

高度成長期の新規上場企業のコーポレート・ガバナンスと企業家の役割

岡 室 博 之

本稿の目的は、高度成長期における二部市場への新規上場企業のデータを用いて、当時の成長産業における新興中堅企業の経営成果に対する株式所有構造と社長属性の影響を計量的に検証することである。コーポレート・ガバナンスに関する従来の分析は1980年代以降の大企業に集中し、またここでは企業家(社長)の属性は考慮されていない。本稿は、1964年度末から1971年度末までの8年間にわたる86社のデータをプールして、社長属性(年齢、学歴、持株比率、創業者か否か)と株式所有構造(金融機関と事業法人の持株比率)が利益率にどのように影響するかを分析した。その結果、利益率に対して社長の年齢と持株比率、および金融機関の合計持株比率が有意な正の効果を持つことが明らかになった。この結果は、高度成長期に台頭した新しい中堅企業において、企業家の属性と銀行からの支援がともに重要な成果要因であったことを示唆する。

1. はじめに

1961年10月に証券取引所の二部市場が開設され、その後の3年間に約600社が二部市場に上場した。この中には、その後世界的な大企業へと成長を遂げた中堅企業が多数含まれている。1960年代前半は、年間の新規上場企業数から見れば、戦後最大の上場ラッシュであった。この時期に二部市場に上場した企業の中には古い伝統を持つ大企業も含まれるが、一部上場企業に比べると比較的若い中堅企業が多い。この時期の二部市場は、株式店頭登録制度と並んで、新興企業のための株式公開市場の役割を担っていたと考えられる。

高度成長期は日本型企业システムが形成された時期であるとされるが、1960年代の日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する本格的な研究は少なく、また従来の研究は大手都市銀行を中核とする企業集団や東証一部上場の成熟した大企業を主な対象にしており、新規上場の中堅企業は注目されていない。従って、研究関心も系列や株式持ち合い等に集中し、経営者の役割は全く考慮されていない。

高度成長期に新規上場された中堅企業は、日本型の企業システムが形成された時期における新興企業としてきわめてユニークな存在である。

不完全な資本市場で、比較的若く規模の小さい企業が大企業よりも資金制約を強く受け、金融機関への依存度が高くなるとすれば、メインバンクを中心とする日本型のガバナンスはそのような企業でこそ重要であり、有効に機能することが期待される。また、上場後しばらくは創業者とその同族の支配がかなり強く残っていることが多いため、企業家の属性も経営成果に対して重要な意味を持つと考えられる。

そこで、本研究の目的は、高度成長期の新規上場企業のデータを用いて、利益率に対するガバナンス構造(株式所有)と社長属性(年齢、学歴等)の影響を計量的に検証することである。本研究は、全国の証券取引所の二部市場に1961年から1964年までに上場された企業のうち、成長産業で戦後に設立された中堅企業86社を対象とする¹⁾。従って、本研究の主な特徴と貢献は、高度成長期に新規上場した新興企業を対象にすることと、ガバナンス属性とともに社長属性を考慮することである。

本稿の構成は以下の通りである。まず、第2節で関連する分野の先行研究を展望し、本研究の位置づけと貢献を明確にする。第3節ではサンプル企業とデータについて説明を行う。第4節では分析モデルと変数を説明し、いくつかの仮説を提示する。第5節で回帰分析の結果を示

し、推定結果について考察する。最後に第6節で本稿の議論をまとめ、分析の制約と今後の課題にも触れる。

2. 関連する先行研究の展望

本稿に関連する研究分野として、コーポレート・ガバナンス研究、IPO(新規株式公開)研究、企業家(起業家)研究、同族会社の研究が挙げられる。

コーポレート・ガバナンスの実証分析においては、日本企業に関するいくつかの研究が、株式所有構造と経営成果(特に利益率)の関係を分析している。Lichtenberg and Pushner(1994)は、利益率に対して金融機関の持株比率が有意な正の効果を持つが、事業法人の持株比率は負の効果を持つことを明らかにした。彼らはその理由として、金融機関によるモニタリングが経営効率を高める一方で、事業法人による株式所有は経営者を株式市場の圧力から保護し、怠慢にすると考えている。高度成長期の新規上場企業のデータに基づく岡室(2001)の分析結果は、事業法人の持株比率が高いほど利益率が低いという点で、Lichtenberg and Pushner(1994)の結果と一致している。

他方、他のいくつかの研究は、メインバンクが融資先企業の金融取引を占有することによって融資先に対して支配力を行使する可能性を指摘し、メインバンク関係の負の側面を強調している。例えばWeinstein and Yafeh(1995)(1998)は6大銀行の融資系列企業の利益率が有意に低いことを示し、Morck *et al.*(2000)はメインバンクの持株比率が利益率に負の効果を与えることを検証した。

いずれにせよ、日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するこれまでの研究は、主に1970年代後半以降の時期を扱い、また大企業と中堅企業、古い企業と新しい企業を区別せず、上場企業を一括して分析対象にしている²⁾。さらに、株式所有構造と融資関係に考察を限定し、企業家の属性を考慮していない。

次に、株式公開(IPO)前後の新規上場企業の経営成果については、株式所有構造の視点から

いくつかの研究が行われている。Kutsuna *et al.*(2002)は、最近のジャスダック上場企業に関して、筆頭株主とベンチャーキャピタルの持株比率が上場後の利益率に有意に影響することを発見した。岡室・比佐(2005)はベンチャーキャピタルの持株比率と属性がIPO前後の成長率に有意に影響することを明らかにした。それに対して長瀬(2006)は、銀行による株式所有が上場後の利益率に有意な負の効果を与えることを示した。しかし、これらの研究においても、IPO前後の持株比率を除いて、企業家の属性には関心が払われていない。

