

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 モデルによる経営者交代分析からのアプローチ——

宮 島 英 昭

1. はじめに

近年の日本企業システムに関する研究は、アングロ・サクソン型の企業と対比されたわが国企業のコーポレート・ガバナンス(企業統治)の特徴として、1)経営者、取締役会における内部昇進者の優位、2)株式市場の圧力から相対的に自由な企業経営と並んで、メインバンクを中心とした経営の規律を強調してきた(青木 1995; Sheard 1994a; 深尾・森田, 1997)。上記の1・2)の特徴は、経営者のモラルハザードの可能性を高めるが、この安定株主化にともなうエイジェンシー問題を解決したのが、最大の債権者であると同時に大株主であり、かつ顧客企業に役員を派遣するメインバンクである。メインバンクは、顧客企業が好業績を維持する間は経営に関与しないが、いったん経営危機に陥ると役員を派遣し(場合によっては経営陣を交代させる)経営を矯正する一方、自ら負担を負いながら救済にイニシアチブをとる。青木の一連の分析(Aoki 1993; 青木 1995)によって企業業績に依存して経営権が、内部者から外部者(メインバンク)にシステマティックに移動するという日本企業の特徴は、状態依存的 contingent ガバナンスと定式化された。

本稿の課題は、以上の特徴の原型が形成されたと見られる1955年を出発点として、日本企業のコーポレート・ガバナンスの歴史的展開を経営者の選任に焦点を当てて追跡する点にある。以上の様式化された特徴は、戦後日本の発展プロセスでいかに進化したのか、それはまたしばしば指摘されるように、金融自由化が進展した1980年代以降、変容したのか否か、これら

の問題を主として経営者の交代と企業のパフォーマンスとの関係の計量分析を通じて明らかにすることが本稿の直接の主題である。以下、本稿のねらいをこれまでの研究との関連でやや立ち入って説明しておこう。

第1に、日本型企业システムの形成過程については、近年の岡崎(1991, 1993)、宮島(1992)、Miyajima(1995)、Teranishi(1994)を通じて、冒頭で要約した特徴が戦時・戦後改革を通じて形成されたことが明らかにされてきた。しかし、あらためて強調されるべき点は、アメリカの経済制度をモデルとしてGHQによって実施された戦後の一連の改革(アメリカナイゼーション)がわが国の経済制度に与えたイムパクトは大きく、1955年の時点で上記の特徴が十分に安定的に形成されていたわけではなかったことである。徹底的な財閥解体・証券民主化の結果、55年の株式所有はいまだ個人に広く分散し、しかも戦後の企業再建整備のために資本構成を著しく過小資本化させていた大企業の経営者は敵対的買収の可能性に直面していた。またメインバンク関係も、戦時・戦後改革期を経て企業・銀行間の^{あいた}相対的關係や、銀行の顧客企業に対する情報蓄積は進展していたものの、相互に自己拘束的關係が安定的に形成されていたとはいえない。1950年代前半は、メインバンクによる経営の規律に加えて、いまだGHQが創出しようとした市場による経営の規律(market for corporate control)が並存していた時期と見ることができる¹⁾。状態依存的ガバナンスが定着するためには、いまだ長い「進化」(青木, 1995)、あるいは「洗練」・「制度化」(橋本, 1996)のプロセスを必要としたのである。以下の第1の課題は、企

業経営者の選任に即して1955年以降のコーポレート・ガバナンスの展開を追跡することである。

第2に、近年、日本企業のコーポレート・ガバナンスの変容ないし機能低下が指摘されてきた。石油ショック後の減量経営と、80年代半ば以降のイクイティ・ファイナンスの拡大という企業の資金調達の変化とともに企業の銀行への依存度が低下し、メインバンクの企業経営に対する影響力の低下が生じた。このモニターの一種の空白状態が、企業の予算制約をソフトなものとし、バブルの一因になったというのが近年の理解である。こうした見方は、Aoki(1994a)、広田・池尾(1996)らによって提示され、次第に共有された見方となっている。また、Horiuchi(1995)は、2部上場企業を対象にバブル期のイクイティ・ファイナンスとバブル後の利益率の負の相関を指摘している。

しかし、経営者の選任、銀行の役員派遣を直接に検討したこれまでの研究は、こうした見方を必ずしも支持していない。例えば、Kaplan(1994)はFortune誌の販売額基準による海外最大500社リストに記載の日本企業119社をサンプルとして、1980-88年の隔年の経営者の交代を企業パフォーマンスに回帰し、異例の交代(定義は後述)と投資収益率、総資産利益率、業績の悪化(税引き前経常利益が負)との間の有意な相関を確認した。

また、Kang and Shivdasani(1995)は、Moody's International Reportsを利用してサンプルを270社に拡張し、1985-1990年の期間についてほぼ同様の計測を試みて、Kaplanの発見を追認すると同時に、メインバンク関係が経営者の交代と低パフォーマンスの関係を強めることを発見した。他にも、Morck and Nakamura(1992)、Sheard(1994b)は、銀行の役員派遣を同様に企業のパフォーマンスに回帰して、業績の悪化が、銀行の役員派遣を増大させるという関係を確認している²⁾。これらの研究は、いずれも我が国のコーポレート・ガバナンスがモラル・ハザードの阻止という点で有効に機能し、しかもこのメカニズムの中心が銀行(メインバ

ンク)であるとの見方をいぜん支持しているかにみえる。

もっとも、以上の研究は、いずれも1980年代を対象としたパネルデータに基づく。したがって、仮に80年代に期待された相関が確認できたとしても、それが以前の時期に比べて機能を低下させたのか、いぜん同一の機能を果たしているのかについては何一つ語っていない。またバブル崩壊後にもメインバンクによる経営の規律がいぜん維持されているのか否かも未だ未解明の問題である。本稿のいま一つのねらいは、同一の経営者交代関数を、同一の母集団を対象に、異なった期間について計測し、日本企業のコーポレート・ガバナンスの近年の変容に関して歴史的視角から経験的な事実を提供する点にある。

2. 分析の戦略

時期区分 冒頭で強調したように戦後復興を終えた時点の日本企業は、通常想定されるコーポレート・ガバナンス面での特徴を十分に備えていたわけではなかった。この理解を出発点として高度成長期以降の展開を追跡することが本稿の課題であるが、そのためには、コーポレート・ガバナンスに影響を与える株式所有構造、資本調達パターンに即して以降の期間を適当に区分し、それぞれの時期のうち経営陣の経営能力、あるいは、努力水準が問われる大きな不況を挟む期間を取り上げて、同一のサンプルの企業に対して、同一のスペックの回帰式を計測することが基本的な分析の戦略となる。

時期区分を根拠を仔細に説明する余裕はないが、1955年以降の大企業の歴史的展開に関するわれわれの時期区分は以下の通りである³⁾。1) 株式保有の法人化がやや停滞し、メインバンク関係も形成期にあった高度成長期前半(1955-64年)、2)メインバンク関係がほぼ普及する一方、証券不況・資本自由化を背景に株主の安定化が急速に進展した高度成長後半期(1965-72年)、3)株主の安定化がほぼ完成する一方、企業の減量経営が進展した石油ショック後の調整期(1974-82年)、4)金融自由化の進展が資金調達パターンを大きく変容させた金融自由化・バブ

ル期(1983-1990年),そして、5)持合の解消と、Arm's lengthな企業・銀行関係への移行が指摘される近年のバブル崩壊後の局面(1991年以降)。

本稿では、以上の5期のうち経営陣の経営能力、あるいは、努力水準が問われる不況局面として以下の各5年に注目し、この5局面の毎年の経営者の交代を前2年の企業のパフォーマンスに回帰する。

- 神武景気後の不況と岩戸景気後の不況を含む1959-63年の経営者の交代(パフォーマンスは、57-62年)。
- 証券不況を含む1965-69年の経営者の交代(同63-68年)。
- オイルショックを含む1974-78年の経営者の交代(同72-77年)。
- 円高不況を挟む1984-88年の経営者の交代(同82-87年)。
- バブル崩壊後の不況を含む1991-95年の経営者の交代(同89-94年)。

サンプル もともと本稿の2つの関心、戦後の日本企業のガバナンスの進化と、80年代以降のその変容、に適したサンプルの選択には、前者を重視してサンプルの同一性を追求すれば後発の成長企業がサンプルから脱落し、逆に後者を重視すると高度成長期の代表的企業を捕捉できないという意味で一種のトレード・オフの関係がある。ここでは、当面高度成長期から石油ショック後の代表企業のガバナンス構造の変化の解明を重視することとして以下のサンプル選択の手続きをとった。日本開発銀行『企業財務データベース』を利用して鉱工業企業(業種コード111から20149)をとりあげ、まず1957、64、72年のいずれか1時点で総資産ベースで上位150社を占めた企業をプールした204社からなるデータベースを作成した。次に、この204社から1957年度までデータを連続して遡及できない企業、及び上場企業間の合併を経験した企業を除いた上で、残余の企業から、204社の産業分布でウェイトして102社をランダムに抽出してサンプル企業を確定した。

