



Waseda University  
Institute of Finance

Working Paper Series

WIF-07-005 : June 2007

企業統治の有効性とパフォーマンス：

戦前期日本企業の経営者交代メカニズム

宮島 英昭, 川本 真哉

早稲田大学

ファイナンス総合研究所

<http://www.waseda.jp/wnfs/labo/labo5.html>

# 企業統治の有効性とパフォーマンス： 戦前期日本企業の経営者交代メカニズム\*

宮島 英昭

(早稲田大学商学学術院・RIETI・WFI)

川本 真哉

(京都大学大学院経済学研究科)

2007年6月

## 要約

本稿の目的は、あらたに構築したデータベース（早稲田長期マイクロデータベース、Waseda Historical Micro Database）を利用し、経営者交代メカニズムの視点から、戦前日本における企業統治の特性とその有効性に接近することにある。分析の結果、以下の点が明らかとなった。

まず、戦前日本企業には、経営者交代にパフォーマンスが強く感応するという意味で、有効な企業統治のメカニズムが備わっていた。また、経営者の在職年数が長期化するにつれ、交代確率が低下するという（1970年代以降の状況と比較し）独特の関係も見られた。

統治構造の効果に着目すると、「財閥系企業」に関しては、経営者交代とパフォーマンスの間に明確な相関はなかった。本社の人事政策に基づき、財閥組織内の経営者の配置がなされていたことを示唆する結果だといえる。一方、「所有型企业」については、経営者の交代頻度は有意に低く、資質の劣った経営者がその地位を占め続けるという「エントレンチメント」と称される状態が観察された。

株式の広範な分散は、零細株主によるフリーライドを顕在化させ、資質の劣った経営者を更迭できないという企業統治の空洞化を生じさせた。ただし、株式の分散が直ちにフリーライダー問題をもたらすわけではない。ブロック・シェアホルダーが存在する企業では、経営者交代のパフォーマンス感応度は極めて高かった。戦前期にはブロック・シェアホルダーが企業統治の効率性維持・向上に寄与していたと判断できる。

---

\* 本稿は、企業金融史研究会（早稲田大学 21 世紀COE「企業法制と法創造」総合研究所）、経営史学会関西支部、経営史学会全国大会で報告する機会を得た。有益なコメントを頂いた阿部武司氏、齊藤直氏、齋藤卓爾氏をはじめとする参加者に、記して謝意を表したい。なお、本稿は、早稲田大学 21 世紀COEプログラム「企業社会の変容と法システムの創造」の研究成果の一部である。

## 1. はじめに

戦前日本の企業統治構造の特徴とその有効性については、近年急速に検討が進み、様々な角度から分析が積み重ねられてきた。たとえば、財閥と企業統治を扱った岡崎 [1999] では、持株会社を頂点として構築された内部資本市場とそれに付随するモニタリングが、傘下企業の収益性を高位に保ったとの結果を得ている。一方、統治構造をさらに綿密に分類した Frankl [1999] は、三井・三菱・住友等の先発型の財閥系企業よりも、日本産業や日本窒素に代表される新興財閥・コンツェルンの方が収益性に富み、成長率も高かったことを明らかにしている。

確かに、企業パフォーマンスに着目し、企業統治の有効性を論じることは、国内外の研究を問わず採用されてきた手法である。ただし、パフォーマンスに関しては、統治構造との因果関係が明瞭でないという問題点<sup>1</sup>や、産業の成長性やマクロ経済環境に依存するという限界も存在する。それに対し本稿では、企業経営の規律付けメカニズムを検討する上で、パフォーマンスの高低と並んで重要なメルクマールとなりうる経営者の交代に焦点を合わせる。企業統治の核心は、企業が業績悪化に直面した時、経営能力を欠く、あるいは努力水準の低い経営者の交代を促す仕組みが備わっているか、また、備わっているとすれば、そのトリガーを引くのは誰かにかかっている、と理解するからである。

ところで、経営者交代の視点から戦前日本の統治構造の有効性を論じた研究は必ずしも多くない。唯一の例外は宮島 [1995] であるが、対象となるサンプルや期間が限定されている等、あくまで1次的接近にとどまっていた。そこで本稿ではこの分析を拡張し、あらたに構築したデータベース（早稲田長期マイクロデータベース、Waseda Historical Micro Database）に基づき、経営者選任メカニズムの視点から、戦前日本における企業統治の特性とその有効性に接近することを目的としている。後述するように、戦前大企業の統治構造は多様であったが、それらは経営者選任メカニズムのあり方をどのように規定していたのか。そもそも戦前における経営者の交代は、20世紀における大企業の歴史的展開の中でいかなる意味合いを持つのか。これらの検討を通じ、戦前期における企業統治の議論をより豊かにすることが期待できよう。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、本稿で用いるデータセットの構築方法について解説する。第3節では、構築されたデータセットによって、20世紀という長期スパンから大企業経営者の交代確率、在職年数等を概観する。第4節では、戦前大企業の統治構造の特徴を整理したのち、実証分析の推論を提示する。第5節では、戦前日本企業の経営者選任メカニズムについて、計量的手法を用いて明らかにする。第6節は本稿の総括にあてられる。

## 2. データセットの構築

---

<sup>1</sup> この点に関する典型的な事例は、機関投資家による株式所有である。仮に投資先企業のパフォーマンスが優れていても、それが機関投資家によるモニタリングの結果なのか、株式価値や成長性が高い銘柄を選好して機関投資家が保有しているのかは、因果関係の面で解釈が困難である（小佐野 [2001]）。

## 2.1 時期区分

本稿が対象とする第1次大戦が勃発する1914年から日中戦争に突入する1937年までの大企業の歴史的展開は、マクロ経済環境、各企業の収益動向を念頭として、以下のような4つの局面に区分できる。

- 大戦開始にともない、輸出の伸びに先導されて未曾有のブームにあった第1次大戦期（局面Ⅰ：1914-20年）。
- 1920年3月の戦後反動恐慌、関東大震災の影響を受ける慢性不況期（局面Ⅱ：1921-27年）。
- 金融恐慌、昭和恐慌を経験する大恐慌期（局面Ⅲ：1928-32年）。
- 高橋財政に端を発するスペンディング・ポリシーが企業の投資行動を刺激し、ビジネス・チャンスが拡大した景気回復期（局面Ⅳ：1933-37年）。

## 2.2 サンプル

上記の時期区分にもあるように、本稿が対象とする期間には数度の不況・恐慌が包含されており、その過程で数多くの企業が市場から淘汰された。こうした状況下において、分析期間を一貫して追跡できる企業のみでデータセットを構築した場合、Survivorship Bias と呼ばれる問題が発生してしまう。倒産や合併等で消滅してしまう企業であっても、データセットに反映することが重要となる。そこで、以下で紹介するデータを可能な限り追跡しサンプルに加えることによって、このような問題に対処した。

なお、分析の対象となるのは、Fruin [1992] 所収の最大工業企業 (Largest Industrial Firms) リストのうち、1918、1930年のいずれか1時点で上位100社に入る企業、133社である<sup>2</sup>。市場から淘汰される企業や非公開である企業が存在するため、データセットは不完備パネルとなり、最終的なサンプルとして残ったのは、1914年時点で50社、1921年で76社、1928年で93社、1933年で88社、1937年で80社である<sup>3</sup>。

**経営者交代：**本稿が主題とする経営者の交代は、各社社史の「役員異動表」や営業報告書を用い、各観察年 (t年) とその前年 (t-1年) の経営者を比較することで特定している<sup>4</sup>。ところで、戦前期の経営者交代を分析する上で重要となるのは、誰を経営執行者と認識するかである。由

---

<sup>2</sup> なおFruin [1992] のリストでは、鉱業部門の企業が対象外となっている。そこで同リストの最後尾にある企業を閾値とし、その総資産を上回るような主要鉱業企業をデータセットに追加することとした。たとえば、1918年の100社リストの最後尾は日本皮革 (6,012千円) であるが、同年における三井鉱山の資産規模 (63,062千円) はそれを上回るため、リストに付け加えられる。

<sup>3</sup> もっとも、分析によっては欠値の企業もあるので、若干の変動はある。

<sup>4</sup> 原則、営業報告書を利用したが、必要箇所が確認できない企業（特に創業初期の部分）も存在した。このような場合、大阪屋商店『株式年鑑』や『日本全国諸会社役員録』（復刻版、柏書房）で補完した。

