée de Penrose soit très intéressante et suggestive, l'analyse ne la rend pas vraiment précise ni théoriquement ni d'une manière démonstrative¹⁸.

• **(3) marché des capitaux internes**

Lorsqu'on applique la théorie décrite ci-dessus à la question du financement des firmes, il est possible que les fonds en excès générés au sein des entreprises existantes - sous forme entre autres de réserves - soient une des sources pécuniaires pour la diversification.

Pour ce financement interne des entreprises (ou des groupements d'entreprises), il convient d'examiner la théorie du *marché des capitaux internes* (appelée également *marché des fonds internes*). Comme l'indique ce terme, bien qu'il s'agisse d'une allocation de fonds à l'intérieur des entreprises (organisations) - ladite allocation est donc effectuée essentiellement selon les principes d'organisation par exemple les décisions stratégiques de la direction comme nous l'avons déjà vu -, ce mode de financement est considéré comme analogue à l'allocation des fonds au travers du marché¹⁹.

¹⁷ E.Penrose [1959] , *The Theory of the Growth of the Firm*, London : Basil Blackwell

¹⁸ Quelques recherches postérieures développent son point de vue : voir par exemple, David J. Collis and Cynthia A. Montgomery [1998] , *Corporate Strategy: A Resource-Based Approach*, the McGraw-Hill Companies, Inc.

¹⁹ Dans les discussions sur les systèmes d'entreprises japonais, le terme de *marché du travail interne* est généralement admis pour désigner l'emploi à vie et le système d'ordre d'ancienneté. Le terme de *marché des fonds internes* a probablement été créé par analogie avec celui-ci. En ce qui concerne le marché des fonds internes, notamment Yoshitaka SUZUKI, Haruhito TAKEDA, Tetsuji OKAZAKI et Hideaki MIYAJIMA mènent des études de cas sur les *Zaibatsu* d'avant la guerre mais à cause des difficultés rencontrées entre autres sur le plan des sources, ce sujet n'est pas encore suffisamment élucidé. Du reste, récemment, dans le domaine des études sur le financement des entreprises et la gouvernance d'entreprise à l'étranger, la notion de marché des fonds internes attire l'attention des chercheurs qui développent leurs travaux théoriques et démonstratifs.

Lorsqu'on discute du *marché des fonds externes* c'est-à-dire du financement externe des entreprises - concrètement parlant du marché financier et du marché des capitaux -, il convient de traiter de l'efficacité des marchés et de la pertinence de l'approvisionnement en fonds des entreprises au travers des facteurs comme le coût des capitaux. Le choix entre les actions, les obligations et le crédit bancaire influence la gouvernance d'entreprise et à l'inverse la gouvernance d'entreprise a un impact sur ce choix. Le financement des entreprises comporte ainsi diverses questions qui ne sauraient se résumer à de simples calculs des coûts et à l'efficacité des marchés. Il convient donc de couvrir une vaste domaine lors de l'analyse du marché des fonds externes.

De même pour le *marché des fonds internes*, on peut suivre une approche analogue du moins sur le plan théorique (malgré une documentation plus restreinte) .

- **(4) marché du patrimoine interne**

Ce terme a été choisi par l'auteur par analogie avec la théorie du marché des fonds internes.

Au premier abord, l'analyse du marché des fonds internes est relativement simple dans la mesure où l'obtention des chiffres figurant dans les bilans des entreprises - amortissements et diverses réserves, distribution des bénéficiaires, etc. - est facile mais il est très difficile d'aller plus loin et d'appréhender l'état réel. En particulier dans le cas d'entreprises diversifiées, comme l'accès aux informations par postes comptables (*segment*) n'est pas ouvert - ces dernières années enfin, l'accès à certaines informations a été réglementé -, il est impossible de savoir dans quelles filières les fonds internes sont redistribués.

Afin de surmonter cette faiblesse, il serait utile d'examiner, parallèlement à la distribution des fonds (fonds financiers), celle des autres ressources d'exploitation - ressources humaines comme la main-d'oeuvre et biens matériels comme les usines et les terrains.

En fait, nombreux sont les cas au Japon où des entreprises de filature se sont diversifiées ou ont changé d'activités soit dans le domaine des fibres synthétiques et de la chimie par le développement des techniques de base relatives aux fibres soit même dans l'immobilier par l'utilisation des biens inactifs. De nombreuses usines acquises par les filateurs nippons avant la dernière guerre mondiale ont été vendues ou louées à des sociétés de distribution (supermarchés) et de loisir dans les années 1970, ces industries s'étant en effet développées à cette époque alors que l'industrie textile déclinait.

Lorsqu'on examine la relation entre l'ajustement industriel et le financement des entreprises, il est également nécessaire de prendre en compte ce marché des actifs patrimoniaux.

- **(5) Réorganisation au sein d'un groupement d'entreprises**

Enfin, il convient de mentionner, à titre d'exemple de l'ajustement industriel au travers des organisations intermédiaires, la réorganisation au sein d'un groupement d'entreprises en l'occurrence le groupe Toyota.

Dans le groupe Toyota, devenu célèbre de nos jours comme constructeur automobile, figure toujours également Toyota Boshoku. Bien que PME, ce filateur existe depuis bien avant la dernière guerre mondiale - il investissait même directement en Chine - et s'est développé avant

que ne le fasse la compagnie d'automobiles²⁰.

Après la Seconde Guerre mondiale, et en particulier depuis les années 1970 avec le déclin de l'industrie textile, la société Toyota Boshoku mène des opérations de restructuration et transfère le personnel en excès au constructeur de voitures et aux autres membres du groupe. La société Toyota Boshoku enregistre même aujourd'hui de bons résultats comme filateur mais s'est spécialisée en fibres industrielles (notamment les ceintures de sécurité pour véhicule) en fournissant la quasi-totalité de ses produits aux entreprises travaillant pour le constructeur automobile.

Il est intéressant de connaître les caractéristiques éventuelles dans l'allocation des fonds au sein du groupe - qualifiées d'interfinancement (*internal or cross subsidization*) en économie - ainsi que les détails de la relation d'affaires et du transfert de main-d'oeuvre à l'intérieur du groupe.

II. Grandes lignes de l'industrie japonaise du coton

Prospérité et décadence

Afin de comprendre les problèmes d'ajustement industriel auxquels l'industrie cotonnière japonaise a fait face, nous allons voir brièvement l'historique de cette industrie, sa prospérité et sa décadence, dans la section II.

Les figures 1 montrent la quantité de produits textiles (filés et tissus uniquement, les produits secondaires étant exclus) y compris les produits de coton pour la période comprise entre avant et après la dernière guerre (des données limitées n'ont pas permis à l'auteur d'établir les chiffres avant 1926 ni après 1976).

Figure 1(a) : Output in Spinning Sector

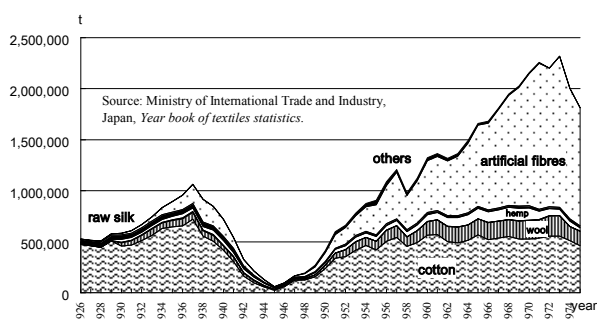
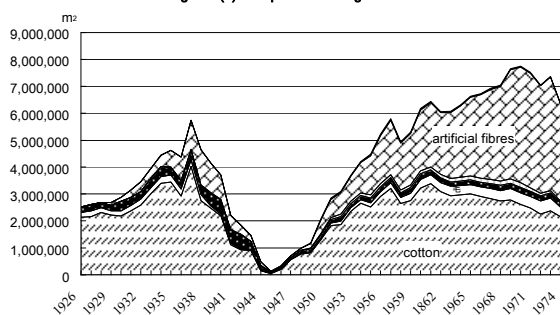


Figure 1(b) : Output in Weaving Sector



Les techniques modernes de filature du coton ont été introduites au Japon en provenance des pays européens, notamment de l'Angleterre, pendant une période allant des années 1870 aux

²⁰ Il est bien connu que le constructeur d'automobiles est né d'un fabricant de métiers à tisser nommé Toyota Jido Shokki (Toyota Industries Co.).

années 1890 pour compléter la révolution industrielle.

Depuis, l'industrie japonaise de filature du coton a rapidement rattrapé celle des pays développés occidentaux et ses produits ont remplacé les produits étrangers jusqu'alors importés au Japon. Elle s'est transformée ensuite en industrie exportatrice. Les tissus de coton ont suivi l'exemple des filés de coton.

On peut citer quelques-unes des raisons qui ont permis un développement aussi rapide et une prompte acquisition de la compétitivité internationale comme par exemple le faible coût de la main-d'oeuvre qui est souvent indiqué. Mais cette évolution résulte également d'une nette intensification capitaliste et des efforts de rationalisation du processus de production qui ont contribué à améliorer la productivité et à réduire les coûts de production, ce qui a donné aux firmes textiles japonaises un haut degré de compétitivité internationale.

