

兼任役員と戦前日本企業（2）

——非財閥系企業の実証分析——

川 本 真 哉

前稿では、通説的な見解に即しながら、兼任役員が企業経営にもたらしたコストやベネフィット、彼らの取締役会における地位のトレンドを検討した。本稿では、独自の役員兼任データベースを構築し、戦前における会社重役の役員兼任の状況を数量的に追跡するとともに、彼らが企業経営に及ぼした影響（配当政策と経営効率）について若干の計量分析を行う。

III 兼任役員の歴史的推移

1 データとサンプル

本節で用いるサンプルは、次節以降で計量分析を行う対象企業と共通している。分析期間は1921年から1936年までであり、これを ① 第1次大戦後の反動恐慌（1920年）を契機とし、本格的な景気後退局面に突入する1921年から1927年，② 金融恐慌（1927年），昭和恐慌（1930年）を通じ未曾有の恐慌を経験した1928年から1932年，③ 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，本格的な景気回復に向かう1933年から1936年，の3期間に分割した。各時期におけるサンプル対象企業の選択は，以下の手続きによった。

1) 1921-27年

経営史学会編〔2004〕の巻末資料，1919年下期鉱工業上位100社リストを参照し，そのうち東洋経済新報社『株式会社年鑑』及び大阪屋商店『株式年鑑』から財務・取締役会構成などの必要データを一貫して収集できる企業をサンプ

ルとして確定した。ただし、本稿における関心が非財閥系企業の兼任役員と企業経営との関係にあるため、3大財閥直系企業はサンプルから除外してある¹⁾。その結果、この時期一貫して追跡できた企業数は49社である。

2) 1928-32年, 1933-36年

同じく経営史学会編 [2004] 巻末資料, 1929年下期鉱工業上位100社リストを利用して、上記の方法と同様の手順に従ってデータセットを構築した。ここでも3大財閥直系企業はサンプルに含まれていない。最終的に、この期間、一貫して追跡できた企業数は51社となった。なお、以上の手法によって確定されたサンプルには繊維産業と食料品産業に属する企業が多く含まれ、上記1)の期間でそれぞれ13社, 10社, 2)の期間で17社, 10社となっている²⁾。

3) 兼任役員のカウント

会社役員の個々人について兼任役員か否かを実質的に判断していくのは非常に困難な作業である。そこで兼任役員の算定方法について、岡崎・澤田 [2003] で採用された手法を参考することとした。つまり、1人の会社役員が他社の役員を1つ兼職している場合に兼任数を1と数え、兼任役員の程度を形式的・数量的に計測した。仮に、2つの会社役員を別に兼ねていれば兼任数は2と数えられる。各会社の役員兼任の情報に関しては東京興信所『銀行会社要録』を利用した。岡崎・澤田 [2003], 岡崎 [2004] でも指摘されているとおり、同資料には巻末に「役員録」が付録として掲載されており、ここから資本金20万円以上の会社の役員個々人について、どの程度他社の役員を兼職しているかを一度に把握することが可能である。また、上記分析対象期間のすべてにわたって役員兼任状況を把握することは、作業的に大きな困難が予想されるため、本稿では1921年, 1928年, 1933年, 1936年の4時点に限定して調査を行

1) 傍系企業の場合、取締役著名な兼任役員が加わっている企業（たとえば、電気化学工業における大橋新太郎、王子製紙における大橋新太郎、田中榮八郎）が散見されるため、基本的にサンプルから除外しなかった。

2) 東洋経済新報社『株式会社年鑑』及び大阪屋商店『株式年鑑』の産業分類を参考に、繊維、造船、鉱業・鉄鋼、窯業・硝子、化学、機械、製紙、食料品の8産業にサンプル企業を分類した。

なった³⁾。ここに、やや問題を残すが、筆者の今後の課題としたい。

なお、ここで会社役員とは、会長から社長、専務、常務、役職なしの取締役までを指すものとし、監査役は加えなかった⁴⁾。以上のような手続きの結果、調査対象は会社重役1,588人(上記4時点ののべ人数)、彼らの総兼任数は7,239社に達した。