サンプル企業の産業分布は、労働集約産業(繊維・食品・その他産業、ほかに水産3社、鉱

業1社を含む)23社、素材型産業(化学、紙・パルプ、窯業、金属、同製品、ゴム、石油精製)50社、組立型産業(機械4部門)29社である。以上の操作の結果、ここでのサンプルは、1960年代以降に新たに上場された成長企業(例えば、京セラや任天堂)を除外している点、1980年代の製造業の分布から見れば、組立型産業の比重が小さく、逆に労働集約産業及び素材産業の企業の比重が高いという点でバイアスを含む。したがって、80年代以降のここでのファクトファインディングはあくまで暫定的であり、より適切なサンプルで再確認される必要がある。

3. 計測モデルの設計

さて、我々の関心は、戦後日本の企業の経営者の交代が企業を構成するステークホルダーの利害のうちいずれと相関を持つか、より具体的には、冒頭でも見た日本企業のガバナンス面での特徴が戦後の日本企業に実際にシステマティックに確認できるかどうかを歴史的視点から追求する点にある。この点を解明するために質的変量モデルと呼ばれる推計方法を利用し、経営者が交代した場合には1(ないし2、3)、それ以外は0という離散量からなる被説明変数を、企業のパフォーマンスを示す変数、及びパフォーマンス変数とガバナンス変数との交差項、および幾つかのコントロール変数に回帰した、以下それぞれの変数をその背後にある仮説とともに説明しておこう。

経営者の交代 ここでの被説明変数である経営者の交代(Turn_i)は、全ての交代(All turn)の他に、交代後の後継社長の出自(内部昇進者か外部者か)に経営者の選任過程に関する情報が含まれている点に注目していくつかのパターンに区分した。第1は、交代後の新経営者が内部昇進者のケース(Insider)である。日本企業に通常見られる内部者のイニシアチブによる交代と企業パフォーマンスとの関係は幾つかの可能性が想定される。ひとつは日本企業の行動目的を従業員利益最大化に見いだすAbegglen and Stalk(1985)に代表される見方が示唆するものである。この仮説に従えば、この交代は、

内部者の利害を代表する変数と有意な負の相関を持つことが予想される。また、かりに日本企業が状態依存ガバナンスの下にあるとすれば、収益がある閾値以下に低下するまで、交代は内部者のイニシアチブによる結果、外部者の利益とは明確な相関をもたず、むしろ前任者の勤続年数等の変数と相関をもつと期待されよう⁴⁾。

第2のタイプは、後継経営者が外部者のケース(Outsider)である。この交代の場合、外部者に経営権が移転したと想定され、従って外部者(債権者・株主)の利害を現す変数との相関が高いか否かが焦点となる。なお、ここでは、経営者の選任にイニシアチブをとる金融機関が同業・関連業界の専門家に就任を依頼するケースがあることを考慮して、外部者には、銀行派遣役員のみでなく、すべての外部者を含めた。また、この Outsider には就任以前2期(4年前)までに派遣された役員が社長に昇格したケースを含む。以上の定義を前提として、ここでは被説明変数として全ての交代 All turn に1を与え、それ以外は0とする計測、及び内部者による交代 Insider に1、外部者による交代 Outsider に2を与え、それ以外を0とする計測を試みた。

ところで、企業収益が悪化して金融危機に直面した場合、経営権(control right)が内部者から債権者に移転するのは、特にメインバンク関係の特徴ではなく、通常の負債契約にみられる特徴である(Agihon and Bolton 1992)。したがって、この外部者による交代が負債保有者の利害を現す変数と負の相関を示しても、それだけでは日本企業に固有のメインバンク関係を基礎とした状態依存的ガバナンスがワークしているとは言えない。青木(1995: 107-112)によれば、通常の Arm's length な関係に対して日本のメインバンク関係にユニークな点は、業績が良好で経営権が内部者にある領域(インサイダー・コントロール領域)、業績が極端に悪化して経営権が債権者に全面的に移転し、債権者が清算か事業の継続かを決定する領域(清算領域)との間に、メインバンクが負担を負いながら、企業救済にイニシアチブをとり、経営の矯正にあたる固有の領域(メインバンク領域)が存在す

ることである⁵⁾。これを経営者の選任の観点から再解釈すれば、状態依存ガバナンスの下では業績の良好な企業における内部者による交代と、極端に業績が悪化した企業における外部者による交代との間に、外部者に一部経営権が移転しながら内部者が経営権をもつ領域が存在することとなる。実際、戦後大企業における外部者の関与＝経営権の移転は、1)外部者が直接社長に就任するケースばかりでなく、2)内部者が後任社長に就任し、外部者(銀行派遣役員)が意思決定に影響力を行使しうる地位につくケース、さらに3)社長は継続してその地位についたまま外部者が意思決定に影響力を行使しうる地位に就任するケースまで多様な形をとった。ここでは「意思決定に影響力を行使しうる地位」を専務以上と定義し⁶⁾、経営権の移転に序列をつけた離散量を被説明変数とする計測を試みた。

経営者の交代のいま一つの設定の仕方は、社長の退任後の地位に注目する方法である。日本の経営者の交代の場合、退任後、会長に就任するのが通例であり、退任した社長が会長職に就かないことは、異例の事態を意味する。これは、Kaplan(1994)が Non standard turnover と呼び、Kang and Shivdasani(1995)が Non routine turnover として注目したケースである。このケースは「強制された」交代であり、それ故このケースにこそ経営の規律のメカニズムが典型的に現れるというのが両者の基本的な考え方である。Kaplan(1994)は退任した社長が会長に就任しなかったケース(従って退任後・取締役メンバーであったケースも含まれる)のすべてを、Kang et al.(1995)は、社長が取締役会メンバーから除外されたケースのみを異例の交代としている。本稿では比較のために、Kaplan(1994)と同様の定義の異例の交代 Non standard turnover を通常の交代 Standard turnover から区別し、後者を1、前者を2、交代のないケースを0とする回帰式を計測した。ただし、この変数の設定は健康上の理由によって異例の交代が発生したケースを完全に除去することができず、変数としての精度に限界がある点は注意を要する⁷⁾。本稿では、死亡による交

代は可能な限り遡及しサンプルから除去したが、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、原則として除去していない。

パフォーマンス変数 説明変数としては、企業のステイク・ホルダーである株主・債権者・従業員の利害を現す変数が慎重に選択されねばならない。ここでは株主の利害を直接に現す変数として、投資収益率(RRS)を選択し、従業員の利害は、従業員増加率(ER)で代表させた。また債権者の直接の利害は、営業利益と利子支払いの比、インタレスト・カバレッジレシオ(ICR)を選択し、さらに異状な収益の悪化を捉えるために、2期平均の税引後利益が負の場合に1をとるダミー変数(NPD)を加えた。また、コントロール変数として経営者の年齢(Age)の他に、日本企業の経営者の交代が2期、または3期を通例としていることから、社長の在職期間(LS)を加えた。この変数(LS)が交代に有意な相関を示すことは、交代がある種の年功ルールに従っていることを示すこととなる。

以上の変数が経営者の選任に影響を行使するステークホルダーの利害を現す変数であるのに対して、ここでは、さらにわが国大企業の経営者の交代が客観的に経営効率と相関をもっていたかをテストするために、上記の変数とは区別された総合的な収益性指標、売上高営業利益率(ORR)と自己資本利益率(ROE)をパフォーマンス変数に加えた⁸⁾。前者をとったのは、金融収支の影響を遮断した純粋の本業の事業効率を抽出するためであり、後者は最も総合的な収益性指標の一つであり、しかも近年 ROE 重視の経営が提唱されていることを考慮したからである⁹⁾。これによって日本企業の経営の規律のメカニズムが、経営能力を欠くか、努力水準の低い経営者の交代を促進するという意味で経営の効率性の維持に寄与しているかをテストできよう。

ところで、企業のパフォーマンス変数として、企業の絶対的なパフォーマンスの水準をとるか、それとも相対的な(同業他社と対比される)パフォーマンスをとるかは、考慮を要する問題である。客観的に企業の効率性を問題とする場合重