Or, il est possible de voir le déclin graduel de l'industrie du coton déjà dans les années 1920. Avec l'entrée en vigueur de la législation sociale, l'utilisation de la main-d'oeuvre a été contrôlée et son coût s'est trouvé relativement accru. La production nationale a ainsi perdu peu à peu ses avantages.

En conséquence, les filateurs japonais du coton ont commencé à investir directement en Chine à la même époque. Alors qu'ils fabriquaient jusque là en Chine des produits à faible valeur ajoutée et des produits à destination des pays sud-est asiatiques, ils se sont mis à y produire de plus en plus d'articles à haute valeur ajoutée au Japon.

En outre, ils se sont lancés dans la diversification dans d'autres domaines. La laine, la rayonne qui promettait alors comme industrie nouvelle et la teinture qui allait de pair avec la valorisation des produits du coton mentionnée ci-dessus étaient les filières principalement visées.

L'industrie cotonnière japonaise était au zénith de sa prospérité dans les années 1930. Avec le vent en poupe grâce à la politique visant à baisser la valeur du yen après le renoncement au système d'étalon-or, le Japon a dépassé l'Angleterre pour devenir le numéro un mondial dans l'exportation des produits du coton. La diversification vers l'industrie de la rayonne qui avait connu des difficultés techniques et d'exploitation au début dans les années 1920 a été mise dans la bonne voie. Comme les produits japonais ont été massivement exportés également vers les colonies anglaises, des conflits commerciaux se sont produits avec le bloc *sterling* formé autour de l'empire britannique mais d'un point de vue général, la filature japonaise a alors atteint son pic historique notamment sur le plan de la quantité de production et d'exportation.

Cependant la guerre sino-japonaise s'est déclarée en juillet 1937 et l'économie a été placée sous un régime de guerre, l'industrie du coton, industrie civile, a été sévèrement encadrée. Malgré cela, comme l'exportation des produits du coton était encouragée pour obtenir des devises étrangères en vue d'une bonne gestion de l'économie dirigée en temps de guerre, les activités de cette industrie ont été plus ou moins maintenues jusqu'en 1940 environ. Mais lorsque la guerre s'est étendue dans la zone de l'océan Pacifique (the Pacific War) en 1941, le commerce avec les pays tiers (pays autres que les colonies japonaises) s'est totalement éteint et la production textile (y compris le coton) est devenue pratiquement nulle.

Dans ce contexte où la production textile, leur activité industrielle principale, était quasiment impossible, les entreprises de filature se sont diversifiées vers les industries de l'armement comme

la manufacture de pièces pour avion. La gestion d'entreprise de cette époque est particulièrement singulière²¹.

Après la défaite du Japon, la demande civile a repris et les entreprises de filature du coton sont revenues à leur activité principale. Durant la période de la reconstruction, l'exportation des produits de l'industrie légère comme le coton a rapporté des devises étrangères au Japon. Et l'industrie cotonnière a retrouvé dans les années 1950 son premier rang mondial d'exportatrice.

Cette montée en puissance a entraîné un conflit commercial avec les pays occidentaux : l'exportation des produits cotonniers japonais avait en effet dès lors pour destinations principales, l'Amérique du Nord et l'Europe, puisqu'elle avait perdu son marché colonial d'avant la guerre (Chine, Corée et d'autres pays d'Asie de Sud-Est). Dans ce contexte, le Japon a été contraint de procéder à une restriction d'importation et à une autorégulation d'exportation (VER ; Voluntary Export Restraints) et la production cotonnière a plafonné.

Dans le même temps, les pays en voie de développement ont commencé à émerger et à exporter leurs produits. Le Japon a ainsi perdu graduellement ses marchés d'exportation et son marché intérieur a été grignoté.

Dans ce déroulement, le déclin de l'industrie cotonnière japonaise a été amorcé dès les années 1960. Comme le coût de la main-d'œuvre a augmenté pendant la période du développement accéléré des années 1960 et celle du choc pétrolier et de la stagflation des années 1970 parallèlement à la dégradation nette de sa compétitivité internationale, l'industrie cotonnière du Japon a été rattrapée par celle de la Corée, de Hongkong et de l'Inde.

Dans ces circonstances, les firmes cotonnières ont progressivement entamé à partir des années 1950 leur processus de diversification vers le secteur des fibres chimiques dont la demande croissait alors à une vitesse accélérée (notamment les fibres synthétiques qui promettaient comme industrie nouvelle) et même vers les filières non textiles²².

Organisation industrielle

Face à cette mutation industrielle, quel changement les entreprises ont-elles réalisé ? Nous allons voir ici les caractéristiques de l'organisation industrielle et de celle des entreprises dans le secteur de la filature au Japon.

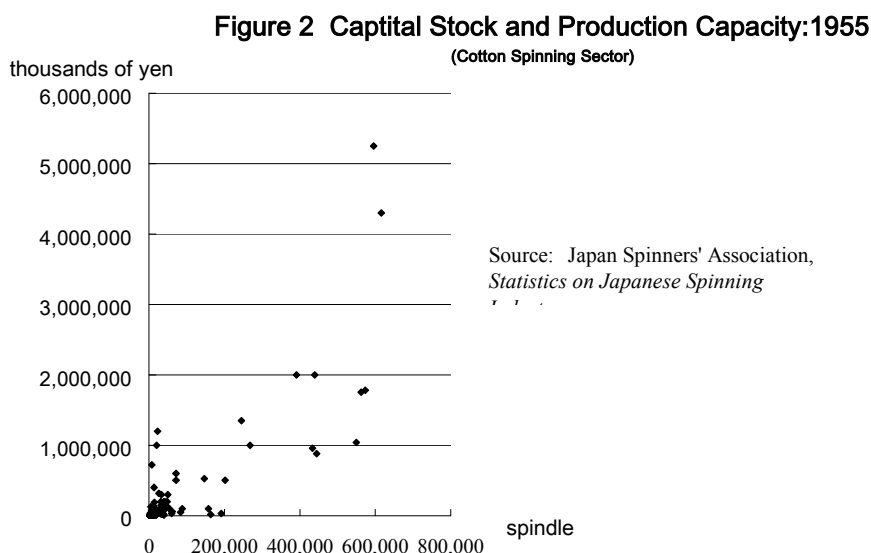
D'abord en ce qui concerne l'organisation industrielle, l'industrie cotonnière japonaise a pour caractéristique d'être constituée d'entreprises dont la taille varie considérablement. Il serait souhaitable de décrire l'évolution historique de cette organisation mais nous allons ici simplement

²¹ Plus qu'aucun autre cas, la mutation de la gestion et de la finance des entreprises de filature en temps de guerre montre clairement le comportement de celles-ci face au changement de la conjoncture que l'auteur a décrit au début du présent rapport. Durant la période de renaissance après la guerre qui s'est terminée par la défaite du Japon, les filateurs ont été obligés de faire face au problème de reconstruction. Cette réorganisation a déterminé l'organisation industriel du secteur textile et celle des entreprises qui ont permis le développement de ce secteur et de ses entreprises après la guerre. Pour plus de détail, voir Junko Watanabe, *Restructuring in textile manufacturing companies*, Business History Society of Japan, *Japanese Research in Business History*, No.22, March 2006. etc.

²² Pour la situation de l'industrie textile japonaise à partir de la seconde moitié des années 1980, voir entre autres Junko Watanabe, 2004, 'L'industrie textile d'Osaka au tournant des années 90', *Asia In Extenso*, Septembre 2004, publication de recherche en ligne (on line research publication), www.iae.univ-poitiers.fr.

voir la situation au milieu des années 1950.

La figure 2 montre le montant du capital et des actifs industriels d'environ 130 sociétés qui existaient dans le secteur de la filature du coton en 1955. La grandeur estimée selon le capital et les actifs d'une dizaine de sociétés se trouvant en tête du classement se distinguent nettement de celle des autres sociétés.



Cette dispersion reflétait sur divers points les caractéristiques relatives à la gouvernance examinée ci-après et la différence sur le plan de l'organisation des entreprises : l'entreprise possédait ou non une branche de tissu outre la branche de filature ; l'entreprise se diversifiait ou non vers la rayonne, la laine ou les fibres synthétiques. Alors que les grandes firmes de filature possédaient plus de dix usines voire quelques dizaines d'usines, les petites et moyennes entreprises n'en possédaient qu'une ou deux. Les premières comportaient également une branche de tissu mais les secondes étaient plus spécialisées sur un seul segment du secteur. Les débouchés de leurs produits différaient également, les uns pour l'exportation les autres pour le marché intérieur. En ce qui concerne la diversification, seules les grandes entreprises se diversifiaient vers d'autres activités textiles.

Chacun de ces leaders avait son propre caractère et son propre mode de direction (filères désignées pour la diversification et degré de diversification) et cette différence fait bien entendu l'objet de l'analyse historique de la gestion d'entreprise.

L'analyse du financement des entreprises de filature donne donc des résultats différents selon les échantillons choisis.

Comme décrit dans la section III, l'auteur n'a, pour le présent rapport, d'autres recours que de choisir des entreprises qui figurent dans les données statistiques. Cela dit, les entreprises traitées correspondent plus ou moins à la dizaine d'entreprises se trouvant en tête du classement de la figure 2 ci-dessus (détail décrit ci-dessous).