2 役員兼任数の数量的概観

第1表には、役員兼任関係の数量的程度を示す値として、役員1人当たりの兼任数(当該企業の取締役全体の他社兼任数/当該企業の取締役人数)、執行役員⁵⁾1人当たりの兼任数(当該企業の執行役員全体の他社兼任数/当該企業の執行役員数)、役員の中で最大の他社兼任数を有する人物の兼任数(以下、「最大兼任」)のサンプル企業平均の値が時系列的に並べられている。特に、この「最大兼任」によって、各企業に名望家的な兼任役員が存在する場合、その兼任数が時代を経るにつれどのように推移したかを把握することができる。

まず、役員1当たり兼任数に着目すると、戦前において、取締役1人当たり4社から5社の役員を兼任している状況が読み取れる。執行役員1人当たり兼任数についても同様の水準であり、1人当たり4社から5社程度の役員を兼任している様子がうかがわれる。明治期以降、社長は「会社経営における最高責任者と同時に代表者」であり、専務・常務は「トップの職能を、社長のもとで事実上集中的に代行」(由井[1979] 5, 16ページ)する重責にあったが、そうした彼らがこのように複数会社の役員を兼務している状況は、今日の状況から見て驚かされる。「最大兼任」の値に関しては、平均的に当該企業役員の他に13社から14社程度の会社役員を兼任している取締役が各企業に存在していた

3) 『銀行会社要録』の「役員録」に当該役員が掲載されていない場合、各時点直近の人事興信所編『人事興信録』を用いて補足した。『人事興信録』を用いてもその人物が特定できなければ、サンプルからその企業自体を削除することとした。したがって、サンプルを構成する企業は、すべての役員について他社の兼任状況を把握できることを前提としている。

4) また、商工会議所や日本工業倶楽部などの役職も除外している。

5) ここで執行役員とは、社長、副社長、専務、常務クラスまでを指す。

第1表 戦前における役員兼任数の推移

パネル A：1921年

Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
役員兼任数	49	36.94	29.44	0.00	108.00
1人当たり兼任数（全体）	49	4.89	4.17	0.00	21.60
1人当たり兼任数（執行役員）	49	4.96	5.67	0.00	27.00
最大兼任数	49	14.59	10.61	0.00	40.00
役員数	49	7.73	2.28	3.00	13.00
執行役員数	49	2.47	1.39	1.00	8.00

パネル B：1928年

役員兼任数	51	35.22	38.07	2.00	210.00
1人当たり兼任数（全体）	51	4.17	3.96	0.29	21.00
1人当たり兼任数（執行役員）	50	4.75	6.32	0.00	34.50
最大兼任数	51	13.73	11.33	1.00	46.00
役員数	51	8.10	1.94	5.00	14.00
執行役員数	51	2.78	1.29	0.00	6.00

パネル C：1933年

役員兼任数	51	34.35	40.26	2.00	216.00
1人当たり兼任数（全体）	51	4.01	3.72	0.33	19.64
1人当たり兼任数（執行役員）	50	4.16	4.61	0.00	21.20
最大兼任数	51	13.10	11.37	1.00	45.00
役員数	51	7.80	2.05	4.00	16.00
執行役員数	51	2.92	1.38	0.00	7.00

パネル D：1936年

役員兼任数	51	36.88	41.35	3.00	200.00
1人当たり兼任数（全体）	51	4.39	3.86	0.60	18.18
1人当たり兼任数（執行役員）	51	4.62	5.37	0.00	24.00
最大兼任数	51	13.45	11.47	1.00	41.00
役員数	51	7.80	2.09	5.00	14.00
執行役員数	51	2.96	1.04	1.00	6.00

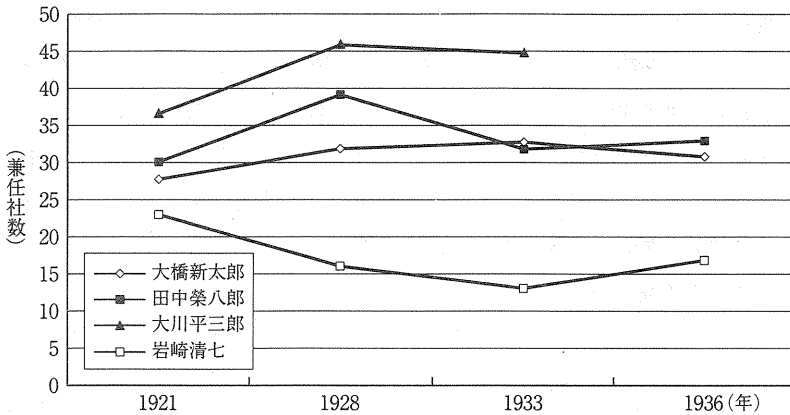
注：1928年と1933年において1人当たり兼任数（執行役員）が50社であるのは、執行役員を設置しない企業がそれぞれ1社（1928年：大阪鉄工所、1933年：旭硝子）存在するためである。