井 [1979] 等の研究から、社長を経営執行者と捉えることは妥当であると考えられるが<sup>5</sup>、問題は社長職を設置していない企業である。戦前には社長制を導入する企業が着実に増加したとはいえ、その導入過渡期にある企業も無視できないほど存在した（表 1）。そこで社長制を導入していない企業に関しては、専務取締役（ないし常務取締役）を経営執行者とし<sup>6</sup>、それらの役職も置いていない企業については、営業報告書や社史等で代表権者を特定し、経営執行者としてカウントした。

…表 1 about here…

**財務・所有構造**：財務データとしては、東洋経済新報社『株式会社年鑑』、三菱経済研究所『本邦事業成績分析』、各社営業報告書、社史等を利用して構築された企業レベルのデータセット、早稲田長期マイクロデータベース（Waseda Historical Micro Database。以下WHMD）を利用する。戦前期の営業報告書の様式は裁量の余地が広く、厳密な企業間比較のためには減価償却、役員賞与、各種引当金等、様々な項目での調整が不可欠となる。WHMDでは『本邦事業成績分析』のフォーマットで統一し、企業間比較に耐えられるような加工がなされている<sup>7</sup>。

所有構造は、WHMDに入力済みの1914年、1921年、1928年、1933年、1937年の5時点のデータを利用する。その基礎資料は『株式会社年鑑』、マイクロフィルム版営業報告書（雄松堂）の「株主名簿」であるが、神戸大学経済経営研究所（附属政策研究リエゾンセンター）、東京大学経済学部図書館、国立国会図書館等、その他諸機関に現存する営業報告書も可能な限り収集し、入力作業を行った。

### 3. 20世紀日本企業の経営者交代

戦前日本における経営者交代のあり方は、20世紀大企業の歴史的展開の中でどのように位置づけられるのか。また、経営者交代と密接に関係する経営者の在職年数や取締役会の規模は、いかなる推移をたどったのか。本節では、戦後（特に1970年代以降）になって様式化された経営者の内部昇進メカニズムとの対比を通じ、戦前における経営者交代の特徴を確認する。

#### 3.1 経営者交代の歴史的推移

図1から3は、前節の手続きで構築された戦前期のデータベースに、戦後日本企業100社から300社程度を分析した宮島 [1998]、宮島・近藤・山本 [2001]、宮島・青木 [2002] で利用されたデータを接続し、主要企業の経営者の交代頻度、在職年数、取締役会規模の歴史的展開を追跡したものである。

<sup>5</sup> 明治前期には、「社長（銀行では頭取）が会社経営における最高責任者と同時に代表者であると理解され、事実大多数の会社・銀行において、社長や頭取は、そうした存在となった」（由井 [1979] 5頁）とされる。

<sup>6</sup> 1890年の商法公布を契機とし、専務取締役や常務取締役の呼称が急速に普及し、場合によっては経営執行を担うことがあったという（由井 [1979] 16頁）。

<sup>7</sup> WHMDの構築方法については、齊藤 [2004] で詳細な解説がなされている。

まず、経営者の交代頻度の歴史的推移から見てみよう(図1)。ここでの経営者の交代確率は、各期間内に観察された経営者の交代件数を、各期間のサンプル・サイズで除すことによって算出している<sup>8</sup>。同図によると、高度成長期には相対的に低かった交代確率は、1970年代の急上昇を経て、そのまま1980年代、1990年代と安定して推移している。メインバンク・システムや長期雇用慣行等と並び、内部昇進者による定期的な経営者の交代も日本型企业システムの一つとして挙げられるが、それが石油ショックの時期を契機とし、急速に定着していったことを物語っている。

一方、戦前の経営者交代に目を向けると、第1次大戦期の好況局面に5.8%と歴史的に低い交代頻度を記録したのち、1920年代から1930年代にかけて、交代頻度は9%から10%と安定して推移している。特に、昭和恐慌の局面においても交代頻度は9.5%に過ぎず、高度成長期後半の交代確率(8.2%)を大幅に上回るわけではない。

…図1 about here…

このような戦前期と石油ショック期以降の経営者交代頻度のコントラストは、彼らの在職年数<sup>9</sup>によっても観察できる(図2)。1970年代以降の交代頻度の高まりに合わせ、在職年数も低下の一途をたどり、1990年代には5.2年にまで後退している。経営者の任期について、「2期4年」「3期6年」という慣行が成立しているとの指摘がなされるが、それを裏付ける結果といえよう。それに対し、戦前期における経営トップの在職年数は、若干の変動はあるものの8年から10年の間で推移しており、総じて長期政権となっている。

…図2 about here…

### 3.2 経営者市場の役割

本稿が主題とするのは統治構造とパフォーマンスであるが、経営者市場のあり方も経営者交代に対し無視できない影響を与える。たとえば、戦後日本企業の制度的特性は、一面では長期雇用システムと「ランクをめぐる昇進競争」によって特徴づけられるが、長期雇用システムに十分なインセンティブ効果をもたせるためには、昇進のためのポストを潤沢に供給し、取締役会規模を拡大していく必要があった(図3)。そして、そのような大規模化した取締役会が、社長職までも「人事上のポスト」(伊丹[1995], 田中・守島[2004])として要請し、定期的な社長交代を促したというのが定説となっている(宮島・青木[2002])。すなわち、取締役会を後継経営者を供給する内部経営者市場と捉えるならば、その継続した肥大化こそが1970年代以降の経営者交代確率の急速な上昇をもたらしたと見ることができる。

…図3 about here…

これに対し、戦前の経営者市場は未成熟であった。財閥系等の一部の企業を除き、取締役会

---

<sup>8</sup> たとえば、100の企業を1914年から1920年までの7年間追跡した場合、サンプル・サイズは700となり、そのうち70件経営者の交代が観察された場合、交代確率は10%となる。

<sup>9</sup> 同図の在職年数は、各局面のサンプル企業の平均値であり、確定済みの値(つまり、実際に退任が確認された時点の年数)でないことに注意されたい。

への専門経営者の進出は、いまだ過渡期であり、内部経営者市場の発達が不十分であった。また、外部から経営者がリクルートされてくることもあったが、彼らが経営執行者に就任することは稀であった。外部経営者市場が成立していたことを示す象徴的な人物として、大橋新太郎や田中榮八郎等の兼任大株主重役が知られているが、彼らの多くは日常の業務負担を嫌い、非常勤の役員にとどまった（森川 [1996]）。本格的な検討は今後の課題であるが、このような内部・外部の経営者市場における経営者人材の希少性が、戦前期における経営者の交代頻度や在職年数を少なからず規定していた。

#### 4. 企業統治の多様性と経営者交代：1914-37

これまで 1970 年代以降との対比を通じ、戦前日本における経営者交代の状況を描写してきた。もっとも、それらはあくまで平均的な姿であり、実際の経営者交代は企業統治やパフォーマンスの状態に左右される。この点については、メインバンクによる状態依存型ガバナンスの機能をチェックする観点から、Kaplan-Minton [1994]、Kang-Shivdasani [1995]、宮島 [1998] 等でテストされてきた。では、戦前期に関しては、経営者交代と統治構造・パフォーマンスの間にはいかなる相関があったのか。本節では、具体的な推計に入る前に、戦前主要企業の統治構造を要約した上で実証分析のための推論を提示する。

##### 4.1 企業統治構造の概観

戦前大企業の所有構造は多様であった（宮島 [2004]）。表 2 で整理した通り、首位株主の保有率の平均は、1928 年時点で 21% であるが、標準偏差も 26% と大きい。財閥本社が封鎖的に保有する 3 大財閥直系企業から、すでに株式が広範に分散し、1 万人を超える株主を有する紡績、製紙、製糖部門の大企業まで大きな分散があった。また、この時期、経営者の保有比率が高かったことにも注目されるべきであろう。それは 1928 年時点でおおよそ 8% である。同族・家族企業が大企業において重要な地位を占めていただけでなく、一部の公開型企業の専門経営者でも、多額の役員賞与を積み立て、自社株購入の資金にあてた（森川 [1981]）。

…表 2 about here…

次に、これまでの研究成果に依拠しながら、サンプル企業のガバナンス特性を所有構造と経営者の性質から整理すれば、以下のような 3 つのタイプに分類することができる（宮島 [1995], [2004]）。