それに対して、主として企業家の属性に注目するのは、新規開業企業の経営成果に関する研究である。開業間もない時期には、創業者の属性が経営成果を大きく左右すると考えられる(Storey 1994)。例えばHonjo(2004)、安田(2004)と岡室(2005)は、開業後の成長率に対する創業者属性(年齢、学歴、職業経験等)の影響を分析し、Harada(2003)、本庄(2004)、本庄(2005)は、開業後の収支状況(黒字・赤字)に関して同様の分析を行っている。創業者の属性の影響は、企業が成長する過程で徐々に弱くなると考えられるが、長く存続する可能性もある。上場後も企業家の属性が経営成果に有意に影響しうるとは、経営学や経営史におけるさまざまな事例研究によって示唆されているが、計量的な検証は十分に行われていない。

これに関連して、Saito(2006)は、1990年時点で上場されている企業の約4割で創業者の一族が大株主になっており、全体の約4分の1では創業者一族が筆頭株主であること、従って日本の上場企業の中で同族会社が重要な位置を占め、創業者およびその一族の影響力が強いことを明らかにしている。創業者一族による株式所有にはメリットもデメリットもあるが、最近のいくつかの研究を見る限り、同族経営の優位性が検証されているようである(Anderson and Reeb 2003, Maury 2006, Villalonga and Amit 2006, Saito 2006)。ただし、この方面の研究の重要な変数は創業者とその一族の株式保有と役員就任であり、社長の年齢や学歴等の属性に十

分な注意が払われているわけではない。

本研究は、上記のいくつかの研究アプローチに関連するものであるが、その独自の貢献をまとめると、第一に現代の日本の企業システムの形成期にあたる高度成長期の新規上場中堅企業に注目すること、第二に株式所有構造(ガバナンス変数)と社長属性の両方の効果を分析することである。それによって、上記の研究領域のそれぞれについて、新たな知見をもたらすことができると思う。

3. 対象企業とデータ

3.1 対象企業の選択

本研究の対象企業は高度成長期の「中堅企業」である。1961年10月から1964年度末までに二部市場に上場した企業のうち、中村(1964)に基づいて、中堅規模の独立企業であり、高度成長期の成長産業に属する新興企業で、分析期間中に存続したものを、本稿の分析対象とする。より具体的には、1)1964年度末に資本金1億円以上10億円以下(中堅規模)、2)1964年度末時点で他企業の子会社(持株比率50%以上)でない(独立性)³⁾、3)1945年9月以降に株式会社として設立された(新興企業)、4)一般機械・電気機械・輸送機械・精密機械産業に属する(成長産業)、5)1964年度末から1972年度末まで上場企業として存続し、合併・買収等を経験していない(継続性)、という条件を満たす86社を選別した。この中には対象期間中に一部市場に昇格したものも含まれている。

本稿の冒頭に記したように、1961年10月以降の3年間に、約600社が二部市場に上場を果たした。しかし、この時期の二部市場「新規上場」企業は実に多様であり、個人によって創業された同族会社と既存大企業の子会社、伝統的分野の老舗企業と当時の先端分野の新興企業、純粋な新規上場企業と一部市場からの配置換えが混在する。本稿の分析の対象企業は、そのように多様な二部上場企業の中で、高度経済成長を支えた成長産業における中堅規模の独立の新興企業に限定される。当初の約600社のうち、上記の4産業に属する企業は約200社であり、

そのうち規模・独立性と継続性の基準を満たすものが約170社で、さらにその約半分の86社が第二次大戦後の設立企業である。

本稿の分析で用いられたデータソースは以下の通りである。財務データは日経NEEDS企業財務データベースから入手し、半年決算を年次決算に換算して使用した。社長属性のデータはダイヤモンド社「ダイヤモンド会社職員録」および日本経済新聞社「会社年鑑」、大株主の構成は経済調査協会「年報系列の研究」から入手した。また、以上のデータを各社の有価証券報告書に基づいて適宜補足・確認した。なお、分析の期首を1964年度末にしているのは、日経NEEDSから二部上場企業の財務データが入手できるのが1964年度以降に限定されるからである。

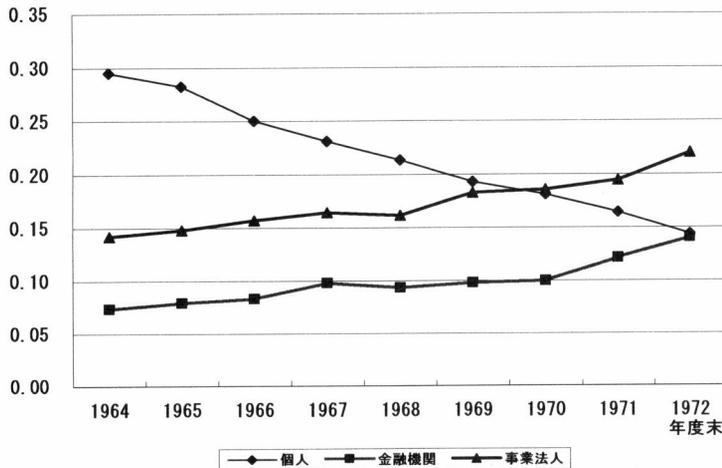
3.2 対象企業の概観

次に、分析対象企業の特徴を概観しよう。期首(1964年度末)時点で、平均従業員数は822人、平均で創業から24年、株式会社設立から14年が経過している。産業構成を見ると、電機(42%)、一般機械(34%)、精密機械(13%)、輸送機械(11%)の順に多い。