ことになる。これらの役員が社外取締役として当該企業の経営に大きく関与していたことは、これまで論じてきたとおりである。

つぎに、この期間における兼任役員関係の値の時系列的な推移を観察していこう。役員1人当たり兼任数については、反動恐慌直後の1921年には4.89社であったものが、不況局面を経た1933年には4.01社になっており、確かな減少が見られる。一方、執行役員1人当たり兼任数についても同様の傾向が観察され、同期間、4.96社（1921年）から4.16社（1933年）にまで低下している。もっとも、以上の傾向はそれほど顕著なものではなく、緩やかな後退と認識しておくべきであろう。さらに興味深いことに、こうした兼任役員関係の数量的後退は準戦時期以降の好況局面において反転している。役員1人当たり兼任数について見ると1936年には4.39社、執行役員1人当たり兼任数については4.62社と、両者ともに1933年に比較して微増している。「最大兼任」についても不況局面において減少が観察されるが、他の二つの変数と同様に1936年には若干の増加に転じている。参考までに、兼任大株主重役の象徴的人物として頻繁に取り上げられる大橋新太郎、大川平三郎、田中榮八郎、岩崎清七の諸会社兼任の状況について掲げておく（第1図）。同図によると、これら4者の役員兼任状況も、前述した全体の動向とほぼ同一の推移を示しており、不況局面において若干の後退が見られたものの、戦時経済直前まで依然、財界の顔役として諸会社の取締役会に多大な影響力を有していたことが垣間見れる。

高橋 [1977] では、大恐慌期以降、取締役会における兼任役員の立場は大きく抑制されたと論じられていたが、本節における以上の結果は、少なくとも数量的にはこの見解に疑問を投げかけるものと言えよう。そこから、取締役会からの本格的な兼任役員の排除には、日中戦争以降の戦時局面もしくは戦後の財界追放など、より一層の外部環境の劇的な変容が必要であったと推察される。

第1図 代表的兼任役員の兼任社数



注：大川平三郎は死去のため、1936年の兼任数は把握できなかった。

出所：東京興信所『銀行会社要録』各年版。

IV 兼任役員が配当政策に及ぼす影響

1 推計モデルと変数

兼任役員が企業経営に及ぼす影響として、高い役員賞与、経営効率の悪化など様々な角度からこれまで論じられてきたが、最たる悪弊として指摘されてきたのは近視眼的な配当政策を社外取締役の立場から実現していた点にあった。戦前における兼任役員は配当政策にどのような影響を及ぼし、またその影響は不況とともにどのような変遷をたどったのであろうか。本節では配当政策に対する兼任役員の影響を計測するために、宮島 [2004] を参考に以下のような簡単な推計式を利用する。

$$DIV_t = F(PROF_t, INT, PROF_t \times INT, SIZE_{t-1}, ID, YD) \quad (1)$$

ここで、DIV は配当支払額、PROF は当期利益金⁶⁾、INT は役員兼任数を

6) 分析の関心が計上された利益金の処分方法（ここでは配当）にあるので、当期損失金を計上している企業については、欠損を出した当該年をサンプルから除外した。したがって、データノ

示す変数, SIZE は総資産対数値, ID は産業ダミー, YD は年次ダミーである。役員兼任数を表す変数としては, 上述の役員兼任のトレンドを分析する際に扱った, ① 取締役1人当たり兼任数, ② 取締役会において最大の他者兼任数を有する役員の兼任数(「最大兼任」), の2種類を用いる。こうした手法を採用することにより, 配当政策に及ぼした兼任役員の影響力を多角的に把握できる。なお, これら兼任役員についての変数は, 各年度追跡することが望ましいが, 作業量の制約のため, 各推計期間の期首である1921年, 1928年, 1933年の3時点のみを推計には利用した。

つぎに, 推計期間としては, 第Ⅲ節の分析と同様に, 戦前を①1921年から1927年, ②1928年から1932年, ③1933年から1936年, の3期間に分割した。サンプルについても第Ⅲ節で利用した企業と同一となっている。また, 被説明変数である配当金はマイナスとしないことから, 推計にはTobitを用いている。