**3 大財閥系企業 (OLD)**：三井・三菱・住友の 3 大財閥の傘下企業に代表され、1928 年時点でサンプル企業 93 社中 16 社、17% のウェイトを占めた<sup>10</sup>。そのガバナンス特性は、①持株会社による封鎖的所有を特徴としており、各傘下企業は投資計画の起案・実行、利益処分について厳格なモニターに直面していた。②ただし、持株会社の所有者たる財閥家族は傘下企業の経営執行にあたることは原則なく、実際の経営執行を担当したのは、名義株以上に自社株を保有す

<sup>10</sup> 本稿における 3 大財閥系企業には、直系企業だけでなく傍系企業も含まれる。

ることがない内部昇進の専門経営者であった。③また、3大財閥は、第1次大戦前後の持株会社の設立（三井合名、三菱合資、住友合資）を契機とし、相次いで事業を分離・独立させた。結果、1920年代後半には持株会社を頂点とし、階層的で異業種にわたるピラミッド型の組織構造が形成された（橋本 [1992], 橋川 [1996]）。

**所有型企業 (OWN)**：所有型企業は工業化を担った大企業において無視しがたい比重を占め、戦前日本企業を特徴づける存在でもあった。浅野、古河、倉敷紡績等のファミリービジネスがここに含まれる。1928年時点で24社、サンプルのうち26%を占める。そのガバナンスの特性として、①戦略的意思決定にあたる経営者が同時に株主であるという意味で所有と経営は基本的には一致するものの、②経営者の所有比率を見ると、ほぼ封鎖的状态を保っている企業（たとえば、古河鋳業の99%）から、相対的に株式が分散している企業（日本窒素、野口遵の18%）まで大きな偏差あった。なお、本稿における所有型企業は、首位株主と経営執行者が一致している企業を指すものとする。

**公開型企業 (DIS)**：このタイプの企業群は、われわれのサンプルの60%を占めた。①経営者の性質としては、財閥系企業と同様、専門経営者による戦略的意思決定を特徴としていた。②ただし、両者には所有構造の面で決定的な相違点があり、このタイプの企業は株式の広範な分散を基本的特徴とした。紡績・製糖・製紙業に属する企業に多く、大日本紡績、台湾製糖の株主数は1万人を超えた。③その一方で、財閥本社のように封鎖的な所有水準には達しないが、ある程度のブロック・シェアホルダーを有する企業も存在した。外資系企業が大株主であった日本電気、東京電気等、電気機械産業の企業がその典型である。

## 4.2 3つの実証的推論 (Empirical Conjecture)

では、このような統治構造の特性は、経営者選任メカニズムをどのように規定していたのであろうか。企業パフォーマンスとの関係も踏まえつつ、次節で実証される推論を示せば、以下の通りである。

### HO.1：実効的支配 vs. 内部労働市場

第1の検討課題は、所有構造と経営者の性質に関し、固有の特徴を有する3大財閥系企業の経営者交代についてである。標準的なエージェンシー理論にしたがえば、外部株主の株式集中度が高まるほど、投資先企業をモニタリングするインセンティブも上昇し、経営者に対する規律もより実効的となる。実際、この時期、日本製鋼所、北海道炭鉱汽船等で業績悪化時の経営者の更迭が観察された（宮島 [1995]）。財閥本社のような支配的株主が存在する場合、経営者交代のパフォーマンス感応度が増幅される可能性がある。

その一方で、財閥の組織構造（財閥全体で形成される内部労働市場、持株会社を頂点とするピラミッド型の組織構造）に着目した場合、業績の低迷のみが経営者交代の要因とは言い切れない側面がある。たとえば、Volpin [2002] は、家族が支配するピラミッド型のビジネスグループを分析し、ピラミッドの下層に位置する企業では、パフォーマンスが良好な時にも上層企



業への昇進という形で経営者の交代が発生してしまうため、子会社の経営者交代とパフォーマンスとの相関は弱い、との報告をしている。戦前の3大財閥に関しても、内部労働市場を通じ、現場（傘下企業）で多くの経験を積んだ専門経営者が本社のトップ・マネジメントに昇進していったことや、傘下企業間でも経営者の移動があったことが知られている（麻島 [1982], [1987]）。財閥全体が内部労働市場として機能し<sup>11</sup>、本社の人事政策の下、傘下企業の経営者の移動も規則づけられていたのならば、財閥系企業における経営者交代のパフォーマンス感応度は弱いものとなるであろう<sup>12</sup>。

## HO.2 : エントレンチメント (Entrenchment)

第2の検討課題は、所有型企业に関するものである。ストック・オプション制度にも象徴されるように、経営者による株式保有は、経営者と株主との利害対立を緩和し、企業価値の増大に貢献するとされる（Jensen and Meckling [1976]）。反面、経営者による所有比率がある閾値を超えた場合、外部株主からの牽制やテークオーバーの可能性が払拭され、資質の劣る経営者の「居座り」（エントレンチメント）が生じてしまうおそれがある。実際、Denis, Denis and Sarin [1997] は、内部経営者の保有比率が高くなるにしたがい、トップ経営者の交代がパフォーマンスの影響を受けにくくなるとの報告をしている。戦前日本においても、所有型経営者の交代頻度は低く、長期政権であった（後述）。そこでテストされるべき推論は、所有型企业においてエントレンチメントが発生し、パフォーマンスに非感応的な経営者選任メカニズムが備わっていたか否かになる。

## HO.3 : 株式分散のコスト

株式の広範な分散は、個々の株主の投資先企業に対するモニターのインセンティブを低下させるとともに、外部株主による Voice の実効性を後退させる。いわゆるフリーライダー問題の発生である。日本の場合、株式の分散は20世紀初頭から相当程度進んでおり、1920年代にはほぼ今日の水準に到達したとされる（Franks, Mayer and Miyajima [2007]）。また、高橋 [1930] 等、逸話的に当時の株式分散にともなうエージェンシー問題が語られることも多い。株式の分散した企業では、経営者の努力水準が劣るにもかかわらず、どのような主体も有効な経営規律を与えられないおそれがある。

もともと、公開型企业の中にはある程度のブロック・シェアホルダーを有する企業も存在する。前述の電気機械系の企業が典型であり、モニターにインセンティブを有する外部大株主の保有比率が高まるほど、株主による規律も有効となる。事例としては、1920年から1932年の不況局面、富士電機、大阪鉄工所等の大株主を有する企業で、パフォーマンスに感応的な経営

<sup>11</sup> ただし、岡崎 [2005] は、三菱財閥のホワイトカラー職員を分析した結果、財閥全体を1つの内部労働市場と見なすことは困難だとしている。

<sup>12</sup> 財閥系企業に関しては、持株会社が安定株主として機能したため、長期的視野での経営が可能であったとの見解がある（橋本 [1992], 橋川 [1996]）。この場合でも、パフォーマンスに非感応的な経営者交代メカニズムが備わっていたと想定することができる。

者の更迭が観察された。株式が分散していても、ブロック・シェアホルダーからのモニタリングに直面している企業では、フリーライダー問題から脱却することが可能となり (Shleifer and Vishney [1986])、パフォーマンスに感応的な経営者交代がなされたと想定できる。

### 4.3 企業統治と経営者交代・在職年数

**経営者交代：**表 3 は、戦前各局面における経営者の交代頻度を統治構造別に要約したものである。まず、財閥系企業の高い交代頻度が指摘できる。全期間 (1914-37 年) で見た場合、全体の交代頻度が 8.8%であるのに対し、財閥系企業は 13.3%にも達する。一方、所有型企業に関しては、その交代頻度は極端に低く、全期間では 3%程度に過ぎない。この数値から判断する限り、エントレンチメントと呼ばれる状況が生じていた可能性が強い。さらに、公開型企業に着目した場合、サンプルとなる企業数が多いだけあって、ほぼ全体と同様の推移を示している。第 1 次大戦期に交代頻度は低く、1920 年代から 1930 年代初頭の不況局面において上昇に転じ、高橋財政の好況局面で再び低下している。

…表 3 about here…

**在職年数：**本稿が対象とする期間中、195 人もの経営者が退任した。彼らの在職年数を統治構造別に要約すると表 4 の通りとなる。同表によると、財閥系企業の経営者の任期は短く、7 割が 6 年以下に集中している。財閥本社の人事政策の下、傘下企業の経営者交代が一定の周期でなされていたことが示唆されている。逆に、所有型経営者は長期政権であり、10 年超の 2 つのカテゴリーで 5 割を超える<sup>13</sup>。公開型企業に関しては、その在職年数の分布について明確な傾向を読み取ることが困難である。2 年以内が 34 件 (26.2%) を数える一方、10 年を超えるケースも 33 件 (25.4%) に達し、幅広く交代件数が分布している。