要なのは、各企業の経営者にとって外生的な要因(例えば、マクロ的な変動・特定産業部門の不況)を除去した純粋な経営者の能力、あるいは努力水準であり、従って総合的な収益性指標(ORR , ROE)の場合、経営者の交代は相対的な序数的情報、すなわち同業他社のパフォーマンスの平均で標準化された変数に回帰すべきである。しかし、企業のステークホルダーにとって経営者の努力水準・能力を外生的要因から識別することが困難であり、しかも彼らにとって実はパフォーマンスの水準自体がその利害に関係するとすれば、経営者の交代はむしろ絶対的な基数的情報、すなわちパフォーマンスの現数値と相関をもつかもしれない。実際に、個々のステークホルダーがいずれの観点をとるかは経験的な問いであり、ここでは、デフォルト・リスクの代理変数である ICR , NPD を除く ER , RRS について1)現数値をそのままパラメーターとした計測(P_i)と、2)産業平均との差をとって標準化した数値(NP_i)に産業平均(AP_i)を加えた計測を行った¹⁰⁾。なお、各パフォーマンス変数は、通常社長の任期が2年であることを考慮して、いずれの変数も前2期(2年)平均をとった¹¹⁾。以上の変数の定義、平均値とその標準偏差、ならびに資料は、表1に整理されている。

ガバナンス変数 経営者の交代と企業のパフォーマンスの関係は、それぞれの企業のガバナンス構造によって影響される可能性がある。例えば、顧客企業と強いメインバンク関係にある金融機関は、インタレスト・カバレッジレシオ(ICR)の低下に示される財務危機の深刻化に対して、メインバンク関係が弱い企業に比べてより経営者を規律する可能性があろう。また、高度成長期以降の景気変動の過程で他の事業会社の傘下に入る企業が増加したが、こうした企業の場合、独立企業に比べて親会社の投資収益率に対する考慮が小さいため経営者の交代に対する投資収益率の影響が小さく、また財務危機に直面しても親会社が流動性を補給するため、 ICR の影響が緩和される可能性がある。さらに、株主の安定度が高い企業では、相対的に株主の利害から遮断される結果、投資収益率の経

表 1. パフォーマンス変数の基本統計量

(サンプル=102×5)

	1957-1962		1963-1967		1972-1977		1982-1987		1989-1994	
	Mean	St. d	Mean	St. d	Mean	St. d	Mean	St. d	Mean	St. d
RRS(%)	17.0	40.6	7.9	29.9	12.8	32.1	25.2	30.2	-6.0	36.7
NRRS(%)	12.1	39.5	-2.0	29.6	5.6	35.4	2.5	31.6	2.2	38.0
ICR	3.4	7.7	2.1	1.6	1.7	1.8	4.0	9.5	7.3	38.5
NPD(度数)	17	—	49	—	58	—	32	—	76	—
ER(%)	16.6	6.2	2.1	6.6	-3.1	5.7	-0.9	6.5	0.0	6.0
NER(%)	-1.4	9.8	-0.3	6.3	0.4	5.4	-0.4	6.5	-0.2	5.5
ROE(%)	17.0	12.0	8.6	59.7	4.0	134.9	12.5	11.8	7.3	9.0
NROE(%)	-1.0	11.2	-5.3	59.7	-10.6	139.1	-3.2	11.8	3.6	11.5
ORR(%)	10.8	4.0	8.4	3.6	5.9	4.1	4.8	4.1	3.4	3.8
NORR(%)	-0.5	3.4	0.3	3.9	0.0	4.4	-0.3	3.9	-0.5	3.3
LS	9.8	6.7	9.7	7.7	6.7	6.4	5.1	4.6	5.3	4.4
Age	60.9	9.5	62.8	7.3	64.1	5.4	63.3	5.0	63.8	5.0

各変数の定義・資料・標準化の操作は以下の通り。なお、特記しない限り財務データはすべて日本開発銀行『企業財務データベース』(CD-ROM版)、経営者のテニユア・年齢に関する情報は、各社『有価証券報告書』による。

RRS：投資収益率、期末株価のデータは、東洋経済『株価総覧』による。**NRRS**：産業平均との差をとって標準化された投資収益率、標準化のための産業別株価は東京証券取引所「業種別株価指数」、「業種別配当率」(東京証券取引所『証券統計年報』)による。**ICR**：インタレスト・カバレッジレシオ=営業利益/利子支払い。**NPD**：異常な低収益、2期平均の税引後利益が負のケース、観察値(102×5)のうち該当するケース。**ER**：従業員増加率。**NER**：産業平均との差をとって標準化された従業員増加率、標準化には、30人以上事業所の常用雇用指数(東洋経済新報社『経済統計年鑑』各年)から、業種別従業員成長率の計算を試みたが、データの連続性に問題があったため、開銀データ・ベース記載の上場会社すべてのデータから算出した業種別従業員平均成長率を利用した。**ROE**：自己資本税引前利益率。**NROE**：産業平均との差をとって標準化された自己資本税引前利益率、標準化には、**NER**の算出法との整合性を維持するため開銀データ・ベース記載の上場会社すべてのデータから算出した業種別平均・自己資本税引前利益率を利用した。ただし、この方法では57-62年(平均10.2, St. d 11.2)、82-87年(-3.3, 11.9)については、**ROE**と**NROE**の相関係数が0.32, 0.68と低かったため、日本銀行『主要企業経営分析』から業種別平均・自己資本税引前利益率を計算して代替した。**ORR**：売上高営業利益率。**NORR**：業種平均との差をとって標準化された売上高営業利益率、標準化には、**NROE**と同様に開銀データ・ベース記載の上場会社すべてのデータから算出した業種別平均、売上高営業利益率を利用した。なお、ここでも日本銀行『主要企業経営分析』から、業種別売上高営業利益率の計算も試みたが、上記の方法と相関関係に大きな差はなかった。**LS**：経営者の社長として勤続年数、経営者の交代の有無をチェックした年の前年の経営者の勤続年数。

Age：経営者の年齢、経営者の交代をチェックした年の前年の経営者の年齢。

営者の交代確率に与える影響が緩和され、逆に雇用の変化の交代確率に与える影響が増幅される可能性がある。そこで、この点を考慮し、計測では以下のガヴァナンス変数をパフォーマンス変数の交差項として導入した。

メインバンク・ダミー(MB Dummy)；『会社4季报』取引銀行覧の筆頭に記載された銀行が、企業の借入先及び、株主としてともに1位の場合、1をとるダミー変数。このダミー変数の設定の仕方は、Kang and Shivsadani(1995)と同じである。ところで、ある年度の経営者の交代の有無を前2年の企業パフォーマンスで帰属するここでの分析の場合、同時性の問題を回避するためには、理想的には交代を観察する年の前年のガヴァナンス構造が毎年特定化されるべきである。しかし、この理想的な数値の作成は手に余るため、本稿では、各局面の交代の初年と最終年の1年前の情報を確認することで代

替した。つまり、1959-63年の経営者の交代であれば、まず最終年の前年(1962年)について上記の基準を満たす企業を確定し、次にこれら基準を満たしている企業のみ交代の初年の前年(1958年)について各指標をチェックして、その基準を満たした場合にのみ1を与えた¹²⁾。ただし、この基準を満たす企業は高度成長期前半には9、石油ショック後のピークでも20にとどまる。われわれは、高度成長の半ばにメインバンク関係は大企業に全般化していると捉えており(宮島1995, 広田1997)、ここでのメインバンク・ダミーは、とくにメインバンク関係が強い企業に与えられていることに注意されたい。

関連会社ダミー(Sub Dummy)；わが国商法は、保有比率10%以上の少数株主に重要な権利(検査役選任, 解散, 帳簿閲覧請求権, 更生手続き開始の申立て等)を与えている。そこで、メインバンク変数と同様の手続きで、各計測期

間の始期と終期ともに事業法人が企業の発行済株式の10%以上株式を保有した場合、ダミー変数として1を与えた。該当企業は増加し、ピークの80年代には15社である。

株主安定化ダミー(Stab Dummy)：株式市場の影響を緩和する安定度の水準に明確な指標はないし、同時性を回避するために要する作業量も膨大である。そこで、次善の策として各局面の終期についてサンプル企業の株主の安定度(事業法人・金融機関の保有比率の合計)を計算し、5時点のデータをプールして第14分位に属した企業に、ダミー変数として1を与えた。なお、第14分位の閾値は70%である。以上のガバナンス変数に関する情報は、表2に要約されている¹³⁾。

4. 戦後日本の大企業の経営者の交代パターン

計測結果の分析に入る前に、戦後日本企業の社長の交代の特徴を表3を利用して確認しておこう。交代の頻度から見れば、高度成長期には相対的に低く、石油ショック後の急上昇を経て、80年代後半にさらに上昇し、90年代もこの上