最後に, ここでの分析の焦点は, 当期利益金と役員兼任を示す変数との交差項(PROF×INT)となっている。森川 [1996] などの先行研究で指摘されているとおり, 兼任役員の存在が計上された利益に対して近視眼的な配当政策を企業経営に課していたとするならば, この交差項は正の値を取ることが想定される。ただし, 高橋 [1977] での見解を勘案すると, 1930年代以降, 利益処分に対する兼任役員の姿勢が改善され, 時代を経るにつれ配当政策と兼任役員の相関関係が変容しているとも考えられる。この点については実証の問題となろう。

2 推計結果

分析の結果は第3表にまとめられている⁷⁾。配当政策に与えた兼任役員の影

＼セットはパネル構造を有するものの, バランスド・パネルとはなっていないことに注意されたい。
なお, 1930年代における役員賞与と企業統治構造を分析した横山 [2001] でも同様の措置がとられている。

7) 分析の基本統計量は第2表に要約されている。当期利益金やROAの値が1933-36年の期間より1921-27年の期間の方が高くなっていることが一見奇異に映るかもしれない。ただ, 当期利益金に関しては, それが欠損計上のケースをサンプルから除外しているからであって, 欠損の事例を含めた場合, 両者の平均値は逆転する(1921-27年: 3,382千円。1933-36年: 4,031千円)。

第2表 基本統計量

配当政策

パネル A：1921-27年

Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
当期配当金（千円）	308	2,901.4	2,956.1	0	15,000
当期利益金（千円）	308	4,182.4	4,202.4	15	20,139
総 資 産（1期ラグ：千円）	308	46,223.0	39,893.7	6,106	279,301

パネル B：1928-32年

当期配当金（千円）	221	2,055.0	2,336.2	0	10,008
当期利益金（千円）	221	2,894.6	2,930.2	19	12,534
総 資 産（1期ラグ：千円）	221	49,524.1	37,231.5	12,109	154,473

パネル C：1933-36年

当期配当金（千円）	200	2,564.1	2,763.2	0	16,395
当期利益金（千円）	200	4,165.5	4,157.0	26	26,876
総 資 産（1期ラグ：千円）	200	58,129.6	53,411.0	9,900	328,942

経営効率

パネル A：1921-27年

Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	343	0.067	0.090	-0.327	0.373
総 資 産（1期ラグ：千円）	343	45,079.4	41,009.8	6,106	302,628

パネル B：1928-32年

ROA	255	0.044	0.049	-0.204	0.259
総 資 産（1期ラグ：千円）	255	53,006.9	46,533.6	11,817	286,525

パネル C：1933-36年

ROA	204	0.066	0.039	-0.162	0.203
総 資 産（1期ラグ：千円）	204	57,601.4	53,015.6	9,900	328,942

注：兼任役員関係の値については、第1表に要約されているため省略した。

また、ROAの平均値については、両期間においてそれほど格差がなかったというのが事実であろう。むしろ標準偏差の値に注目すべきであり、その数値が1921-27年の期間には相対的に大きくなっている。つまり、この時期、収益力の企業間格差も大きかったということであり、そうした点に不況期の影響が現れていると理解できる。こうした傾向については、20世紀における日本企業のパフォーマンスを追跡した宮島・齊藤・尾身 [2005] でも確認されている。

第3表 配当の利益感応度に対する兼任役員の影響 (Pooled Tobit)

被説明変数：配当金

推 計 期 間	1921-27		1928-32		1933-36	
コ ラ ム	I	II	III	IV	V	VI
当期利益金	0.471 (17.23)***	0.456 (15.03)***	0.698 (25.72)***	0.676 (22.59)***	0.630 (19.02)***	0.597 (16.86)***
一人当り兼任数×当期利益金	0.020 (3.57)***		0.008 (1.68)*		-0.007 (-1.36)	
最大兼任数×当期利益金		0.006 (3.33)***		0.005 (2.37)**		0.000 (0.03)
一人当り兼任数	-54.019 (-1.89)*		-18.868 (-1.05)		32.548 (1.08)	
最大兼任数		-12.370 (-1.24)		-8.615 (-1.31)		2.055 (0.23)
総資産 (対数値)	863.716(7.42)***	906.454(7.86)***	443.232(4.29)***	427.928(4.21)***	402.216(3.43)***	422.993(3.54)***
定数項	-7,700.657 (-6.55)***	-8,117.479 (-7.00)***	-4,851.338 (-4.73)***	-4,650.906 (-4.60)***	-4,169.967 (-3.52)***	-4,249.226 (-3.52)***
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	308	308	221	221	200	200
Uncensored Obs.	288	288	195	195	190	190
Log-likelihood value	-2,447.2026	-2,448.2494	-1,544.111	-1,542.634	-1,543.879	-1,544.727
$\hat{\sigma}$	1,118.073	1,121.453	605.411	602.389	783.160	788.508