当時の社長の半分(50%)が創業者であり⁴⁾、59%が「大卒」(19%が旧帝国大学卒)⁵⁾、平均年齢は55歳、平均持株比率は13%である。10大株主は合計で52%の株式を所有しているが、個人株主の持株比率は30%(うち社長13%)、金融機関7%(うち主取引銀行1%)⁶⁾、事業法人14%である。筆頭株主が個人(創業者あるいはその同族)である企業は50社(58%)、事業法人であるものは31社(36%)、金融機関であるものは5社(6%)である。筆頭株主である事業法人の持株比率が20%を超える企業(関連会社)が20社(23%)あるが、その中には創業者の一族がなお10大株主に含まれ、また経営にも参加しているものもある。事業法人関連会社20社のうち、社長が10大株主に含まれないものは4社のみである。

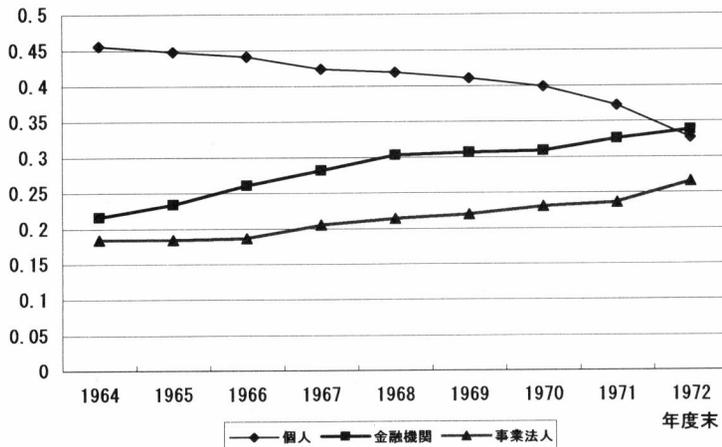
分析期間中の社長交代は36社(42%)で延べ46件あり、それに伴って社長が創業者である比

図1. 株式所有構造の推移(サンプル企業)*



* 10大株主に含まれるものに限定して、発行済み株式総数に対する比率を算出。

図2. 株式所有構造の推移(全上場企業)



率も1972年度末には36%に低下し、社長の平均持株比率も6%に低下した。他方、社長の世代交代あるいは同族外の専門経営者の台頭に伴って、社長の大卒(高等教育修了)比率は69%に上昇した。

分析期間中に10大株主の合計持株比率にはほとんど変化はないが、その内訳を見ると、創業家を含む個人の合計持株比率は30%から14%に低下し、金融機関の合計持株比率は7%から14%に上昇し(主取引銀行の持株比率も1%から4%へ上昇)、事業法人の合計持株比率も14%から22%に上昇している(図1)。事業法人の持株比率は1970年度末に個人の持株比率を抜き、金融機関の持株比率も1972年度末に

は個人の持株比率とほぼ等しくなった。また、分析期間中に、筆頭株主が個人である企業は50社から34社(40%)へ減少し、筆頭株主が事業法人である企業は31社から41社(48%)へ増加した。このように、分析対象企業の株式所有は、全体として、分析期間中に同族支配から外部の安定株主(金融機関と非金融事業法人)による支配へと大きく変化したのである。

もっとも、所有構造のこのような変化は、必ずしも分析対象企業に特有のものとは言えない。上場企業全体でも、同時期に個人の持株比率は減少し、金融機関と事業法人の持株比率が上昇して、1972年度末には個人と金融機関の持株比率がほぼ拮抗している(図2)。このデータはすべての株主を対象にしており、10大株主のみを対象とする図1と単純に比較することはできないが、分析対象企業における所有構造の変化が全上場企業

における所有構造の変化と同じ傾向を示していることは確かである。しかし、上場企業全体の所有構造の変化が一般の個人株主から特定の法人株主への株式所有の集中・安定化傾向を示唆するのに対して、本稿の分析対象企業では、同族による所有から外部の安定株主による所有への転換がより重要な意味を持つと思われる。そのような転換は、次に示す事例において明瞭に示されている。

3.3 パイオニア株式会社の事例⁷⁾

分析対象企業の中には、その後倒産し、あるいは買収されて上場廃止になったものもいくつかあるが、村田製作所、アマノ、ケンウッドな

ど世界的な大企業へと成長したのも少なくない。中でもパイオニアは、対象企業の中でおそらく現在世界的に最も名を知られた企業であろう。同社はまた、分析対象期間において、対象企業の中で総合的に最も優れた経営成果を挙げた企業でもある。86社の中で、同社は総資産利益率で見て3位(期間中の年平均20%)、売上高成長率(名目値)で見て2位(期間中の年平均31%)に位置し、どちらも対象企業平均の経営成果のほぼ2倍である。実証分析に入る前に、分析対象企業中の「優良企業」の一例として、パイオニアの事例を具体的に見ておきたい。

パイオニアの創業者である松本望は1905(明治38)年、神戸のプロテスタント牧師の家に次男として生まれた。彼は実家の経済事情のため旧制中学を中退し、14歳から丁稚奉公に出て、いくつかの勤務先を経た後、1928年以降、無線技師としてラジオの製造・販売会社に勤務した。その後、教会の資金を得て1936年にスピーカーの製造に乗り出した(「福音商会電機製作所」)。「パイオニア」の商号は、既にこの時から使用されている。その後、資金難のため一度閉鎖した事業を1938年1月に東京で再開したのが、パイオニアの正式な創業とされている。同社は1941年に有限会社、1947年に株式会社に改組され、1961年6月パイオニアに社名を変更し、7月に株式店頭公開、10月に東京証券取引所二部市場上場、1968年2月には一部上場を果たした。