昇傾向は維持されている。高度成長期は、長期政権が維持されたのに対して、80年代以降には経営者の交代について2期4年、または3期6年の慣行が広く定着したと見てよからう。

経営者の交代パターンも1955年以降の40年間に大きな変化を経験した。第1に、内部者による交代の相対的比重が傾向的に増加し、石油ショック後には、ほぼ85%が内部者による交代となった。第2に、外部者による交代の比重はたんにシェアのみならず、度数が傾向的に減少した。高度成長期の前半には、そうしたケースは12、全交代の40%弱を占めたが、高度成長の後半以降減少した。円高不況期に一見増加しているが、そのうち6ケースは、すでに外部者が社長に就任している企業における外部者による交代であって、新たに内部者に代わって外部者が社長に就任したケースは、半数以下の6ケースにとどまり、バブル崩壊後にはわずか3ケースとなった。

第3に、外部者の新規社長就任に代わって増加したのは、意思決定に影響力を行使しうる地位(専務以上)への外部者の派遣をとまう内部

表2. ガバナンス変数の基本統計量

(N = 102)

ダミー	定義	1957-61	1963-67	1973-77	1983-87	1990-94
MB Dummy メインバンク・ダミー	融資順位・保有順位がともに1位	9	13	20	8	8
	(参考)					
	融資順位1位・保有順位が銀行中1位(社)	16	43	62	74	70
	純依存度が第14分位のケース(社)	49	29	28	22	11
	MBへの借入依存度(%)	24.9	17.9	14.9	17.1	15.5
	MBへの純依存度(%)	6.9	6.0	5.3	4.4	3.8
	MBの平均融資順位	1.4	1.9	1.6	1.2	1.4
	MBの株式保有比率(%)	3.6	4.3	5.4	4.3	4.4
Sub Dummy 関連会社・ダミー	筆頭株主である事業法人の保有比率が10%以上のケース(社)	5	7	14	15	14
	筆頭株主の保有比率の平均(%)	8.1	9.8	11.2	10.7	9.9
	事業法人+金融機関の株式保有比率が第14分位に属するケース	6	4	24	42	53
Stab Dummy 安定度・ダミー	事業法人+金融機関の保有比率の平均(%)	46	47	60	67	69
	所有型企業	11	4	2	1	0

資料) 東京証券取引所『上場会社総覧』、経済調査協会『系列の研究』、日本経済新聞社『会社年鑑』、『開銀財務データベース』、ダイヤモンド『会社要覧』。

- 注) 1. 各企業のメインバンク(MB)は、まず『会社四季報』の筆頭取引先企業で特定化し、次に各指標をチェックした。
 2. メインバンクダミー・関連会社ダミーは、各期間の始期と終期に基準を満たした企業の度数。
 3. 安定度ダミーは、1961、1967、1977、1987、1992年の株式分布による。
 4. MBへの借入依存度：MBからの借入/総借入。
 5. MBへの純依存度：MBからの借入/総資産。

表 3. 戦後各局面における経営者の交代の推移

(N = 102)

	定義	1959-63 年	1965-69	1974-78	1984-88	1991-95
All turn	全交代 頻度	32 31.4%	42 41.2%	62 60.7%	73 71.6%	81 79.4%
Insider	後任経営者が内部者 構成比	20 62.5%	32 76.2%	53 85.5%	61 83.6%	69 85.2%
Insider 2	内部者による交代で専務以上受 入れをとまなう。	0	3	6	3	4
Outsider	外部者 構成比	12 37.5%	10 23.8%	9 14.5%	12 16.4%	12 14.8%
Outsider 1	内部者から外部者への交代	11	5	5	6	3
Outsider 2	外部者→外部者	1	5	4	6	9
Standard Turnover	通常の交代 構成比	19 59.4%	24 57.1%	43 69.4%	56 76.7%	67 82.7%
Non-standard Turnover	異例の交代 構成比	13 40.6%	18 42.9%	19 30.6%	17 23.3%	14 17.3%
Non-standard 1	後任者が内部者	7	9	13	14	11
Non-standard 2	後任者が外部者	6	9	6	3	3
Out-exec	経営者の交代はないが、専務以 上の役員受け入れをとまなう	6	9	15	4	6

資料) 各社有価証券報告書。

注) 1. Non-standard Turnover = 異例の交代とは交代社長が会長に就任しなかったケース。

2. Outsider には、銀行以外の外部者を含む。

3. Insider2, Out-exec の外部者は銀行派遣役員で専務以上の就任したケースのみ。

者による交代(Insider 2)である。このケースは、高度成長後半から増加し、石油ショック後の6ケースを頂点に、以降減少して90年代前半には4ケースとなった。これに関連して注目されるのは、第4に、経営者の交替をとまなわず戦略的意思決定に関与しうる地位(専務以上)に外部者が就任したケースが70年代まで傾向的に増加したことである。このケースは石油ショック後のピークには15ケースを数え、円高不況後いったん減少した後、近年やや増加している。

一方、これまでの研究の注目した異例の交代の度数は高度成長期後半以降ほぼ安定的であった。もっとも、この異例の交代を後任者の出自から見れば、高度成長期には外部者が多いのに対して、80年代以降は内部者が多くなっていることが注目されよう。つまり、後継社長の出自が選任プロセスの情報を含むとすれば、高度成長期までの異例の交代は外部者のイニシアチブによるケースが多かったのに対して、80年代以降は逆に内部者のイニシアチブのケースが多かったことになる。では、以上のように特徴を示す経営者の交代は、企業のパフォーマンスと実際いかなる関係にあったのか、またこの関係は歴

史的に変化を示したのか？

5. 計測結果；主要な発見

全交代、及び内部と外部者とに区別した交代を、ステークホルダーの利害の代理変数すべてに同時に回帰した推計の結果を報告する紙幅の余裕はない¹⁴⁾。そこで、この第一次接近の結果のみ要約すれば、1)パフォーマンス変数については、投資収益率は高度成長前半を除くと経営者の交代に有意な相関を持たない、2)パフォーマンス変数の有意性の水準は基数的情報、序数的情報のいずれでも大きな差はないが、尤度比検定量でみれば序数的情報を採用したケースの方がフィットが高い、3)さらに全交代を被説明変数とした計測結果と、内部者・外部者を区分した計測結果を比較すれば、全交代ではバブル後の不況期を除けばパフォーマンス変数が交代と有意な相関を示していない。従って、焦点は、内部者・外部者の交代と被説明変数とした計測である。以下では、パフォーマンス変数から投資収益率を除去し、さらに従業員の成長率については序数的情報(NER)を採用して再推計し(表4)、その結果を3節で提示した仮説に即し

て整理しておく。

(1)内部者による交代はいかなる変数と相関が高かったか；内部者による交代に関する第1の仮説は、雇用という従業員の最大の関心を経営者が満たせなかった場合、内部者による交代確率が上昇するのではないかという点にあった。しかし、高度成長期から1980年代まで、従業員の利害は、経営者の交代とはかならずしも明確な相関を持たなかった。この結果は、Kaplan(1994)が1980年代について得た結果とほぼ同様である。1970年代の減量経営のプロセスでは、リストラを進めた経営者が引責辞任をするケースが見られたが、本稿の計測結果は、そうした事例が一般的であったという見方を支持しない。少なくとも1980年代までは、雇用の成長率の低下は、経営者の交代確率の上昇にはつながらなかった。しかし、90年代にはいると表4の通り標準化された従業員の変化率(NER)は内部者の交代確率と負の相関を示し、この結果は現数値の従業員の変化率の計測でもほぼ同一であった。また経営者の交代に対するNERの影響度のウェイトを示す限界効果が高い点も注目されよう。円高不況以前の内部者の交代は、NERと有意な相関を欠いていたのだから、この結果はバブル崩壊後の経営の規律のメカニズムの変化を示す重要な事実である。

内部者による交代に関するいま一つの見方は、企業が状態依存ガバナンスの下にあるとすれば、債権者、株主の利益を大幅に損なわない限り、内部者が自由に後任者を選任できるため、内部者の交代は外部者(株主・債権者)の利益とは有意な相関を持たないという仮説であった。内部者による交代は、高度成長の後半、および90年代に入ってICRと弱い負の相関を示しているものの、石油ショック後から80年代には外部者の利害を示す変数との相関をまったく示さなかった。一方、石油ショック後には、前任者の在職年数が交代と有意な相関をもつというある種の年功ルールが形成されはじめた。内部者による交代を単純に経営者の在職年数(LS)に回帰した結果によれば、高度成長前半期には有意な相関を示したものの係数は著しく小さく、