注：上段は係数を，下段はt値を表す。***，**，*は1%，5%，10%水準で有意であることを示す。

響を検討する前に、当期利益金と総資産のパラメータを確認しておこう。

まず、当期利益金について見ていくと、1921年から1936年の3期間通じ、すべてのモデルで係数が正に有意となっている。利益が増加した場合、配当も高められるという関係がみられ、戦前における配当政策の先行研究（岡崎 [1993]、宮島 [2004]）と整合的な結果が得られた。一方、総資産に関しても、当期利益金の動向と同様に、戦前を通じて正に有意となっている。つまり、企業規模が大きいほど配当支払いも増加するという関係がみられる。これは単純に企業規模が大きい場合、利益の額も大きく、それだけ配当の額自体も上昇するというを示しているのであろう。または、高橋 [1930] で言及されているように、強い（行き過ぎた）株主主権の下、当時の多くの企業が固定資産の評価益計上を行い配当金の捻出にまわしたとされるが、総資産額が大きい場合、そのような会計操作を行う余地も大きいという可能性もあろう。

さて以上を踏まえ、ここでの焦点となる兼任役員関係の変数の結果について見ていこう。1921年から1927年の推計結果に関しては、役員1人当たり兼任数と当期利益金の交差項（コラムⅠ）は正に有意となっており、兼任数の上昇は配当金の利益感応度を増幅させる効果を有していたことが示されている。一方、「最大兼任」と当期利益金との交差項（コラムⅡ）も正に有意となっている。当該企業における名望家的な兼任役員の影響力が高まるにつれ、業績に応じて付与される配当金の額も増大するという関係を表している。

1928年から1932年の推計結果に関しても、前述の期間とほぼ同様の結果となっており、配当に対し、役員1人当たり兼任数と当期利益金との交差項、「最大兼任」と当期利益金との交差項はともに正の係数で有意となっている（コラムⅢ、Ⅳ）。不況期においても兼任役員の影響力は衰えず、利益感応的な配当政策を企業経営に課していたと判断できる。

ところが、好況期に転じるとまったく様相を異にする。1933年から1936年の推計結果に目を向けると、コラムⅤとⅥの双方において、兼任役員関係の変数は、交差項も含め、まったく有意となっていない。この時期、兼任役員関係の

変数が配当額になんらかの影響力を有するか否かを検証するために、兼任役員関係の変数と利益との交差項、及び兼任役員関係の変数自体がゼロであるという帰無仮説の下でF検定を行った。結果、双方のモデル(VとVI)において、10%水準で棄却することはできなかった。すなわち、準戦時期以降の好況期に入り、配当支払いに対する兼任役員の影響力は大きく後退し、兼任役員の淘汰に関する高橋[1977]の指摘が改めて確認されたことになろう。

V 兼任役員関係と経営効率

前節では、1920年代から1930年代の不況局面において、兼任役員が利益感応的な配当政策を企業経営に課していたことが確認された。もっとも、そのような配当政策はこれまでコストの側面としてのみで捉えられてきたが、社外取締役としての兼任役員の企業経営へのモニタリングが有効に機能したことによって高いパフォーマンスが実現し、その結果、高率配当が可能になったとも考えられる。そこで、兼任役員と経営効率との関係を検討するために、下記のような簡単な推計を行った。

$$ROA_t = F(INT, SIZE_{t-1}, ID, YD) \quad (2)$$

ここで経営効率の指標であるROAは総資産利益率を示し、当期利益金の上期・下期を合算した数値を下期総資産額で除すことによって算出している。社外取締役としての兼任役員が有効に機能し、高い経営効率が実現されていたとするならば、INTの符号条件は正值であることが期待される。逆に高橋[1930]などの文脈でしばしば指摘されてきたように、兼任役員の存在が企業経営の視野を著しく短期化させ経営効率を悪化させていたとするならば、INTの値は負を取るであろう。なお、推計にはOLSを利用する。