Gouvernance d'entreprise

La différence de taille des entreprises correspondait plus ou moins à celle des caractéristiques d'entreprise comme la gouvernance. Ainsi, les filateurs cotonniers japonais d'avant la guerre pouvaient être grossièrement classés en trois catégories : 1) entreprises contrôlées par les actionnaires, 2) entreprises contrôlées par les administrateurs et 3) firmes familiales.

Les filateurs des débuts de la révolution industrielle et les petites et moyennes entreprises créées après la Première Guerre mondiale relèvent des catégories 1) ou 3). Dans ce cas, de puissants actionnaires pratiquaient des ingérences dans la direction et des sorties de fonds (dividendes) à un taux élevé se pratiquaient. La pression exercée sur la direction par des actionnaires attachant plus d'importance aux dividendes qu'aux réserves internes est souvent considérée comme conception myope et un élément perturbateur pour la gestion.

Mais après les années 1920 avec l'établissement de firmes de taille importante - fusions et rachats (*M&A*) ont été particulièrement nombreux avant la Seconde Guerre mondiale et les entreprises de filature ont grandi rapidement (*economies of speed*) -, la propriété et la direction des entreprises se sont séparées et la gouvernance transformée. Le type 2) est ainsi devenu dominant.

L'influence des actionnaires étant plus réduite dans les entreprises contrôlées par les administrateurs, le type 2) ci-dessus, les profits élevés de l'industrie cotonnière ont été de plus en plus assignés à l'accumulation de fonds internes conformément à la vision à long terme des administrateurs spécialistes. Ces fonds internes ont été ensuite investis pour la rationalisation de l'industrie, l'investissement direct en Chine et la diversification vers d'autres textiles.

Cela dit, les recherches sur la gouvernance des entreprises de filature du coton ne sont pas suffisamment approfondies à l'heure actuelle et de nombreux points restent encore à élucider. Leur gouvernance avant la Seconde Guerre mondiale fait parfois l'objet de recherches parallèlement à celle des zaibatsu à titre de cas typiques d'entreprises non affiliées à un zaibatsu. Cependant la plupart de ces recherches se contentent d'observer les cas globalement et de la manière économétrique et d'en induire une certaine tendance par rapport à la gouvernance des zaibatsu. Quant aux recherches pour la période suivant la Seconde Guerre mondiale, elles sont pour ainsi dire inexistantes.

Certains des phénomènes mentionnés dans la section III ci-dessous ont des aspects qui laissent supposer une corrélation avec la gouvernance d'entreprise mais cela reste à prouver. Il nous reste donc de nombreuses questions à élucider.

III. Caractéristiques du financement des entreprises

Données utilisées

Le présent rapport qui se veut donc une première étape dans une recherche en cours organise les

chiffres figurant dans les situations financières des entreprises de filature du coton du début des années 1950 au début des années 1960 et en induit les sujets à débattre. Pour ce faire, plutôt que d'analyser en détail la tendance de chaque entreprise, l'auteur a préféré comparer la tendance générale de l'industrie cotonnière à celle de l'ensemble des industries.

Nous nous référons pour cela à un document statistique intitulé « Analyse des résultats d'activités au Japon »²³ publié semestriellement par le laboratoire de recherche The Mitsubishi Economic Research Institute. Pour publier ce document, l'institut classifie selon ses propres critères les états financiers de toutes les industries confondues (entre 400 et 500 entreprises qui ne sont pas nécessairement les mêmes sont sélectionnées pour chaque semestre) ainsi que celui de chaque industrie (17 ou 18 entreprises sont choisies dans le cas de l'industrie cotonnière). Par conséquent, cette statistique laisse à désirer au niveau de l'exactitude mais a pour avantages de permettre une observation de masse et la comparaison entre chaque industrie. De plus, elle est éditée d'une manière pratiquement continue de 1930 à nos jours²⁴. De ce fait, de nombreux chercheurs qui pratiquent l'analyse historique du financement des entreprises s'y réfèrent.

Bien que la Banque du Japon publie une statistique analogue²⁵, celle-ci présente moins de données en volume et en nature qu'« Analyse des résultats d'activités au Japon » mentionnée ci-dessus et de plus, elle ne couvre que la période après la guerre. Davantage, elle comporte des articles originaux et utilise des critères légèrement différents de ceux de l'Institut Mitsubishi.

Cette section traite uniquement la période de 1950 à 1963 de l'« Analyse des résultats d'activités au Japon » et, en principe, il serait utile de montrer la tendance avant et après cette période pour mettre en évidence celle de l'époque qui nous intéresse mais le temps limité ne l'a pas permis à cette étude, car des travaux considérables de recalcul sont nécessaires afin de raccorder les données d'avant la guerre avec celles d'après 1963 - en raison d'une légère différence au niveau des critères statistiques et des échantillons.

Caractéristiques financières des entreprises de filature du coton du début des années 1950 au début des années 1960 : comparaison avec les autres industries

Cette étude prend pour thème 'le financement de l'expansion'. Dans une période, allant du milieu des années 1950 aux années 1960, les pays capitalistes développés ont connu une croissance accélérée historiquement inouïe. De même, l'économie japonaise a enregistré durant cette période un taux de croissance annuel de 10 %. Ce taux, encore meilleur que celui des pays occidentaux, a permis au Japon de rattraper ces derniers.

Il est bien connu qu'à l'arrière-plan du développement rapide des entreprises nipponnes, il existait des prêts et emprunts excessifs (*over-loan and over borrowing*) sous le système de banque principale (*main bank system*). Historiquement parlant, la situation du marché financier et de celui des capitaux au Japon obligeait les entreprises à recourir au financement indirect, c'est-à-dire au

²³ Mitsubishi Keizai Kenkyūjo (Mitsubishi Economic Research Institute), *Honpō Jugyō Seiseki Bunseki* [Japanese]. Tokyo (Japan).

²⁴ Excepté pendant la période de 1944 à 1949. En outre, la revue *Kigyō Keiei no Bunseki* [Analyse de la gestion d'entreprise] prend le relais de ce document à partir de 1963.

²⁵ The Bank of Japan, Statistics Department, *Analysis of Financial Statements of Main Industrial Corporations in Japan*, Tokyo.

crédit bancaire.

L'analyse du financement des entreprises de l'industrie textile est quelque peu plus complexe. En particulier, il n'est pas facile de l'estimer dans le rapport avec la performance d'exploitation (résultats d'entreprise). C'est que, comme nous l'avons vu dans la section II, tout en maintenant un certain niveau de compétitivité internationale, l'industrie textile a commencé à décliner dès cette époque. Par conséquent, il n'est pas possible de classer cette industrie ni dans les secteurs en croissance ni dans ceux en déclin.

De plus, les résultats des entreprises de filature du coton n'indiquent pas clairement le rendement de ce secteur d'activité. Comme nous l'avons vu, les grandes entreprises de filature se sont diversifiées dans d'autres filières textiles avant même la dernière guerre et elles ont commencé à investir dans les fibres synthétiques, mais les informations par segment d'activités ne sont pas accessibles (pour les proportions en valeur de la production, voir le tableau ci-dessous).

**Tableau 1 : Diversification des grandes firmes de filature
(proportions en valeur de la production) : 1955**

Entreprise	Produits (classés selon chaque entreprise concernée)	proportions
Toyo Boseki	Coton	63.2%
	Laine	20.2%
	Fibres chimiques (pulpe incluse)	16.6%
Kanegafuchi Boseki	Coton	57.1%
	Laine (chanvre)	19.0%
	Soie	8.6%
	Fibres artificielles et autres (y comprises les fibres synthétiques et les résines synthétiques transformées)	15.3%
Kureha Boseki	Fil et tissu de coton, tissu de coton transformé	86.7%
	Laine et tissu de laine	6.4%
	Tissus de soie et de soie artificielle (« Autres articles textiles » pour le second semestre 1955 et « Produits secondaires » pour le second semestre 1959)	5.0%
	Rebutis et autres	1.9%
Nisshin Boseki	Produits de coton	94.9%
	Produits de papier	1.3%
	Amiante	1.3%
	Résines synthétiques	2.0%
	Autres	0.5%
Shikishima Boseki	Fil et tissu de coton	97.0%
	Fibranne	
	Toile, corde pour pneu, fil de coton à coudre	3.0%
Daiwa Boseki	Filature et tissu (y comprises les filatures de fibranne, de laine et de fibres synthétiques à partir du second semestre 1957)	81.1%

	Autres (fibranne frisée, rebut de coton)	18.9%
Kurashiki Boseki	Filage et tissage du coton	80.7%
	Fil et tissu de fibranne	3.9%
	Filage et tissage de la laine	15.4%
Nitto Boseki	Coton (fil, tissu, tissu transformé)	51.8%
	Fibranne, fil et tissu de fibranne, tissu de fibranne transformé, disulfure de carbone	40.1%
	Filage du soie	3.5%
	Fibres minérales (laine de roche, fibre de verre)	4.6%
	Autres	—

Source : Compte des valeurs de chaque entreprise. (Financial Statement)

Tout en prenant en compte les points décrits ci-dessus, nous allons examiner ci-après quelques graphiques :

(1)Source de financement

La figure 3 indique la nature des ressources des financements en pourcentage entre les fonds internes et les fonds externes.

Par définition ;

*les fonds internes (internal finance) = retained earnings + depreciation
[réserves + amortissements]

*les fonds externes (external finance) = new issue (of stock and corporate bond) + long-term and short-term debts + others (payment bill and/or various reserve/provision etc.) .