高度成長後半期にはいったん相関を失っていた。高度成長期には、経営者の交代は必ずしも年功ルールによって支配されていたわけではなかったことが注目されよう。しかし、石油ショック後、この在職期間の経営者の交代に対する有意水準、並びに係数は上昇した。既述の単純な推計の在職期間(LS)の係数でみると、70年代の係数が3.7にとどまったのに対して、90年代には、10.6%に上昇した。この点は、交代のあったケースの前任社長の在職年数の分布を整理した表5からも確認されよう。しばしば指摘される「2期4年、3期6年」という日本の企業の社長交代のサイクルは石油ショック後形成され、80、90年代に強化されてきたとみることができる。

(2)外部者による交代と負債による規律；一方、外部者による交代に関する第1の仮説は、株主の利害を満たせなかった経営者の交代確率が上昇するのではないかという点にあった。しかし既述の通り、投資収益率は、高度成長期前半に経営者の交代と(10%水準で)有意な負の相関を示したが、その後相関を失い、90年代に入っても有意性を回復していない。前者の結果は、1950年代には戦後改革のイムパクト(株式の分散)がいまだ吸収されておらず、経営者がテイク・オーバーの危機に直面していたこと、1965年以降、証券不況と資本自由化を契機に株主の安定化が進展したという事実と整合的であろう。他方、後者は持合の解消、株主重視の経営が90年代に入って強調されているにもかかわらず、いまのところ経営者の交代に関する限り直接的影響はあらわれていないことを示唆する。ところで、Kaplan and Minton(1994)等のこれまでの研究は、外部者の派遣(及び異例の交代)と投資収益率との間の負の相関を指摘してきたが、われわれの結果では、RRSの符号こそ負であったものの、十分な有意水準を示さなかった。推計式、サンプルが異なるから、直接の比較できないが、本稿の結果は、日本企業の経営の規律のメカニズムが事後的にせよ株主の利害を満たしているという見方(あるいは、そのより強いヴァージョンはメインバンクが金融機関のみ

表 4. 内部者(Insider)・外部者(Outsider)別交代と企業パフォーマンス

Panel-1: 計測式 = $\text{Turn}_i = c + a_1 \text{ICR} + a_2 \text{NER} + a_3 \text{AER} + a_4 \text{LS} + a_5 \text{Age}$

	1959-63		65-69		74-78		84-88		91-95	
Turn _i	N=0	468	N=0	453	N=0	435	N=0	430	N=0	419
	Insider	Outsider	Insider	Outsider	Insider	Outsider	Insider	Outsider	Insider	Outsider
	N=1	N=2	N=1	N=2	N=1	N=2	N=1	N=2	N=1	N=2
	20	11	32	10	53	9	61	12	69	12
ICR	-0.03 (-0.36)	-1.25 ^c (-1.95)	-0.19 (-1.17)	-2.10 ^a (-2.73)	0.01 (0.10)	-0.91 ^b (-2.53)	-0.56 (-0.22)	-0.16 (-0.98)	-0.03 (-1.17)	-0.34 ^a (-2.79)
NER	-0.61 (-0.24)	-9.16 ^c (-1.86)	2.14 (0.65)	-9.93 (-1.62)	-0.06 (-0.02)	-0.81 (-0.13)	1.99 (0.79)	-3.30 (-0.80)	-5.79 ^c (-1.79)	1.28 (0.25)
dP/dICR	0.00	-0.02	-0.01	-0.03	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00	-0.07
dP/dNER	-0.19	-0.13	0.14	-0.17	-0.04	-0.01	0.21	-0.08	-0.62	0.05
尤度比検定 統計量	23.65 ^a		34.38 ^a		19.32 ^a		39.39 ^a		63.87 ^a	

Panel-2: 計測式 = $\text{Turn}_i = c + a_1 \text{NPD} + a_2 \text{NER} + a_3 \text{AER} + a_4 \text{LS} + a_5 \text{Age}$

	1959-63		65-69		74-78		84-88		91-95	
NPD	—	—	-0.10 (-0.13)	2.10 ^b (2.64)	-0.57 (-0.91)	1.43 ^c (1.88)	0.12 (0.18)	1.02 (1.08)	0.25 (0.65)	1.07 (1.39)
dP/dNPD	—	—	-0.01	0.04	-0.06	0.03	0.01	0.02	0.02	0.02
尤度比検定 統計量	—		27.75 ^a		16.13 ^a		37.51 ^a		52.83 ^a	

Panel-3: 計測式 = $\text{Turn}_i = c + a_1 \text{ICR} + a_2 \text{ICR} * \text{MB} + a_3 \text{ICR} * \text{sub} + a_4 \text{NER} + a_5 \text{AER} + a_6 \text{NER} * \text{Stab} + a_7 \text{LS} + a_8 \text{Age}$

ICR	-0.05 (-0.44)	-0.44 ^c (-1.90)	-0.23 (-1.27)	-3.41 ^a (-2.89)	0.03 (0.32)	-1.10 ^a (-2.70)	-0.01 (-0.45)	-0.39 (-1.40)	-0.03 (-1.28)	-0.77 ^a (-3.03)
MB*ICR	0.26 (1.14)	1.14 ^c (1.70)	0.09 (0.43)	1.86 ^c (1.87)	-0.15 (-0.61)	-1.25 (-0.88)	-0.15 (-0.67)	-1.35 ^c (-1.67)	-0.24 ^c (-1.91)	-0.21 (-0.26)
SUB*ICR	0.37 ^c (1.81)	1.81 (-0.38)	0.12 (0.46)	1.47 (1.44)	-0.12 (-0.64)	0.89 ^c (1.83)	0.08 (1.18)	0.43 (1.59)	0.03 (0.34)	0.77 ^a (2.79)
NER	-1.14 (-0.43)	-0.43 ^c (-1.80)	2.17 (0.64)	-9.45 (-1.52)	2.93 (0.82)	1.27 (0.16)	0.15 (0.05)	-1.44 (-0.34)	-7.31 ^c (-1.68)	2.68 (0.45)
STAB*NER	2.07 (0.18)	0.18 (-1.18)	6.60 (0.24)	75.64 (1.48)	-17.50 ^c (-1.89)	-16.55 (-0.92)	9.83 (1.36)	-6.26 (-0.48)	5.31 (0.60)	-2.40 (-0.14)
dP/dICR	0.00	-0.03	0.01	-0.05	0.01	-0.02	0.00	-0.01	0.01	-0.02
dP/dMB*ICR	0.01	0.02	0.00	0.03	-0.01	-0.02	-0.01	-0.03	-0.02	0.00
dP/dSub*ICR	0.03	-0.29	0.01	0.02	-0.01	0.02	0.01	0.01	0.00	0.02
dP/dNER	-0.04	-0.17	0.14	-0.15	0.27	0.02	0.02	-0.03	-0.78	0.09
dP/dStab*NER	0.10	-0.38	0.30	1.19	-1.58	-0.24	0.98	-0.18	0.57	-0.07
尤度比検定 統計量	31.48 ^a		41.31 ^a		28.06 ^a		51.86 ^a		77.96 ^a	

注) 1. 変数の定義は、表 1, 2, 3 参照。2. 各式とも、AER, LS, Age の報告は省略した。3. Panel-2 の 59-63 年の計測は、NPD と被説明変数が一致するケースが多いため推計不能。4. Panel-2 の NER は、Panel-1 の結果とはほぼ同じなので報告を省略した。5. パーレン内は t 値。a は 1%, b は 5%, c は 10% 水準で有意。6. 尤度比検定の 1% 有意水準点は $\chi^2(5)=15.086$, $\chi^2(8)=20.090$ 。

ならず、一般投資家からも顧客企業のモニターを委託されているとの見方の再検討を要請している。

外部者による交代に関するいまひとつの仮説は、このケースでは負債保有者の利害がもっとも影響力を持つのではないかという点にあった。表 4 によれば、デフォルトの可能性の代理変数

であるインタレスト・カバレッジ(ICR)、2 期平均税引後利益赤字で示される異常な低収益(NPD)はほぼ一貫して外部者による交代に影響を与えている。ICR は分散が大きいいためその限界効果が低い点は注意を要するが、歴史的に見れば、高度成長期、特にその後半には、ICR, NPD の係数は大きく、その係数の有意

表5. 内部者の交代のケースにおける前任経営者の在職年数の分布

前任社長の 在職年数	1959-63	65-69	74-78	84-88	91-95
	交代件数	交代件数	交代件数	交代件数	交代件数
2年以内	2	4	11	7	5
3-4年	0	4	11	11	9
5-6年	2	3	8	19	24
7-8年	3	5	7	7	18
9-10年	1	2	4	9	4
10年以上	12	14	12	8	9