結果は第4表のとおりである。1921年から1932年までの2期間において、兼任役員関係を示す変数が有意に負という結果が得られている(コラムIからIV)。すなわち、不況局面において、役員1人当たりの兼任数が多くなるほど、

第4表 経営効率と兼任役員関係（Pooled OLS）

被説明変数：ROA

推 計 期 間	1921-27		1928-32		1933-36	
コ ラ ム	I	II	III	IV	V	VI
一人当り兼任数	-0.002 (-1.80)*		-0.002 (-2.30)**		0.000 (0.29)	
最大兼任数		-0.001 (-2.49)**		-0.001 (-2.85)***		0.000 (1.14)
総資産（対数値）	0.005 (1.01)	0.005 (1.04)	-0.001 (-0.35)	-0.001 (-0.29)	0.001 (0.18)	0.000 (0.07)
定数項	0.088 (1.69)*	0.092 (1.75)*	0.082 (2.26)**	0.085 (2.35)**	0.053 (1.52)	0.054 (1.56)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	343	343	255	255	204	204
R-sq	0.217	0.224	0.171	0.194	0.157	0.165

注 1)：上段は係数を，下段は White の標準誤差に基づく t 値を表す。

2)：***，**，*は1%，5%，10%水準で有意であることを示す。

または当該企業において最大の兼任数の有する人物の影響度が強くなるほど経営効率が悪化していたこととなる。他方，1933年から1936年の好況局面においては前節の配当政策に対する結果と同様であり，もはや兼任役員関係の変数の経営効率に与える効果は観察されない（コラム V・VI）。

本節における推計結果をこれまでの検討結果とあわせて解釈すると，企業経営における兼任役員の存在は，経営効率を悪化させる側面を有すると同時に，利益が計上された場合，配当支払いを通じ過大な社外流出を促す存在であったと理解できよう。ただし，そのような特徴が観察されたのは1930年代前半までであり，大恐慌を経た後には企業経営に対する兼任役員の影響力はかなりの程度抑制された。第Ⅲ節で指摘したとおり，数量的な観点では，戦前において兼任役員の影響力は取締役会から排除されなかったが，企業経営に対する実質的な影響力（特にコストの側面に関して）から言えば，準戦時以降かなりの程度その淘汰が進展したと判断できよう。本稿の検討から，後者の意味で高橋

[1977] の指摘が妥当性を有することが明らかにされた。

VI お わ り に

これまで戦前の非財閥系企業における兼任役員の実態は、さまざまな論者によって検討されてきた。そこでは、彼らが企業経営に対する社外取締役としての特性を強く有していたという共通の理解が形成されてきたが、そのコスト・ベネフィットの評価に関しては一致した見方がなされず、議論に混乱がみられた。兼任役員が近視眼的な姿勢で企業経営に臨み、過大な利益の社外流出や経営効率の悪化を招いていたとの見解がある反面、株主代表の取締役として有効なモニタリングを提供していたとの説も提示されていた。

本稿では、このような2つの立場を踏まえ、実際に戦前において、取締役会の中で兼任役員はどのような数量的推移をたどったのか、企業の配当政策や経営効率に対しいかなる影響力を及ぼしていたのか、これらの点について多角的な検討を試みた。その結果、以下のような点が確認された。第1に、取締役が複数の会社の役員を兼務する状況は不況局面において若干の後退が観察されたが、それはわずかな程度であり、逆に1930年代以降の好況局面に入ると上昇に転じた。第2に、兼任役員は、企業経営に対し利益感応的な配当政策を課すことによって過大な利益金の社外流出を促すと同時に、企業経営の効率を悪化させる存在であった。第3に、もっともそのような側面は主に不況局面に観察されたものであり、1930年代の好況期には兼任役員の実質的な影響力は大幅に制約された。

いうまでもなく、以上のような結論を今日の社外取締役に關する役割に直接結び付けて論じるのはミスリーディングであろう。ただし、戦前における兼任役員の実態は、特定のステークホルダーの利害に極端に偏ったコーポレート・ガバナンスのあり方が、いかに弊害を有するかを示唆しているように思われる。そのような意味において、「〇〇主権」型の議論ではコーポレート・ガバナンスの問題は何ら解決しない。今日、コーポレート・ガバナンスの議論は株主や