…表 4 about here…

## 5. 経営者交代の決定要因

本節では、前節で提示した実証的推論を念頭に、戦前期日本企業の経営者選任メカニズムを計量的手法により分析する。推計期間は、企業統治のあり方が問われる不況局面の 1921 年から 1932 年までである。

### 5.1 推計式と変数

まず、経営者の交代を、パフォーマンス変数、コントロール変数に回帰させた基本推計を行う。推計に利用されるのは Probit Model であり、推計式は次式で与えられる。

---

<sup>13</sup> 在職年数が 2 年以下というケースが 20%を存在するが、業績悪化を受けて退任したというよりも、名義的に日本鉱業の社長に 1 年だけ就任した鮎川義介 (1929 年退任) のような事例が大半である。

$$\text{TURN} = F[\text{PF}, \text{TENU}, \text{DA}, \text{SIZE}, \text{YD}] \quad (1)$$

従属変数であるTURNは、経営者交代の有無を表すダミー変数であり、交代が観察された場合に1、交代が観察されなかった場合に0をとる離散量である。なお、死亡、その他の要因の交代（経営者の政界への進出による辞任等）は可能な限り遡及し、サンプルから除外した<sup>14</sup>。

一方、PFはパフォーマンス変数であり、株主利害と関連する株主資本利益率（ROE）、異常な収益の悪化を表す欠損ダミー（NPD）を採用した。ROEはt年とt-1年の値の平均値であり<sup>15</sup>、NPDはt年もしくはt-1年に当期利益が負に陥った場合に1の値を取るダミー変数である。なお、ROEに関しては、現数値とは別に、各社のROEを産業平均で標準化した値（NROE）も利用する。これは、企業のステークホルダーが、投資先の絶対的なパフォーマンス（基数的情報）を重視するか、同業他社と対比される相対的なパフォーマンス（序数的情報）を重視するかは、先見的に明らかではないためである。

TENUは経営執行者の在職年数（1期ラグ）を示している。経営者の交代に在職年数が与える影響には2つの経路が想定できる。第1は、在職年数に対応して経営者の交代が繰り返される経路であり、既述のように1970年代以降の日本企業で広く定着した経営者交代のパターンである。この場合、在職年数は経営者の交代に対し正の感応を示すであろう。第2は、任期が長期化するにつれ経営者としてのスキルが蓄積され、交代確率が鈍化するという経路である<sup>16</sup>。この場合、経営者の在職年数は負の値を取ることが期待される。

DAは、経営交代に与える負債の影響をコントロールするために加えられた変数（1期ラグ）であり、負債の値を総資産で除すことによって算出される。SIZEは企業規模を表し、総資産の1期ラグを対数変換したものである。このほか、年次ダミーYDも推計式に挿入した。なお、以上の変数の基本統計量は表5に要約されている。

…表5 about here…

## 5.2 基本推計

表6は、(1)式の推計結果を整理したものである。まず、パフォーマンス変数に関しては、いずれの尺度でも有意水準は高く、パフォーマンスの悪化に応じて経営者の交代頻度が高まるこ

<sup>14</sup> ただし、病気を理由とした交代はそれが強制された交代か真に健康上の理由なのかを判別できないため、原則として除外していない。一方、サンプル企業が吸収合併によって市場から退出してしまう場合、合併企業を通じ経営の規律が与えられたと判断し、被合併企業の経営者が更迭されたと認識している。

<sup>15</sup> 通常、経営者選任分析におけるパフォーマンス指標は、t-1年以前の業績を利用する。ただし、戦前日本企業は年2回決算が大半であり、t年上期のパフォーマンス悪化が原因となり、t年下期に経営者の交代が発生するということも想定される。そこで、これら両者の経路を考慮し、ROEとNROEに関してはt年とt-1年の平均値を用いた。

<sup>16</sup> 青木・新田 [2004] は、能力発揮という観点から、経営者交代と在職年数との関係（コスト、ベネフィット）を整理している。また海外では、Allgood and Farrell [2000] で両者の関係についての実証分析がなされている。

とを表している。この結果は、ROE と NPD、NROE と NPD を同時に推計式に挿入しても変わらない（コラム 4 と 5）。特に NPD の限界効果は大きく、コラム 3 の推計によれば、欠損を計上した場合、経営者の交代確率は 14.9% も上昇することになる。この期間の平均的な交代確率は 10%（表 5 の基本統計量を参照）であることから、欠損を計上した企業では直ちに経営者の更迭がなされたと考えられる。経営者の交代がパフォーマンスに強く感応するという意味で、戦前に有効なガバナンスのメカニズムが備わっていたと判断することができよう。

…表 6 about here…

興味深いのは、経営者の在職年数を表す TENU の効果である。1990 年代の日本企業を対象とした宮島・青木 [2002] では、在職年数が長期化するにつれ、経営者交代の頻度も高まるという関係が計測されている。前述のような「社長職のポスト化」が原因であろう。ところが、表 6 の推計では、一貫して有意に負の符号を示しており、在職年数が長いほど経営者の交代頻度が低下するという関係になっている。コラム 1 の推計によれば、在職年数が 10 年長い場合、経営者の交代確率は 5% 低下する。無視できない大きさである。戦前期には、任期を重ねるにつれ経営者としてのスキルが蓄積され、それが交代確率を低下させるという関係が成立していたのである。

### 5.3 企業統治構造の影響 I : 財閥系企業・所有型企业

次に、経営者の交代に与える企業統治の効果を捉えるために、ガバナンス変数とパフォーマンス変数の交差項を挿入した推計を行う。

$$\text{TURN} = F [ \text{PF}, \text{GOV}, \text{PF} \times \text{GOV}, \text{TENU}, \text{DA}, \text{SIZE}, \text{YD} ] \quad (2)$$

GOV 変数は統治構造を表し、財閥系企業<sup>17</sup>の場合に 1 の値を取るダミー変数 OLD、所有型企业に 1 の値を与える OWN から成る。公開型企业に関しては、リファレンス・グループとして扱っている（この企業群を対象とした検討は後述）。また、各社の所有構造は、作業量の制約から、1921 年と 1928 年の 2 時点について観測している。

ここでの分析の焦点は、GOV 変数とパフォーマンス変数との交差項である。この交差項の符号が負であるならば、経営者交代に対するパフォーマンス感応度をそのガバナンス要因が増幅するという意味で、有効な企業統治構造が備わっていたと解釈できる<sup>18</sup>。

…表 7 about here…

推計結果は、表 7 に要約されている。同表によると、いずれのコラムでも OLD 変数は有意な効果が得られておらず、符号も安定していない。財閥系企業の経営者交代に関しては、本社

<sup>17</sup> 財閥系企業でも、投資先としての色彩が濃い傍系企業と、スピノフにより形成された直系企業とでは、財閥本社の実効的支配の程度が異なる可能性がある。そこで、財閥系企業を直系のみに限定した推計も試みたが、結果に有意な差異は生じなかった。

<sup>18</sup> ただし、NPD は欠損の場合に 1 を取るダミー変数であるので、ROE や NROE とは交差項の解釈が逆となる。

の人事政策に依存するため、パフォーマンスとは相関しない可能性があるとの仮説を提示したが、その見方と統合的な結果となっている。

一方、OWN変数は、すべてのコラムで負の符号を示している。パフォーマンスや負債の状態をコントロールしたとしても、所有型経営者の交代頻度は有意に低いといえる。また、パフォーマンスとの交差項に関しても、コラム 6 から 8 で有意水準は劣るものの、コラム 9 でROEとOWNの交差項が、コラム 10 でNROEとOWNの交差項が有意に正となっており、経営者交代のパフォーマンス感応度が緩和されるという効果が得られている<sup>19</sup>。たとえば、コラム 9 においてROEが平均から 1 標準偏差 (0.191) 低下した場合、経営者の交代確率は約 4% (限界効果  $0.213 \times$  標準偏差  $0.191$ ) 低下することとなる。この時期、所有型経営者による不適切な居座り、すなわちエントレンチメントが発生していたと判断できよう。

#### 5.4 企業統治構造の影響Ⅱ：株式集中度

5.3 の推計では、公開型企業をリファレンス・グループとして扱っていたため、その経営者選任メカニズムを観察することができなかった。そこで、株式集中度の高低によってサンプルを分割し、株式の分散・集中が経営者の交代に与える効果を分析する。