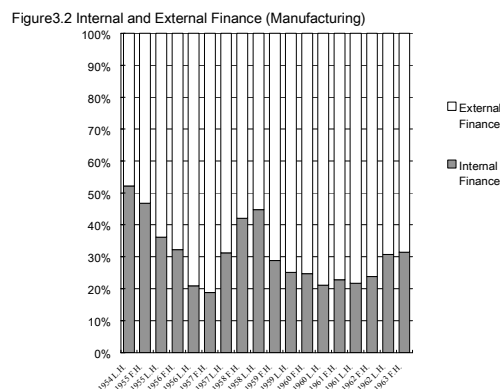
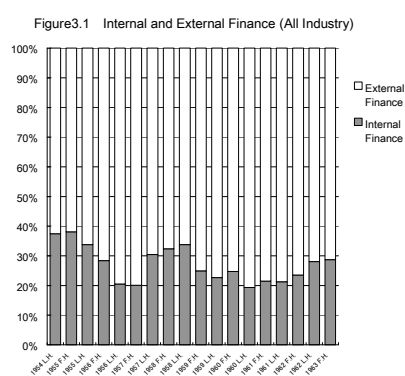
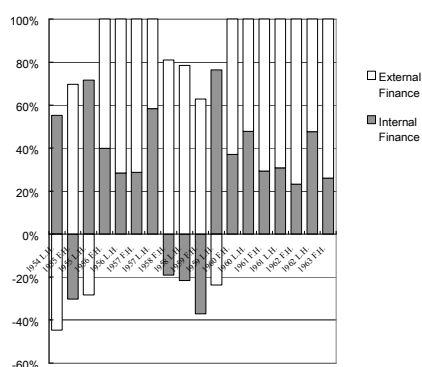


Figure 3.3 Internal and External Finance (Cotton Textile)



Lorsqu'on compare l'industrie cotonnière à l'ensemble des industries ou encore aux seules industries manufacturières, on constate que ses fonds internes étaient relativement importants et, en plus, fluctuaient considérablement.

Il nous faudrait pourtant probablement comparer l'importance ou la proportion de ces fonds internes de l'industrie cotonnière à ceux qui avaient été accumulés à partir de la Première Guerre mondiale, mais nous ne pouvons pas le faire ici avec précision pour la raison que nous avons mentionnée plus haut.

Toutefois nous pourrions estimer, dans les grandes lignes, leur poids en supposant qu'ils étaient plus élevés qu'après la Seconde Guerre mondiale. En effet, les capacités d'autofinancement de l'industrie cotonnière, on l'a dit, ont été largement mobilisées pour la reconversion dans les productions d'armement dans lesquelles les firmes textiles ont dû investir en excédant leurs marges ou les fonds internes mis en réserve pendant la Seconde Guerre mondiale. Par conséquent, le taux de leur dépendance vis-à-vis des financements externes s'est élevé faisant baisser d'autant leur taux d'autofinancement.

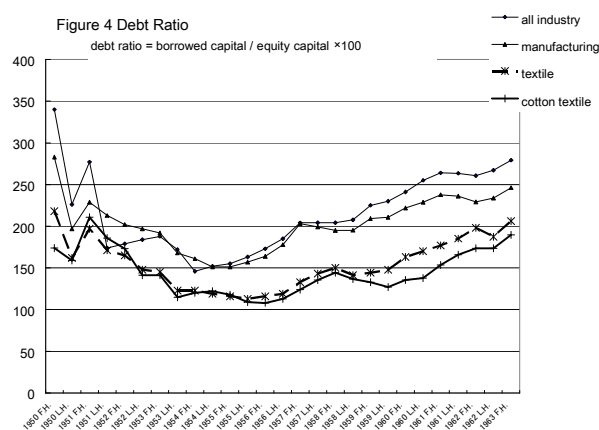
Or, pendant la période de reconstruction après la Guerre, les firmes textiles ont réorganisé leurs domaines d'activités et leurs financements en séparant de secteurs non-textiles, qui relevaient pour l'essentiel des industries de l'armement qui développées pendant la Guerre, en en faisant des filiales.

Ce processus nous conduit à estimer que les ressources propres des firmes textiles étaient donc moins élevées après la guerre qu'avant la guerre.

Il est possible de mener un raisonnement similaire pour estimer le taux d'endettement des firmes du secteur.

Dans le cas du secteur cotonnier, comparé au total des industries et même rapporté aux seules industries manufacturées, le taux d'endettement apparaît remarquablement faible dans la première moitié des années 1950. Le taux d'autofinancement du secteur est donc corrélativement encore très élevé pour cette période. Mais à partir de la deuxième moitié des années 1950, il est à souligner que le taux d'endettement du secteur cotonnier s'élève de manière continue et rejoint la

progression du taux d'endettement de l'industrie prise globalement. Cette évolution s'explique à n'en pas douter par les besoins de financement nouveaux du secteur en cours de reconversion vers les fibres synthétiques et même les secteurs de produits non-textiles qui nécessitent de lourds investissements²⁶.



Pour les détails des fonds externes, alors qu'en industrie manufacturière, l'émission d'actions et d'obligations et l'emprunt à long terme auprès d'institutions financières augmentaient, ils avaient moins d'importance dans le cas de l'industrie cotonnière qui recourait plus souvent à l'emprunt à court terme ou à d'autres fonds externes (y compris les crédits commerciaux comme les créances clients et les dettes fournisseurs). (Figure 5)

²⁶ Bien qu'il y ait très peu de recherches jusqu'à présent sur l'emprunt à la banque par les firmes textiles, ce serait un sujet très intéressant et important. Pour amorcer cette recherche, on pourrait partir de l'hypothèse suivante :

Sous le système de la banque principale (*main bank system*), marqué par la prédominance du financement indirect (recour au crédit bancaire), les firmes textiles ont donc plus ou moins leur *'main bank'* au même titre que les autres grandes firmes japonaises du secteur manufacturé. Dans ce cadre, il était possible que les banques aient à consentir aux grandes firmes textiles un prêt fondé non sur l'examen sur 'projet' mais déterminé par le renom de la firme. C'est dire que, dans les cas des grandes firmes textiles, le risque de défaut de paiement (*default risk*) pour les banques était probablement faible, même si le risque des projets qu'elles contribuaient à financer était élevé, parce que les grandes firmes textiles en cas de difficulté financière auraient fait appel à l'*'internal (or cross) subsidisation'*, c'est-à-dire à leur marché de financement interne basé sur un socle d'entreprises et donc d'activités plus large.

Par conséquent, il serait possible que les lancements d'activités nouvelles (diversification) réalisés au sein des entreprises déjà existantes soient plus jugés avantageux par les marchés de l'argent – marché financier comme marché du crédit- que les projets lancés par des entrepreneurs entrant sur le marché. Ce comportement se trouve renforcé encore par l'asymétrie d'information (*information asymmetry*) qui joue en défaveur des nouveaux entrants. Autrement dit, les grandes firmes textiles anciennes, qui disposent d'un marché financier interne déjà abondant, se trouvent certainement également en meilleur position sur les marchés financiers externes.

Dans cette optique, le rapport entre les marchés financiers interne et externe doit non seulement être considéré sur la base d'un choix alternatif déterminé en fonction du coût respectif de l'argent sur l'un et l'autre de ces marchés, mais également comme une relation d'interdépendance où les potentialités et les performances du marché interne pourraient également déterminer les potentialités et les performances du marché externe. Cette façon de voir les choses pourrait intervenir de façon déterminante dans la théorie de la valeur des entreprises.

Je remercie le professeur Harushito TAKEDA de m'avoir indiqué par ses suggestions cette piste de recherche.

Figure5.1 External Financing (manufacturing)