同社は東証上場後、セパレート型ステレオをはじめ新製品を次々に発売してオーディオ機器の専門部品メーカーから完成品メーカーへ脱皮し、また現在の主要な収益源となっているカーステレオ事業にも進出した。上場および増資によって得た資金で国内生産を大幅に増強し、国内の販売体制を確立するとともに、1960年代後半から海外市場にも本格的に進出する。表1にも見られるように、同社は1960年代を通じて大きく成長し、音響機器のトップメーカーのひとつになった。

同社のこのような発展を主導した創業者の松本望は、経営革新を進めるために1971年11月

表1. パイオニアの成長と変化

指標	1964年度末	1972年度末
従業者数	1,841人	5,220人
売上高	61億円	733億円
10大株主持株比率	47.9%	43.1%
社長持株比率*	19.4%	0.0%
金融機関持株比率*	1.4%	25.7%
主銀行持株比率*	1.4%	0.0%
事業法人持株比率*	2.1%	0.0%

* 10大株主に含まれるものに限定して、発行済み株式総数に対する比率を算出。

表2. パイオニアの大株主

順位	1964年度末	比率	1972年度末	比率
1	松本 望	19.4%	東海銀行	5.4%
2	松本 誠也	8.0%	松本 望	5.3%
3	松本 冠也	6.2%	三菱銀行	5.1%
4	松本 チョ	6.0%	松本 誠也	5.0%
5	アルプス電気	2.1%	松本 冠也	4.6%
6	住友銀行	1.4%	住友銀行	4.3%
7	松本 愛也	1.2%	富士銀行	4.1%
8	内田 真也子	1.2%	東洋信託銀行	3.6%
9	名村 嘉也子	1.2%	日本証券金融	2.9%
10	片岡 実也子	1.2%	オチウエル&Co.	2.8%
	合計	47.9%	合計	43.1%

末に自発的に会長に退き、1963年に東芝から常務取締役として迎えられた石塚庸三副社長(東京大学法学部卒)が社長に就任した。同時に、創業者の子息2名(誠也と冠也)がそれぞれ副社長と専務取締役に昇格した。この2人は石塚の後、相次いで社長を務めることになる。松本冠也は2005年末まで同社の代表取締役会長であると同時に10大株主の1人であったが、最近の業績悪化の責任を取って会長及び取締役を退任し、10大株主からも消えた。2006年現在、誠也の子息で創業者の孫にあたる智が同社の常務取締役の地位にあり、創業家の血筋は同社の経営の中に今も存続している。

本稿の分析対象期間におけるパイオニアの成長と変化を、表1に要約する。1964年度末から1972年度末までの8年間に、同社の従業者数は1,841人から5,220人へ約3倍に、(名目)売上高は61億円から733億円へ約12倍に増加した。この間に、10大株主の合計持株比率にはあまり大きな変化はないが(48%から43%へ低下)、株式所有構造の変化は著しい。上記の期間に社長持株比率は19%から0%へ低下し⁹⁾、10大

表 3. 変数の定義と基本統計量

変数名	定義	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
ROA	総資産事業利益率 #	0.108	0.105	0.053	-0.106	0.330
LNSALES	売上高(自然対数)	8.019	7.985	0.762	5.676	10.703
FIRMAGE	株式会社設立からの年数	17.7	18.0	3.7	5	26
FOUNDER	社長創業者ダミー	0.432	0.000	0.496	0	1
CEOAGE	社長の年齢	57.1	58.0	9.4	30	83
UNIV	社長高等教育ダミー	0.642	1.000	0.480	0	1
CEOSH*	社長持株比率	0.092	0.063	0.104	0.000	0.544
BANKSH*	金融機関持株比率	0.093	0.072	0.091	0.000	0.956
MBSH*	主取引銀行持株比率	0.020	0.005	0.027	0.000	0.160
CORPSH*	事業法人持株比率	0.167	0.065	0.204	0.000	0.760

注) # (営業利益+営業外収益)/総資産。

* 10大株主に含まれるものに限定して、発行済み株式総数に対する比率を算出。

産業ダミー・年次ダミーについては省略。

株主に含まれる個人(創業者とその一族)の持株比率も44%から15%へ大幅に低下した。それに代わって比率を高めたのは金融機関である。金融機関の合計持株比率は同期間に1%から26%へ急増した。

このような変化を明瞭に示すのが、分析期間の期首(1964年度末)と期末(1972年度末)における同社の10大株主のリスト(表2)である。期首時点では、創業者を筆頭に大株主のほとんどを同族が占めていた⁹⁾。しかし、期末時点での筆頭株主は東海銀行であり、経営に携わっている3人(創業者と2人の子息)を除いて、大株主は同族から融資関係のある金融機関に代わっている。この期間中に同社は増資を重ねて資本金を7億円から20億円に増加させているので、取引銀行が増資の受け皿となって持株比率を高めたものと考えられる。

4. 分析モデルと仮説

本稿の分析の基本的なモデルは以下の通りである。

$$\text{経営成果} = f(\text{社長の属性, ガバナンス属性, 企業の基本属性, その他})$$

被説明変数には、総資産事業利益率を用いる。これは、総資産に対する営業利益と営業外収益の合計額の比率であり、企業が利用可能な経営資源をいかに効率的に活用して本業および資産運用から利益を上げたかを測定するものである。