資料) 各社有価証券報告書。

水準も高い。この時期には、デフォルトリスクの上昇が、金融機関を介して外部者による交代をもたらすという関係を明確に確認することができる。しかし、石油ショック後には、*ICR*、*NPD* いずれの計測とも係数が低下し、しかも尤度比検定量が高度成長期に比して低下して構造変化が発生したことを示唆している。さらに80年代には符号こそ期待どおりであるものの*ICR*、*NPD* いずれとも有意水準が低下した。その後90年代に入ると*ICR*と外部者の交代との間の負の相関は回復するが、その係数は、高度成長期後半に比べて著しく低下し、*NPD*と外部者の交代との間の正の相関は有意性を回復していない。また、ここでの円高不況期に関する計測結果は、Kang *et al.* (1995) とほぼ一致するが、歴史的視角から重要な点は、*ICR*の経営者の交代に対する係数、その有意性、並びに限界効果が、5局面のうちもっとも低いこと、また80年代には、*NPD*の有意性が失われたことである。

(3) 状態依存的ガバナンスはいつ典型的に形成されたか；ところで、財務危機に直面した企業のコントロール権が内部者から外部者に移動することは、既述通り通常の負債契約に一般的な特徴であり、日本企業にユニークな点は、業績の良好な企業における内部者による選任と、業績が極端に悪化した企業における外部者による交代との間に外部者の関与を受けながら内部者が経営権を維持する領域を固有にもつ点にあった。この見方の当否を確認するために、外部者による交代(表3のOutsider)に3、意思決定に影響を行使しうる地位への銀行役員派遣をとまなう内部者による交代(同、Insider 2)に2、

経営者の交代をとまなわない役員の派遣(同、Out-exec)に1、それ以外にケースに0を与えた被説明変数を*ICR*に回帰した¹⁵⁾。Insider 2のケースが皆無の高度成長期前半を除く各局面の計測結果は表6の通りである。

高度成長期後半以降いずれの局面の推計式の尤度比検定量も高く、各推計式は定数項以外の変数をすべてゼロとした場合の推計結果と同一であるという帰無仮説を1%水準で棄却できる。しかし高度成長後半期は、外部者による交代(Outsider)に比べて役員派遣をとまなう内部者の交代(Insider 2)、及び経営者の交代をとまなわない専務以上の役員派遣(Out-exec)の頻度は小さく、その係数の有意水準も低かった。この後2者の有意水準が明確に上昇したのが石油ショック後である。この局面でInsiderのみならず、Out-execも、*ICR*と有意な負の相関を示し、Insider 2もやや有意性が低いものの、期待通りの結果を示した。また、表には示されていないが、*NPD*を被説明変数とした計測結果もほぼ同様であり、石油ショック後には、収益が低下し、デフォルトリスクが上昇した場合、内部者から外部者に経営権が全面的に移転するケースと並んで、内部者が経営権を維持しながら外部者(=銀行)にその一部が移転するというケースを明確に確認できる。状態依存ガバナンスと特徴づけうる関係は、石油ショック後にもっとも典型的に見られたのである。

しかし、円高不況期には、いったんすべてのケースで係数が低下し、しかも統計的に充分有意ではない。この事実は、1980年代には、負債、ないしメインバンクによる規律が弱まったという見方と整合的であろう。もっとも円高不

表 6. 経営権の移転と企業パフォーマンス

計測式: $\text{Logit: Out}i = c + a_1 \text{ICR} + a_2 \text{LS} + a_3 \text{Age}$

	被説明変数	Out-exec	Insider 2	Outsider
1965-69	$N=0:473$	$N=1:9$	$N=2:3$	$N=3:10$
	ICR	-0.884 ^c (-1.846)	-1.654 (-1.555)	-2.401 ^a (-3.453)
	dP/dICR	-0.014	0.004	-0.044
	尤度比検定統計量		32.14 ^a	
1974-78	$N=0:468$	$N=1:15$	$N=2:6$	$N=3:9$
	ICR	-0.885 ^a (-3.030)	-0.921 ^c (-1.817)	-0.874 ^b (-2.443)
	dP/dICR	-0.023	-0.009	-0.014
	尤度比検定統計量		24.28 ^a	
1984-88	$N=0:484$	$N=1:4$	$N=2:3$	$N=3:12$
	ICR	-0.326 (-1.043)	-0.109 (-0.532)	-0.226 (-1.330)
	dP/dICR	-0.003	0.000	-0.005
	尤度比検定統計量		18.19 ^a	
1991-95	$N=0:482$	$N=1:6$	$N=2:4$	$N=3:12$
	ICR	-0.197 (-1.583)	-0.296 (-1.511)	-0.327 ^a (-2.926)
	dP/dICR	-0.004	0.002	-0.007
	尤度比検定統計量		25.51 ^a	

注) 1. 被説明変数の定義については、詳細は、表 3 参照。

被説明変数 = 0 交代なし、= 1 Out-exec = 専務以上の受け入れ、交代なし、= 2 Insider2 = 内部者の交代 + 専務以上受け入れ、= 3 Outsider = 外部者による交代。

2. 尤度比検定の 1% 有意水準点は $\chi^2(3) = 11.345$ 。

況期は、その打撃が輸出産業に集中し、不況としても比較的短かったから、パフォーマンス変数の分布が他の時期と異なる可能性も否定できない。この意味で円高不況期には負債による規律が弱まったとの結論はあくまで暫定的である。他方、90年代に入ると係数は小さいものの ICR の有意性が回復した。この時期内部者による交代と NER が負の相関を示したという既述の発見と結び付けると、この事実は、わが国の経営の規律のメカニズムが分化し始めたことを示唆する。実際、負債比率で 2 分し、経営者の全交代を、従業員の前成長率と ICR で回帰した結果は、高負債企業で ICR が 5% 水準で負、低負債企業で従業員の前成長率が同じく 5% 水準で有意に負であった。90年代に入って高負債企業における金融機関による規律と低負債企業における内部者による規律とにガバナンス構造が分化したとみられよう。

(4) 異例の交代：ところで、Kaplan(1994)、Kang *et al.*(1995) が注目した異例の交代 Non-standard Turnover は、いかなる変数と相関を持ったか。その結果を要約した表 7 によれば、1) 高度成長前半期にはパフォーマンス変数との相関を欠いていること、2) 高度成長後半・石油ショック後には、負債保有者の利益と相関が高いこと、3) 円高不況期には、再び相関を失ったこと、4) バブル後の通常の交代、異例の交代とも ICR、NER との負の相関を示していることが明らかである。上記のうち 1) は、高度成長前半期にはいまだ会長制が定着過程にあったためと解釈できよう。また、2)、3) は、石油ショック後まではこの異例の交代のうちほぼ半数がすでに見た外部者による交代と一致していたこと、しかし、80年代にはいると、異例の交代の過半が内部者による交代によって占められた事実と整合的である。ところで、Kaplan(1994)、Kang *et al.*(1995) は、80年代の異例の交代と異常な低収益との有意な正の相関を報告しているが、我々のサンプルでは、符号は一致するものの、有意な結果は得られなかった。サンプルが異なるから直接の比較は意味はないが、先行の研究方法に従っても歴史的には 80年代には負債による規律がもっとも弱く、90年代に入ると規律のメカニズムが分化を示し始めたとの結論は支持されよう。

(5) ガバナンス変数は経営者の交代に影響を与えたか：本稿でのわれわれの第 2 の関心は、企業のガバナンス構造の差が経営者の交代確率に影響を与えるか否かにあった。計測結果の全てを報告できないが、表 4 のパネル 3 には、内部者・外部者を区別した交代を被説明変数として、ICR、NER とその変数に最も利害の深いステークホルダーのダミー変数との交差項を導入した計測の結果が要約されている。

各時期の計測で安定的に有意な効果を持ったのは関連会社ダミーのみであった。とくに 70 年代以降この変数の重要性が上昇した。他の事業会社の傘下にある企業は、業績が悪化しても、その企業の経営者の交代確率は同じ事態に直面した独立企業に比べれば低下すること、逆にこ

表7. 異例の経営者の交代と企業パフォーマンス総括

計測式(1): $\text{Logit: Turn}_i = c + a_1 \text{RRS} + a_2 \text{ICR} + a_3 \text{ER} + a_4 \text{LS} + a_5 \text{Age}$

交代類型=被説明変数	説明変数	59-63	65-69	74-78	84-88	91-95
$N=0$		468	438	428	430	416
$N=1$		19	24	44	56	69
Standard Turnover	RRS	-c	-			
	ICR		-			-c
	ER					-c
$N=2$		13	18	18	15	12
	RRS	-				-
Non-standard Turnover	ICR		-b	-b		-c
	ER	-	-b	-		-c
尤度比検定統計量		12.99	41.28 ^a	27.03 ^a	35.59 ^a	58.55 ^a