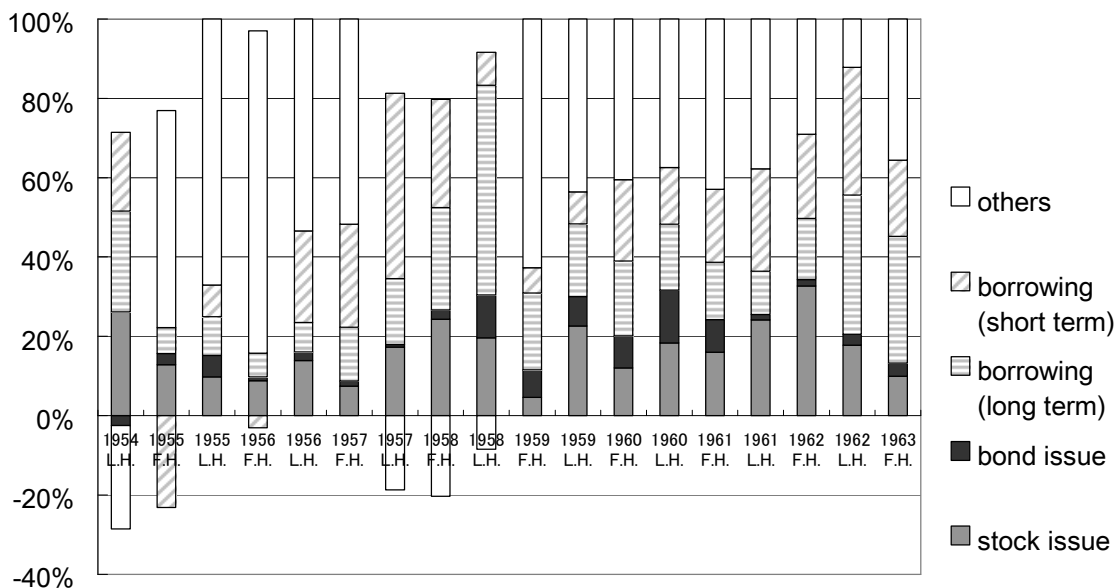
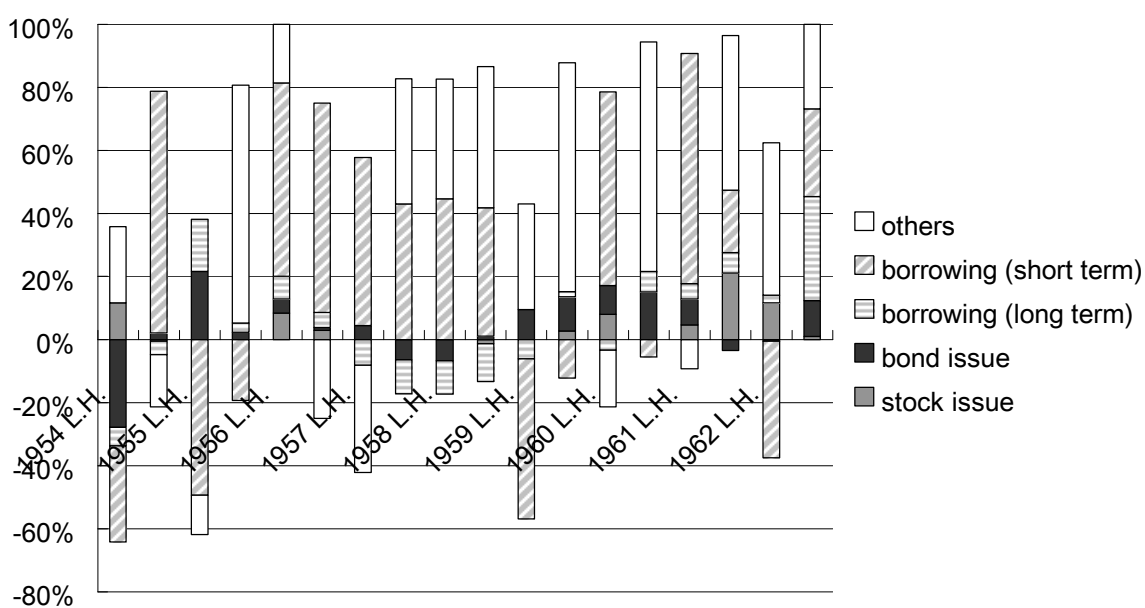
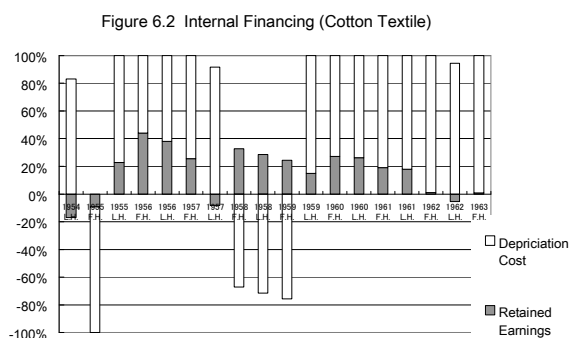
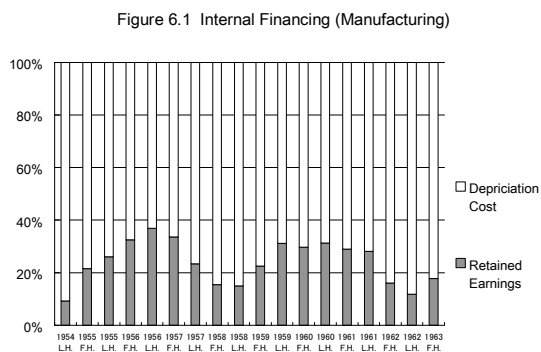


Figure5.2 External Financing (Cotton Textile)



Pour les détails des fonds internes, on constate que l'industrie cotonnière faisait appel aux bénéfices non distribués et à la caisse d'amortissement selon les années



(2) Destination des fonds

En ce qui concerne la destination des fonds, les biens immeubles (notamment les équipements de production) en faisaient l'objet dans l'industrie cotonnière.

Figure 7.1 Use of Funds (Manufacturing)

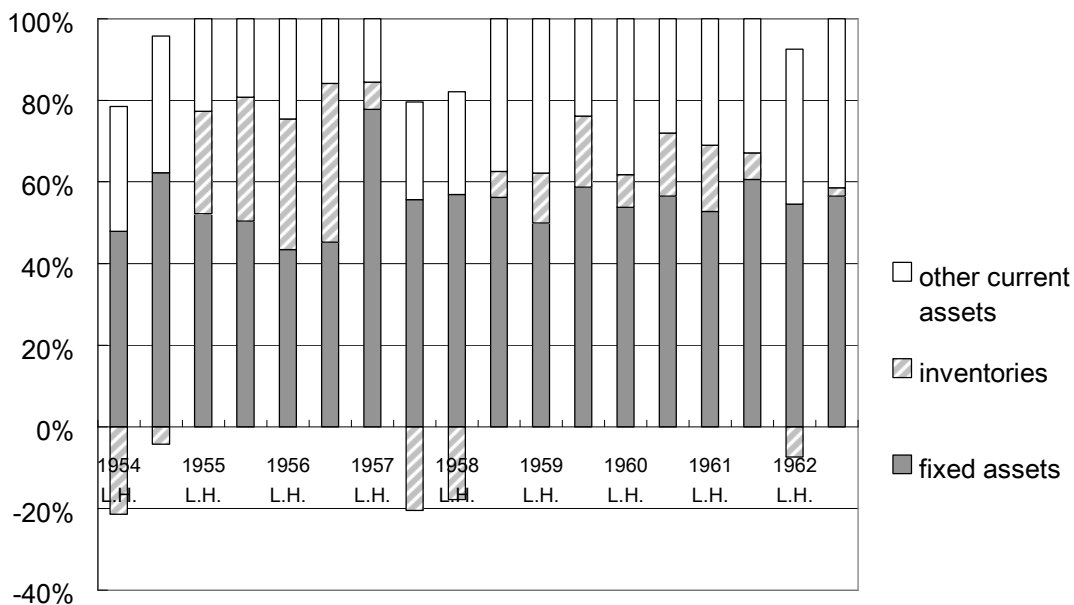


Figure 7.2 Use of Funds (Cotton Textile)

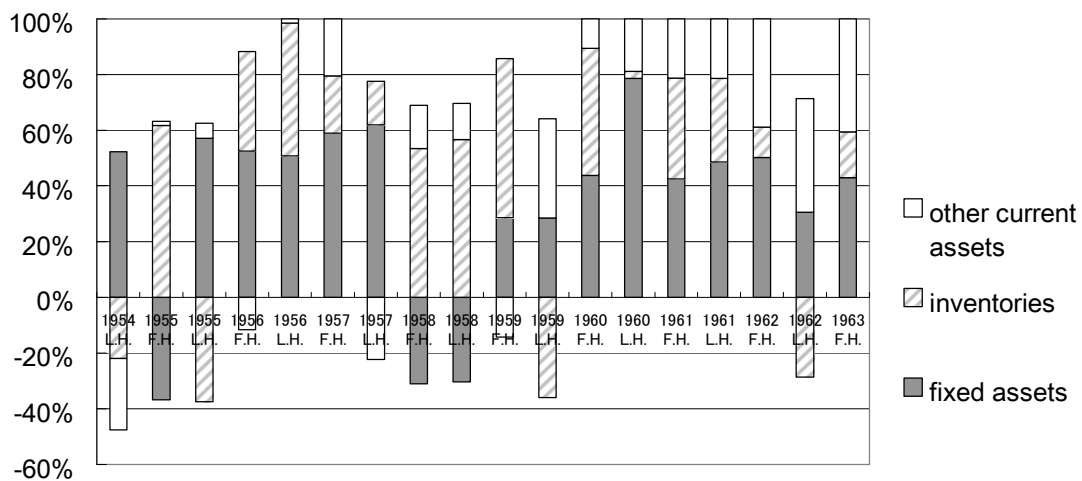


Figure 8.1 Fixed Assets (Manufacturing)