ただし、説明変数と被説明変数の間に1年のラグを置く。すなわち、企業の基本属性、社長の属性、ガバナンス属性等を独立変数と考え、これらが1年後の経営成果に影響を与えると考ええる。従って、対象期間は8年間になり、企業数が86社なので、観測数は688になる。なお、本稿の分析で用いるすべての変数の説明と基本統計量を、表3に示す。

観測期間中に社長の交代がなかった企業が比較的多く(約6割)、また社長が交代した場合でも、前任者と後任者がともに創業メンバーであったり親会社からの派遣者であったり、あるいはともに高等教育を受けていて、社長属性には時系列的にあまり変化がない¹⁰⁾。従って、本稿ではパネル分析ではなくpooled OLSを用い、年次ダミーと産業ダミーによって年の違いと産業の違いの影響を除去することにする。

社長の属性の変数は、年齢(CEOAGE)、学歴(UNIV)、持株比率(CEOSH)と創業者ダミー(FOUNDER)である。社長の学歴は、社長が大学等の高等教育機関(旧帝国大学など戦前の大学の他、戦後に新制大学となった高等商業学校、高等工業学校等を含む)の卒業生であれば1、そうでなければ0の値をとるダミー変数である。創業者ダミーは社長が創業者(創業時に在籍)であれば1、そうでなければ0の値をとるダミー変数である。

社長の年齢は、経営成果に対して正負両方の効果を持ちうる。企業家研究においては、経営者の年齢は蓄積された経験の代理変数とされる

(正の効果)一方、加齢に伴って企業経営のための体力と気力が衰え、新しいことに挑戦する意欲が低下することが指摘される(負の効果)(Storey 1994)。社長の学歴は、専門能力の高さや人的ネットワークの広さ等、事業の成功に必要な人的資本の代理変数と考えられ、従って経営成果に対して一般に正の影響を持つと予想される。次に、創業者は企業経営において旺盛な企業家精神と統率力を発揮し、経営成果を高める可能性がある。

最後に、社長の持株比率については、コーポレート・ガバナンスの視点からも、同族会社に関する議論からも、経営成果に対して正負両方の影響が考えられる。社長の持株比率が高いことは所有と経営の不分離のためにエージェンシー費用が低いことを示唆し、また経営者のインセンティブが高められるだろう。他方、社長の持株比率が高いほど、社長に対して資本市場からの規律付けが働きにくく(entrenchment)、また社長が自己利益のために少数株主を取奪する可能性が指摘される。これまでの研究の多くは、経営者の持株比率の効果について逆U字の関係を想定し、持株比率の二次項をモデルに含めているが、本稿ではまず一次項のみを用いて分析し、後で二次項を含めて結果を確認することにする。

ガバナンス変数は、金融機関の合計持株比率(BANKSH)、主取引銀行の持株比率(MBSH)、非金融事業法人の合計持株比率(CORPSH)である。主取引銀行は、借入額で見て最大の債権者であり、かつ10大株主に含まれる金融機関と定義される。従って、最大の債権者である金融機関が10大株主に含まれない場合、その金融機関は主取引銀行とは見なされず、主取引銀行の持株比率はゼロになる。これらの変数に関しては、10大株主に含まれるものだけを合計し、発行済み株式総数に対する比率をとるので、10大株主に含まれない金融機関や事業法人の株式所有は考慮されず、過少推計になっている。

日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する近年の実証分析では、取引金融機関、特にメ

インバンクの持株比率の負の効果が検証されることが多い(Weinstein and Yafeh 1998, Morck *et al.* 2000)。その理由として、金融機関による借り手企業のホールドアップが危惧されている。他方、金融機関は株式所有に基づいて効率的な経営監視を行い、借り手企業の資金制約を緩和できる可能性がある(Lichtenberg and Pushner 1994)。事業法人の持株比率については、株式市場の圧力からの経営者の保護とインセンティブ低下による非効率の可能性が指摘されている(Lichtenberg and Pushner 1994)。

経営成果は、企業のさまざまな基本属性に影響される。ここでは、企業の基本属性として、規模(LNSALES)、年齢(FIRMAGE)と産業に注目する。規模は実質化された売上高の自然対数値、年齢は株式会社設立以来の経過年数である。産業による違いは、一般機械産業を基準として、電気機械・輸送機械・精密機械産業のダミー変数を用いてコントロールされる。また、利益率は毎年の経済状況にも左右されるので、それをコントロールするために1964年度を基準とする7つの年次ダミー変数(1965~1971年度)をモデルに含める。

5. 分析結果と考察

分析の結果を表4に示す。分析方法はpooled OLSである。すべてのモデルはコントロール変数として企業基本属性(規模と年齢)の他に産業ダミー変数と年次ダミー変数を含むが、それらは表4には表示されていない。それらのコントロール変数の他に、モデル1は社長属性のみ、モデル2と3はガバナンス変数のみを含み、モデル4と5は両方を含む。また、BANKSHとMBSHの相関が強いと予想されるので、これらの変数は代替的に用いられる。

社長属性に関する変数の係数はすべて正の値をとるが、社長の年齢(CEOAGE)と持株比率(CEOSH)のみが有意である。この結果は、社長の職業経験が長く、インセンティブとコミットメントが強いほど利益率が高いことを示唆する。他方、社長の学歴の高さや、社長が創業者であるかどうかは、利益率に対してあまり意味

表 4. 分析結果 (pooled OLS, 86 社×8 期間)