サンプル分割の基準として、ここでは「少数株主権」のあり方に注目する。1899 年公布の新商法では、総株数の 10%以上を保有する株主に対し、①臨時株主総会を請求する権利、②検査役の選任を請求する権利、③訴訟提起を請求する権利、④清算人の解任を請求する権利、を認めている(橋本 [1924], 浅木 [2003])。これら少数株主権を有する保有比率 10%以上(ただし、経営者の保有分を除く)のブロック・シェアホルダーが存在する企業を「集中型」、その他明確なブロック・シェアホルダーを欠く企業を「分散型」と定義し、サンプルを分割の上、(1)式と同様のスペックで推計を行った<sup>20</sup>。推計結果は、表 8 の通りである。

…表 8 about here…

パネル A は集中型企業を、パネル B は分散型企業をサンプルとした推計結果である。両パネルで注目されるべきは、経営者交代のパフォーマンス感応度の差異である。集中型企業の場合、パフォーマンス変数の限界効果は相対的に大きく、ROE では $-0.755$ となっている(コラム 1)。これは、ROE の 1 標準偏差 (0.210) の低下が経営者の交代確率を 15.9%引き上げることを意味している。集中型企業の経営者交代確率は 14%であることから、それを上回る頻度である。モニターにインセンティブを有する外部大株主が存在する企業では、経営者交代のパフォーマンス感応度が高く、企業統治のメカニズムが有効に機能していたと解釈できる。

それに対し、分散型企業の場合(パネルB)、経営者交代のパフォーマンス感応度は小さい。

<sup>19</sup> さらに、結果は掲載していないが、1 期ラグのパフォーマンス変数を用いた場合、NPDを除き、パフォーマンスとOWNの交差項はすべてのコラムで有意に正となった。

<sup>20</sup> 公開型企業に対するブロック・シェアホルダーと財閥系企業に対する持株会社のモニタリング能力を区別するため、以下の推計ではサンプルから財閥系企業を除外している。なお、所有型企業に関しては、株式が分散し、公開型企業に類似した性質を持つ企業も多く存在したため、サンプルから除いていない。

たとえば、ROEの限界効果は-0.102（コラム 1）に過ぎず、ROEが 1 標準偏差（0.205）低下しても、経営者の交代確率の上昇は 2.1%にとどまる。株式が広範に分散した企業では、零細株主によるフリーライドに直面し、経営者の努力水準が劣っている場合でも、有効な経営規律が与えられないということを示唆している。もっとも、欠損を示すNPDの限界効果の値は大きく、集中型企業のそれに遜色ない。また、ROEやNROEと同時に推計式に加えても、NPDのみは一貫して正に有意である（コラム 4 と 5）。すなわち、株式が分散しフリーライダー問題が発生している企業では、単なる収益の低迷ではなく、異常な収益の悪化を通じ、経営者の更迭がなされたと理解できる。固定資産の評価益計上、蛸配当等によってぎりぎりまで資産内容の劣化を糊塗し、突如巨額の欠損を計上するというのが大恐期に広く見られた経営破綻のパターンであったが（高橋 [1930]）、その特質がダイレクトに表れた結果といえよう<sup>21</sup>。

## 6. 結論

本稿では、経営者選任メカニズムの観点から、戦前日本における企業統治の特性と有効性に関する検討を行った。その結果、以下のようなファクト・ファインディングが得られた。

まず、戦前における経営者の交代頻度は、1970 年代以降に比べ、相対的に低く、在職年数も長期に及んだ。その理由として、「社長職のポスト化」が進展したという石油ショック期以降の要因のほか、内部・外部の経営者市場が未発達という戦前特有の要因もあった。

次に、計量分析の結果から、戦前日本企業には、経営者交代に対しパフォーマンスが強く感応するという意味で、有効な企業統治のメカニズムが機能していたことが確認された。また、経営者の在職年数が長期化するにつれ、交代確率が低下するという関係も明らかとなった。これは 1970 年代以降の経営者選任のパターンとは異質であり、戦前期の経営者にとって経験の蓄積が極めて重要であったことを示唆する結果といえる。

統治構造の効果に着目すると、財閥系企業に関しては、経営者交代とパフォーマンスの間に明確な相関は見られなかった。本社の人事政策に基づき、財閥組織内の経営者の配置（内部労働市場を通じた本社への昇進や他の傘下企業への出向等）がなされるため、パフォーマンスの悪化のみが経営者交代のポイントとはなり得ないからであろう。

一方、所有型企业については、経営者の交代頻度は有意に低く、資質の劣った経営者がその地位を占め続けるという「エンタレチメント」と称される状態が観察された。もっとも、詳細な言及はできなかったが、これら所有型企业にまったく経営の規律が与えられなかったわけではない。1920 年代から 1930 年代初頭にかけて、非効率な経営を続けた多くの所有型企业が、

---

<sup>21</sup> このような「粉飾決算→突然の欠損計上→経営者の更迭」という経路を辿った象徴的な企業としては、塩水港製糖の事例が知られている。同社は 1920 年代、固定資産の膨張、思惑取引の失敗に苦しみながらも、楨哲の下、経営を続けていた。ただ、金融恐慌が発生したことにより、鈴木商店への売掛金 800 万円が回収不可能となり、1928 年、1,800 万円あまりの欠損を計上するに至った。これを契機とし、債権者による経営関与が強まるとともに疑獄事件にも遭遇し（その後不起訴）、楨は社長を退任した（高橋 [1930]、小野 [1938]）。

外部株主による株式取得（系列化）や吸収合併、または銀行の管理下に置かれ、やがて市場からの退出、あるいは公開型企業への転向を迫られた。その典型的事例は、金融恐慌を契機に破綻した鈴木商店系の帝国人造絹糸、神戸製鋼であり、両社はDES（Debt-Equity Swap）で大株主となった台湾銀行の下で、抜本的な企業再編に入った。

株式が分散した企業では、零細株主によるフリーライドが顕在化し、資質に劣った経営者を更迭できないという企業統治の空洞化が生じていた。ただし、株式の分散が直ちにフリーライダー問題をもたらすわけではなく、ブロック・シェアホルダーが存在する企業では、経営者交代に対するパフォーマンス感応度は極めて高かった。戦前期には法人等のブロック・シェアホルダーが企業統治の効率性維持・向上に寄与していたといえよう。

## 参考文献

- 青木英孝・新田敬祐 [2004] 「経営トップ交代の効果とガバナンスの影響：在任期間とエンブレチメント」『ニッセイ基礎研 所報』33, pp.99-132。
- 浅木慎一 [2003] 『日本会社法成立史』信山社出版。
- 麻島昭一 [1982] 「住友財閥の経営者層の考察：住友合資会社設立以降を中心に」『専修経営学論集』33, pp.1-70。
- 麻島昭一 [1987] 「三菱財閥の経営者層の変質：コンツェルン形成後の性格」『専修経営研究年報』12, pp.115-194。
- 伊丹敬之 [1995] 「戦後日本のトップ・マネジメント」森川英正・米倉誠一郎編『日本経営史 5 高度成長を超えて』岩波書店。
- 岡崎哲二 [1999] 『持株会社の歴史：財閥と企業統治』筑摩書房。
- 岡崎哲二 [2005] 「戦前期三菱財閥の内部労働市場」『三菱資料館論集』6, pp.133-164。
- 小佐野広 [2001] 『コーポレート・ガバナンスの経済学：金融契約理論から見た企業論』日本経済新聞社。
- 小野文英 [1938] 『製糖コンツェルン読本』春秋社。
- 橘川武郎 [1996] 『日本の企業集団：財閥の連続と断絶』有斐閣。
- 齊藤直 [2004] 「戦前期企業財務データベースの構築をめぐって：財務諸表の形式における裁量性を中心に」『季刊 企業と法創造』（早稲田大学）1-3, pp.94-103。
- 高橋亀吉 [1930] 『株式会社亡国論』萬里閣書房。
- 田中一弘・守島基博 [2004] 「戦後日本の経営者群像」『一橋ビジネス・レビュー』52-2, pp.30-48。
- 橋本寿朗 [1992] 「財閥のコンツェルン化」法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会。
- 橋本良平 [1924] 『会社の組織及其経営』文雅堂。
- 宮島英昭 [1995] 「専門経営者の制覇：日本型経営者企業の成立」山崎広明・橘川武郎編『日本経営史 4 「日本的」経営の連続と断絶』岩波書店。
- 宮島英昭 [1998] 「戦後日本企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容：Logit モデル