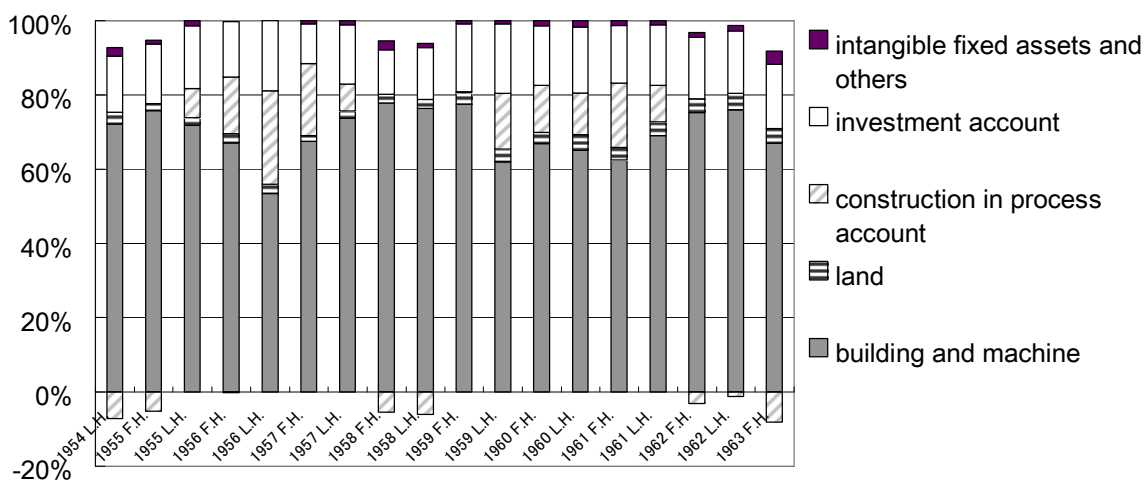


Figure 8.2 Fixed Assets (Cotton Textile)

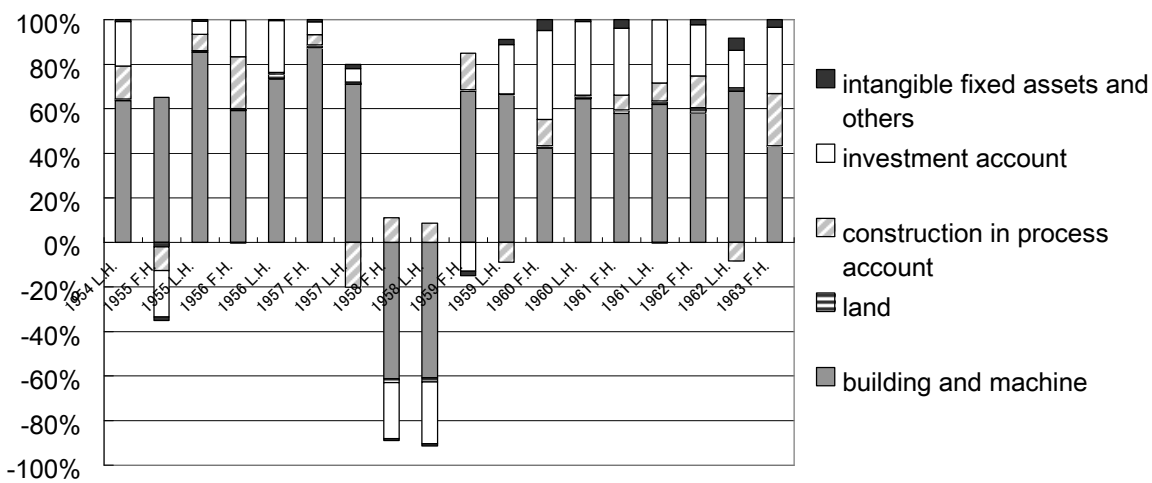


Figure 9.1 Other Current Assets (Manufacturing)

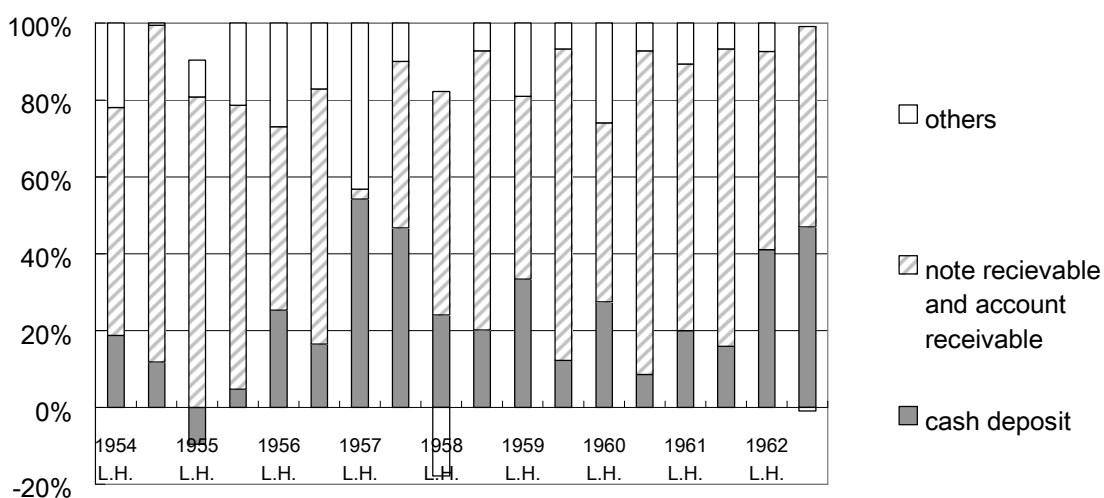
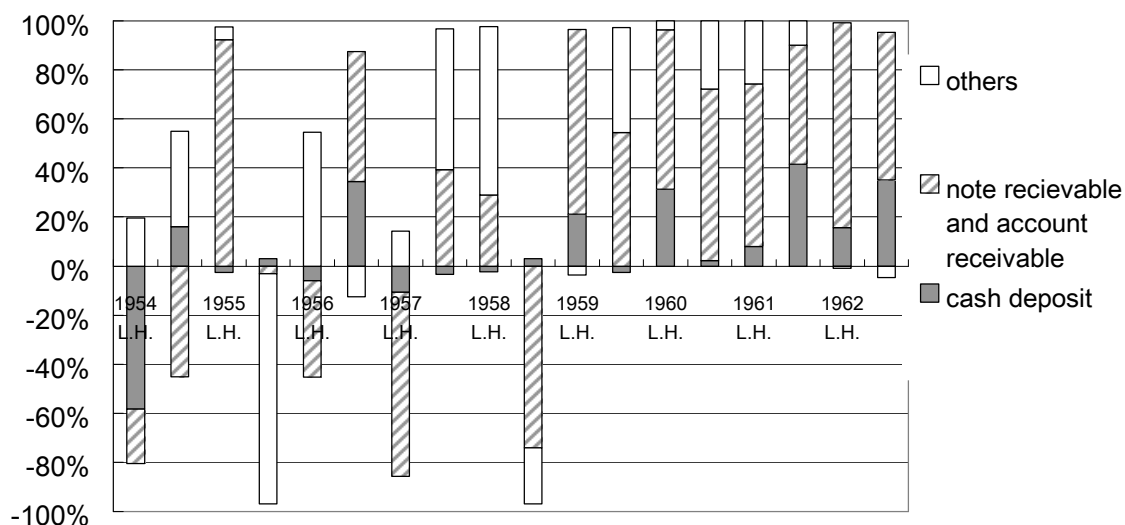
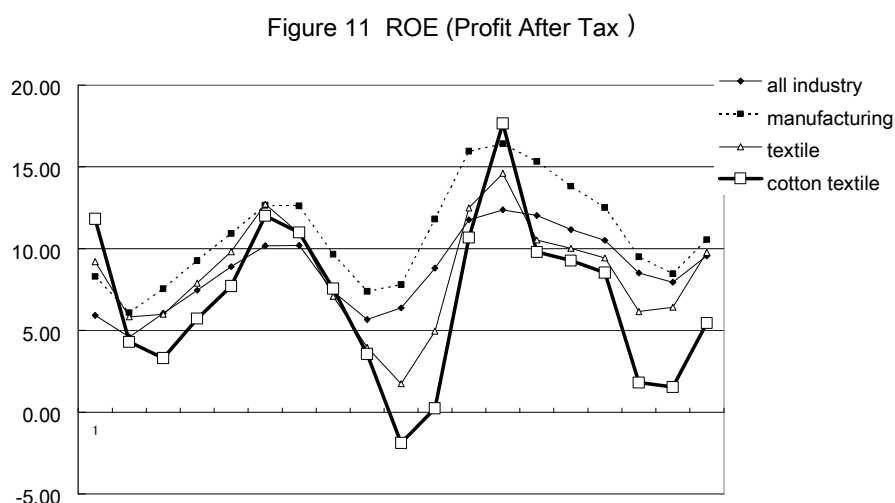
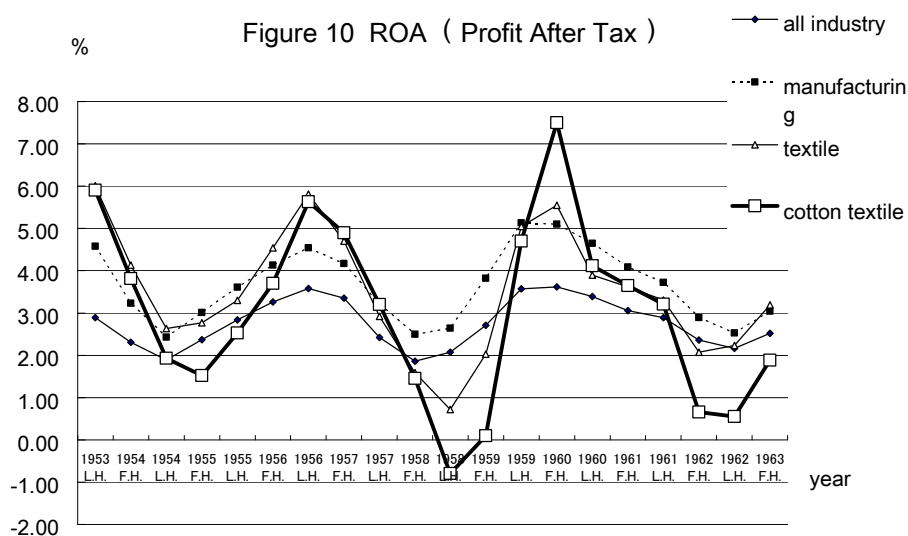


Figure 9.2 Other Current Assets (Cotton Textile)



(3) Taux de réserve / taux de distribution / ratio dividendes/bénéfice

Depuis la seconde moitié des années 1950, l'industrie textile notamment l'industrie cotonnière percevait la conjoncture comme récessionniste. De fait, son chiffre d'affaire (ROA/ROE) était plus faible que ceux de l'ensemble des industries ou du total des industries manufacturières.