変数	モデル 1		モデル 2		モデル 3		モデル 4		モデル 5	
	定数項	t 値								
定数項	-0.0635	(-2.34) ^b	0.0189	(0.779)	0.00315	(0.129)	-0.0475	(-1.74) ^c	-0.0640	(-2.35) ^b
LNSALES	0.0158	(5.31) ^a	0.0114	(3.88) ^a	0.0145	(5.03) ^a	0.0129	(4.22) ^a	0.0160	(5.36) ^a
FIRMAGE	-0.00208	(-3.03) ^a	-0.00225	(-3.39) ^a	-0.00186	(-2.79) ^a	-0.00241	(-3.50) ^a	-0.00199	(-2.88) ^a
FOUNDER	0.00488	(1.12)					0.00403	(0.926)	0.00445	(1.00)
CEOAGE	0.000911	(4.07) ^a					0.000909	(4.06) ^a	0.000870	(3.83) ^a
UNIV	0.00651	(1.43)					0.00476	(1.04)	0.00582	(1.25)
CEOSH	0.0717	(3.54) ^a	0.0750	(3.50) ^a	0.0581	(2.71) ^a	0.0901	(4.13) ^a	0.0750	(3.44) ^a
BANKSH			0.0973	(4.26) ^a			0.0896	(3.89) ^a		
MBSH					-0.0518	(-0.710)			-0.0652	(-0.869)
CORPSH			0.0206	(1.91) ^c	0.0114	(1.06)	0.0140	(1.24)	0.00558	(0.497)
修正済み決定係数	0.135		0.128		0.105		0.153		0.134	
F 値	7.48 ^a		7.68 ^a		6.34 ^a		7.66 ^a		6.71 ^a	
観測数	667		686		686		666		666	

注) かつこ内は t 値; 有意水準: a 1%, b 5%, c 10%.

すべてのモデルに産業ダミーと年次ダミーが含まれているが, 結果は表示されていない.

表 5. 分析結果続き (pooled OLS, 86 社×8 期間)

変数	モデル 6		モデル 7		モデル 8		モデル 9		モデル 10	
	定数項	t 値								
定数項	0.0183	(0.305)	0.0175	(0.717)	0.0285	(0.471)	-0.0531	(-1.69) ^c	-0.0391	(-1.24)
LNSALES	0.0157	(5.29) ^a	0.0114	(3.88) ^a	0.0131	(4.28) ^a	0.0145	(4.29) ^a	0.0115	(3.30) ^a
FIRMAGE	-0.00208	(-3.02) ^a	-0.00224	(-3.38) ^a	-0.00244	(-3.54) ^a	-0.00175	(-2.34) ^b	-0.00200	(-2.68) ^a
FOUNDER	0.00576	(1.31)			0.00420	(0.940)	0.00329	(0.648)	0.00227	(0.442)
CEOAGE	-0.00203	(-1.05)			-0.00203	(-1.04)	0.000901	(3.78) ^a	0.000909	(3.76) ^a
CEOAGE2	0.259E-04	(1.53)			0.260E-04	(1.53)				
UNIV	0.00607	(1.33)			0.00494	(1.06)				
NAT										
CEOSH	0.0661	(3.22) ^a	0.101	(1.78) ^c	0.147	(2.43) ^b	0.00949	(2.01) ^b	0.0101	(2.14) ^b
CEOSH2			-0.0664	(-0.499)	-0.150	(-1.09)	0.0162	(0.705)	0.0349	(1.38)
BANKSH	0.0975	(4.26) ^a	0.0975	(4.26) ^a	0.0889	(3.87) ^a			0.0886	(3.48) ^a
CORPSH	0.0229	(1.95) ^c	0.0229	(1.95) ^c	0.0210	(1.74) ^c			0.00743	(0.612)
修正済み決定係数	0.137		0.127		0.155		0.123		0.140	
F 値	7.19 ^a		7.20 ^a		7.09 ^a		5.83 ^a		5.95 ^a	
観測数	667		686		666		552		551	

注) かつこ内は t 値; 有意水準: a 1%, b 5%, c 10%.

すべてのモデルに産業ダミーと年次ダミーが含まれているが, 結果は表示されていない.

を持たない。学歴ダミーや創業者ダミーの定義を変えて分析を行っても、結果には大きな変化はなかった¹¹⁾。また、社長の年齢と利益率の間に二次曲線(逆U字)の関係があり、最適な社長年齢が存在する可能性を考慮して、社長年齢の二乗項を加えて分析したが、有意な結果は得られなかった。社長の持株比率についても同様に二乗項を加えて分析したが、有意な結果は得られなかった(表5, モデル7~8)。

社長の専門分野の違いが業績に与える影響を検証するために、表5(モデル9とモデル10)では、高等教育ダミー(UNIV)に代えて、理系ダミー(NAT)を説明変数に加えている。これは、社長が理系のコース(大学の理系学部, 高等工業学校, 工業学校等の技術系学校)を卒業している場合に1, それ以外の場合(法学・経済・商業教育)に0をとる変数である。この変数の回帰係数が有意な正の符号を持つことから、社長が(高等教育機関か否かを問わず)技術系の教育を受けた場合には、企業の利益率が高いと言える¹²⁾。