計測式(2): $\text{Logit: Turn}_i = c + a_1 \text{RRS} + a_2 \text{NPD} + a_3 \text{ER} + a_4 \text{LS} + a_5 \text{Age}$

		59-63	65-69	74-78	84-88	91-95
Non-standard turnover	NPD	+a	+a	+b		+c
尤度比検定統計量		18.29 ^a	41.90 ^a	26.49 ^a	36.70 ^a	65.08 ^a

注) 1. 各変数の定義は、表1, 3参照。2. LS, Ageの報告は省略した。3. 計測式(2)の standard turnoverの結果、及び non-standard turnover, RRS, ERの符号、有意水準は計測式(1)とほぼ同じである。4. 符号の右のaは1%, bは5%, cは10%水準で有意、また15%水準で有意な場合のみ参考までに符号を付した。5. 尤度比検定の1%有意水準点は $\chi^2(5)=15.086$ 。

うした企業では、業績がよくても外部者による交代確率が低下しないこととなる。他方、安定度ダミーは必ずしも想定された効果を持たなかった。投資収益率はもともと経営者の交代に対する影響度が低かったが、安定度ダミーがその効果を緩和するという関係は全計測期間を通じて見られない。ただ、株主の安定化が外部からの影響を遮断して従業員の利益を増幅するという関係は、石油ショック後の局面に確認できた。この発見は、先に指摘した石油ショック後にリストラを推進した経営者が引責辞任するというケースは株主の安定化が進んだ企業にのみ該当したという解釈を許すが、3節で注意を促したようにこの変数の設定は、いまだ同時性の問題を残すため確定的な結論は今後の課題としたい。

ところで、強いメインバンク関係を示すMBダミーは、80年代の外部者による交代、90年代の内部者による交代に期待どおりの結果を示した。この80年代以降に関する結果は、Kang *et al.*(1995)の結果と一致している。メインバンクシステムの頂点と言われる高度成長期・石油ショック後に安定的な結果が得られず、逆にそれが変容を開始したと見られる円高不況期以降に期待された相関を示すというここでの計測結

果は、一見奇異に映る。その一つの解釈は減量経営の進展によって借入依存度の企業間の差が拡大する70年代末までは、強いメインバンク関係にのみ与えられたダミー変数は経営者の交代に影響をもたず、むしろ負債からの脱却が進んだ80年代にこそメインバンク関係の強度が意味をもったという点に求められよう¹⁶⁾。

(6)企業の効率性は維持されたか； 本稿の最後の論点は、戦後日本企業のガバナンス構造が、客観的に経営の規律のメカニズムとしてワークしていたかどうかをテストすることである。この場合、3節で指摘したように外生的要因を除去した経営者の能力、努力水準自体、すなわち序数的情報に注目することが重要である。

計測結果を要約した表8によれば、標準化された売上高営業利益率(NORR)では、外部者による交代では全期間を通じて、全交代では高度成長後半と最近のバブル後の局面、序列づけられた外部者の関与の場合と異例の交代は石油ショック後の局面とバブル後の局面について、経営者が同業他社と同一の水準のパフォーマンスを上げられなかった場合、交代確率が上昇するという関係が確認される。例えば、ここではAll turnしか、係数、限界効果を示すことがで

表 8. 経営者の交代と企業効率

Panel 1: Logit: $\text{Turn}i = c + a_1 \text{NORR} + a_2 \text{AORR} + a_3 \text{LS} + a_4 \text{Age}$ (NORR の符号)

	59-63	65-69	74-78	84-88	91-95
All-turn	-3.783 (-1.259)	-6.510 ^b (-2.140)	1.662 (0.761)	-2.453 (-1.269)	-5.488 ^b (-2.382)
$dP/d\text{NORR}$	-0.434	-0.919	0.330	-0.507	-1.174
尤度比検定統計量	21.71 ^a	32.68 ^a	22.91 ^a	41.98 ^a	63.15 ^a
Insider		—			—c
Outsider	—a	—a	—c	—a	—a
尤度比検定統計量	22.47 ^a	26.35 ^a	18.79 ^a	44.09 ^a	58.04 ^a
Out-exec	—	—	—a		—a
Insider	—				
Outsider	—	—a	—b	—a	—a
尤度比検定統計量	—	30.72 ^a	21.92 ^a	20.69 ^a	30.21 ^a
Standard					—b
Non-standard		—a	—a		—b
尤度比検定統計量	15.99 ^a	33.61 ^a	30.30 ^a	36.64 ^a	54.73 ^a

Panel 2: Logit: $\text{Turn}i = c + a_1 \text{NROE} + a_2 \text{AROE} + a_3 \text{LS} + a_4 \text{Age}$ (NROE の符号)

	59-63	65-69	74-78	84-88	91-95
All Turn					
尤度比検定統計量	26.19 ^a	16.81 ^a	24.44 ^a	42.89 ^a	53.12 ^a
Insider					
Outsider	—a	—a	+		—c
尤度比検定統計量	24.25 ^a	21.22 ^a	17.52 ^a	44.20 ^a	48.79 ^a
Out-exec	—				—a
Insider	—				
Outsider	—	—a	+		—c
尤度比検定統計量		18.18 ^a	8.58 ^a	15.03 ^a	25.84 ^a
Standard					
Non-standard	—a	—b	+		—
尤度比検定統計量	14.71 ^a	24.63 ^a	19.12 ^a	43.08 ^a	47.87 ^a

注) 1. Allturn 以外は, NORR 及び NROE の係数の符号と, 有意水準のみを掲げた. 2. 変数の定義, 各交代の度数, 係数については, 表 4, 6-8 を参照されたい. 3. 符号の右の a は 1%, b は 5%, c は 10% 水準で有意. また 15% 水準で有意な場合のみ参考までに符号を付した. 4. 尤度比検定の 1% 有意水準点は $\chi^2(4) = 13.277$.

きないが, 推計結果は, 高度成長後半のみならずバブル崩壊後の局面で NORR の係数及び有意水準が高いことを示している. また, NORR の計測式における限界効果がいずれの場合も高い点も注目されるべきである.

もっとも, パネル 2 の NROE で見るとやや様相は異なる. 高度成長期までは, 経営者が ROE でみて同業他社と同水準のパフォーマンスをあげない場合, 交代確率が上昇する関係が支配していたのに対して, 石油ショック後, 及び 80 年代はそうした関係は消失した. 石油ショック以降, 事業効率の指標と最終的な利益指標との間で結果が異なることは注目に値しよ

う¹⁷⁾. 総じて言えば, 高度成長期の交代は経営効率の相対的悪化と相関を持っていたが, 年功ルールが定着した石油ショック以降, この関係は外部者による交代に限定され, 円高不況期にはいるとその相関が弱まった. しかし, 外部者による経営の規律が回復し, さらに経営者の交代が雇用との相関を強めたバブル後の不況局面では, 経営者の交代は再び効率性指標と負の相関を強めている. とくに外部者による交代のみでなく内部者による交代も NORR と負の相関を示していることは重視されるべきであり, そのことは製造業に関する限り経営の規律のメカニズムは徐々に変化しているものの, 経営者の

モラルハザードの可能性は高くないことを示唆している。

6. 結びに代えて

以上、1955年以降の日本経済の発展を5つの局面に区分し、各局面の経営者の交代と企業パフォーマンスの関係の計量的分析を試みた。以上のファクト・ファインディングから導き出されるわが国企業のガバナンスの歴史的变化に関する我々の基本的なメッセージは、1)冒頭で要約した特徴が、もっとも典型的に形成され、かつワークしたのは石油ショック後の局面であること、2)高度成長期は、株式市場の影響が後退し、金融機関＝メインバンクによる規律が拡大するという意味でそうした構造の形成期であること、他方、3)1980年代後半には、金融機関の経営者の選任に対する影響力が低下したという意味で日本企業のガバナンス構造が変容したとみられること、最後に4)90年代に入ると再び経営者に対する規律が有効となったが、そのメカニズムはメインバンクの経営の規律に加えて、内部者の役割が上昇したという意味で分化の兆しを示していること、の4点である。

(早稲田大学商学部)