- ルによる経営者交代分析からのアプローチ」『経済研究』（一橋大学） 49・2, pp.97-112。
- 宮島英昭 [2004] 『産業政策と企業統治の経済史：日本経済発展のマイクロ分析』 有斐閣。
- 宮島英昭・青木英孝 [2002] 「日本企業における自律的ガバナンスの可能性：経営者選任の分析」伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』 東洋経済新報社。
- 宮島英昭・近藤康之・山本克也 [2001] 「企業統治・外部役員・企業パフォーマンス：日本企業システムの形成と変容」『日本経済研究』 43, pp.18-45。
- 森川英正 [1981] 『日本経営史』 日本経済新聞社。
- 森川英正 [1996] 『トップ・マネジメントの経営史：経営者企業と家族企業』 有斐閣。
- 由井常彦 [1979] 「明治時代における重役組織の形成」『経営史学』 14-1, pp.1-27。
- Allgood, S. and K. A. Farrell [2000] “The Effect of CEO Tenure on the Relation Between Firm Performance and Turnover,” *Journal of Financial Research*, 23, pp.373-390.
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin [1997] “Ownership Structure and Top Executive Turnover,” *Journal of Financial Economics*, 45, pp.193-221.
- Frankl, J. L. [1999] “An Analysis of Japanese Corporate Structure, 1915-1937,” *Journal of Economic History*, 59, pp.997-1015.
- Franks, J., C. Mayer and H. Miyajima [2007] “Evolution of Ownership : The Curious Case of Japan,” mimeo.
- Fruin, W. M. [1992], *The Japanese Enterprise System : Competitive Strategies and Cooperative Structure*, New York, Oxford University Press.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling [1976] “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Kang, J. K. and A. Shivdasani [1995] “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan,” *Journal of Financial Economics*, 38, pp.29-58.
- Kaplan, S. N. and B. A. Minton [1994] “Appointments of Outsiders to Japanese Boards,” *Journal of Financial Economics*, 36, pp.225-258.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [1986] “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 94, pp.461-468.
- Volpin, P. F. [2002] “Governance with Poor Investor Protection : Evidence from Top Executive Turnover in Italy,” *Journal of Financial Economics*, 64, pp.61-90.



表1 経営執行者の内訳

役職	1914年時点		1921年時点		1928年時点		1933年時点		1937年時点	
	人数	(%)	人数	(%)	人数	(%)	人数	(%)	人数	(%)
会長	0	0.0	1	1.3	2	2.2	3	3.4	2	2.5
社長	30	60.0	55	72.4	68	73.1	63	71.6	55	68.8
副社長	0	0.0	0	0.0	1	1.1	0	0.0	0	0.0
専務	18	36.0	14	18.4	11	11.8	12	13.6	14	17.5
常務	1	2.0	6	7.9	9	9.7	9	10.2	7	8.8
取締役	1	2.0	0	0.0	2	2.2	1	1.1	2	2.5
計	50	100.0	76	100.0	93	100.0	88	100.0	80	100.0

注) 原則として社長を経営執行者としている。定義の詳細については本文を参照。

表2 戦前期日本企業の所有構造・財務指標

統治タイプ	変数	1914年時点			1921年時点			1928年時点		
		企業数	平均	標準偏差	企業数	平均	標準偏差	企業数	平均	標準偏差
全サンプル	経営者保有比率	50	0.061	0.085	76	0.095	0.183	93	0.078	0.183
	首位株主保有比率	50	0.130	0.140	76	0.222	0.281	93	0.207	0.255
	5大株主集中度	50	0.322	0.208	76	0.433	0.318	93	0.409	0.311
	株主数(人)	49	1103.9	1297.0	75	3392.8	3554.1	92	4217.4	4648.1
	総資産(千円)	50	10188.7	11251.7	76	35864.4	34655.9	92	44101.1	40821.9
	売上高(千円)	48	6683.5	10426.5	76	21480.5	24957.4	88	26371.4	30879.5
	負債比率	50	0.341	0.175	76	0.305	0.183	92	0.389	0.210
	I	経営者保有比率	4	0.010	0.020	12	0.009	0.018	16	0.025
首位株主保有比率	4	0.409	0.224	12	0.680	0.330	16	0.527	0.315	
5大株主集中度	4	0.645	0.277	12	0.838	0.252	16	0.745	0.291	
株主数(人)	4	909.3	1494.3	11	1744.2	2731.8	15	1888.1	2386.0	
総資産(千円)	4	20062.5	12700.1	12	54062.3	41310.3	16	53267.3	41021.4	
売上高(千円)	4	5589.3	3143.3	12	27823.8	26851.9	15	26444.9	25990.0	
負債比率	4	0.340	0.108	12	0.322	0.171	16	0.340	0.194	
II	経営者保有比率	10	0.133	0.110	26	0.236	0.255	24	0.275	0.280
	首位株主保有比率	10	0.050	0.025	26	0.058	0.060	24	0.064	0.073
	5大株主集中度	10	0.289	0.162	26	0.405	0.307	24	0.411	0.312
	株主数(人)	10	803.3	923.1	26	3486.2	3591.0	24	3277.7	3147.8
	総資産(千円)	10	8041.6	9486.8	26	35466.1	42547.0	24	33426.7	27581.7
	売上高(千円)	10	6835.2	11222.1	26	17881.3	18283.5	23	18869.7	19476.1
	負債比率	10	0.450	0.093	26	0.333	0.190	24	0.414	0.229
	III	経営者保有比率	36	0.047	0.070	38	0.025	0.048	54	0.011
首位株主保有比率	36	0.122	0.110	38	0.189	0.192	54	0.177	0.203	
5大株主集中度	36	0.295	0.185	38	0.325	0.238	54	0.317	0.251	
株主数(人)	35	1212.1	1381.7	38	3806.0	3680.2	54	5210.6	5350.9	
総資産(千円)	36	9688.0	11294.2	38	30390.2	23785.2	53	45748.3	44973.8	
売上高(千円)	34	6767.6	10928.4	38	21939.9	28283.8	51	29592.6	35604.5	
負債比率	36	0.311	0.188	38	0.281	0.183	53	0.393	0.205	

統治タイプ	変数	1933年時点			1937年時点		
		企業数	平均	標準偏差	企業数	平均	標準偏差
全サンプル	経営者保有比率	88	0.063	0.174	80	0.050	0.129
	首位株主保有比率	88	0.224	0.265	80	0.193	0.225
	5大株主集中度	88	0.418	0.309	80	0.370	0.271
	株主数(人)	87	4288.1	5001.2	79	4856.8	4883.8
	総資産(千円)	88	44728.0	48234.3	80	75353.4	80327.8
	売上高(千円)	87	24308.9	30092.6	80	48161.8	61044.2
	負債比率	88	0.337	0.190	80	0.351	0.160
	I	経営者保有比率	17	0.003	0.005	16	0.003
首位株主保有比率		17	0.479	0.312	16	0.342	0.243
5大株主集中度		17	0.667	0.330	16	0.557	0.252
株主数(人)		16	2488.6	3174.0	15	4707.9	4574.6
総資産(千円)		17	60695.9	76845.2	16	109293.2	105104.4
売上高(千円)		16	28122.3	35039.0	16	60482.4	72219.2
負債比率		17	0.326	0.185	16	0.354	0.149
II		経営者保有比率	13	0.356	0.325	13	0.237
	首位株主保有比率	13	0.050	0.042	13	0.056	0.055
	5大株主集中度	13	0.465	0.305	13	0.307	0.170
	株主数(人)	13	3656.2	4234.7	13	5312.0	5637.6
	総資産(千円)	13	35665.7	39685.3	13	64530.7	80554.4
	売上高(千円)	13	16777.4	13249.1	13	32024.2	30685.3
	負債比率	13	0.255	0.139	13	0.308	0.140
	III	経営者保有比率	58	0.015	0.025	51	0.018
首位株主保有比率		58	0.189	0.228	51	0.181	0.222
5大株主集中度		58	0.335	0.264	51	0.328	0.275
株主数(人)		58	4926.1	5467.7	51	4784.5	4863.6
総資産(千円)		58	42078.9	38209.5	51	67464.3	69721.2
売上高(千円)		58	24945.1	31445.5	51	48410.0	63092.8
負債比率		58	0.358	0.198	51	0.360	0.168