ガバナンス構造の変数のうちでは、金融機関の合計持株比率(BANKSH)の係数のみが、すべてのモデルで有意である。すなわち、金融機関の持株比率が高いほど利益率は高いが、主取引銀行や非金融事業法人の持株比率は利益率に影響しない。金融機関の合計持株比率には有意な効果があるが、主取引銀行の持株比率には有意な効果が見られないことは、後者によるモニタリングよりも金融機関全体からの資金調達の効果が重要であることを示唆している。しかし、金融機関の持株比率が高いほど利益率が高いという結果は、高い利益を上げる見込みのある企業に対して銀行が積極的に株式所有を行うという、逆の因果関係を示しているのかもしれない。事業の拡大を続ける企業が相次ぐ増資の引き受けをいくつかの取引銀行に依頼し、その結果、金融機関の持株比率が高くなった可能性もある。

この点を確認するために、分析対象企業を、売上高の年平均成長率が平均以上に高い企業と平均以下のグループに分けて同じ分析を行い、結果を比較した。銀行が有望な企業の株式を積

極的に取得し、あるいは成長企業の増資の受け皿になって、そのために金融機関の持株比率が高くなったのであれば、成長率の低い企業より高い企業で金融機関の持株比率と利益率の相関は強いと予想される。紙幅の制約により詳細な結果は割愛するが、金融機関の持株比率(BANKSH)の係数はむしろ成長率の低い企業でより大きく、有意水準も明瞭に高い。

なお、その他の変数のうち、企業規模(LNSALES)は有意な正、企業年齢(FIRMAGE)は有意な負の効果を示す。すなわち、規模の大きい企業ほど、また若い企業ほど、利益率が高い。また、この表からは割愛されているが、産業ダミー変数と年次ダミー変数に関する分析結果は、産業によって、また年によって利益率が有意に異なることを示している。

さらに、これまでの分析結果の頑健性を確認するために、利益率の期間平均値を説明変数の期間平均値に回帰する between 推計を行ったところ、(詳細な結果は割愛するが)pooled OLSの結果と同様に、社長の年齢・持株比率と金融機関の合計持株比率には利益率に対する有意な正の効果が見られた。

以上の結果をまとめると、分析対象企業の利益率は、社長の年齢と持株比率が高く、金融機関の合計持株比率が高く、また規模が大きく若い企業ほど高いと言える。他の社長属性と事業法人の持株比率には有意な効果はないが、社長が技術系であるほうが利益率は高いということが明らかになった。

6. むすび

本研究の目的は、日本の高度成長期後半(1964年度末~1971年度末)の二部市場新規上場企業のデータを用いて、新興の中堅企業の利益率に対する社長の属性とガバナンス属性の効果を明らかにすることであった。この時期の新規上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する実証分析はまだほとんど行われておらず、またガバナンス研究において株式所有構造と社長属性の影響をともに考察したものは乏しい。図1が示すように、1960年代の二部市場への新規

上場企業は、企業家型企業から「脱皮」して金融機関や他の事業法人による所有へと大きく変化していく過程にあった。しかし、それにも拘わらず、利益率に対する社長属性(年齢と持株比率)の強い影響は存続していたのである。

ただし、本稿の分析がさまざまな制約を持つことは否めない。第一に、対象企業を一部の産業における業歴の浅い中堅企業に限定し、サンプルの規模が小さいために、また既存企業の完全子会社や上場廃止企業等を除外しているため、本稿の分析結果の一般化には注意が必要である。第二に、本稿では株式所有構造を外生変数として扱っているが、その前提が妥当であるかどうか、一層の検討が必要である。所有構造の変数を内生化する事が、今後の重要な課題のひとつである。しかしそれでも、高度成長期の中堅企業の利益率に対して企業家の属性が有意な影響を及ぼしていたこと、また金融機関の持株比率と利益率との間に少なくとも正の相関が見られることは重要な発見である。戦後日本の経済発展と技術革新を支えた新興企業において、銀行によるガバナンスと社長の属性は、ともに重要な意味を持っていたのである。これからの研究の課題としては、上記の制約を考慮するとともに、資金調達や設備投資の変数を用いた分析によって、ガバナンス構造や社長の属性が利益率に結びつくメカニズムを明らかにする必要があるだろう。

(一橋大学大学院経済学研究科)

注

1) 本稿の分析における「成長産業」と「中堅企業」の具体的な定義について、また対象企業や対象時期の限定については第3節を参照されたい。

2) いくつかの研究は、高度成長期を分析対象に含めて、系列融資やメインバンク関係の経営成果への影響を検証している(岡崎1992, Weinstein and Yafeh 1998, 堀内・花崎2000, 岡室2001)。その中で、二部市場上場の中堅企業に注目するのは岡室(2001)のみであるが、そこでは経営者の属性は考慮されていない。

3) 従って、他企業の関連会社(持株比率20%以上)は分析対象に含まれる。また、対象期間中に事業法人の子会社になった(持株比率が50%を超えた)企業がいくつかあるが、系列化の影響を見るためにそれ

らは分析対象から除外されていない。

4) ここでは、社長が創業者であるかどうかは、創業時点で在籍していたかどうかで判断している。従って、真の創業者の家族や友人、部下であっても、創業時に在籍していれば共同創業者と見なされる。また、既存大企業の関連会社として設立された企業に当初から在籍している社員が社長になれば、彼は創業者と見なされる。

5) 社長が卒業した教育機関が卒業時には大学でなくても、戦後に新制大学になった場合(高等商業学校、高等工業学校等)には、大卒者と見なす。従って、彼らは厳密には高等教育機関の修了者である。ただし、この条件を満たしても、卒業時の年齢が20歳以下である場合には、大卒者とは見なさない。

6) ここで、「主取引銀行」とは、融資額の最も大きい金融機関であり、かつ10大株主に含まれるものを指す。従って、融資額の最も大きい金融機関が10大株主に含まれない場合には、主取引銀行の持株比率は0%となる。