従業員といった特定主体の利害を重視する立場から、さまざまなステークホルダー間の利害調整に重きを置く見方に移りつつあるが（北村 [2003] 154ページ）、その流れはある意味で当然とも考えられる。

本稿の分析は、あくまで1次的な接近であり、そのため多くの課題が残された。最後に、その点について触れておきたい。

まず、サンプル・セレクション・バイアスの問題である。本稿で用いたデータセットには、それが存続企業を中心して構築されるという意味において、サンプル・セレクション・バイアスが生じている可能性が否定できない。ただし、作業量やデータの利用可能性の制約のため、これ以上のデータセットの拡充は困難であった。データのより一層の拡充を図り、再推計を行なうことが不可欠である。

また、本稿では兼任役員と配当政策との関係に分析範囲を限定したが、兼任役員の便益は配当収入のみにとどまらず、役員賞与の捻出にまで及び、それは今日的な企業像から見れば常軌を逸した水準であったとされる（高橋 [1930]）。ただ、その反面、少なくとも明治期には、業務に何ら知識も無く、単に投資家の資格だけをもって取締役の地位に就いている兼任役員の多くは無給であった（江頭 [1999] 18ページ）との指摘もあり、この点に関しても議論の一致が見られない。役員賞与に及ぼす兼任役員の影響の分析についても興味深い。

さらに、3大財閥直系企業も含め、役員兼任関係をより厳密に類型化のうえ、分析に織り込むことが不可欠と考えられる。たとえば本稿では、「重役屋」（大橋新太郎、田中榮八郎など）タイプとビジネス・グループ総帥型（浅野総一郎や大倉喜八郎など）タイプの兼任役員との区別を明確に考慮していない。兼任役員のタイプによって、企業経営に対するスタンスも大きく異なることが想定される。財閥・非財閥というカテゴリーにとどまらず、より厳密に兼任役員の類型化を行い、その差異とパフォーマンス等の相関関係を詳細に検討していくことが求められる。

参考文献

- 江頭憲次郎 [1999] 「企業の勃興から大企業時代への商法」『ジュリスト』1155号, 16-20ページ。
- 岡崎哲二 [1993] 「企業システム」(岡崎哲二・奥野正博編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社)。
- [2004] 「戦前日本における専門経営者雇用の決定要因と効果: 綿紡績会社を中心として」『一橋ビジネスレビュー』第52巻2号, 50-63ページ。
- 岡崎哲二・澤田 充 [2003] 「銀行統合と金融システムの安定性: 戦前期日本のケース」『社会経済史学』第69巻3号, 25-46ページ。
- 北村行伸 [2003] 「企業収益と負債: 〈企業活動基本調査〉に基づく日本企業行動のパネル分析」(花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析: 変革期の日本と金融危機後の東アジア』東京大学出版会)。
- 経営史学会編 [2004] 『日本経営史の基礎知識』有斐閣。
- 高橋亀吉 [1930] 『株式会社亡国論』萬里閣書房。
- [1977] 『日本の企業・経営者発達史』東洋経済新報社。
- 宮島英昭 [2004] 『産業政策と企業統治の経済史: 日本経済発展のミクロ分析』有斐閣。
- 宮島英昭・齊藤 直・尾身祐介 [2005] 「20世紀日本企業の所有構造とパフォーマンス: 戦前期を中心にして」『季刊 企業と法創造』第1巻4号, 125-140ページ。
- 宮本又郎 [2003] 「日本型コーポレート・ガバナンス」(宮本又郎他編『日本型資本主義: どうなる どうする 戦略と組織と人材』有斐閣)。
- 森川英正 [1981] 『日本経営史』日本経済新聞社。
- [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] 「明治期における重役組織の形成」『経営史学』第14巻1号, 1-27ページ。
- 横山和輝 [2001] 「1930年代日本企業の役員賞与決定メカニズム」『経済学論集』東京大学, 第67巻3号, 30-47ページ。
- Frankl, J. L. [1999] "An Analysis of Japanese Corporate Structure, 1915-1937," *Journal of Economic History*, Vol. 59, pp. 997-1015.
- Wooldridge, J. M. [2002] *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, MA, The MIT Press.
- [2003] *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2nd ed., Mason, South-Western.