注) 統治タイプの定義については以下の通り。

統治タイプ I : 3大財閥系企業(傍系企業も含む)。

統治タイプ II : 所有型企业(首位株主と経営執行者が一致する企業)。

統治タイプ III : 公開型企业(財閥系企業、所有型企业を除く企業)。

表3 統治構造別に見た経営者交代

統治タイプ	定義	14-37年	14-20年	21-27年	28-32年	33-37年
全サンプル	交代件数 (a)	160	23	57	43	37
	サンプル・サイズ (b)	1823	396	568	455	404
	交代頻度 (a / b, %)	8.8	5.8	10.0	9.5	9.2
財閥系企業	交代件数 (a)	40	3	14	9	14
	サンプル・サイズ (b)	301	46	90	83	82
	交代頻度 (a / b, %)	13.3	6.5	15.6	10.8	17.1
所有型企业	交代件数 (a)	15	0	5	7	3
	サンプル・サイズ (b)	452	86	196	111	59
	交代頻度 (a / b, %)	3.3	0.0	2.6	6.3	5.1
公開型企业	交代件数 (a)	105	20	38	27	20
	サンプル・サイズ (b)	1077	264	285	265	263
	交代頻度 (a / b, %)	9.7	7.6	13.3	10.2	7.6

注 1) 経営者の交代には、死亡・財界への進出等を含まず。  
 2) 統治タイプの定義については表2と同様。

表4 在職年数の分布

経営者の 在職年数	全サンプル		財閥系企業		所有型企业		公開型企业	
	交代件数	(%)	交代件数	(%)	交代件数	(%)	交代件数	(%)
2年以内	51	26.2	13	30.2	4	17.4	34	26.2
3-4年	30	15.4	9	20.9	3	13.0	18	13.9
5-6年	28	14.4	8	18.6	0	0.0	20	15.4
7-8年	20	10.3	4	9.3	2	8.7	14	10.8
9-10年	14	7.2	2	4.7	1	4.4	11	8.5
11-20年	31	15.9	4	9.3	7	30.4	20	15.4
20年超	21	10.8	3	7.0	6	26.1	13	10.0
計	195	100.0	43	100.0	23	100.0	130	100.0

注 1) 1937年時点で退任済みの経営者に限る。  
 2) 死亡・財界へ進出した経営者も含む。  
 3) 統治タイプの定義については表2と同様。

表5 基本統計量

Variable	全サンプル			集中型企業			分散型企業		
	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.
TURN	948	0.100	0.300	241	0.141	0.349	542	0.074	0.262
ROE	962	0.049	0.191	242	0.047	0.210	553	0.050	0.205
NROE	958	-0.006	0.171	242	-0.006	0.208	551	-0.009	0.170
NPD	993	0.212	0.409	253	0.237	0.426	567	0.210	0.408
OLD	993	0.174	0.379	253	0.000	0.000	567	0.000	0.000
OWN	993	0.286	0.452	253	0.091	0.288	567	0.444	0.497
TENU	968	9.761	8.401	247	6.486	6.351	554	11.942	9.153
DA	966	0.361	0.200	246	0.384	0.212	553	0.364	0.203
SIZE(千円)	966	41944	39498	246	22139	13042	553	48530	44885

注 1) 「集中型企業」と「分散型企業」の値は、サンプルから財閥系企業を除いたものである。

2) 推計の際、SIZEは対数変換している。

表6 基本推計(1921-32年)

従属変数：TURN(1:経営者の交代あり 0:交代なし)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ROE	-0.178 (3.40)***			-0.096 (2.54)**	
NROE		-0.176 (3.65)***			-0.087 (2.32)**
NPD			0.149 (5.67)***	0.116 (4.60)***	0.123 (4.82)***
TENU	-0.005 (3.19)***	-0.005 (3.24)***	-0.004 (3.03)***	-0.004 (3.01)***	-0.004 (3.02)***
DA	0.012 (0.26)	0.021 (0.43)	-0.000 (0.00)	-0.026 (0.50)	-0.021 (0.41)
SIZE	0.011 (1.03)	0.011 (0.98)	0.014 (1.37)	0.016 (1.47)	0.016 (1.43)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	941	935	945	941	935
Log pseudolikelihood	-282.11	-283.68	-277.49	-274.28	-274.83
Pseudo R2	0.08	0.08	0.10	0.11	0.11

注 1) 上段は限界効果を、下段は漸近的なt値を表す。

2) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

3) 標準誤差は、企業ごとにクラスタリングしたロバストな標準誤差を用いている。

表7 経営者交代と統治構造の効果(1921-32年)

従属変数：TURN(1:経営者の交代あり 0:交代なし)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
ROE	-0.169 (3.29)***			-0.081 (2.23)**		-0.189 (2.76)***			-0.098 (2.25)**	
NROE		-0.167 (3.45)***			-0.073 (2.00)**		-0.192 (2.93)***			-0.101 (2.51)**
NPD			0.153 (5.92)***	0.125 (4.89)***	0.131 (5.12)***			0.179 (5.26)***	0.136 (4.15)***	0.138 (4.33)***
OLD	0.008 (0.33)	0.013 (0.51)	0.010 (0.40)	0.008 (0.32)	0.011 (0.43)	0.013 (0.50)	0.012 (0.50)	0.027 (1.02)	0.032 (1.21)	0.009 (0.34)
OWN	-0.055 (2.32)**	-0.056 (2.36)**	-0.062 (2.99)***	-0.060 (2.79)***	-0.060 (2.80)***	-0.058 (2.40)**	-0.055 (2.29)**	-0.057 (2.21)**	-0.073 (2.83)***	-0.064 (2.43)**
ROE × OLD						-0.119 (0.97)			-0.122 (0.92)	
ROE × OWN						0.132 (1.23)			0.213 (2.37)**	
NROE × OLD							0.245 (1.36)			0.354 (1.51)
NROE × OWN							0.082 (0.57)			0.207 (1.91)*
NPD × OLD								-0.041 (1.35)	-0.045 (1.18)	0.006 (0.11)
NPD × OWN								-0.017 (0.55)	0.034 (0.88)	0.024 (0.61)
TENU	-0.004 (2.30)**	-0.004 (2.32)**	-0.003 (1.96)**	-0.003 (2.02)**	-0.003 (1.99)**	-0.004 (2.31)**	-0.004 (2.28)**	-0.003 (1.91)*	-0.003 (1.96)**	-0.003 (1.89)*
DA	0.035 (0.73)	0.044 (0.90)	0.021 (0.45)	-0.001 (0.02)	0.003 (0.06)	0.039 (0.82)	0.047 (0.96)	0.017 (0.35)	0.001 (0.03)	0.005 (0.10)
SIZE	0.006 (0.57)	0.006 (0.50)	0.009 (0.88)	0.011 (0.97)	0.010 (0.94)	0.007 (0.63)	0.006 (0.51)	0.009 (0.84)	0.011 (1.00)	0.011 (1.01)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	941	935	945	941	935	941	935	945	941	935
Log pseudolikelihood	-278.38	-279.80	-271.99	-269.40	-269.84	-277.34	-278.86	-271.36	-267.59	-267.38
Pseudo R2	0.10	0.09	0.12	0.12	0.12	0.10	0.09	0.12	0.13	0.13

注 1) 上段は限界効果を、下段は漸近的なt値を表す。

2) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

3) 標準誤差は、企業ごとにクラスタリングしたロバストな標準誤差を用いている。

表8 株式集中・分散と経営者交代(1921-32年)

パネルA: 集中型企業(首位株主の保有比率が10%以上)

従属変数: TURN(1:経営者の交代あり 0:交代なし)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ROE	-0.755 (3.38)***			-0.530 (1.41)	
NROE		-0.512 (2.26)**			-0.290 (1.67)*
NPD			0.179 (3.18)***	0.078 (0.90)	0.130 (2.17)**
TENU	-0.003 (0.66)	-0.004 (0.89)	-0.005 (1.05)	-0.004 (0.73)	-0.004 (0.88)
DA	-0.035 (0.28)	0.026 (0.20)	0.039 (0.31)	-0.038 (0.31)	-0.007 (0.05)
SIZE	0.037 (1.09)	0.026 (0.69)	0.031 (0.93)	0.037 (1.11)	0.028 (0.82)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	214	214	218	214	214
Log psudolikelihood	-81.19	-83.33	-83.76	-80.74	-81.73
Pseudo R2	0.13	0.11	0.11	0.14	0.13

パネルB: 分散型企業(首位株主の保有比率が10%未満)

従属変数: TURN(1:経営者の交代あり 0:交代なし)