7) 本節の記述の主要な部分は、同社の社史(パイオニア株式会社1980)に基づく。

8) 社長持株比率が0%になったのは、創業者の同族でない社外出身の専門的経営者(石塚庸三)が社長になったからである。石塚の持株はゼロではないが、彼は10大株主には含まれていないため、持株比率をゼロとした。

9) これらの大株主のうち、松本チヨ(千代)は創業者の妻であり、松本愛也はその氏名から創業者の子息であると思われる。大株主のリストに入っている、松本姓以外の女性3人は、下の名前に創業者の息子たちとの共通点(「也」の字)が見られるために、創業者の娘たちであると考えられる。

10) 期間中に社長が交代した企業は36社(42%)あるが、そのうち社長が創業者から非創業者に代わったのは3分の1の12件(14%)のみである。

11) 大卒(高等教育修了)ダミーに代えて帝国大学卒業ダミーを用い、創業者ダミーの定義を「創業時に在籍」から「株式会社設立時に在籍」に変えても、有意な結果は得られなかった。

12) 社長の学歴が旧制中学以下の場合や分類不能の場合には、この変数は欠損値となる。従って、この変数は主に理系(技術系)教育を受けた社長を文系(法学、経済、商業系)教育を受けた社長と対比していることになる。

参考文献

- 本庄裕司(2004)「開業後のパフォーマンスの決定要因」、国民生活金融公庫総合研究所編『2004年版新規開業白書』、中小企業リサーチセンター、第4部。
 本庄裕司(2005)「新規開業企業のパフォーマンス」、忽那憲治・安田武彦編著『日本の新規開業企業』、白桃書房、第4章。
 堀内昭義・花崎正晴(2000)「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか 製造業に関する実証研究」、日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』Vol. 21-1。
 長瀬毅(2006)『株式公開の経済分析』、一橋大学博士

- (経済学)学位論文。
 中村秀一郎(1964)『中堅企業論』, 東洋経済新報社。
 岡室博之(2001)「中堅企業の成長率・収益性とガバナンス構造」, 『一橋論叢』, 第125巻第6号, pp. 615-632。
 岡室博之(2005)「取引関係とパフォーマンス」, 忽那憲治・安田武彦編著『日本の新規開業企業』, 白桃書房, 第5章。
 岡室博之・比佐優子(2005)「選別か育成か:ベンチャーキャピタルの関与とIPO前後の企業成長率」, COE/RES Discussion Paper No. 131, Hitotsubashi University。
 岡崎哲二(1992)「資本自由化以後の企業集団」, 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, 第7章, pp. 305-335。
 パイオニア株式会社(1980)『SOUND CREATOR PIONEER 40年を超えて歩み続けるパイオニアスピリッツ』, パイオニア株式会社。
 安田武彦(2004)「起業後の成長率と起業家属性, 起業タイプと起業動機」, 『企業家研究』創刊号, pp. 79-95。
 Anderson, R. and Reeb, D. (2003) "Founding Family Ownership and Performance. Evidence from the S & P 500," *Journal of Finance*, Vol.58, No. 3, pp. 1301-1327。
 Harada, N. (2003) "Who Succeeds as an Entrepreneur? Analysis of the Post-Entry Performance of New Firms in Japan," *Japan and the World Economy*, Vol. 15, No. 2, pp. 211-222。
 Honjo, Y. (2004) "Growth of New Start-Up Firms: Evidence from the Japanese Manufacturing Industry," *Applied Economics*, Vol. 36, No. 4, pp. 343-355。
 Kutsuna, K., Okamura, H., and Cowling, M. (2002) "Ownership Structure Pre- and Post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, pp. 163-181。
 Lichtenberg, F. R. and Pushner, G. M. (1994) "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy*, Vol. 6, No. 3, pp. 239-261。
 Maury, B. (2006) "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 2, pp. 321-341。
 Morck, R., Nakamura, M., and Shivdasani, A. (2000) "Banks, Ownership and Firm Value in Japan," *Journal of Business*, Vol. 73, No. 4, pp. 539-567。
 Saito, T. (2006) *Corporate Governance of Japanese Firms: Empirical Studies on the Incentives and Characteristics of the Directors*, Ph. D. Dissertation, Hitotsubashi University。
 Storey, D. (1994) *Understanding the Small Business Sector*, Thomson Learning。
 Villalonga, B. and Amit, R. (2006) "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, pp. 385-417。
 Weinstein, D. and Yafeh, Y. (1995) Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior," *Journal of Industrial Economics*, Vol. 43, No. 4, pp. 359-376。
 Weinstein, D. and Yafeh, Y. (1998) "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 2, pp. 635-672。

付表: 変数の相関行列

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 ROA	1.000									
2 LNSALES	0.133	1.000								
3 FIRMAGE	-0.130	0.232	1.000							
4 FOUNDER	0.071	0.034	0.217	1.000						
5 CEOAGE	0.003	-0.054	0.134	0.218	1.000					
6 UNIV	0.113	0.198	-0.180	-0.104	-0.275	1.000				
7 EQSH	0.080	-0.072	-0.036	-0.197	-0.216	0.206	1.000			
8 BANKSH	0.145	0.225	0.148	0.045	-0.015	0.054	-0.092	1.000		
9 MBSH	-0.072	0.041	0.136	-0.043	0.003	-0.118	-0.063	0.391	1.000	
10 CORPSH	-0.030	0.016	0.066	0.246	0.313	-0.249	-0.437	-0.124	-0.013	1.000