Pourtant, comme le montrent les graphiques ci-dessus, elle a maintenu tout au long de la période concernée un taux élevé de redistribution de ses bénéfices. Celui-ci étant maintenu quels que soient la conjoncture et l'évolution de son chiffre d'affaire. Le ratio dividendes/bénéfice ainsi a été anormalement élevé en certaines années.

Et à l'inverse, cette tendance se traduit par un faible taux de réserve.

Figure 12 Dividend Rate

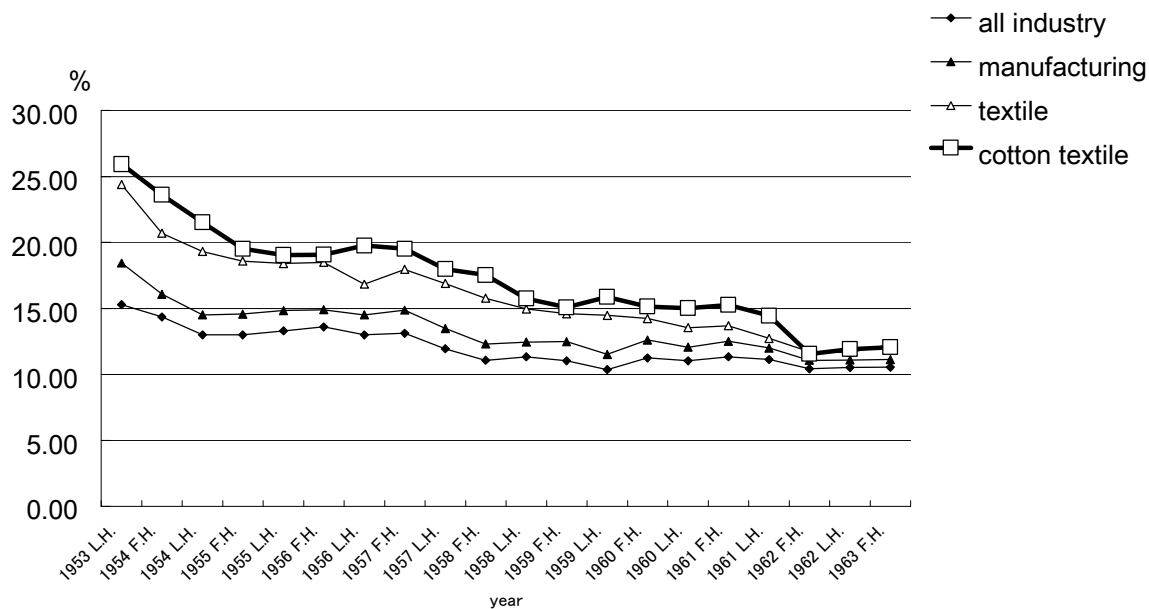


Figure 13 Pay-out Ratio

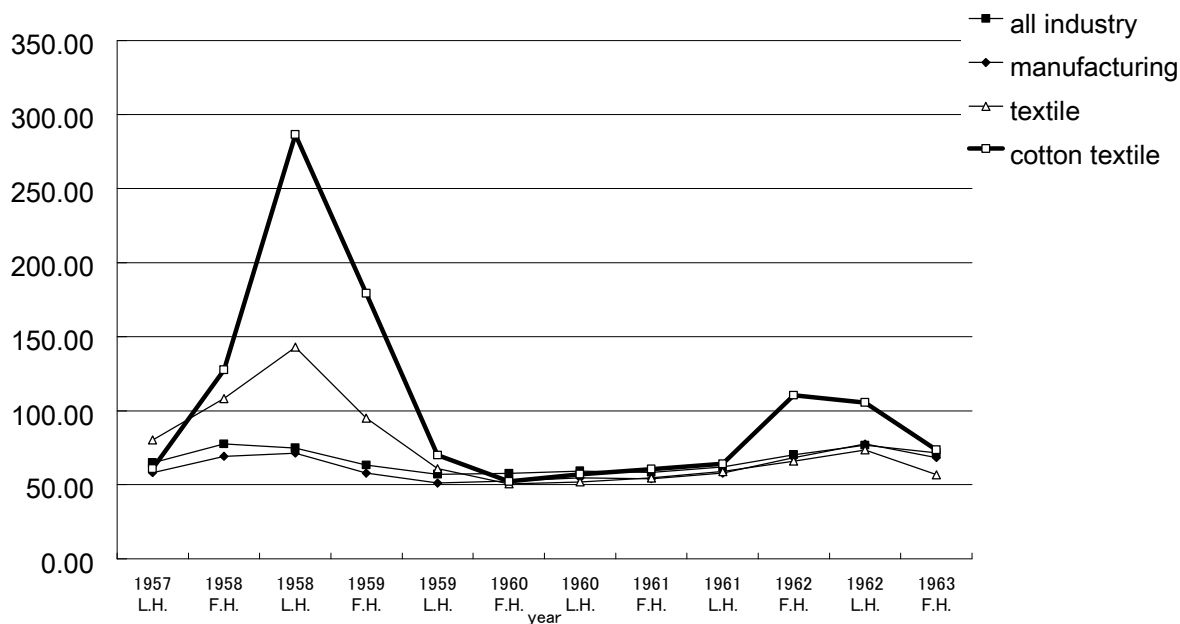
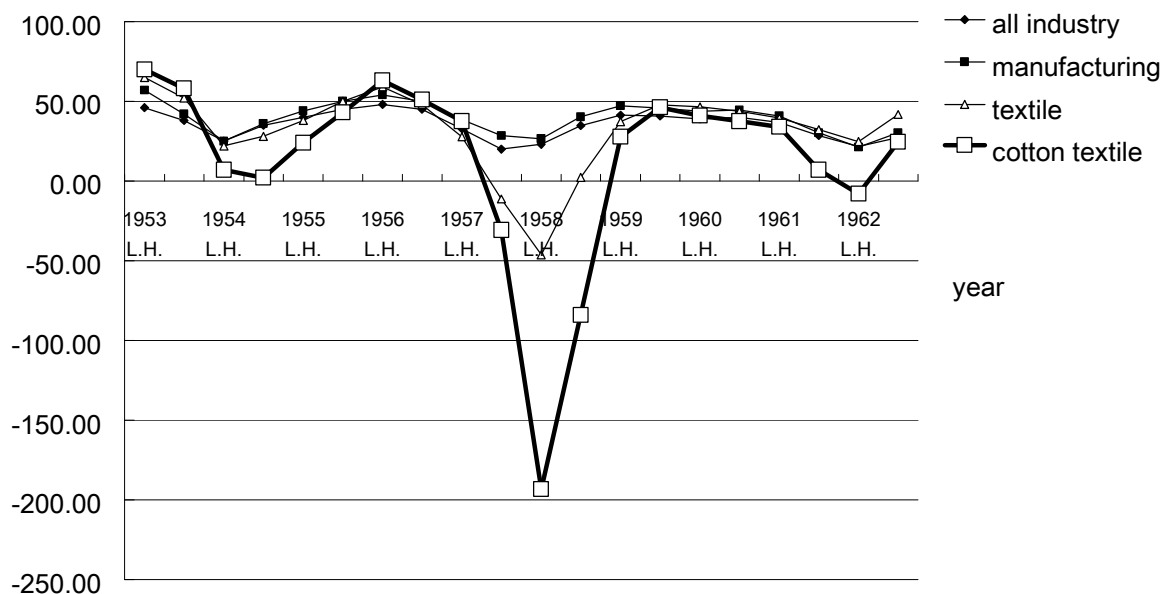