注

* 本稿の骨子は、経営史学会関東部会、東京大学社会科学研究所、日本証券経済研究所、経営学六甲コロキウム、神戸大学経営経済研究所、一橋大学経済研究所、Hebrew University及び、Conference on "Between External Shock and Internal Evolution" (日仏会館)で報告の機会を得た。参加者、とくに阿部武司、蟻川靖浩、伊藤秀史、泉田成美、河合正弘、小島健二、清水克俊、橋本寿朗、広田真一、深尾京二、Garey Saxonhouse、Xavier Richet、Yishay Yafeh、Erik Berglof氏から有益なコメントを得た。本稿のデータセットの作成にあたっては、山本克也氏のお世話になった。記して感謝申しあげる。また、本稿は、早稲田大学特定課題研究助成、及び、文部省科学研究費(基盤研究C)、野村證券財団研究助成に基づく研究の成果の一部である。

1) この理解は、50年代前半の企業の額面の配当率が高率なばかりでなく、自己資本利益率に対して高い感応を示したこと、また経営者の交代が額面の配当率と有意な負の相関を示したことと整合的であろう。

(Miyajima 1995; 宮島 1996)。

2) また、Kaplan and Minton(1994)は、銀行の役員派遣と経営者の交代との関係を推計し、前者が後者の確率を高めるという結果を報告している。

3) この点について宮島(1996)、Miyajima (Forthcoming)でわれわれの見方を提示する機会を得た。

4) 経営者が株主・従業員のいずれか一方の利害に従って行動するのではなく双方の利害の「ウェイトづけられた最大化」を目的とするという企業経営の双対的コントロールを含意するこの仮説は、経営者の交代と内部者の利害の負の相関を否定しない。念のため。

5) より厳密な定式化は、Aoki(1994b)で与えられている。

6) 意思決定に影響を及ぼしうる地位をどこに置くかは微妙な問題だが、ここでは、1950年代後半には取締役会メンバーの増加の結果、実質的な意思決定は常務会があたり(経済同友会 1961; ヒルシュマイヤー・由井 1978)、1960年代後半からはさらに専務以上のメンバーを中心とする経営会議が重要となったという指摘を重視し、1)平取締役、監査役への派遣は、銀行のモニターにとって重要な情報収集には寄与するが、獲得された情報は事後の情報にとどまる、2)常務への就任は、戦略的意思決定に関する事前の情報の獲得を可能とするが、その決定に影響力を行使できない、3)債権者の観点から経営を「矯正」するためには、専務以上の地位が必要である、との考え方をとっている。

7) より理想的な被説明変数の候補としてKaplan(1994)が採用した代表権保有者の交代があるが、1970年代以前の『有価証券報告書』の多くは、代表権保有者の記載を欠くため、その採用は断念せざるを得なかった。

8) Kaplan(1994)をはじめとするこれまでの研究は、この点に関する考慮を欠いていた。

9) 他にも、売上高営業利益率に代えて分子としてより総合的な付加価値額を採る方法、ROEに代えて資本構成の影響を除去するために分母を使用総資本に用いる方法が考えられるが、標準化のための業種別平均のデータを算出に基づく再計測は今後の課題としたい。

10) これはMorck and Nakamura(1992)が行っている操作である。

11) 経営者の選任に影響を与えるステーク・ホルダーの時間的視野(期間認識)は本来先験的に決めるべき問題ではない。とくにしばしば日本型企業システムの特徴の一つとして長期的視野に立つ経営が強調され、アメリカの短期的、あるいは近視眼的(myopic)な企業経営と対比され(Abeglen and Stalk 1985; Stein 1988)ているから、経営者の交代を2年平均のパフォーマンスのみでなく、他にも例えば、前年のみ、あるいは4年平均のパフォーマンスで回帰し、相互に比較するといったステーク・ホルダーの期間認識を明示的に組み込んだ分析は興味深い今後の課題である。

12) この変数の作成には広田真一氏より貴重な資料の提供を受けた。記して感謝申し上げる。

13) 他にも、経営者の保有比率が3%以上の場合1をとるダミー変数も考慮したが、表2のとおり、高度成長期後半以降無視してよい度数となるので、計測には含めなかった。

- 14) 以下、紙幅の関係から推計結果を全て報告できない。興味のある方は著者に連絡されたい。
- 15) 外部者の新規の社長就任(表3の Outsider 1)のみに3を与える計測も試みたが結果は同一であった。
- 16) ほかに、1)メインバンクが最大の債権者でかつ銀行中保有比率1位を満たすケースに1を与えるダミー変数、2)メインバンク純依存度(メインバンク借入/総資産)を安定度と同様に5時点について算出し、第1四分位(閾値、7.3%)に属する企業に1を与えるダミー変数でも推計したが安定的な結果は得られなかった(定義は、表2参照)。なお、Kaplan and Minton (1994)の役員派遣関数の計測でも、定義は異なるがメインバンクの交差項は有意な結果を得ていない。
- 17) この背後には、70年代前半のインフレーションを経て、経営者が裁量的に処分可能な資産(含み資産)の増加という変化があった。企業経営者は金融危機に直面しても、資産売却によって流動性を確保することが可能となったのである。石油ショック後、完全に銀行主導ではなく、自主的に再建するケースが増大し、また経営者の交代がROEとの相関を失った理由の一つはここに求められよう。

参 考 文 献

- 青木昌彦(1995)『経済システムの進化と多元性——比較制度分析序説』東洋経済新報社。
- 深尾光洋・森田泰子(1997)『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。
- 橋本寿朗(1996)「企業システムの『発生』、『洗練』、『制度化』の論理」橋本寿朗編『日本企業システムの戦後史』東京大学出版会。
- 広田真一(1997)「日本のメインバンク関係——1964-1992年」『経済学論叢』(同志社大学)、第43巻第3号、pp. 457-482。
- 広田真一・池尾和人(1996)「企業金融と経営の効率性」伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会。
- ヒルシュマイヤー、J.・由井常彦(1978)『日本の経営発展』東洋経済新報社。
- 経済同友会(1961)『トップ・マネージメントの組織と実態』。
- 宮島英昭(1992)「財閥解体」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。
- (1995)「企業集団・メインバンクの形成と設備投資競争——高度成長前半期を中心に」武田晴人編『日本産業発展のダイナミズム』東京大学出版会。
- (1996)「財界追放と経営者の選抜——状態依存的ガバナンス・ストラクチャの形成」橋本寿朗編『日本企業システムの戦後史』東京大学出版会。
- 岡崎哲二(1991)「戦時計画経済と企業」東京大学社会科学研究所『現代日本社会4 歴史的 premise』東京大学出版会。
- (1993)「企業システム」岡崎哲二、奥野正寛編『日本型経済システムの源流』日本経済新聞社。
- Abegglen, J. C. and G. Stalk(1985) *Kaishya, the Japanese Corporation*, Charles E. Tuttle.
- Aghion, P. and Bolton, P.(1992)“An Incomplete Contracts' Approach to Financial Contracting,” *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 3, pp. 473-94.
- Aoki, M.(1994a) “Monitoring Characteristics of the Main Bank System: Analytical and Developmental View,” in Aoki, M. and H. Patrick eds., *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.
- (1994b) “The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity,” *International Economic Review*, Vol. 35, No. 3, pp. 657-676.
- Horiuchi, A.(1995) “Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm: An Implication of the Surge of Equity-related Bonds,” in Okabe, M.(ed.), *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan.
- Kang, J. and A. Shivdasani(1995) “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan,” *Journal of Financial Economics*, No. 38, pp. 29-58.
- Kaplan, S. N.(1994)“Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States,” *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 3, pp. 510-546.
- Kaplan, S. N. and B. A. Minton(1994) “Appointments of Outsiders to Japanese Boards,” *Journal of Financial Economics*, No. 36, pp. 225-58.
- Miyajima, H.(1995) “The Privatization of Ex-zaiatsu Holding Stocks and the Emergence of Bank Centered Corporate Groups,” in M. Aoki, eds., *The Corporate Governance in Transitional Economies*, The World Bank.
- (Forthcoming) “Will the Deregulation Change J-type Capitalism?: The Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance in J-type Firm,” in Carlile, L and M. Tilton, eds., *Regulation and Regulatory Reform in Japan*, Brookings Institution.
- Morck, R. and M. Nakamura(1992) “Banks and Corporate Control in Japan,” mimeo, University of Alberta.
- Sheard, P.(1994a) “Interlocking Shareholdings and Corporate Governance,” in Aoki, M. and R. Dore, *The Japanese Firms: Sources of Competitive Strength*, Oxford University Press.
- (1994b) “Bank Executives on Japanese Corporate Boards,” *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*.
- Stein, J. C.(1988) “Takeover Threats and Managerial Myopia,” *Journal of Political Economy*, Vol. 96, No. 1, pp. 61-80.
- Teranishi, J.(1994) “Loan Syndication in War-time Japan and the Origins of the Main Bank System,” in Aoki, M. and H. Patrick eds., *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.