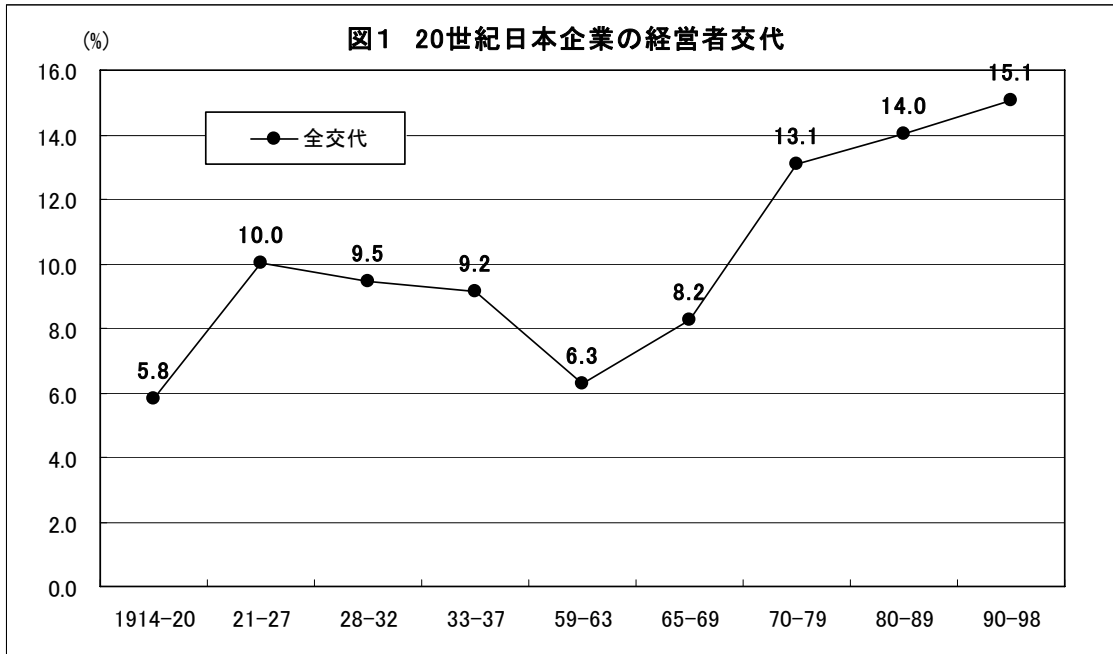
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ROE	-0.102 (2.53)**			-0.028 (1.07)	
NROE		-0.133 (2.54)**			-0.047 (1.47)
NPD			0.157 (4.39)***	0.142 (4.33)***	0.137 (4.17)***
TENU	-0.003 (1.97)**	-0.003 (1.95)*	-0.002 (1.62)	-0.002 (1.65)*	-0.002 (1.63)
DA	0.056 (1.03)	0.053 (0.95)	0.014 (0.25)	0.004 (0.08)	0.001 (0.01)
SIZE	0.008 (0.72)	0.009 (0.81)	0.011 (1.11)	0.012 (1.17)	0.013 (1.21)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	540	537	540	540	537
Log psudolikelihood	-127.92	-127.14	-120.26	-119.97	-119.55
Pseudo R2	0.10	0.11	0.16	0.16	0.16

注 1) サンプルから財関係企業を除外した推計。

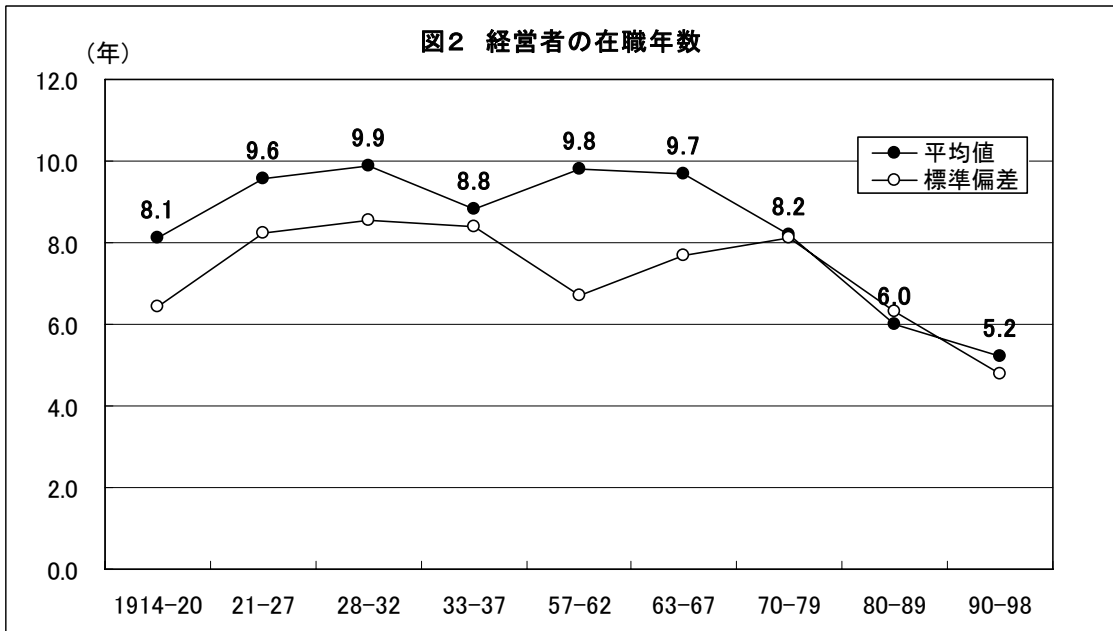
2) 上段は限界効果を、下段は漸近的なt値を表す。

3) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

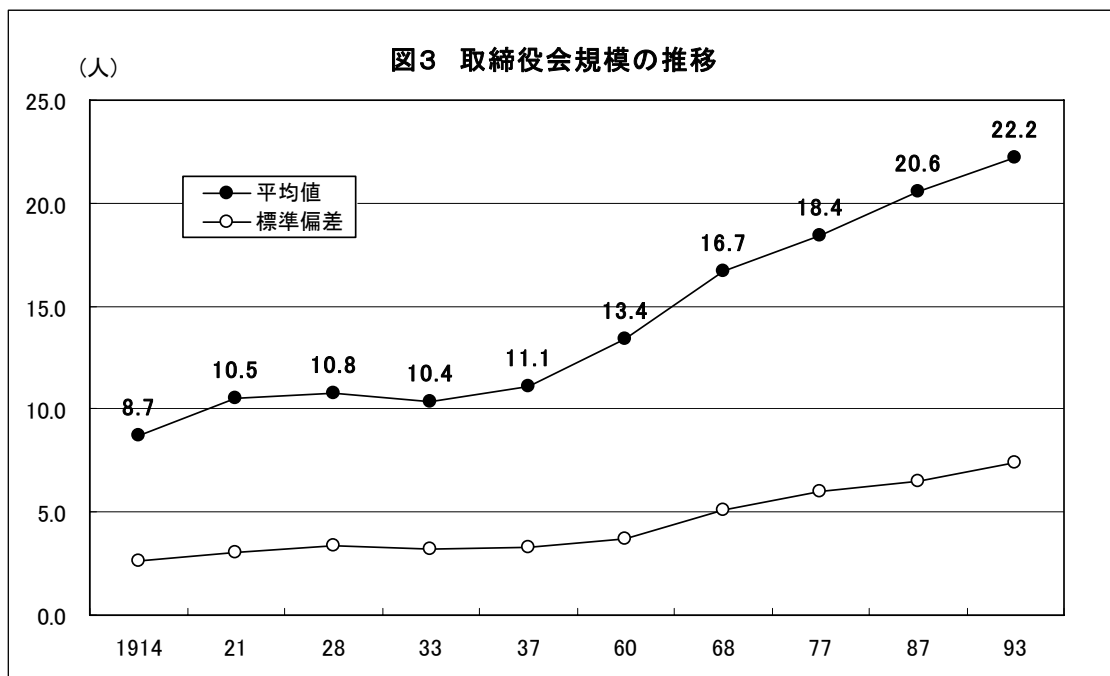
4) 標準誤差は、企業ごとにクラスタリングしたロバストな標準誤差を用いている。



出所) 戦前はWHMD、1960年代までは宮島 [1998]、1970年代以降は宮島・青木 [2002]。



出所) 図1と同様。



出所) 戦前はWHMD、戦後は宮島・近藤・山本 [2001]。