Figure 14 Ratio of Retained Earnings



(4) Tendance par entreprise

Figure 15 Corporate ROA

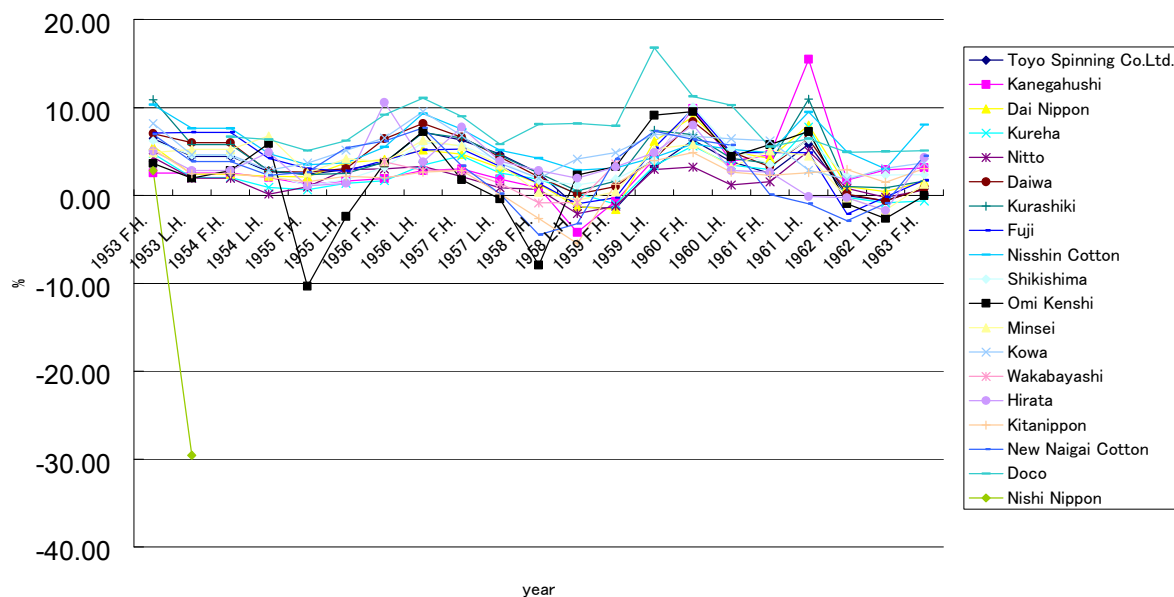
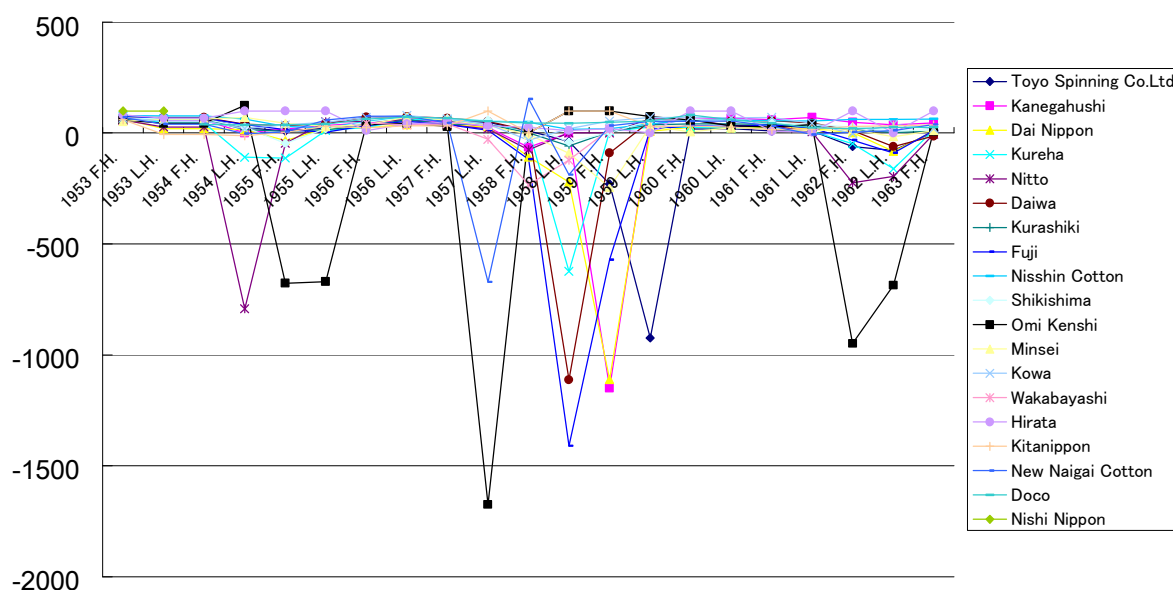


Figure 16 Corporate Retained Earnings Ratio



La tendance par entreprise (rendement, taux de réserve, etc.), à première vue, laisse entrevoir une différence entre chaque entreprise individuellement, mais cette analyse est encore largement à mener.

Conclusions

Ce papier contribue à poser le problème historique du financement de l'industrie textile au Japon à l'époque de la croissance des années 1950 et 1960, je voudrais en guise de conclusion provisoire à une enquête en cours essayer de répondre dans une certaine mesure aux questions soulevées au début de cette étude.

Quel changement le financement des entreprises a-t-il connu au cours d'un processus historique marqué par une rapide évolution de l'environnement économique et durant lequel le secteur textile, en particulier la branche cotonnière, a été caractérisé par une forte croissance suivie d'un déclin précoce. A cette question, nous pourrions simplement répondre à ce stade comme suit.

Dès avant la Seconde Guerre mondiale, les grandes firmes textiles ont commencé à pratiquer l'investissement direct à l'étranger et la diversification de leurs activités en s'appuyant sur les fonds internes abondants accumulés sous forme de réserves lors de la Première Guerre mondiale mais aussi en pratiquant le réinvestissement de leurs bénéfices, ainsi que sur l'autofinancement.

Pendant la dernière guerre, lesdits fonds internes qui étaient encore abondants ont été mobilisés pour la reconversion dans le secteur des industries d'armement ; les entreprises textiles ont ainsi rapidement épuisé leurs fonds propres et ont fini par dépendre des fonds externes. Elles sont donc sorties usées par l'économie du temps de guerre où la mobilisation des entreprises civiles y compris la filature du coton fut plus que rigoureuse.

Lors de la renaissance de la branche textile après la guerre, la gestion des entreprises nées de la période de la guerre a été constituée en filiales autonomes et les grandes firmes textiles sont revenues à leur activité principale. Leur taux d'endettement en fut ainsi *ipso facto* amélioré.

Pourtant, depuis la seconde moitié des années 1950, de pair avec toutes les autres industries et en particulier avec les industries manufacturières, le taux d'endettement des entreprises textile s'élève de nouveau. L'investissement pour le développement des fibres synthétiques et la diversification dans les activités non textiles sont les facteurs principaux de cette tendance.

Il n'en reste pas moins vrai que les grandes firmes textiles japonaises, face aux mutations économiques de la période d'après guerre, se sont appuyées pour survivre principalement sur leur marché des capitaux internes tout en ayant recours au marché des capitaux externes - par conséquent, le rapport capitaux internes / capitaux externes et le taux dettes / capitaux propres a beaucoup varié selon la période et selon les entreprises du secteur.

C'est sans doute pour cette raison spécifique que les entreprises textiles au Japon n'ont pas partagé le sort de l'industrie textile globalement marquée par un déclin irréversible dans le reste des pays industrialisés.

Bien que des examens plus approfondis soient nécessaires, il est possible de présumer que le marché des capitaux internes des firmes textiles a fonctionné et joué un rôle vu son importance relativement grande par rapport à celui de l'ensemble des industries et l'amplitude considérable de ses fluctuations.

Tout compte fait, l'activité économique des firmes textiles japonaise basée sur le marché des fonds internes a été positive du point de vue également de la contribution à la croissance de l'économie japonaise dans son ensemble.

Pour autant il existe des problèmes. Le fait que l'allocation des ressources du secteur en déclin à ceux en croissance s'est effectuée au travers des entreprises (organisation) et non au travers du marché a ses propres mérites et démérites.

Au nombre des inconvénients, on peut citer les risques de *free cash flow*, investissements excessifs dus aux fonds abondants et investissements dans des secteurs inadéquats. Comme ces investissements ne subissaient pas l'examen du marché, c'est-à-dire qu'ils n'étaient pas sensibles aux signaux boursiers, il est probable que leur efficacité n'ait pas toujours été totale.

De plus, s'agissant essentiellement de l'autofinancement, ce comportement des entreprises textiles avait pour corrolaire un manque de surveillance (*monitoring*) puisque les interventions des fonds externes (institutions financières et banques principales) ont été peu importantes.

Le mécanisme permettant d'éviter le flux des capitaux *free cash flow* était-il intégré dans cette industrie ? Comment les firmes ont-elles pu remédier au manque de discipline ? Quels étaient les mécanismes d'allocation des ressources au sein de l'entreprise ?

Autant de questions qui sans doute n'épuisent pas la spécificité du modèle de financement du textile japonais et qui doivent nous inciter à des recherches ultérieures.

Cette étude de cas aura une certaine implication dans un contexte élargi.

Par exemple, peut-on constater des exemples similaires dans le textile étranger où, comme au Japon, une entreprise textile s'est diversifiée dans d'autres branches industrielles y compris les secteurs non textiles et a survécu ? A ma connaissance, de pareils cas sont peu nombreux²⁷. Et si cette exception japonaise devait être confirmée, sous quelles conditions économiques et managériales les expériences des entreprises japonaises se sont-elles réalisées ? Ce sont des questions intéressantes à approfondir.

²⁷ Toutefois il existe par exemple un ouvrage excellent d'une de nos collègues qui a analysé globalement, y compris au point de vue du financement, la cause de déclin de l'industrie cotonnière anglaise : voir Chikage HIDAOKA [1995], *The Decline of the British Cotton Industry*, Tokyo : University of Tokyo Press.